

Alma Media

Yhtiöraportti

03/2018

inde
res.

Positiivinen tulostrendi jatkuu

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen ja 7,80 euron tavoitehinnan. Yhtiön tuloskehitys on ollut viime vuosina voimakkaan nousujohteista digitaalisten liiketoimintojen kannattavan kasvun, onnistuneiden yritysjärjestelyjen, ja tehostustoimien ajamana. Noin puolet liikevaihdosta muodostavan painetun median rakenteellinen lasku vaimentaa edelleen Alma Median liikevaihdon kasvua, mutta sen rooli tulokasvun tai arvonmuodostuksen kannalta ei ole enää kriittinen, sillä yli 2/3-osaa yhtiön tuloksesta ja valtaosa arvosta syntyy digitaalisista liiketoiminnoista. Positiivisten markkinatrendien, vahvan tulokasvun ja osinkovirran, sekä kohtuullisten arvostuskertoimien valossa näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa.

Digitaaliset tuotot nousseet ratkaisevaan kokoluokkaan arvonmuodostuksen ja kasvun kannalta

Alma Median liikevaihdosta noin 44 % ja tuloksesta noin 65 % muodostuu vahvasti kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden ytimen muodostaa digitaalisia rekrytointipalveluita ja markkinapaikkoja kehittävä Alma Markets. Vastaavasti pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median liikevaihto on laskussa, mutta kannattavuus ja kassavirrat suhteellisen vakaita. Yritysostojen ja digitaalisten palveluiden voimakkaan kasvun myötä ulkomaan toimintojen osuus on kasvanut noin 23 %:iin liikevaihdosta ja noin 40 %:iin liikevoitosta, mikä on pienentänyt huomattavasti Alma Median herkkyyttä Suomen talouskasvulle. Digitaalisten liiketoimintojen kasvu on syntynyt historiallisesti pääasiassa digimainonnasta ja digisältyöjen myynnissä yhtiöllä on vielä paljon tehtävää, mikä on lisännyt Alma Median tuloksen suhdanneherkkyyttä. Näemme kuitenkin vahvojen mediabrändien ja positiivisten markkinatrendien myötä Almalla hyvät edellytykset myös ennustettavampaa tulovirtaa tarjoavan digisältyömyynnin voimakkaaseen kasvattamiseen lähivuosina.

Lähivuosien tulokasvunäkymä positiivinen ja kilpailuasema vahva

Ennustamme yhtiön jatkavan vahvalla tulokasvutrendillä lähivuodet. Tulokasvun pääajuri on Markets-segmentin erittäin kannattava kasvu, jota ajaa liiketoiminnan vahva skaalautuvuus, toimintamaiden vahva talouskehitys, pienet yritysostot, ja uudet palvelut. Ennakoimme painetun median jatkavan lähivuosina rakenteellista laskua, mutta tällä on negatiivinen vaikutus lähinnä medialiiketoimintojen liikevaihtoon, sillä liikevoiton tasolla kehitystä vakauttaa digituottojen vahva kasvu, toiminnan tehostuminen ja lehtien tilaushintojen korotukset. Tulosta tukee myös Alma Median pääosin vahva kilpailuasema, joka on säilynyt digimarkkinoinnin globaalien kilpailun kasvusta (Facebook, Google) huolimatta vakaana, ja erityisesti arvonmuodostuksen kannalta tärkeimpien Markets- ja Talent-segmenttien markkina-asema on näkemyksemme mukaan vahva. Yhtiön vahva tase ja kassavirta mahdollistavat myös kasvun kiihdyttämisen yritysostojen kautta, mikä tarjoaa näkemyksemme mukaan positiivisen option osakkeeseen, sillä Alma Medialla on vahvoja näyttöjä omistaja-arvoa kasvattavista yritysjärjestelyistä.

Positiivinen tulostrendi, vahva osinkotuotto ja kohtuullinen arvostustaso

Positiivinen suhdannekuva, lähivuosille ennustamme noin 6-10 %:n oik. tulokasvu ja 4-5 %:n osinkotuotto tarjoavat osakkeeseen edelleen hyvän tuotto-odotuksen. Myös Alma Median arvostuskertoimet (2018e EV/EBITDA 9x ja P/E 15x) ovat kasvunäkymiin nähden maltilliset, ja lisäksi osien summa ja DCF tukevat nykyistä korkeampaa arvostustasoa. Riskeinä osakkeelle näemme mediamurroksen kiihtymisen sekä yhtiön suhteellisen korkeaksi kasvaneen suhdanneherkkyyden.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

7,80 EUR

Edellinen: 7,80 euroa



Osakekurssi: 7,10 EUR

Potentiaali 12kk: +10 %

Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	353	367	368	375
<i>kasvu-%</i>	21,2 %	4,0 %	0,3 %	1,8 %
Liikevoitto (oik.)	35,3	51,0	58,2	62,4
<i>liikevoitto-%</i>	10,0 %	13,9 %	15,8 %	16,6 %
Tulos ennen veroja	25,4	46,0	61,4	61,7
EPS (oik.)	0,31	0,45	0,49	0,53
Osinko/osake	0,16	0,24	0,32	0,36
EV/Liikevaihto	1,6x	2,0x	1,9x	1,7x
EV/EBITDA	9,9x	10,4x	9,3x	8,0x
EV/EBIT (oik.)	15,8x	14,5x	11,9x	10,0x
P/E (oik.)	16,4x	16,1x	14,6x	13,3x
P/B	3,5x	4,3x	3,7x	3,3x
Osinko-%	3,2 %	3,3 %	4,5 %	5,1 %

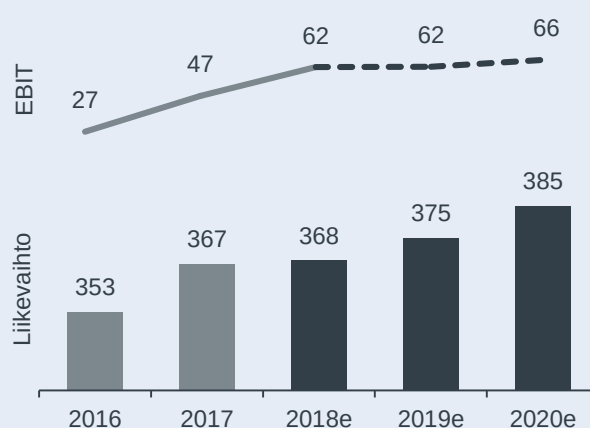
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



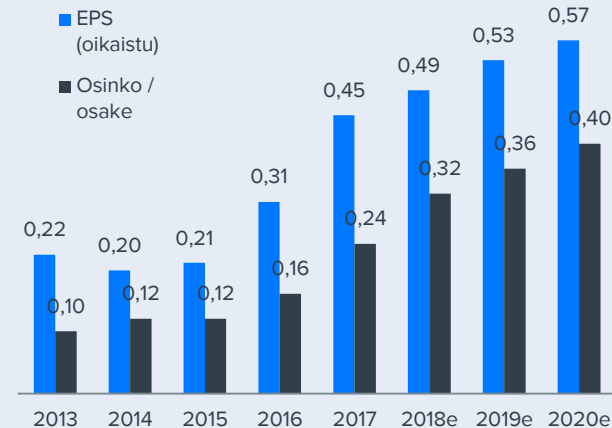
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

14,6x

2018e

EV/EBITDA

9,3x

2018e

EV/S

1,9x

2018e

Osinko-%

4,5

2018e



Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen vahva ja kannattava kasvu
- Vahva suhdannetilanne ja positiiviset markkinatrendit
- Media liiketoimintojen vakaa kannattavuuskehitys ja vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

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



Arvostus

- Tulokasvunäkymä positiivinen
- Vahva operatiivinen kassavirta ja tase mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet kohtuulliset
- Osien summa ja DCF tukevat korkeampaa arvostustasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 11-13
Yritysjärjestelyt	s. 14-15
Toimiala	s. 16-19
Liiketoimintasegmentit	s. 20-38
Taloudellinen tilanne	s. 39-40
Ennusteet yhteenveto	s. 41-42
Arvonmääritys ja suositus	s. 43-47
Taulukot	s. 48-50
Vastuuvapauslauseke	s. 51

Alma Media yhtiöesittely

Alma Media on Suomessa, Ruotsissa ja itäisessä Keski-Euroopassa toimiva digitaalisiin palveluihin ja julkaisutoimintaan keskittynyt mediakonserni.

n.56 % lv:sta

PAINETTU MEDIA
JA PALVELUT

n.44 % lv:sta

DIGITAALISTA
LIIKETOIMINTAA

yli 50 tunnettua media- ja verkkopalvelubrändiä

367 MEUR (+4 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

51,1 MEUR, 13,9 % lv:sta

(+45 % vs. 2016)

LIKEVOITTO OIK. 2017

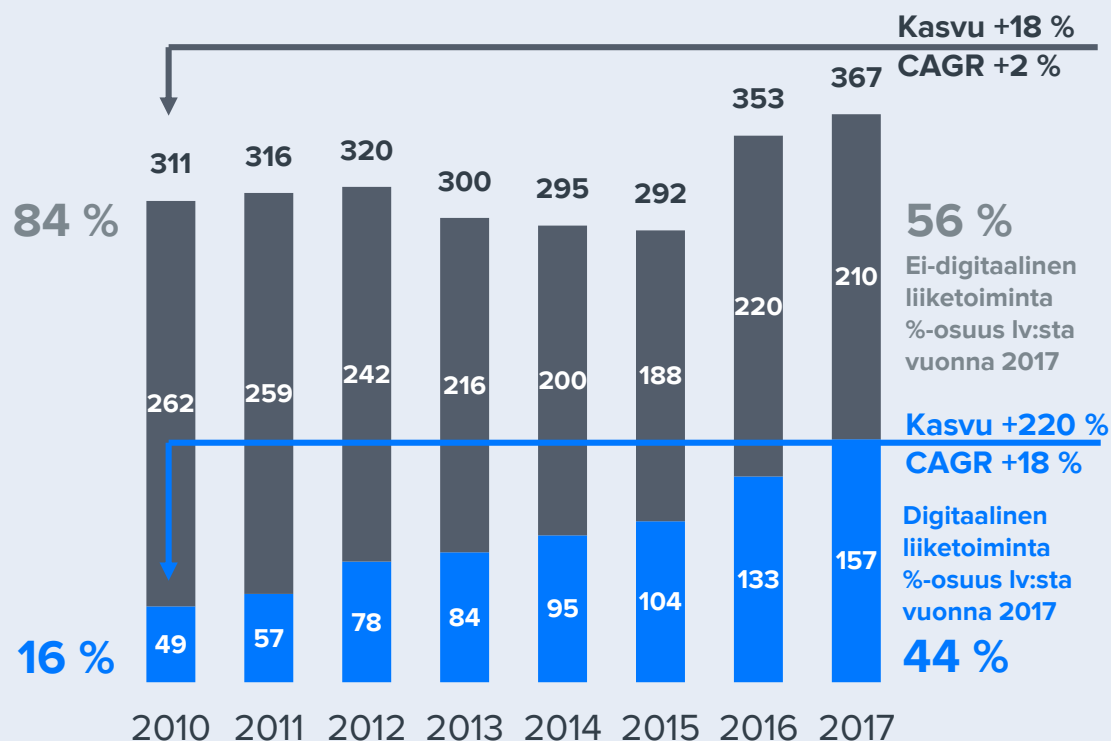
n.23 % lv:sta

ULKOMAAN
LIIKETOIMINNAT

13

TOIMINTAMAATA

Liikevaihto & digitaalinen liiketoiminta vuosina 2010-2017



■ Ei-digitaalinen liiketoiminta ■ Digitaalinen liiketoiminta

Yhtiöesittely

Mediabrändejä ja digitaalisia palveluita

Alma Media on media- ja palveluyhtiö, jonka tunnetuimpia brändejä ovat Kauppalehti, Talouselämä, Affärsvärlden, Iltalehti, Aamulehti, Etuovi.com, Monster, Prace.cz ja Jobs.cz. Kaiken kaikkiaan Alma Medialla on portfoliossaan yli 50 media ja digitaalisten palveluiden brändiä.

Yhtiön liiketoimintamalli jakautuu karkeasti ottaen kolmeen osaan:

- 1) Valtakunnallisesta, alueellisesta ja paikallisesta uutis-, ammatti- ja talouslehtien sekä ammattikirjallisuuden julkaisu- ja painotoiminnasta ja niihin liittyvistä verkkopalveluista koostuvaan **kustannusliiketoimintaan**, jonka päätulovirtoja ovat sisältö- ja mainostuotot;
- 2) luokitellun ilmoittelun verkkopalveluita ja verkkopohjaisia rekrytoinnin, auto- ja kiinteistökaupan myynnin, johtamisen ja asiakkuuksien hallintajärjestelmiä tarjoaviin **digitaalisiin palveluihin**, jonka päätulovirrat muodostuvat ilmoitus- ja mainostuloista;
- 3) paino-, jakelu-, tieto-, tapahtuma-, koulutus- ja markkinointi**palveluliiketoimintaan**, jonka päätulovirtoja ovat palvelujen myyntituotot.

Viime vuosina voimakkaasti kasvaneiden digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median liikevaihdosta on noin 44 %, painetun median alle 40 % ja palveluiden noin 10 %. Maantieteellisesti Alma Median liiketoiminnasta syntyy n. 77 % Suomesta ja noin 23 % Ruotsista sekä itäisen Keski-Euroopan ja Baltian maista.

Alma Mediassa työskentelee noin 2300 henkilöä ilman jakelijoita, joista yli kolmannes toimii Suomen ulkopuolella yhdeksässä eri Euroopan maassa.

Liiketoimintarakenne

1. **Alma Markets**iin kuuluu useita verkkopalveluita: asumiseen liittyvät palvelut (mm. Etuovi.com, Vuokraovi.com), rekrytointiin (mm. Monster, Jobs.cz, Prace.cz ja Jobote.com) ja liikkumiseen liittyvä tpalvelut (mm. Autotalli.com, Autosofta.fi). Osuudet konsernista vuonna 2017: 22 % liikevaihdosta, 53 % konsernin digitaalisesta liiketoiminnasta ja 47 % oik. liikevoitosta.
2. **Alma Talent** julkaisee 22 ammatti- ja talouslehteä sekä kirjoja. Lisäksi segmentti tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille palveluja, kuten tapahtumia, koulutusta, tietopalveluja. Osuudet konsernista vuonna 2017: 30 % liikevaihdosta, 24 % digitaalisesta liiketoiminnasta ja 25 % oik. liikevoitosta.
3. **Alma News & Life** -segmenttiin kuuluvat valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle -sisällöt. Lisäksi segmenttiin kuuluu verkkopalvelut Rantapallo.com, Telkku.com, Kotikokki.net ja E-kontakti.fi. Osuudet konsernista vuonna 2017: 13 % liikevaihdosta, 16 % digitaalisesta liiketoiminnasta, ja 12 % oik. liikevoitosta .
4. **Alma Regions** -segmentti sisältää Aamulehden, Satakunnan Kansan, sekä useiden paikallis- ja kaupunkilehtien kustannustoiminnan sekä printissä että verkossa. Myös konsernin paino- ja jakeluyksikkö Alma Manu sisältyy segmenttiin. Osuudet konsernista vuonna 2017: 34 % liikevaihdosta, 7 % digitaalisesta liiketoiminnasta, ja 16 % oik. liikevoitosta.

Alma Media aikoo yhdistää News&Life- ja Regions-segmenttien liiketoiminnot uudeksi segmentiksi vuoden 2018 aikana. Tässä raportilla segmentit on vielä käsitelty erillisinä.

Yrityssostot ja digitaaliset palvelut kääntäneet tuloksen vahvaan kasvuun

Alma Median kehitys on ollut tällä vuosikymmenellä kaksijakoista. Yhtiön digitaalisen liiketoiminnan kasvu on ollut vahvaa (2010-2017: keskimäärin +18 % vuodessa) sekä orgaanisen kasvun että yritysostojen tukemana, kun taas painetun median liikevaihto on laskenut selvästi (-23 %) pääasiassa toimialan murroksen seurauksena. Alma Media on tehnyt vuodesta 2010 alkaen kaikkiaan yli 30 yrityskauppaa tai omistusjärjestelyä, joista merkittävimmät ovat olleet vuosina 2011-2012 toteutetut rekrytointipalveluiden hankinnat itäisen Keski-Euroopan alueelta sekä vuoden 2015 lopussa toteutettu mediayhtiö Talentumin hankinta.

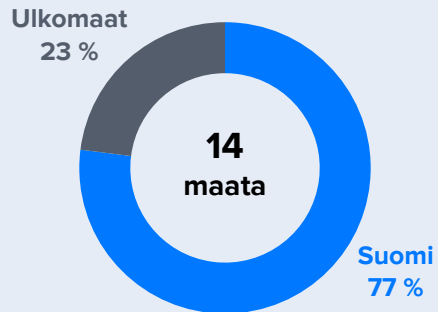
Alma Median liikevaihto oli vuonna 2017 367 MEUR (2016: 353 MEUR), missä oli kasvua 4 % vuodesta 2016 ja noin 18 % vuodesta 2010. Pääosa viime vuosien kasvusta selittyi Talentum-yrityssostolla, mutta yhtiön orgaaninen kasvu on ollut myös digitaalisten liiketoimintojen vetämänä lievästi positiivista vuoden 2015 alusta lähtien. Negatiivisimmin liikevaihdon kehitykseen on vaikuttanut painetun median mainosmyynnin lasku, joka laski vuosina 2010-2017 noin 23 %.

Heikko liikevaihdon kehitys, tehostus- ja rakennejärjestelykulut sekä Talentumin integraatiokulut heikensivät Alma Median kannattavuutta voimakkaasti vuosina 2010-2016, mutta operatiivisen tuloksen osalta trendi on kääntynyt selvästi positiiviseksi vuodesta 2015 alkaen. Vuonna 2017 Alma Median oikaistu liikevoitto oli 51,1 MEUR (2016: 35,2 MEUR), missä oli kasvua 45 % vuodesta 2016. Tulostasoa nostivat Talentumin synergiahädyt ja digitaalisten liiketoimintojen erittäin kannattava kasvu.

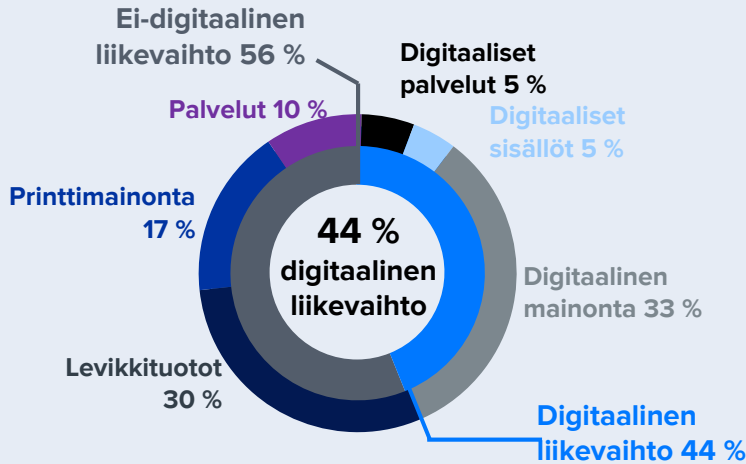
Alma Median liiketoimintamalli, 2017

Maantieteellinen

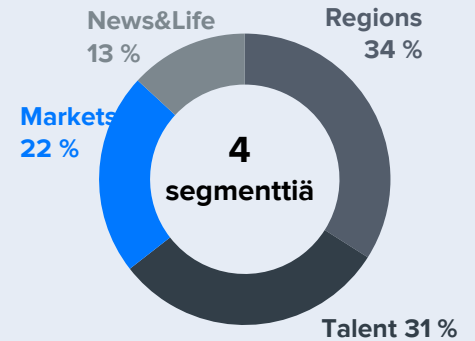
Liikevaihto
367 MEUR



Tuottolajeittain

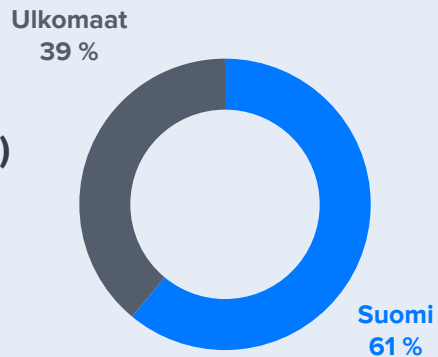


Segmenteittäin

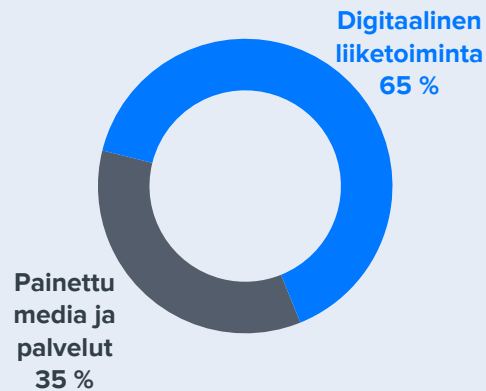


Maantieteellinen

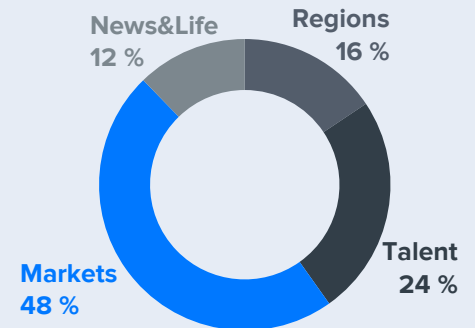
Liikevoitto (oik.)
51 MEUR
13,9 % lv:sta



Tuottolajeittain



Segmenteittäin



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Alma Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Sijoitusprofiili

Kasvu- ja osinko-osakkeen yhdistelmä

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

Toimialan murros kasvattaa tuloksen vaihteluja

Mediayhtiöiden tuloskehitys vaihtelee tyypillisesti vahvasti yleisen talouskehityksen mukana, sillä merkittävä osa toimialan ja Alman tuotoista syntyy mainonnasta. 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 ja synnyttää odotuksia merkittävämpiä tulospaihteita 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

markkina-aseman kautta Alma Media tai sen osat ovat itsessään potentiaalinen yritysjärjestelyjen kohde.

Osien summa -laskelma keskeisessä roolissa

Alma Median segmenttien tuotto- ja kasvuprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat selvästi toisistaan, joten osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan hyvä mittari arvonmäärityksessä.

Positiiviset arvo-ajurit

- **Digitaalisen liiketoiminnan kasvu:** Digitaalisten liiketoimintojen kasvunäkymät ovat edelleen vahvat ja kannattavuus-potentiaali korkea, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten liiketoimintojen osuus yhtiön tuloksesta on jo 2/3-osaa.
- **Suhdanteen parantuminen:** Vahva talouskasvu heijastuu positiivisesti erityisesti digitaalisten rekrytointipalveluiden ja markkinapaikkojen, sekä mainonnan kysyntään, joiden osuus Alma Median liikevaihdosta on yli 50 %. Voimakkaasti skaalautuvan liiketoimintamallin kautta kasvu heijastuu lisäksi vivulla kannattavuuteen.
- **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

- **Painetun median tuottojen lasku:** Odotamme Alma Median painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kasvua ja heikentää kassavirtaa. Painetun median osuus Alma Median liikevaihdosta on noin 50 %.
- **Suhdanneherkkyys:** Merkittävä (noin 50 %) ja kasvava osa yhtiön tuotoista syntyy suhdanneherkistä mainos- ja ilmoitustuotoista, kun taas yhtiön kustannusrakenne on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä.
- **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 liiketoimintamalleja, 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



Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Suhdanteen parantuminen
- Vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio

Riskit

- Painetun median tuottojen rakenteellinen lasku ja sisältöjen matala digitalisaatioaste
- Korkeahko suhdanneherkkyys
- Kilpailuaseman muutokset
- Teknologiamuutokset

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian taustalla toimialan muutosvoimat

Alma Median strategian taustaoletuksena on huomioida toimialan tärkeimmät muutosvoimat: 1) Mediakulutuksen muutos, kuten painetun median tuottojen lasku ja mediakulutuksen digitalisoituminen, 2) teknologian ja datan roolin kasvaminen liiketoimintamalleissa, 3) Sääntelyn muutokset, kuten GDPR-asetus, 4) suhdanne- ja demografiset muutokset, 5) kilpailudynamiikan muutokset, kuten globaalin kilpailun kasvu ja kotimaisen mediamarkkinan polarisaatio, sekä 6) markkinoinnin ja mainonnan investointien muutokset, kuten ohjelmallisen ostamisen yleistyminen ja mobiilimarkkinoinnin kasvu.

Strategia vuosille 2018-2020

Alma Median strategisena tavoitteena on:

- 1) Kasvattaa omien kehityspanostusten sekä yksikkö- ja konsernitason yritysjärjestelyjen kautta yhtiön nykyisiä digitaalisia liiketoimintoja sekä laajentua uusiin liiketoimintoihin ja markkina-alueille.
- 2) Kehittää ja kasvattaa kansainvälistä liiketoimintaa.
- 3) Vahvistaa kassavirtaa ja taloudellista asemaa kehitys-, rakennejärjestely- ja tehostamistoimin.
- 4) Kasvattaa omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun ja nousevan kannattavuuden kautta.

Tämän hetken strategisia aloitteita ovat:

- 1) **Alma Mediaratkaisut:** Mainosmyynnin markkinaosuutta kasvatetaan Alma-tasoisella asiakkuusjohtamisella. Mainonnan ohjelmallista ostamista kiihdytetään. Digitaalisesta mainonnasta siirrytään yhä

enemmän digitaalisiin palveluihin.

- 2) **eCOM:** Digitaalista sisältöliikevaihdon kasvu vauhditetaan lisäämällä digisisältötuotteiden käyttäjämäärää ja tekemällä niistä säännöllinen osa asiakkaiden arkea. Digitaalisen asiakaspolun vaiheita johdetaan aktiivisesti lukijauskollisuuden ja tilausaltiuden kehittämiseksi.
- 3) **Data:** Rakennetaan ja vahvistetaan datakyvykkyyksiä media- ja sisältömyynnin ja palveluiden personoinnin tarpeisiin ja vastaamaan regulaatiovaatimuksia. Asiakas- ja käyttäytymistietoa hallitaan yhdistämällä asiakastietovarastoja ja ottamalla käyttöön analysointi- ja aktivointitekнологiaa.
- 4) **Alma teemasisällöt ja palvelut:** Alman kaupallista asemaa vahvistetaan valituilla, Almalle vahvoilla toimialoilla laajentamalla tarjoomaa erikoissisältöihin ja palveluihin. Ensimmäisessä vaiheessa valitut vahvuusalueet ovat autoilu & liikkuminen, terveys & hyvinvointi, asuminen, matkailu, ruoka ja työelämä.
- 5) **Kävijäliikenteenohjaus:** Ulkoista ja sisäistä kävijäliikenteen ohjausta kehitetään jatkuvan ja kasvavan kävijävirran vahvistamiseksi sekä sisältö- sekä media-myynnin varmistamiseksi.

Myös yritysjärjestelyt ovat olennainen osa Alma Median strategiaa ja käymme sen roolia tarkemmin läpi sivulla 14.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Digiliiketoiminnan kasvu >15 %/vuosi.

- **Kannattavuus:** Sijoitetun pääoman tuotto (ROI), yli 15 % vuositasolla.
- **Voitonjako:** Osingonjakosuhte yli 50 %.

Vuonna 2017 yhtiö saavutti ensimmäistä kertaa kaikki taloudelliset tavoitteet: Digitaalisen liiketoiminnan kasvu oli 17 % (2016: 28 %), sijoitetun pääoman tuotto 18 % (2016: 10 %) ja ehdotettu osingonjakosuhte 62 % (2016: 78 %). Sijoitetun pääoman tuotto ylitti tavoitteen, vaikka sitä rasittivat yhteensä yli 4 MEUR:n negatiiviset kertaerät, jotka liittyivät pääasiassa kiinteistöomaisuuden alaskirjauksiin.

Kuluvalla vuosikymmenellä Alma Media on keskimäärin ylittänyt taloudelliset tavoitteensa digitaalisen liiketoiminnan kasvun ja osingonjaon osalta. Sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen yhtiö ei ole kuitenkaan yltänyt ennen vuotta 2017, mikä johtuu tehostus-, integraatio- ja rakennejärjestelyjen myötä heikentyneestä kannattavuuskehityksestä vuosina 2012-2016 sekä yritysostojen ja painokoneinvestoinnin myötä selvästi kasvaneesta sijoitetusta pääomasta.

Kaiken kaikkiaan pidämme Alma Median taloudellisia tavoitteita kasvun ja kannattavuuden osalta sekä sopivan haastavina että samanaikaisesti realistisina. Ne sopivat myös hyvin yhtiön liiketoiminnan profiiliin, jossa digitaalisten palveluiden kasvunäkymät ovat vahvat ja taantuva perinteinen media tuottaa vahvaa kassavirtaa. Jos ja kun digitaalisen liiketoiminnan painoarvo kasvaa vuosien varrella vielä merkittävästi nykyistä korkeammaksi, muuttuu digitaalisen liiketoiminnan kasvutavoite entistä haastavammaksi ja sijoitetun pääoman tuottotavoite vähemmän haastavaksi. Lisäksi kasvutavoitteen toteuttaminen edellyttäneen orgaanisen kasvun ohella yritysostoja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

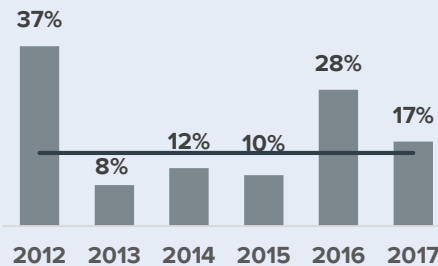
Kasvu

Digitaalisen liiketoiminnan kasvu yli 15 % vuodessa

Q4'17 tilanne

+16 %

Rullaava
12kk



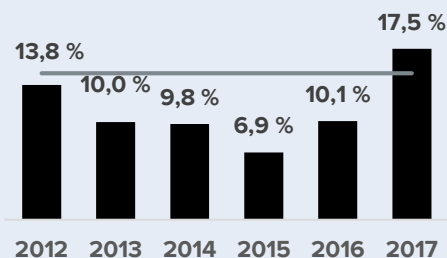
Kannattavuus

Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI-%) yli 15 %

Q4'17 tilanne

18 %

Rullaava
12kk



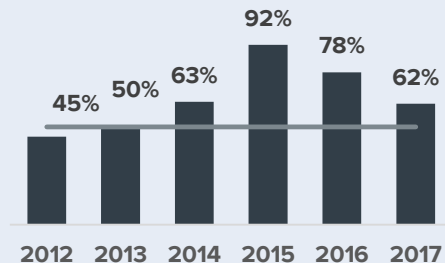
Voitonjako

Osinko yli 50 % osakekohtaisesta tuloksesta (sis. pääomanpalautuksen osakkeenomistajille).

Q4'17 tilanne

62 %

2017



Yritysjärjestelyt

Useita yritysjärjestelyjä lähihistoriassa

Alma Media on tehnyt historiansa aikana useita pieniä yrityskauppoja sekä muutamia merkittäviä rakennejärjestelyjä, joista viimeisin tapahtui vuonna 2015, kun Alma Media hankki ostotarjouksen kautta koko osakekannan mediayhtiö Talentumista. Yritysostojen lisäksi yhtiö on ollut myös aktiivinen myyjä, ja se on myynyt viime vuosina useita heikosti kannattavia tai nykyistä liiketoimintarakennetta heikosti tukevia liiketoimintoja, kuten esimerkiksi Lapin lehtiliiketoimintojen myynti vuonna 2018.

Arviomme, että Alma Media tulee olemaan myös tulevaisuudessa hyvin aktiivinen toimija rakennejärjestelyissä, sillä eritoten digitaalisten liiketoimintojen kasvun tukeminen ja maantieteellinen laajentuminen yritysostoin on olennainen osa yhtiön kasvutavoitteita. Odotamme myös mediatoimialan murroksen kiihdyttävän rakennejärjestelyjä ja Almalla on vahva tase näihin osallistumiseen.

Suomalaisilla mediayhtiöillä paljon ristiinomistuksia

Suomalainen mediayhtiökenttä on edelleen melko hajanainen, mutta yhtiöillä on paljon ristiinomistuksia sekä yhteistyötä painojen, jakelun ja toimitustyön kautta. Alma Medialla ei ole omistuksia muista mediayhtiöistä, mutta sen pääomistaja on 27,3 %:n osuudella pörssilistattu Ilkka-Yhtymä, jonka pääomistajia ovat puolestaan listayhtiöt Pohjois-Karjalan Kirjapaino ja Keski-suomalainen. Keski-suomalainen omistaa myös suoraan 0,95 % Alma Mediasta. Lisäksi Alma Median suuromistajiin on vuoden vaihteesta 2016 lähtien kuulunut kustannusyhtiö Otava-konserni.

Mittavat ristiinomistukset eivät ole ainakaan

toistaiseksi synnyttäneet merkittäviä rakennejärjestelyjä listayhtiöiden välillä, mutta muilta osin suomalaisen mediakentän konsolidaatiokehitys on viime vuosina kiihtynyt. Alma Median tekemien rakennejärjestelyjen lisäksi mm. Keski-suomalainen-konserni on ollut aktiivinen konsolidoija. Vuonna 2013 Keski-suomalainen osti Suomen Lehtiyhtymän, jolla on vahva asema Etelä-Suomen kaupunkilehdissä, ja vuonna 2016 Mediatalo Esan, joka on Päijät- ja Itä-Hämeen alueella toimiva paino- ja kustannusyhtiö.

Yritysostot ja investoinnit luoneet omistaja-arvoa heikosta taloustilanteesta huolimatta

Alma Median mukaan yhtiön vuosina 2012-2015 tekemät yritysostot (n. 140 MEUR) ja vuonna 2013 valmistunut painotaloinvestointi (noin 70 MEUR) ovat tuottaneet noin 12 %:n vuosittaisen tuoton (IRR). Tuottoa voidaan pitää varsin hyvänä, kun huomioidaan, että markkinatilanne on ollut monilta osin varsin heikko tarkastelu-periodilla. Arviomme mukaan tuotto on jaksolla muodostunut pääosin kesken Itä-Euroopan alueelta ostetuista rekrytointiportaaleista, joiden tulokasvu on ollut viime vuodet erittäin vahvaa. Myös Talentum-hankinta näyttää viime vuosien kehityksen perusteella erittäin onnistuneelta.

Seuraavat yritysjärjestelyt todennäköisesti ostopuolella ja digitaalisessa liiketoiminnassa

Näkemyksemme mukaan Alma Median tulevat rakennejärjestelyt tulevat keskittymään lähivuosina ostopuolelle, mutta emme myöskään täysin sulje pois myyntipuolen mahdollisuuksia, sillä odotuksia nopeammat muutokset markkina- ja kannattavuustrendeissä voivat sytyttää kipinän toimialajärjestelyihin esimerkiksi paikallis- ja aluemedioissa (Alma Regions).

Alma Marketsissa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja arviomme segmentin etsivän ostokohteita jatkuvasti. Arviomme Alma Marketsin pyrkivän yrityskauppojen avulla laajentamaan joko maantieteellistä peittoaan (itäinen Keski-Eurooppa) tai portfoliotaan. Portfolion laajennukset tapahtuvat todennäköisesti samassa arvoketjussa (esim. rekrytoijia tukevat palvelut). Yritysostojen liikevaihtoluokka on arviomme mukaan 2-50 MEUR:n välillä ja toteutuessaan niillä voi olla merkittävä positiivinen vaikutus Alma Marketsin tulokasvuun. Olisimme yllättyneitä, mikäli Alma Media ei toteuttaisi Marketsissa yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana.

Alma Talentissa yrityskaupat ovat mahdollisia, mikäli Alma Media haluaa yksinkertaistaa segmentin rakennetta myynneillä ja/tai kehittää palveluntarjontaa digitaalisissa liiketoiminnoissa. Odotamme mahdollisten yritysostojen olevan lähivuosina pieniä täydentäviä kauppoja. Ruotsin toimintojen osalta pidämme keskipitkällä aikavälillä myös mahdollisena, että Alma Media irtautuu markkinalta, sillä nykyisen liiketoiminnan mittakaava ja printtivetoinen liiketoimintamalli ei mahdollista merkittävää arvonluontipotentiaalia.

Alma Regions on lähivuosina mielestämme pitkälti suurien yritysjärjestelyjen ulkopuolella ja segmentin yritysjärjestelyt kohdistunevat pääosin pienten lehtien tai osien divestointeihin tai lopetuksiin. Pitkällä aikavälillä pidämme todennäköisenä, että Alma Regions tulee kuitenkin olemaan osa isoa toimialajärjestelyä. Alma Regionsiin tänä vuonna yhdistyvässä News&Life segmentissä näemme pienet digitaalisia palveluita tai sisältötarjontaa laajentavat yritysostot melko todennäköisinä.

Alma Median yritysjärjestelyt

Alma Median yritysjärjestelyjä 2010-2018

Alma Median yritysostokriteeristöä

Yritysostot



Mediatoimialan näkymät ja kilpailukenttä 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan näkymiin ja kysyntään vaikuttaa useat eri suuntiin vaikuttavat rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit.

Kysynnän pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen kuluttajien mediakulutuksen ja mainostajien ostokäyttäytymisen muutos, joka ohjaa vahvasti sisältö- ja mainostuottojen jakautumista sekä kasvunäkymää eri medioiden kesken. Muutos näkyy vahvimmin painetun median tuottojen laskuna sekä digitaalisen median tuottojen kasvuna. Digitalisaatio muokkaa myös voimakkaasti mediatoimialan kilpailukenttää ja liiketoimintamalleja.

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

Lisäksi mediatyhtiöiden kysyntänäkymiin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediatyhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa ja kuluttajien ostokäytöstä.

Trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

1. Perinteisen median (sanoma- ja aikakauslehdet, kirjat ja lineaarinen TV) käyttö vähenee ja käyttäjäkunta vanhenee,

mikä laskee asteittain painetun median sisältö- ja mainostuottoja sekä heikentää niiden kannattavuutta.

2. Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus kasvaa ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa voimakkaasti digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja, sekä mahdollistaa perinteistä mediaa korkeamman kannattavuuden.
3. Median tarjonnan määrä kasvaa, kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten, perinteisten uutis- ja aikakauslehtimedioiden kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
4. Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
5. Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muuttaa digimainonnan rakennetta ja hinnoittelua. Lisäksi mainonnan esto-ohjelmien käyttö kasvaa, joka heikentää näyttöpohjaisen digimainonnan kysyntää.
6. Datan määrä ja arvo kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
7. Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Yksi tällaisista ajureista on EU:n tietosuoja-asetus (GDPR), joka tasoittaa pelikenttää paikallisten mediatyhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinan kehitystrendi on ollut viime vuosina kokonaisuutena heikkoa.

Merkittävimmän osuuden aiemmin mainosmarkkinasta muodostaneen painetun median mainostuotot ovat laskeneet voimakkaasti, ja vaikka digimainonnan määrä on kasvanut samalla vahvasti, ei se ole riittänyt kompensoimaan pudotusta. Suomen mainosmarkkinan kasvu on jäänyt jälkeen selvästi myös BKT:n kehityksestä, ja pitkään vallinnut BKT:n ja mainosinvestointien kohtalonyhteys on samalla heikentynyt. Suomessa mainonnan määrää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on supistunut eniten aikakaus- ja sanomalehdissä (yht. n. -49 % 2011-2017), mutta myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi (-15 % 2011-2017). Sen sijaan digimainonnan määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (+72 % 2011-2017) ja sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 30 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 25 %) jälkeen. Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook- ja Google-mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta.

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Mediatoimialan ajurit



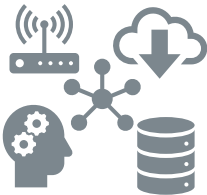
Digitalisaatio

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.



Säätely ja kulttuuri

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

Mediamarkkinan trendit

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

Lähde: Inderes

Mediatoimialan näkymät ja kilpailukenttä 2/2

Odotamme mainosmarkkinan trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan, mutta piristyvän talouskasvun myötä ennakoimme painetun median laskun olevan lähivuosina hieman viime vuosia maltillisempaa (-5-10 %), mikä kääntää mainonnan kokonaiskysynnän kokonaisuutena lievästi plussalle myös Suomessa.

TNS Kantarin ja IAB:n mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuodet keskimäärin yli 10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan vahvana myös pitkällä aikavälillä.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta muun muassa Alma Median ja Sanoman sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat sanoma-, iltapäivä- ja aikakauslehtien levikkien laskusta huolimatta laskeneet kokonaisuutena vain hieman (1-3 %) vuosina 2012-2017. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on käsityksemme mukaan hillinnyt sekä levikkihintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin voimakas kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Alma Media ja Sanoma onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut kääntämään Helsingin Sanomien kokonaistilaajamäärän kasvuun ensimmäistä kertaa pitkään aikaan (+4 % vuonna 2017), kun digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut yli 60

%:iin kokonaistilaajien määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuoteen 2012 verrattuna. Alma Media on puolestaan pitkällä Kauppalehden tilaajatuottojen digitalisoinnissa.

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

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.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina nollassa, sillä digitaalisen sisältötuottojen voimakas kasvu ei vielä riitä kompensoimaan täysin painettujen tuottojen laskua.

Digin kasvu nostaa toimialan kannattavuutta

Yksi mediamarkkinan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digitaalisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita

korkeampaan bruttomarginaaliin, mikä johtuu pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten tuotteiden ja palveluiden skaalautuvuus on huomattavasti painettuja mediatuotteita voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan media liiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 15-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-20 %:n haarukassa.

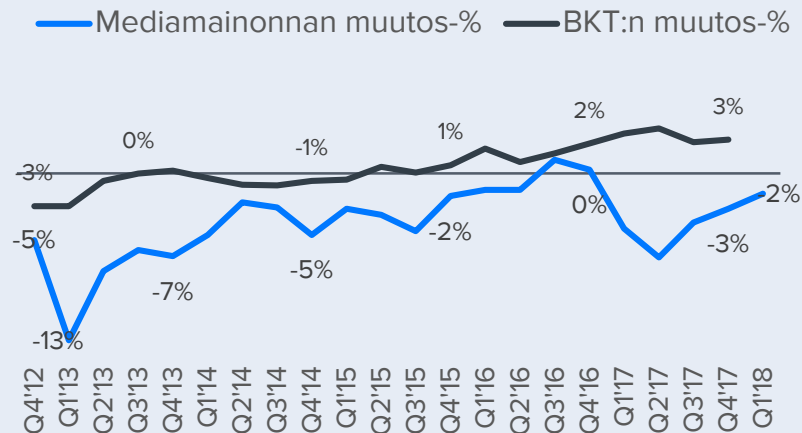
Facebookin ja Googlen asema on vahva, mutta kotikenttäetu parantaa mediayhtiöiden asemaa

Digitalisaatio on muokannut voimakkaasti mediayhtiöiden kilpailukenttää, ja ne kilpailevat yhtälailla globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan, kuin muiden paikallisten mediayhtiöiden kanssa. Painetussa mediassa ja palveluissa kilpailukenttä on edelleen hyvin paikallista, mutta lineaarinen TV ja erityisesti digitaaliset mediat kilpailevat kasvavissa määrin globaalien yhtiöiden kanssa.

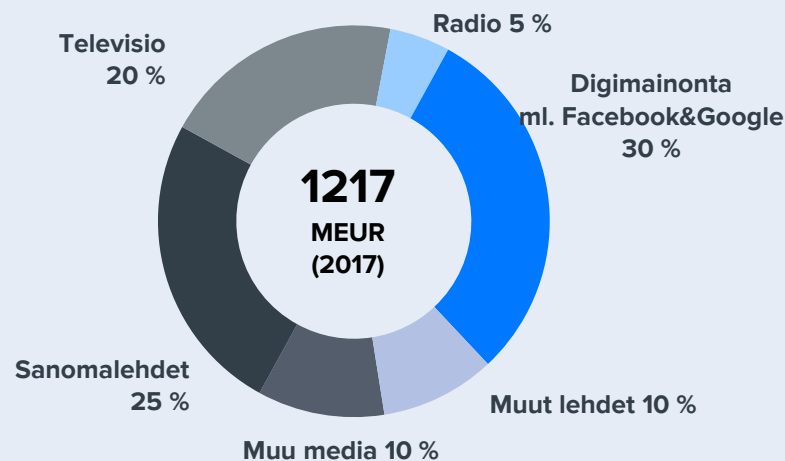
Johtavat pohjoismaiset mediayhtiöt ovat pärjänneet kuitenkin suhteessa esimerkiksi USA:n markkinoihin nähden hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt korkeana. Esimerkiksi Suomen digimainosmarkkinasta Sanoman ja Alma Median osuus on lähes yhtä suuri kuin Facebookin ja Googlen. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä puolestaan tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnys, pitkät ja vahvat lukijasuhteet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit. Alma Media saa myös selvää etua vahvasta talousmediasta, jota muilla suomalaisilla mediayhtiöillä ei ole tarjota.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

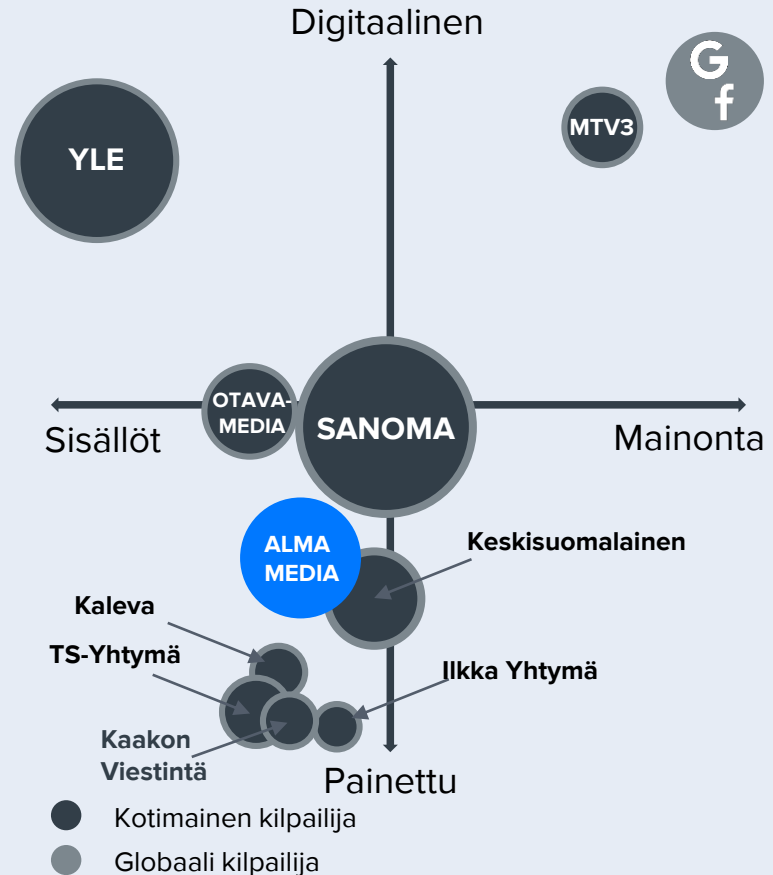
Suomen mediamainonnan kehitys



Suomen mediamainonnan jakauma, 2017



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



Pallon koko ilmentää yhtiöiden Suomen medialiiketoimintojen kokoa tilipäättöstietoihin ja Inderesin arvioihin perustuen. YLE on arvioitu kilpailijaksi, vaikka se rahoitetaan julkisin varoin.

Alma Markets 1/2

Rekrytointiportaaleja sekä asumisen ja autoilun markkinapaikkoja ja palveluita

Alma Markets (aik. digitaaliset kuluttajapalvelut) segmenttiin kuuluu useita verkkopalveluita: asumiseen liittyvät palvelut (Etuovi.com, Vuokraovi.com, Nettikoti ja Kivi), rekrytointipalvelut (Monster.fi, Jobs.cz, Prace.cz, CV Online, Profesia.sk, MojPosao.net, Monster.hu, Monsterpolska.pl, Monster.cz, ja Jobote.com), sekä autoihin liittyvät palvelut (mm. Autotalli.com, Autosofta.fi ja Autojerry.fi).

Segmentillä on liiketoimintaa Suomen lisäksi 12 maassa Baltian, itäisen Keski-Euroopan ja Balkanin maiden alueella.

Alma Marketsin liikevaihto oli vuonna 2017 83,2 MEUR (2016: 69,4 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 22 %. Segmentti on Alma Median kannattavin ja sen oikaistu käyttökate oli vuonna 2017 31,3 MEUR (38 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 28,3 MEUR (34 % liikevaihdosta). Alma Marketsin osuus Alma Median oikaistusta liikevoitosta oli 48 %.

Rekrytointipalveluiden (Alma Career) osuus Alma Marketsin liikevaihdosta oli vuonna 2016 noin 76 % ja muiden palveluiden (Alma Mediapartners Oy) noin 24 %. Alma Marketsin liikevaihto syntyy 100 %:sti digitaalisesta liiketoiminnasta ja 93 % segmentin tuotoista on verkkopalveluiden ilmoitus- ja mainostuloja, ja digitaalisten palvelutuottojen osuus on vastaavasti noin 7 % 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.

Voimakkaasti skaalautuva liiketoimintamalli

Marketsin liiketoimintamalli on hyvin skaalautuvaa, sillä segmentin kustannus- ja pääomarakenne ovat hyvin kevyitä, liikevaihto suhteessa kiinteisiin kuluihin korkea ja marginaalituotantokustannukset hyvin matalat. Kasvu on digitaalisissa palveluissa siten erittäin kannattavaa. Matalasta alalle tulon kynnyksestä ja nopeasta teknisestä kehityksestä johtuen digitaalisten palveluiden myynti- ja markkinointi sekä tuotekehityskulut ovat kuitenkin etenkin liiketoiminnan alkuvaiheessa merkittäviä. Myös muuttuvat kulut skaalautuvat hyvin liikevaihdon suhteen, joten kypsässä kasvuvaiheessa olevien digitaalisten palveluiden, kuten Alma Marketsin, kannattavuus on yleensä erinomainen.

Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin tärkeää, 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.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Digitaalisten palveluiden liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä digipalveluiden tuotot ovat tyypillisesti etupainotteisia ja sisältävät myös ennakoita. Lisäksi digitaalisten palveluiden investointitarpeet ovat hyvin matalat ja koostuvat pääasiassa yritysostojen kautta muodostuvasta aineettomasta omaisuudesta.

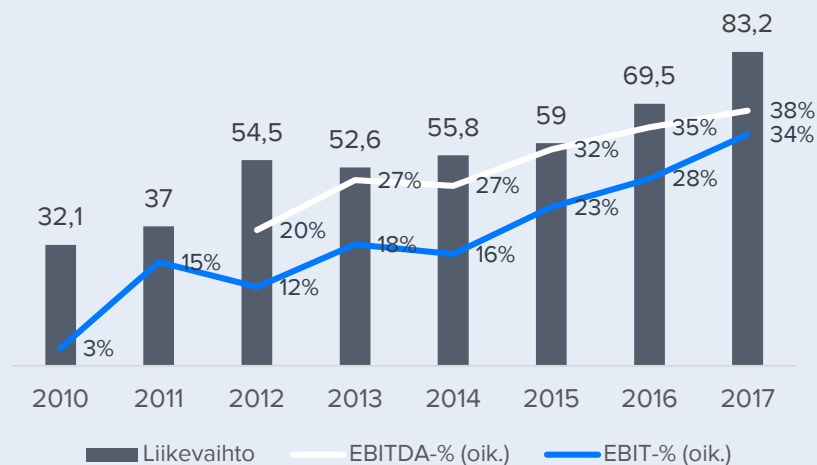
Johtava markkina-asema rekrytointipalveluissa

Alma Marketsin rekrytointipalvelu-liiketoiminnoilla (Alma Career) on useimmilla päämarkkina-alueillaan markkinajohtajan asema. Rekrytointipalveluissa suurimmat tulovirrat syntyvät markkinajohtajan asemassa olevista Tsekin ja Suomen rekrytointiportaaleista, sekä Kroatian toiminnoista. Näiden lisäksi Alma Careerin palveluilla on markkinajohtajan asema myös kooltaan pienemmillä Baltian maiden, Slovakian, Serbian ja Bosnia markkinoilla. Unkarissa ja Puolassa Alma Markets on tällä hetkellä 3-6 suurin toimija rekrytointipalveluissa. Alma Careerin pääkilpailijoita ovat Suomessa Oikotie.fi (#2), Puolassa Pracuj.pl (#1) ja muilla markkinoilla kilpailijoina on lähinnä pieniä paikallisia toimijoita. Esim. Microsoftin omistaman, globaalisti toimivan uratietopalvelu LinkedInin markkinaosuus on Alma Median päämarkkinoilla käsityksemme mukaan vielä matala ja Facebook ja Google eivät kilpaile toistaiseksi kuin pieniltä osin Marketsin palveluiden kanssa.

Alma Markets on myös johtava toimija Suomeen pääosin keskittyneissä asumisen ja autoilun verkkopalveluissa. Asuntokaupan ja -vuokraamisen portaaleilla Etuovi.comilla ja Vuokraovi.comilla on Suomessa noin 50 %:n markkinaosuus asumisen verkkomainonnasta, mikä tekee yhtiöstä markkinajohtajan ennen Oikotie.fi -palvelua. Autokaupan verkkopalveluissa Marketsin palvelu on toisena Otavamedian omistamien palveluiden jälkeen (Nettiauto.com). Muita Alma Mediapartnersin kilpailijoita on mm. Schibstedin omistama Tori.fi.

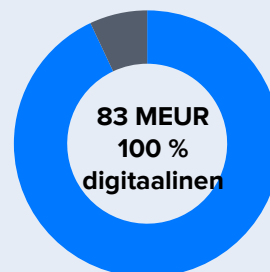
Alma Markets yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% (oik.) ja EBIT-% (oik.)



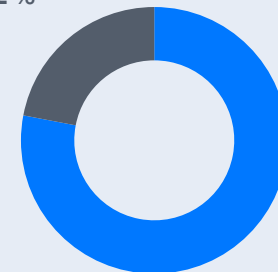
Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017

Palveluliikevaihto
7 %



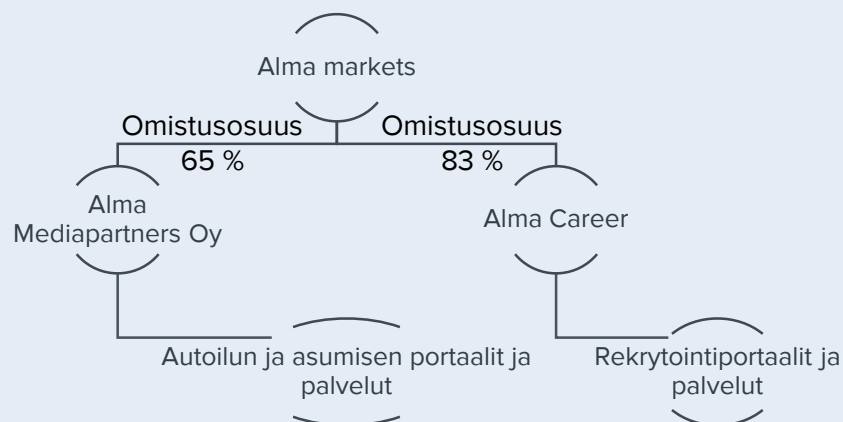
Mainosmyynti
93 %

Muut palvelut
22 %

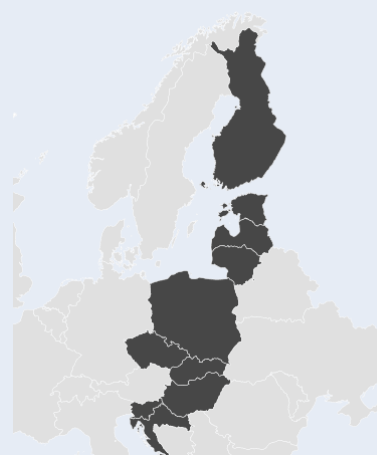


Rekrytointi-
palvelut 78 %

Segmentin yhtiörakenne



Toiminta-alueet ja markkina-asema



Alue	Asema
Suomi (Monster.fi)	# 1
Baltian maat (CV Online)	# 1
Puola (monsterpolska.pl)	# 6-8
Tsekki (mm. prace.cz...)	# 1
Slovakia (profesia.sk)	# 1
Unkari (monster.hu...)	# 3-4
Kroatia (mojposao.net)	# 1
Serbia, Bosnia, Makedonia (vähemmistöomistaja)	# 1

Alma Markets 2/2

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Alma Marketsin kasvu on ollut kuluvalle vuosikymmenellä erittäin vahvaa ja segmentin liiketoimintojen liikevaihto kasvoi vuosina 2009-2017 keskimäärin 15 % vuodessa. Nopeimmillaan kasvu oli vuonna 2012 (+34 %), jolloin segmentti teki useita yritysostoja rekrytointipalveluiden laajentamiseksi. Vuonna 2013 kasvu hidastui selvästi, kun yhtiö keskittyi rekrytointi- ja asuntoportaaleihin ja myi raskaiden vaihtokoneiden ja ajoneuvojen markkinapaikka Mascuksen sekä useita pienempiä autoilun ja asumisen portaaleja. Lisäksi kasvua heikensi heikko talouskehitys Suomessa. Vuodesta 2014 eteenpäin kasvu jälleen kiihtyi keskimäärin noin 13 %:iin vuodessa. Vuosien 2014-2017 liikevaihdon kasvusta (+60 %) valtaosa oli orgaanista kasvua.

Alma Marketsin kannattavuuskehitys on ollut nopeasta kasvusta huolimatta erinomaisella tasolla vuosina 2010-2017, mikä heijastelee toiminnan skaalaetuja, onnistuneita yritysostoja ja vahvistunutta markkina-asemaa. Vuonna 2017 Alma Marketsin oikaistu käyttökate-marginaali oli 38 % ja liikevoittomarginaali 34 %, kun vuoden 2016 vastaavat luvut olivat 35 % ja 28 %. Kannattavuutta paransi erityisesti itäisen Keski-Euroopan talouksien hyvä kehitys, joka nosti rekrytointipalveluiden kasvun yli 20 %:iin.

Talouskehitys ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

Digitaalisten markkinapaikkojen kasvua tukee nähdäksemme kolme pääajuria: 1) Luokiteltujen ilmoitustuottojen jatkuva siirtyminen painetusta mediasta, kustannustehokkaampaan, paremmin kohdennettavaan, palvelultaan monipuolisempaan ja joustavampaan verkkopohjaiseen markkinapaikkaan, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen

rekrytointipalveluiden ja markkinapaikkojen arvoketjussa, sekä 3) yleinen talouskehitys.

Arvioimme digimainonnan markkinakasvuun, segmentin historialliseen kasvuun ja yhtiön johdon arvioihin perustuen, että Alma Marketsin liikevaihdon kasvupotentiaali on normaalissa, 2-3 % kasvavassa talousympäristössä noin 10-20 % vuodessa ja nollakasvu-ympäristössä noin 0-10 % vuodessa. Isot arviohaarukat kuvaavat sitä, että Marketsin tuotot ovat sidoksissa voimakkaasti syklisiin työpaikka-, asunto- ja autoilmoituksiin.

Ennusteet (sivu 23)

Lähdemme segmentin tulosenennusteissamme oletuksesta, että sekä Suomen että itäisen Keski-Euroopan talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivista vuonna 2018 (+2-4 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2019-2020 (noin +2-3 %). Lisäksi Marketsin kasvua vahvistaa ennusteissamme viime vuoden lopulla lanseeratut uudet palvelut ja pienet yritysostot. Pidämme todennäköisenä, että Alma Markets tulee kiihdyttämään kasvuaan myös yritysostoin, mutta ennusteemme perustuu pelkästään orgaaniseen kasvuun.

Ennustamme Marketsin liikevaihdon kasvavan vuonna 2018 18 % 98 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme erityisesti rekrytointipalvelut, joiden ennakoimme kasvavan 20 % vertailukaudesta. Ennakoimme kasvun taittuvan vuonna 2019 laantuvan talouskehityksen myötä 11 %:iin ja liikevaihdoksi 109 MEUR. Vuonna 2020 ennustamme liikevaihdon kasvavan 9 % 119 MEUR:oon. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme segmentin liikevaihdon kasvuksi keskimäärin noin 6 %.

Ennustamme Alma Marketsin kannattavuuden säilyvän kasvavista markkinointi- ja

kehityspanostuksista huolimatta lähivuodet erinomaisella tasolla liiketoimintamallin vahvoista skaalaeduista ja vahvasta markkina-asemasta johtuen. Ennustamme vuoden 2018 liikevoiton nousevan 28 % 36 MEUR:oon (2017: 28,3 MEUR) ja liikevoitto-%:n paranevan 37 %:iin (2017: 34 %). Vuonna 2019 ennustamme liikevoiton kasvavan 10 % 40 MEUR:oon ja vuonna 2020 10 % 44 MEUR:oon. Pitkällä aikavälillä oletamme konservatiivisesti liikevoiton kasvun olevan hiukan tuottojen kasvua hitaampaa ja liikevoittomarginaalin laskevan n. 35 %:n tasolle.

Alma Marketsin arvonmääritys (sivu 24)

Määritämme Marketsin käypää arvoa laajan digitaalisista markkinapaikkayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta. Olemme identifioineet segmentille kaikkiaan 12 verrokkiyhtiötä (sivu 24). Arvioimme, että verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kokonaisuutena hyvin Marketsin liiketoiminta- ja kasvuprofiilia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuosien 2018-2019 keskimääräisiä EV/EBITDA-kertoimia sekä ennusteitamme Marketsin vuosien 2018-2019 keskimääräisille käyttökateelle (EBITDA) vähennettynä vähemmistö-omistajille (arviolta n. 18 %) kuuluvalla osuudella tuloksesta. Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin noin 10x Marketsia suurempia, sovellamme laskelmassa 10 % verrokkien keskiarvoa alemmaa kerrointa.

Verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2018-2019 ovat 18x ja 15x, ja 10 %:n alennuksella painotettu keskiarvo 15x. Marketsin 2018-2019e vähemmistöomistuksella oikaistulla EBITDA-ennusteella 34 MEUR saamme segmentin käyväksi arvoksi 510 MEUR.

Alma Markets ennusteet

Tuloskehitys	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	55,8	59	69,5	19,6	20,6	20,9	22,1	83,2	23,6	24,5	24,5	25,7	98,2	109,0	119,1
Kulut ilman kertaeriä	-47	-45	-50	-12,4	-13,3	-13,0	-16,4	-55	-14,4	-14,8	-14,7	-18,1	-62,0	-69	-75
%-liikevaihdosta	-84 %	-77 %	-72 %	-63 %	-65 %	-62 %	-74 %	-66 %	-61 %	-60 %	-60 %	-71 %	-63 %	-63 %	-63 %
Käyttökate ilman kertaeriä	14,8	18,8	24,4	8,0	8,1	8,6	6,5	31,2	10,0	10,6	10,6	8,4	39,6	43,4	47,5
Käyttökate	16,5	18,8	24,4	8,0	8,1	9,2	6,5	31,7	10,0	10,6	10,6	8,4	39,6	43,4	47,5
Poistot	-7,3	-5	-5,275	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-3,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,4	-3,4	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,2	13,8	19,2	7,3	7,4	7,9	5,8	28,3	9,2	9,7	9,8	7,6	36,2	40,0	44,1
Liikevoitto	10,7	13,8	19,2	7,3	7,4	8,4	5,7	28,7	9,2	9,7	9,8	7,6	36,2	40,0	44,1
Tunnusluvut	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	6,1 %	5,7 %	17,8 %	17,4 %	17,0 %	21,5 %	22,5 %	19,6 %	20,3 %	19,0 %	17,2 %	16,4 %	18,2 %	11,0 %	9,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-2,1 %	50,0 %	38,8 %	52,1 %	44,1 %	48,2 %	46,2 %	47,7 %	25,7 %	32,1 %	24,8 %	30,9 %	28,2 %	10,4 %	10,1 %
Oikaistu käyttökate-%	26,5 %	31,9 %	35,1 %	40,8 %	39,3 %	41,2 %	29,4 %	37,5 %	42,5 %	43,1 %	43,5 %	32,8 %	40,4 %	39,8 %	39,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,5 %	23,4 %	27,6 %	37,2 %	35,7 %	37,6 %	26,2 %	34,0 %	38,9 %	39,6 %	40,0 %	29,5 %	36,9 %	36,7 %	37,0 %
Liikevoitto-%	19,2 %	23,4 %	27,6 %	37,2 %	35,7 %	40,2 %	25,8 %	34,6 %	38,9 %	39,6 %	40,0 %	29,5 %	36,9 %	36,7 %	37,0 %
Lähde: Inderes															

Alma Markets arvostus

Vertailuyhtiöt

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Axel Springer SE	7310	8820	2,7	2,6	11,8	10,7	16,8	15,4
Auto Trader Group PLC	3651	4044	10,7	10,0	15,3	14,2	16,0	14,7
Carsales.Com Ltd	2157	2227	8,2	7,0	17,4	14,9	18,5	15,8
Holidaycheck Group AG	162	136	1,0	1,0	25,8	12,0		24,9
REA Group Ltd	6645	6570	13,1	11,5	22,8	19,6	25,4	21,5
Rightmove PLC	4386	4344	14,3	13,2	18,8	17,4	19,0	17,6
Schibsted ASA	5420	5685	3,0	2,8	16,0	13,2	20,1	15,7
Scout24 AG	3945	4538	8,6	7,9	16,3	14,6	18,9	16,5
Seek Ltd	4419	4984	6,3	5,5	18,4	16,5	22,7	20,1
Trade Me Group Ltd	1060	1101	7,5	7,0	11,5	10,8	13,7	12,8
Zillow Group Inc	8559	8252	7,7	6,5	32,6	24,7	52,7	37,1
ZPG PLC	1666	1880	5,4	4,9	13,8	12,3	15,6	13,8
Mediaani	4165	4441	7,6	6,8	16,9	14,4	18,9	16,2
Keskiarvo	4115	4382	7,4	6,7	18,4	15,1	21,8	18,8

Alma Markets arvostus

	2018e	2019e	Keskimäärin
Markets EBITDA	40	43	42
Arvioitu vähemmistöosuus 18 %	-7	-8	-7
EBITDA oik. vähemmistöomistus	33	36	34
x verrokki EV/EBITDA (10 % alennus)	17	14	15
Markets yritysarvo (EV)	538	483	510

Alma Markets EV/EBITDA



Alma Markets yritysarvo (EV)



Alma Talent 1/2

Ammatti- ja talousmedian ja kirjojen julkaisija

Alma Talent -segmentti rakentui nykyiseen muotoonsa vuoden 2015 lopulla, jolloin Alma Media toteutti onnistuneesti 100 %:seen omistukseen johtaneen ostotarjouksen osakkuusyhtiö Talentumin osakekannasta.

Alma Talent on 20:n ammatti- ja talousmedian julkaisija sekä kirjojen kustantaja. Lisäksi liiketoiminto tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille palveluja, kuten tapahtumia, koulutusta ja tietopalveluja. Alma Talent toimii Suomessa, Ruotsissa ja Baltian maissa. Alma Talentin brändejä ovat muun muassa Kauppalehti, Talouselämä, Tekniikka&Talous, Markkinointi&Mainonta, Arvopaperi ja Tivi. Ruotsissa Talentin julkaisuja ovat muun muassa Affärsvärlden, NyTeknik ja Dagens Media.

Segmentin liikevaihto oli vuonna 2017 113 MEUR (2016: 114 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 31 %. Liikevaihdosta muodostui arviomme mukaan noin 80 % Suomesta ja noin 20 % Ruotsista. Talentin oikaistu käyttökate oli vuonna 2017 18,8 MEUR (16,6 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 14,6 MEUR (12,9 % liikevaihdosta). Segmentin osuus koko konsernin oikaistusta liikevoitosta oli vuonna 2017 24 %.

Tuottotyypeittäin katsottuna segmentin liikevaihdosta noin 43 % muodostui sisältömyynnistä (esim. lehtitilaukset, kirjat ja digitilaukset), 31 % mainostuotoista, (printti- ja verkkomainonta) sekä loput n. 26 % palveluista. Digitaalisen liiketoiminnan osuus Alma Talentin liikevaihdosta on noin 34 %, joka jakautuu arviomme mukaan melko tasaisesti sisältö-, mainostuottojen, sekä digipalveluiden kesken.

Painetun median, verkkopalveluiden ja palveluliiketoiminnan yhdistelmä

Alma Talentin liiketoimintamalli on yhdistelmä 1) perinteistä sisältö- ja ilmoitustuottoihin perustuvaa painetun median julkaisutoimintaa ja niihin liitännäisiä mainos- ja digitilastuottoihin perustuvia verkkopalveluita (yhteensä noin 60 % liikevaihdosta), 2) ammattikirjallisuutta ja niihin liittyvää koulutusta sekä verkkopalveluita tarjoavaa, pääasiassa sisältö- ja koulutuspalvelutuottoihin perustuvaa kustannustoimintaa (noin 10 %), 3) tapahtuma- ja koulutuspalveluja (noin 10 %), 4) yrityksille suunnattuja tietopalveluja (noin 10 %), sekä 5) suoramyyntipalveluita (noin 10 %).

Segmentin liikevaihto on siten hajautunut laajasti eri liiketoimintamalleihin, asiakasryhmiin, ja tuottolähteisiin, mikä tekee segmentin kehityksestä tyypillisesti hyvin vakaata ja ennustettavaa. Lisäksi liikevaihdon kehitystä tasaa syklisen mainostuottojen suhteellisen matala osuus liikevaihdosta.

Talentin kulurakenne on melko raskas ja kiinteä, sillä liiketoiminnan kuluista merkittävä osa muodostuu sisällön- ja palveluiden tuotantoon liittyvistä henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista. Liiketoiminnan skaalautuvuus on kuitenkin hyvä.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Alma Talentin operatiivisen kassavirta on tyypillisesti vahva, sillä sisältötuotot maksetaan suurilta osin ennakoon ja segmentin käyttöpääoma on negatiivinen. Lisäksi Talentin investointitarpeet ovat hyvin matalat ja koostuvat pääasiassa yritysostojen ja lehtibrändien muodostamasta aineettomasta omaisuudesta.

Johtava asema talous- ja ammattimediassa

Alma Talent on brändeillään Talentum yritysoston jälkeen selkeä markkinajohtaja Suomen talous- ja ammattilehtien julkaisu-, sekä laki- ja talouskirjojen kustannusmarkkinoilla. Lisäksi Ruotsissa Alma Talentin lehdillä on merkittävä markkina-asema tekniikan ammattilaislehdissä ja talouslehdissä.

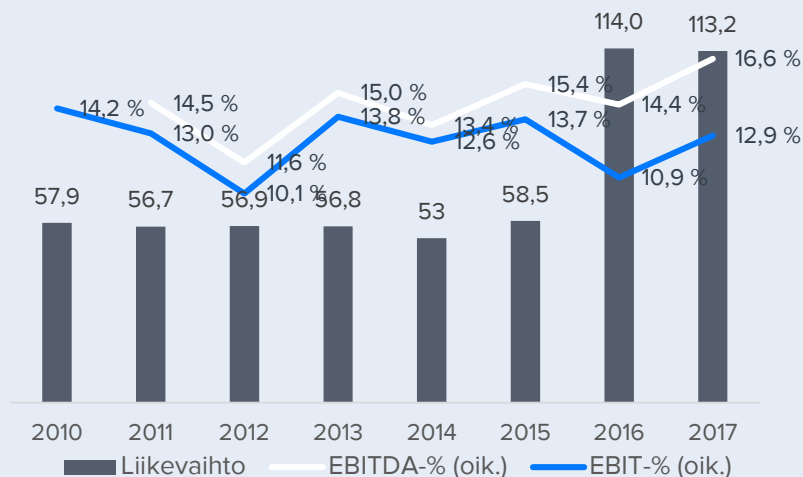
Talentin medioiden tavoittama kohderyhmä muodostuu keskimääräistä korkeammin koulutetuista ja paremmin ansaitsevista sekä tyypillisesti johtaja- ja asiantuntijatasen tehtävissä tai yrittäjinä työskentelevistä henkilöistä. Itse tuotteen, palvelun tai ilmoituksen maksaa useimmiten yritysasiakas tai järjestö, mutta joidenkin tuotteiden pääasiakasryhmä on kuluttajat, kuten esimerkiksi Arvopaperi-lehden.

Vahvojen brändien, ostovoimaisen kohderyhmän sekä B2B-painotteisen tuote-, palvelutarjoaman ja asiakasjakautuman ansiosta Talentilla on näkemyksemme mukaan vahva kilpailuasema Suomessa, ja segmentillä on siksi hyvät edellytykset siirtää painetun median sisältötuotot digitaalisiin kanaviin sekä säilyttää vahva markkinaosuus ja kannattavuus myös tulevaisuudessa. Tästä on hyvänä osoituksena Talentin jo nyt suhteellisen korkea digitaalisten liiketoimintojen osuus liikevaihdosta (34 %).

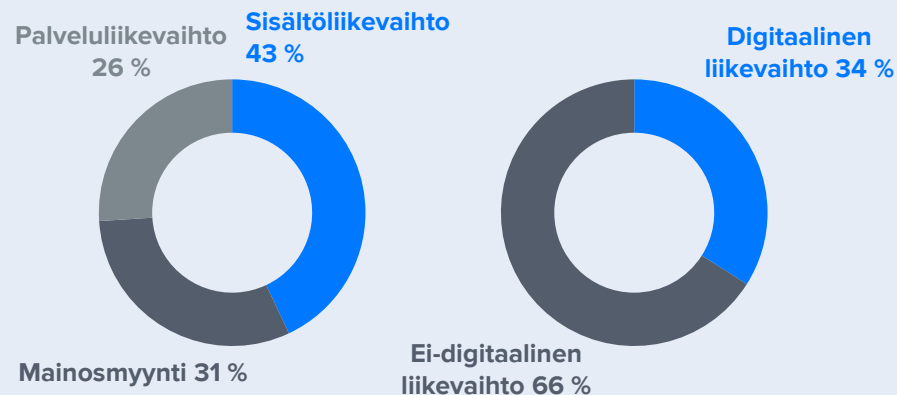
Ruotsissa Talentin tilanne on sen sijaan näkemyksemme mukaan haastavampi, sillä vahvoista brändeistä huolimatta liiketoiminta nojaa vahvasti painetun median varaan. Ruotsin kannattavuus on ollut heikko jo useiden vuosien ajan, emmekä odota tilanteen muuttuvan merkittävästi paremmaksi lähivuosina. Ruotsin painoarvo on kuitenkin kokonaisuuden kannalta matala.

Alma Talent yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% (oik.) ja EBIT-% (oik.)



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Segmentin tunnetuimpia brändejä



Alma Talent 2/2

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Alma Talentin (ja sitä edeltäneiden segmenttien) liikevaihdon kehitys on ollut kuluvalle vuosikymmenellä melko vakaata, mutta vuonna 2015 toteutunut Talentumin osto noin kaksinkertaisti segmentin liikevaihdon vuonna 2016. Tasaista yritysjärjestelyillä oikaistua liikevaihdon kehitystä vuosina 2010-2017 selittää arviomme mukaan pääasiassa kaksi vastakkaista trendiä, eli painetun median sisältö- ja erityisesti ilmoitustuottojen lasku sekä digitaalisten sisältö-, ilmoitus- ja tietopalvelutuottojen kasvu. Lisäksi liikevaihdon kehitykseen on vaikuttanut segmentin tekemät pienemmät yrityskaupat.

Segmentin suhteellinen kannattavuuskehitys oli liikevaihdon tapaan myös melko tasaista vuosina 2010-2017 ja segmentin oikaistu liikevoitto-% vaihteli 10-14 %:n välillä, ollen keskimäärin 12,6 %. Segmentin kannattavuus oli heikommillaan vuosina 2016 ja 2012, jolloin tulosta heikensi pääasiassa rakennejärjestelyistä aiheutuneet kertaerät. Vuonna 2017 Alma Talentin kertaeristä oikaistu käyttökatemarginaali oli 16,6 % ja oikaistu liikevoittomarginaali 14,6 %, sekä vastaavat raportoidut luvut 17,2 % ja 13,4 %.

Talouskehitys ja digitalisaatio keskeisinä liikevaihdon ajureina

Alma Talentin keskeiset markkina-ajurit ovat näkemysmme mukaan: 1) Sisältö- ja mainostuottojen pitkään jatkuva rakenteellinen siirtymä painetusta mediasta digitaalisiin kanaviin, 2) yritysten johtamista, myyntiä ja asiakkuuksien hallintaa tukevien digitaalisten palveluiden kysynnän kasvu ja 3) yleinen talouskehitys.

Arvioimme Alma Talentin historialliseen kasvuun perustuen, että Alma Talentin liikevaihdon kasvupotentiaali on tällä hetkellä normaalissa, lievästi kasvavassa talousympäristössä lähellä nollaa ja talouden nollakasvu-ympäristössä hieman negatiivinen. Arvioimme kapeat ennustehaarukat kuvaavat sitä, että Alma Talentin tuotot ovat pääosin sidoksissa suhteellisen vakaisiin sisältötuottoihin ja palveluihin, ja syklisten mainostulojen osuus on suhteellisen matala. Lisäksi arvioimme, että Talent pystyy kasvavien digitaalisten tuottojen avulla kompensoimaan suurelta osin painetun sisältö- ja ilmoitusmyynnin rakenteellisen laskun.

Ennusteet (sivu 28)

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Suomen talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivinen vuonna 2018 (2-3 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2019-2020 (noin 2 %).

Odotamme Alma Talentin liikevaihdon kehityksen olevan lähivuodet kokonaisuutena melko vakaata, kun transformaatio painetusta mediasta digitaaliseen mediaan jatkuu. Ennustamme segmentin liikevaihdon kasvavan vuonna 2018 0,4 % 114 MEUR:oon. nousevan vuonna 2019 0,8 % 115 MEUR:oon ja 1 %:n 116 MEUR:oon vuonna 2020. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi 1-2 %, kun digitaalisten tuottojen osuus kasvaa asteittain.

Ennustamme Alma Talentin vuoden 2018 raportoidun liikevoiton nousevan 2 % 15,0 MEUR:oon (2017: 14,6 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n paranevan hiukan 16,8 %:iin (2017: 16,6 %). Ennustamme vakaata liikevoiton

kehitystä vuodelle 2019 ja 2020. Pitkällä aikavälillä oletamme kannattavuuden säilyvän käyttökate-%:lla mitattuna suunnilleen nykytasolla, mutta vuonna 2021 laskevien poistojen myötä liikevoitto-% nousee nykytasolta 14 %:iin.

Alma Talentin arvonmääritys (sivu 29)

Määritämme Media Finlandin käyvän arvon laajan media-yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta. Olemme identifioineet segmentille kaikkiaan 19 verrokkiyhtiötä (sivu 29). Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Talentin kaltaisia painetun ja digitaalisen uutismedian yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kohtuullisen hyvin Talentin liiketoimintamallia ja kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuosien 2018-2019 keskimääräisiä EV/EBITDA-kertoimia sekä ennusteitamme Talentin vuosien 2018-2019 käyttökateelle (EBITDA).

Verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2018-2019 ovat 7,5x ja 7,2x, ja keskiarvo 7,3x. Talentin vuosien 2018-2019e keskimääräisellä EBITDA-ennusteella 19 MEUR saamme segmentin käyväksi arvoksi 140 MEUR. Arvostukselle alarajan antaa mielestämme pari vuotta sitten tehty Talentum yrityskauppa, jonka EV/EBITDA-kerroin oli synergiat huomioiden noin 6x tasolla.

Alma Talent ennusteet

Tuloskehitys	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	53	58,5	114,0	29,5	28,7	24,0	31,0	113,3	29,3	29,0	24,0	31,3	113,7	114,6	115,7
Kulut ilman kertaeriä	-46	-51	-102	-25	-25	-21	-27	-99	-25	-26	-21	-27	-99	-100	-101
%-liikevaihdosta	-88 %	-87 %	-89 %	-85 %	-88 %	-88 %	-88 %	-87 %	-86 %	-88 %	-88 %	-86 %	-87 %	-87 %	-87 %
Käyttökate ilman kertaeriä	7,1	9,0	16,4	5,7	4,4	3,9	4,9	18,9	5,1	4,5	3,9	5,3	19,2	19,1	19,2
Käyttökate	7,3	9,1	13,8	5,7	5,1	3,8	4,9	19,5	5,1	4,5	3,9	5,3	19,2	19,1	19,2
Poistot	-0,8	-2,2	-5,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-4,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,2	-4,2	-4,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,7	8	12,4	4,6	3,3	2,8	3,9	14,6	4,1	3,5	2,9	4,3	15,0	14,9	15,0
Liikevoitto	6,5	6,9	8,8	4,6	4,0	2,7	3,9	15,2	4,1	3,5	2,9	4,3	15,0	14,9	15,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%		10,4 %	94,9 %	0,8 %	-5,9 %	4,3 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,7 %	1,1 %	0,0 %	0,9 %	0,4 %	0,8 %	1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		19,4 %	55,0 %	109,1 %	-2,1 %	33,3 %	-17,0 %	18,0 %	-10,9 %	4,1 %	3,8 %	10,8 %	2,2 %	-0,7 %	0,8 %
Oikaistu käyttökate-%	13,4 %	15,4 %	14,4 %	19,3 %	15,3 %	16,3 %	15,6 %	16,6 %	17,4 %	15,4 %	16,3 %	17,0 %	16,8 %	16,6 %	16,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,6 %	13,7 %	10,9 %	15,6 %	11,6 %	11,7 %	12,6 %	12,9 %	14,0 %	11,9 %	12,1 %	13,8 %	13,1 %	13,0 %	12,9 %
Liikevoitto-%	12,3 %	11,8 %	7,7 %	15,6 %	14,0 %	11,3 %	12,6 %	13,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	13,1 %	13,0 %	12,9 %

Lähde: Inderes

Alma Talent arvostus

Vertailuyhtiöt

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	162	161	0,6	0,6	5,3	5,2	22,8	20,1
Future PLC	189	201	1,9	1,9	10,5	9,7	12,4	11,8
Daily Mail and General Trust P L	2473	3001	1,8	1,8	12,0	11,2	17,9	16,9
Gannett Co Inc	902	1083	0,5	0,5	4,0	3,9	8,6	8,7
GEDI Gruppo Editoriale SpA	218	335	0,5	0,5	5,6	5,4	8,6	8,4
Impresa Sociedade Gestora de	42	221	1,1	1,1	10,6	9,0	12,6	10,7
Johnston Press PLC	11	147	0,7	0,7	3,3	3,3	4,1	4,1
Keskisuomalainen Oyj	64	104	0,9	0,9	6,8	6,7	10,2	10,0
Lagardere SCA	3002	4827	0,7	0,6	7,4	7,4	12,4	12,3
Meredith Corp	1931	2467	1,8	1,7	9,4	8,7	11,4	9,9
Arnoldo Mondadori Editore SpA	453	742	0,6	0,6	7,3	6,7	11,6	10,0
New York Times Co	3094	2850	2,1	2,0	12,4	11,2	15,7	13,7
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Rizzoli Corriere della Sera Media	624	996	1,1	1,1	6,4	6,3	9,4	9,1
Sanoma Oyj	1578	1976	1,5	1,5	5,8	6,1	11,1	10,6
Tamedia AG	1219	1324	1,5	1,4	6,6	6,3	9,4	9,0
Promotora de Informaciones SA	931	2537	2,0	2,1	9,7	9,8	15,4	16,2
tronc Inc	469	574	0,6	0,6	6,9		29,7	
Vocento SA	171	274	0,6	0,7	6,0	5,8	9,5	9,0
Mediaani	624	996	1,1	1,1	6,8	6,5	11,5	10,0
Keskiarvo	1001	1398	1,1	1,1	7,5	7,2	12,9	11,2

Alma Talent arvostus

	2018e	2019e	Keskimäärin
Talent EBITDA	19,2	19,1	19
x verrokkit EV/EBITDA	7,5	7,2	7,3
Talent yritysarvo (EV)	144	137	140

Alma Talent EV/EBITDA



Alma Talent yritysarvo (EV)



Alma News&Life 1/2

Iltaapäivälehdien ja verkkopalvelun julkaisija

Alma News & Life -segmenttiin (aiemmin Valtakunnallinen kuluttajamedia) kuuluvat valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle -sisällöt. Lisäksi liiketoiminta-alueeseen kuuluvat Telkku.com, Kotikokki.net ja E-kontakti.fi.

Alma Media ilmoitti maaliskuussa yhdistävänsä News&Life ja Regions segmenttien liiketoiminnat uuden segmentin alle. Käsittelemme kuitenkin tässä raportissa segmenttejä erillisinä yksikköinä.

Alma News&Lifen liikevaihto oli vuonna 2017 48,8 MEUR (2016: 46,1 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 13 %. Oikaistu käyttökate oli vuonna 2017 7,8 MEUR (2016: 7,4 MEUR), eli 16 % liikevaihdosta, ja oikaistu liikevoitto 7,2 MEUR (2016: 7,0 MEUR), eli 14 % liikevaihdosta. Segmentin osuus Alma Median liikevoitosta oli 12 %.

Tuottotyyppittäin katsottuna segmentin liikevaihdosta noin 40 % muodostuu sisältömyynnistä (Iltalehden irtonumero-myyntistä), noin 9 % painetun lehden ilmoitustuloista (printtimainonta), noin 44 % digitaalisesta mainonnasta (esim. Ilta-lehti.fi), sekä noin 7 % digitaalisista palveluista. Digitaalisen liiketoiminnan osuus Alma News&Lifen liikevaihdosta oli vuonna 2017 noin 51 %, joka koostuu puolestaan yli 80 %:sti digimainostuotoista.

Segmentin liikevaihto muodostuu 100 %:sti Suomen markkinoilta.

Painetun median ja verkkopalveluiden yhdistelmä

Alma News&Lifen liiketoimintamalli rakentuu 1) irtonumerolehden (Ilta-lehti) sisältö- ja ilmoitustuottoihin perustuvasta painetun median julkaisutoiminnasta sekä 2) lehden kanssa saman brändin ja toimituksen jakavasta verkkopalvelusta, jonka tuotot perustuvat pääosin verkkomainontaan ja pieneltä osin digitaaliseen sisältömyyntiin, sekä 3) Iltalehden verkkopalveluja täydentävistä kuluttajille suunnatuista digitaalisista palveluista.

News&Lifen liiketoimintamalli on hyvin skaalautuvaa ja segmentin pääomarakenne on hyvin kevyt. Kasvu on varsinkin digitaalisissa palveluissa ja digimainonnassa siten lähtökohtaisesti erittäin kannattavaa. Vahvasta ja erittäin tunnetusta brändistä ja verkkopalvelusta johtuen myös myynti- ja markkinointikulut ovat matalat. Lisäksi pääasiassa mainonnan ratkaisuihin ja toimituksen ohjausjärjestelmiin kohdistuvat tuotekehityskulut jaetaan tyypillisesti konsernin muiden yhtiöiden kesken.

Segmentin tuotot ovat arviomme mukaan melko suhdanneherkkiä, sillä ilmoitus- ja mainostuottojen osuus liikevaihdosta on noin 50 % ja sisältötuotot perustuvat irtonumeromyyntiin. Herkkyttä tasoittaa kuitenkin se, että lehtien irtonumeromyynti on vahvasta brändistä ja markkina-asemasta johtuen lyhyellä tähtäimellä hyvin vakaata ja ennustettavaa, sekä se että Ilta-lehti.fi:n korkeat ja ennustettavat vierailu- ja tavoitavuusmäärät ovat mainostajien kannalta houkuttelevat.

Ilta-lehti.fi on kaiken kaikkiaan erittäin tärkeä liikenteen lähde Alma Median muiden segmenttien verkkopalveluille.

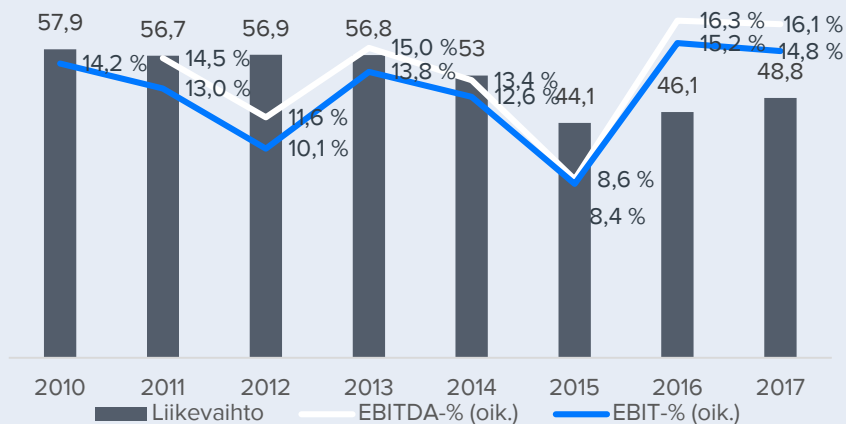
Kannattavuus ottanut digiloikan viime vuosina

Alma News&Lifen liikevaihdon kehitys on ollut viime vuodet kokonaisuutena melko tasaista, mutta segmentin sisällä tuottojen kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Samalla kun painetun median sisältö- ja erityisesti ilmoitustuottojen lasku on ollut voimakasta, ovat digitaaliset mainostuotot kompensoineet menetyksiä mm. ohjelmallisen mainonnan ostamisesta syntyneellä vahvalla kasvulla. Segmentin painetun median tuotot laskivat vuosina 2014-2017 noin 30 %, kun taas digitaalisen liiketoiminnan liikevaihto kasvoi noin 95 %. Lisäksi liikevaihdon kehitykseen on vaikuttanut positiivisesti aiemmin Markets-segmentin alla raportoidut pienehköjen digitaalisten palveluiden siirto Life&News -segmenttiin ja Rantapallo.fi -digipalvelun hankinta.

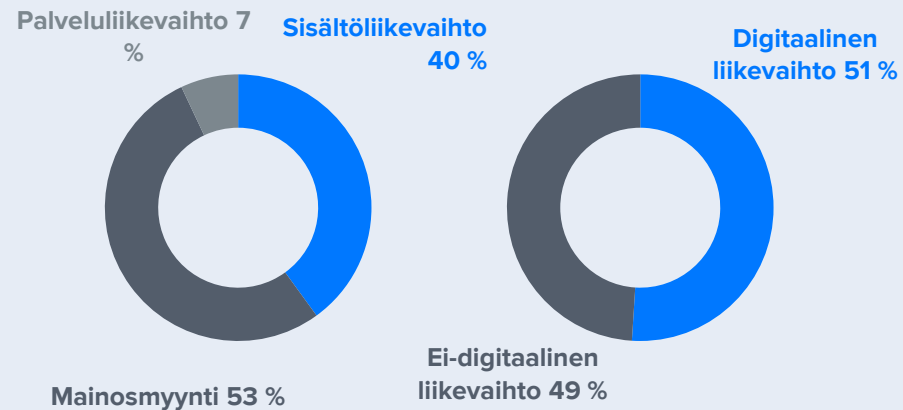
Alma News&Lifen kannattavuuskehitys oli vuonna 2017 tasaista (oik. EBIT-kasvu 3 %), erittäin vahvan vuoden 2016 kannattavuuskehityksen jälkeen (EBIT oik. +153 %), mikä perustui digitaalisen liiketoiminnan osuuden voimakkaaseen kasvuun erityisesti verkkomainonnan myyntiin vahvan kasvun vetämänä, sekä vuonna 2015 toteutettuihin toiminnan tehostus- ja kehitystoimiin. Vuonna 2017 Alma News&Lifen käyttökatemarginaali oli 16,1 % ja oikaistu liikevoittomarginaali 14,8 %, kun vuoden 2015 vastaavat luvut olivat 8,6 % ja 8,4 %.

Alma News&Life yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% (oik.) ja EBIT-% (oik.)



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Segmentin tuotteita

ILTALEHTI

Rantapallo

MatkaPonssi.com

E-kontakti.fi

kotikokki.net

ilona

PIPPURI.FI

TERVEYS

Alma News&Life 2/2

Talouskehitys ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

News&Lifen liikevaihtoa ohjaa arviomme mukaan neljä keskeistä ajuria: 1) Ilmoitus-/mainostuottojen siirtyä painetusta mediasta digitaaliseen muotoon, 2) uudet digitaalisen markkinoinnin ratkaisut ja ohjelmallisen ostamisen yleistyminen, 3) mediakulutuksen muutoksista johtuva painettujen lehtien irtomyyntiin supistuminen, ja 3) yleinen talouskehitys.

Arvioimme verkkomainonnan viime vuosien markkinakasvuun ja painetun median sisältömyyntiin historialliseen kehitykseen perustuen, että News&Lifen liikevaihdon kasvupotentiaali on lähivuosina normaalissa, lievästi kasvavassa taloussympäristössä noin 1-5 % vuodessa ja nollakasvu ympäristössä lievästi negatiivista. Isot ennustehaarukat kuvaavat sekä segmentin tuottojen suurta suhdanneherkkyyttä (valtaosa tuotoista mainonnasta), että painetun lehden myyntiin voimakasta supistumista.

Ennusteet (sivu 33)

Lähdemme ennusteissamme siitä oletuksesta, että Suomen talouskasvu tulee olemaan lievästi positiivista vuonna 2018 (noin 2-3 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2019-2020 (noin 2 %).

Talouskehitykseen ja yllä mainittuihin kysyntätrendeihin perustuen ennustamme Alma News&Life liikevaihdon kasvavan vuonna 2018 2 % 50 MEUR:oon, vuonna 2019 2 % 51 MEUR:oon ja vuonna 2020 edelleen 2 %:n 52 MEUR:oon. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi 0- -3 %, sillä ennustamme lltalehden

painetun sisältö- ja mainosmyyntiin hiipuvan lähes nollaan ennusteperiodin (-2025) lopulla.

Ennustamme Alma News&Lifen vuoden 2018 oikaistun liikevoiton kasvavan 4 % 7,5 MEUR:oon (2017: 7,2 MEUR) ja liikevoitto-%:n säilyvän vakaana noin 15 %:n tasolla. Vuonna 2019 ja 2020 ennustamme liikevoiton kasvavan liikevaihdon kasvun myötä 1-5 % 7,8-7,9 MEUR:oon.

Pitkällä aikavälillä oletamme varovaisesti liikevoittomarginaalin laskevan asteittain noin 15 %:n tasolle digitaalisten tuottojen kasvavasta liikevaihdon osuudesta huolimatta.

Alma News&Lifen arvonmääritys (sivu 34)

News&Lifen arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on verrokkiryhmän arvostustaso. News&Lifen vähän pääomaa sitovaa ja vahvaa kassavirtaa tuottavaa liiketoimintaa tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella EV/EBITDA-kertoimien kautta.

News&Lifella on vahva fokus Suomen mediamarkkinalla, joten segmentille on vaikea identifioida suoria verrokkeja. Käytämme siksi vertailuryhmänä samaa vertailuryhmää Talent segmentin kanssa joka koostuu noin 19 kansainvälisestä mediayhtiöstä.

Verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2018-2019 ovat 7,5x ja 7,2x, ja keskiarvo 7,3x. News&Lifen vuosien 2018-2019e keskimääräisellä EBITDA-ennusteella 8,3 MEUR saamme segmentin käyväksi arvoksi 61 MEUR.

Alma News&Life ennusteet

Tuloskehitys	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	46,9	44,1	46,1	11,1	12,9	11,7	13,1	48,8	11,2	13,4	11,9	13,4	49,9	51,1	52,2
Kulut ilman kertaeriä	-47	-43	-39	-10,2	-10,5	-10,0	-10,8	-42	-10,4	-10,7	-10,2	-11,0	-42	-43	-44
%-liikevaihdosta	-100 %	-98 %	-85 %	-92 %	-81 %	-86 %	-83 %	-85 %	-93 %	-80 %	-86 %	-82 %	-85 %	-85 %	-85 %
Käyttökate ilman kertaeriä	14,8	3,8	7,5	1,0	2,6	1,8	2,4	7,8	0,9	2,8	1,8	2,5	8,1	8,4	8,6
Käyttökate	16,5	3,2	8,4	1,0	2,6	1,8	2,4	7,8	0,9	2,8	1,8	2,5	8,1	8,4	8,6
Poistot	-5,8	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,2	3,7	7,0	0,9	2,4	1,7	2,2	7,2	0,8	2,7	1,6	2,4	7,5	7,8	7,9
Liikevoitto	10,7	3,1	7,9	0,9	2,4	1,7	2,2	7,2	0,8	2,7	1,6	2,4	7,5	7,8	7,9
Tunnusluvut	2014	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020
Liikevaihdon kasvu-%	-4,3 %	-6,0 %	4,5 %	1,8 %	6,6 %	5,4 %	8,8 %	5,7 %	0,9 %	3,7 %	1,5 %	2,6 %	2,3 %	2,4 %	2,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	95,7 %	-59,8 %	89,2 %	-40,0 %	27,4 %	-8,1 %	24,4 %	3,1 %	-11,6 %	10,0 %	-1,3 %	5,3 %	3,8 %	4,5 %	1,4 %
Oikaistu käyttökate-%	31,6 %	8,6 %	16,3 %	9,0 %	20,2 %	15,7 %	18,3 %	16,1 %	8,4 %	21,0 %	15,0 %	18,7 %	16,2 %	16,5 %	16,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,6 %	8,4 %	15,2 %	8,1 %	18,8 %	14,1 %	17,2 %	14,8 %	7,1 %	19,9 %	13,8 %	17,6 %	15,0 %	15,3 %	15,2 %
Liikevoitto-%	22,8 %	7,0 %	17,1 %	8,1 %	18,8 %	14,1 %	17,2 %	14,8 %	7,1 %	19,9 %	13,8 %	17,6 %	15,0 %	15,3 %	15,2 %
Lähde: Inderes															

Alma News&Life arvostus

Vertailuyhtiöt

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	162	161	0,6	0,6	5,3	5,2	22,8	20,1
Future PLC	189	201	1,9	1,9	10,5	9,7	12,4	11,8
Daily Mail and General Trust P L	2473	3001	1,8	1,8	12,0	11,2	17,9	16,9
Gannett Co Inc	902	1083	0,5	0,5	4,0	3,9	8,6	8,7
GEDI Gruppo Editoriale SpA	218	335	0,5	0,5	5,6	5,4	8,6	8,4
Impresa Sociedade Gestora de I	42	221	1,1	1,1	10,6	9,0	12,6	10,7
Johnston Press PLC	11	147	0,7	0,7	3,3	3,3	4,1	4,1
Keskisuomalainen Oyj	64	104	0,9	0,9	6,8	6,7	10,2	10,0
Lagardere SCA	3002	4827	0,7	0,6	7,4	7,4	12,4	12,3
Meredith Corp	1931	2467	1,8	1,7	9,4	8,7	11,4	9,9
Arnoldo Mondadori Editore SpA	453	742	0,6	0,6	7,3	6,7	11,6	10,0
New York Times Co	3094	2850	2,1	2,0	12,4	11,2	15,7	13,7
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Rizzoli Corriere della Sera Media	624	996	1,1	1,1	6,4	6,3	9,4	9,1
Sanoma Oyj	1578	1976	1,5	1,5	5,8	6,1	11,1	10,6
Tamedia AG	1219	1324	1,5	1,4	6,6	6,3	9,4	9,0
Promotora de Informaciones SA	931	2537	2,0	2,1	9,7	9,8	15,4	16,2
tronc Inc	469	574	0,6	0,6	6,9		29,7	
Vocento SA	171	274	0,6	0,7	6,0	5,8	9,5	9,0
Mediaani	624	996	1,1	1,1	6,8	6,5	11,5	10,0
Keskisarvo	1001	1398	1,1	1,1	7,5	7,2	12,9	11,2

Alma News&Life arvostus

	2018e	2019e	Keskimäärin
News&Life EBITDA	8,1	8,4	8,3
x verrokki EV/EBITDA	7,5	7,2	7,3
News&Life yritysarvo (EV)	61	61	61

Alma News&Life EV/EBITDA



Alma News&Life yritysarvo (EV)



Alma Regions 1/2

Alue- ja paikallislehtien julkaisija

Alma Regions julkaisee alue-, paikallis- ja kaupunkilehtiä, sekä näihin liittyviä verkkopalveluita. Lisäksi segmenttiin kuuluu konsernin paino- ja jakeluyhtiö Alma Manu. Alma Regionin levikiltään merkittävimmät lehdet ovat Aamulehti (Tampere) ja Satakunnan Kansa (Pori). Regions on omilla toiminta-alueillaan sanomalehtimediassa johtava toimija ja yksi suurimmista ja moderneimmista painotaloista Suomessa.

Alma Media sopi alkuvuonna 2018 Lapin lehti- ja jakeluliiketoimintojen myynnistä, jonka myötä Regions-segmentistä poistuu yksi aluelehti ja muutamia paikallislehtiä. Lapin lehti- ja jakeluliiketoimintojen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 18,7 MEUR. Alma Media ilmoitti lisäksi maaliskuussa yhdistävänsä News&Life ja Regions -segmenttien liiketoiminnat uuden segmentin alle. Käsitlemme kuitenkin tässä raportissa segmenttejä erillisinä yksiköinä.

Alma Regions oli vuonna 2017 liikevaihdoltaan Alma Median suurin segmentti. Regionsin liikevaihto oli vuonna 2017 126 MEUR (2016: 128 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 34 %. Segmentin oikaistu käyttökate oli vuonna 2017 12,9 MEUR (10,6 % liikevaihdosta), oikaistu liikevoitto 9,3 MEUR (7,4 % liikevaihdosta) ja liikevoitto 7,2 MEUR (5,7 % liikevaihdosta). Segmentin osuus koko konsernin oikaistusta liikevoitosta oli vuonna 2016 16 %.

Tuottotyypeittäin katsottuna Regionsin liikevaihdosta noin 46 % muodostuu sisältömyynnistä (esim. lehtitilauksista ja digitilauksista), noin 38 % ilmoitustuloista (printtimainonta ja verkkomainonta) sekä noin 16 % palveluista (paino ja jakelu). Digitaalisen

liiketoiminnan osuus Alma Regionsin liikevaihdosta oli vuonna 2017 8 % (10,5 MEUR), josta digisisältötuottojen osuus on hieman verkkopalveluiden ilmoitus- ja mainostuloja suurempi.

Pääosa liiketoiminnasta perinteistä lehtijulkaisutoimintaa

Alma Regionsin liiketoimintamalli koostuu tällä hetkellä pitkälti perinteisestä sisältö- ja ilmoitustuottoihin perustuvasta painetun median julkaisutoiminnasta ja niihin liitännäisistä palvelutuotoista, kuten painotoiminnasta ja jakelusta. Mainos- ja digitilaustuottoihin perustuvien verkkopalveluiden osuus segmentin liikevaihdosta on vahvassa kasvussa, mutta sen rooli on vielä pieni (yhteensä noin 8 % liikevaihdosta).

Segmentin tuottovirrat ovat pääosin hyvin ennustettavia, sillä noin 46 % liikevaihdosta syntyy tyypillisesti jakso- ja tilausmyynteistä lehtitilauksista ja noin 16 % näihin tilauksiin ja muiden kustantajien lehti- ja painotilauksiin liittyvistä paino- ja jakelupalveluista. Viimeisten vuosien aikana kiihtynyt mediakulutuksen murros on heikentänyt merkittävästi perinteisesti melko vakaiden ilmoitustuottojen ennustettavuutta, sillä erityisesti alue- ja paikallislehtien printtimainostuotot ovat laskeneet voimakkaasti.

Segmentin liiketoiminta on Alma Median segmenteistä kaikkein pääomavaltaisinta, sillä sen taseessa on vuonna 2012-2013 tehty painokoneinvestointi. Myös muilta osin segmentin kulurakenne on muita raskaampi, sillä lehtien paino- ja jakelukulut sekä toimituksien henkilöstökulut ovat merkittävät.

Vahva kassavirta ja matala investointitarve

Suhteellisen raskaasta kulurakenteesta huolimatta Regionsin liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan operatiivisen kassavirran, sillä lehtitilausten tuotot ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkoita. Lisäksi modernin painolaitoksen ansiosta segmentin investointitarpeet ovat nykyisellään selvästi poistoja matalammat ja koostuvat pääasiassa pienistä ylläpitoinvestoinneista.

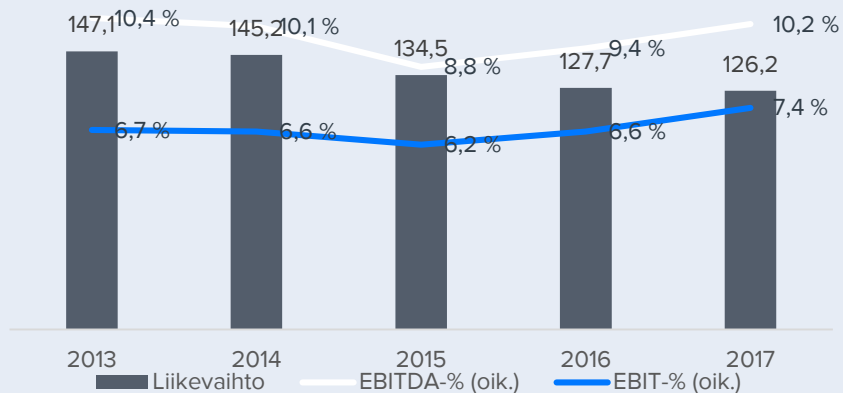
Talouselämyksen ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

Alma Regionsin kysynnän pääajureita ovat: 1) Ilmoitus-/mainostuottojen siirtymä painetusta mediasta, kustannustehokkaampaan, paremmin kohdennettavaan, palvelultaan monipuolisempaan ja joustavampaan verkkopohjaiseen palveluun, 2) mediakulutuksen muutosten ja jakelukustannusten kasvun myötä supistuvat lehtien levikit ja sisältömyynti, ja 3) yleinen talouseläminen.

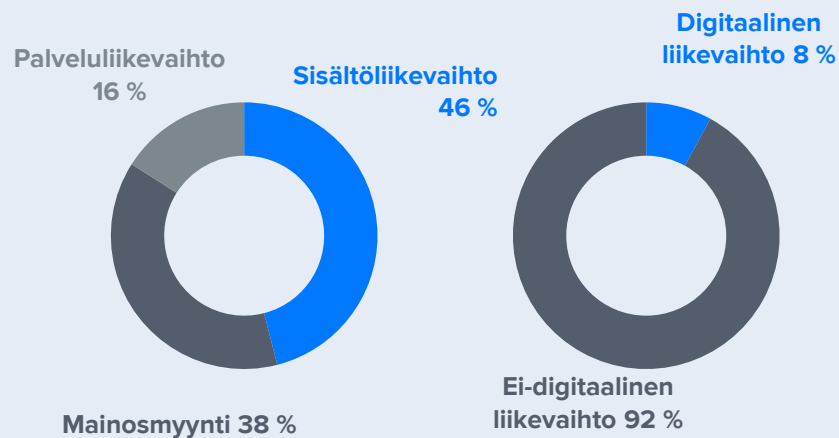
Arvioimme sanomalehtimainonnan viime vuosien markkinakehitykseen ja painetun median sisältömyynnin historialliseen kehitykseen perustuen, että Regionsin liikevaihdon kehitys on normaalissa, lievästi kasvavassa taloussympäristössä noin -5-0 % vuodessa ja nollakasvu-ympäristössä alle -5 % vuodessa. Isot ennustehaarakat kuvaavat sekä segmentin tuottojen suhdanneherkkyyttä (n. 40 % tuotoista syntyy mainonnasta), että painetun median rakenteellisen taantuman etenemistä, jota digitaaliset tuotot ja tilausten hinnankorotukset eivät pysty kompensoimaan.

Alma Regions yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% (oik.) ja EBIT-% (oik.)



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Segmentin tuotteita

AAMULEHTI

Valkeakosken Sanomat



SATAKUNNAN KANSA

Nokian Uutiset

Alma Regions 2/2

Liikevaihdon kehitys ollut laskutrendillä viime vuodet, mutta kannattavuus melko vakaa

Alma Regionsin (aik. Alueellinen media) liikevaihdon kehitystrendi on ollut laskeva viime vuosina. Alueellinen media (2013-2015) ja Regions (2016-) -segmenttien liikevaihto laski vuosina 2014-2017 keskimäärin 4 % vuodessa. Liikevaihdon laskuun on vaikuttanut sekä painetun median tuottojen lasku että yritys- ja liiketoimintakaupat.

Alma Regionsin kannattavuuskehitys on ollut viime vuosina melko tasaista, mutta yhtiö on joutunut kompensoimaan jatkuvilla tehostustoimilla painetun median tuottojen laskua. Heikosta liikevaihdon kehityksestä huolimatta segmentin kertaeristä oikaistu käyttökatte-% ja liikevoitto-% olivat kuitenkin kohtuullisella 9-10 %:n ja 6-7 %:n tasoilla vuosina 2013-2017. Tehostustoimien kulut ja tasearvojen alaskirjaukset ovat kuitenkin rasittaneet lähes joka vuosi segmentin liikevoittoa, mistä johtuen raportoitu liikevoitto-% liikkui vuosien 2013-2017 aikana 3-6 %:n haarukassa, eli selvästi oikaistuja lukuja alempana.

Ennusteet (sivu 38)

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Suomen talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivista vuonna 2018 (2-3 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2019-2020 (noin 2 %). Arvioimme, että painetun median rakenteellinen muutos jatkuu vahvana lähivuodet, mikä laskee hinnankorotuksista huolimatta hiukan painetun median sisältötuottoja ja merkittävästi painetun median ilmoitustuottoja. Ennakoimme, että digitaalisten sisältö- ja mainostuottojen kasvu

tulee olemaan lähivuosina vahvaa (>10 % vuodessa), mutta euromääräisesti niiden kasvu ei riitä kompensoimaan painetun median laskua. Regionsin liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa lisäksi merkittävästi Q2'18 alusta toteutuva Lapin lehti- ja jakeluliiketoiminnan myynti, joka laskee segmentin liikevaihtoa vuositasolla noin 15 %.

Edellä mainittuihin kysyntätrendeihin ja yritysjärjestelyihin perustuen ennustamme Alma Regionsin liikevaihdon laskevan vuonna 2018 noin 12 % 111 MEUR:oon (2017: 126 MEUR). Vuonna 2019 ennustamme liikevaihdon laskun loivenevan -6 %:n tasolle ja liikevaihdon laskevan 105 MEUR:oon. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon laskuksi -3- -7 % vuodessa, sillä ennustamme painetun median sisältö- ja mainosmyynnin laskevan vuoden 2017 lopusta laskettuna kumulatiivisesti noin 60 % jakson loppuun mennessä. Liikevaihdon kokonaislaskua hidastaa kuitenkin ennusteessamme digitaalisen sisältö- ja mainostuottojen keskimäärin kaksinumeroisen kasvu.

Ennustamme Alma Regionsin vuoden 2018 kertaeristä oikaistun liikevoiton laskevan 6 % 12,0 MEUR:oon (2017: 12,9 MEUR), mutta liikevoitto-%:n parantuvan 7,4 %:sta 7,9 %:iin. Vuoden 2018 oikaistua liikevoittoa heikentää ennusteessamme painetun median tuottojen laskun lisäksi Lapin alueen liiketoimintojen myynti. Alma Media kirjaa arviolta noin 4 MEUR:n kertatuoton Lapin liiketoimintojen myynnistä Q2'18 tulokseen, minkä myötä odotamme vuoden 2018 raportoidun liiketuloksen nousevan 16 MEUR:oon. Vuonna 2019-2020 ennustamme segmentin liikevoiton

säilyvän vakaana noin 12 MEUR:n tasolla. Pitkällä aikavälillä oletamme segmentin liikevoitto-%:n laskevan 5 %:n tasolle painetun median liikevaihdon laskun myötä.

Alma Regionsin arvonmääritys (sivu 38)

Käytämme Alma Regionsin arvonmäärityksen pohjana kolmen vertailupisteen painotettua keskiarvoa: 1) Keskisuomalainen Oyj:lle laskemiamme arvostuskertoimia, 2) Irlantilaisen Trinity Mirror Plc:n tekemän Northern & Shell yrityskaupan arvostuskertoimia, 3) edellä Talentille ja News&Lifelle käyttämämme verrokkiryhmän arvostuskertoimia.

Regionsin arvonmäärityksessä käyttämämme kolmen vertailupisteen painotettu EV/EBITDA-kerroin on 6,5x. Tällä kertoimella ja Alma Regionsin vuoden 2018 EBITDA-ennusteella 12 MEUR laskettu yritysarvo (EV) on 78 MEUR. Lisäämme Regionsin yritysarvoon myös Lapin lehti- ja jakeluliiketoiminnoista saatavan 4 MEUR:n myyntivoiton.

Alma Regions ennusteet ja arvonmääritys

Tuloskehitys	2013	2014	2015	2016	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	147,1	145,2	134,5	127,8	126,2	30,9	27,5	25,4	27,1	110,8	104,6	102,0
Kulut ilman kertaeriä	-137	-136	-126	-120	-117	-29	-26	-23	-25	-102	-96	-93
%-liikevaihdosta	-93 %	-94 %	-94 %	-94 %	-93 %	-94 %	-94 %	-90 %	-91 %	-92 %	-92 %	-92 %
Käyttökate ilman kertaeriä	15,3	14,7	11,8	12,0	12,9	2,8	2,6	3,4	3,3	12,0	12,1	11,9
Käyttökate	14,5	14,7	9,3	11,0	10,8	2,8	6,6	3,4	3,3	16,0	12,1	11,9
Poistot		-6,4	-4,5	-5,6	-3,7	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,3	-3,2	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,8	9,6	8,3	8,5	9,3	1,9	1,8	2,6	2,5	8,7	8,9	8,7
Liikevoitto	4,3	8,3	4,8	5,4	7,2	1,9	5,8	2,6	2,5	12,7	8,9	8,7

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%		-1,3 %	-7,4 %	-5,0 %	-1,3 %	-1,3 %	-15,8 %	-16,5 %	-15,1 %	-12,2 %	-5,6 %	-2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-2,0 %	-13,5 %	1,8 %	10,6 %	-4,8 %	-12,0 %	-14,9 %	8,1 %	-6,4 %	1,5 %	-2,3 %
Oikaistu käyttökate-%	10,4 %	10,1 %	8,8 %	9,4 %	10,2 %	9,1 %	9,3 %	13,4 %	12,1 %	10,9 %	11,5 %	11,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,7 %	6,6 %	6,2 %	6,6 %	7,4 %	6,2 %	6,4 %	10,2 %	9,2 %	7,9 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto-%	2,9 %	5,7 %	3,6 %	4,2 %	5,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	11,5 %	8,5 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Alma Regions arvonmääritys

	Paino	Arvo
Regions EBITDA 2018e	100 %	12,0
Keskisuomalainen EV/EBITDA 2018e	33,3 %	6,7x
Trinity Mirror/Northern Shell EV/EBITDA	33,3 %	5,4x
Talent/News&Life verrokkit EV/EBITDA	33,3 %	7,5x
x verrokkit EV/EBITDA	100 %	6,5x
Lapin liiketoiminnot myyntivoitto		4,0
Talent yritysarvo (EV)		82

Alma Regions EV/EBITDA



Alma Regions yritysarvo (EV)



Taloudellinen tilanne

Kokonaisuutena vahva taloudellinen tilanne

Alma Median taloudellinen tilanne on kaiken kaikkiaan vahva ja vakaa. Yhtiö on saanut käännettyä kannattavuuden jälleen kasvuun ja hallinnut toistaiseksi hyvin painetun median tuottojen laskun. Yhtiön tase on kasvanut yritysostojen myötä voimakkaasti, mutta näkemyksemme mukaan taseen riskit ovat pysyneet maltillisina ja velkaisuus on laskenut vahvan kassavirran myötä matalalle tasolle. Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle vahvan kassavirran ja digitaalisten palveluiden kasvu ei sido käytännössä lainkaan pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotammekin Alma Median jatkavan osinkojen kasvattamista. Tase ja rahoitusasema mahdollistavat yhtiölle myös merkittävän kokoiset yritysostot.

Yritysostojen aineeton omaisuus ja painotalo kasvattaneet muuten kevyttä tasetta

Alma Median taseen loppusumma oli Q4'17 lopussa 334 MEUR (Q4'16: 327 MEUR). Tase on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2010 (2010: 185 MEUR) yrityskauppojen ja painokone-investointien myötä. Tase sisältää siksi myös paljon liikearvoa (122 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta (62 MEUR), joista valtaosa liittyy Marketsin vuonna 2012 tekemiin rekrytointiportaalien ostoihin ja vuoden 2015 lopussa toteutettuun Talentumin hankintaan. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on noin 79 MEUR. Pääosa näistä liittyy vuonna 2012 valmistuneen uuden painotalon investointeihin.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan

luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy ennakko-maksuja ja ostovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q4'17 lopussa käyttöpääoma oli noin 48 MEUR negatiivinen (2016: n. 53 MEUR).

Alman oma pääoma oli Q4'17 lopussa 158 MEUR. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli 22 MEUR, eli noin 14 %. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'17 56 MEUR ja lyhytaikaista 6 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'17 lopussa 21 MEUR ja nettovelkaa 40 MEUR.

Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautuu noin 33 % Alma Talentille, noin 25 % Alma Marketsille, noin 5 % Alma News&Lifelle, noin 16 % Alma Regionsille ja loput noin 20 % konsernille. Talentin ja Marketsin pääomista merkittävä osa on aineetonta omaisuutta ja Regionsin puolestaan aineellista omaisuutta.

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

Velkaisuus taittunut selvään laskuun

Alma Median nettovelkaantumisaste oli Q4'17 lopussa 24 % (Q4'16: 41 %). Nettovelkaantumisaste nousi painokoneinvestointien, yritysostojen ja heikentyneen operatiivisen kehityksen myötä yli 100 %:iin vuonna 2013, mutta vahvistunut operatiivinen kehitys ja vahva kassavirta ovat kääntäneet velkaantumisen selvään laskuun.

Alma Median nettovelan ja käyttökatteen suhdeluku laski vuoden 2017 lopussa 0,6x tasolle (2016: 1,2x), joka on hyvin maltillinen ja antaa tilaa merkittävillekin yritysostoille. Arvioimme, että nettovelan/käyttökatteen suhdeluvun kestävä taso on noin 2x.

Pääoman tuotto pysynyt kohtuullisella tasolla

Taseen kasvamisesta huolimatta Alma Median sijoitetun pääoman (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) on noussut hyvälle tasolle viime vuosina ja ennakoimme, että yhtiö ylittää yli 15 %:n ROI-% tavoitteen jälleen tänä vuonna. Vuosina 2010-2017 Alma Median ROI-% oli keskimäärin noin 16 % ja ROE-% 21 %.

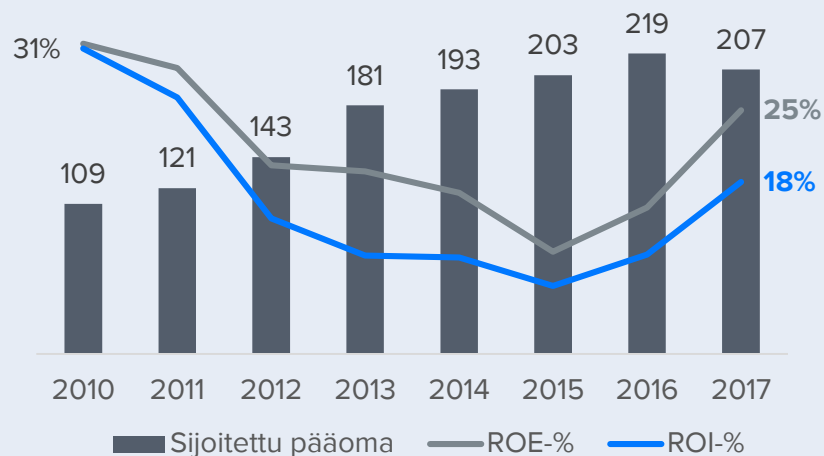
Kassavirta ja osinko

Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä noin 11-14 % liikevaihdosta tasolla. Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, noin 3-5 MEUR vuodessa. Viime vuosina tehtyjen pienten yritysostojenkin jälkeen rahavirta ennen rahoituseriä on ollut selvästi positiivinen (2017 +35 MEUR ja 2016 +31 MEUR) ja riittänyt kattamaan maksetut osingot (2017: 16 MEUR, 2016: 12 MEUR) sekä lyhentämään merkittävästi velkoja.

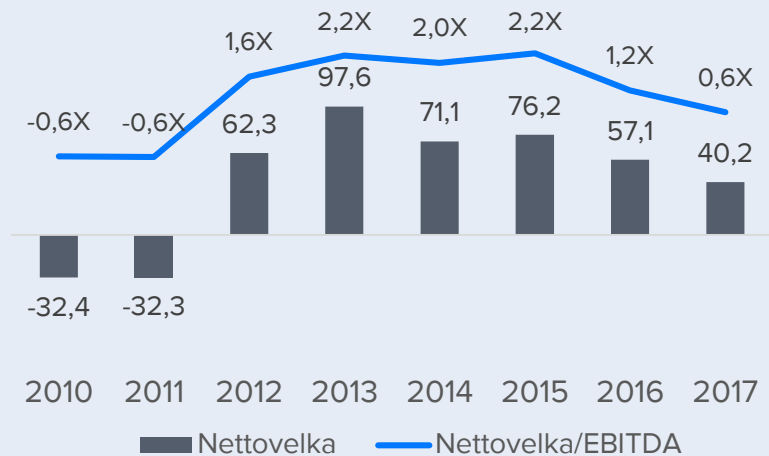
Arvioimme, että Alma Median kassavirrat tulevat säilymään myös jatkossa hyvällä tasolla, mikä yhdessä vahvan rahoitusaseman kanssa mahdollistaa kasvavan osinkovirran ja yritysostot.

Taloudellinen tilanne

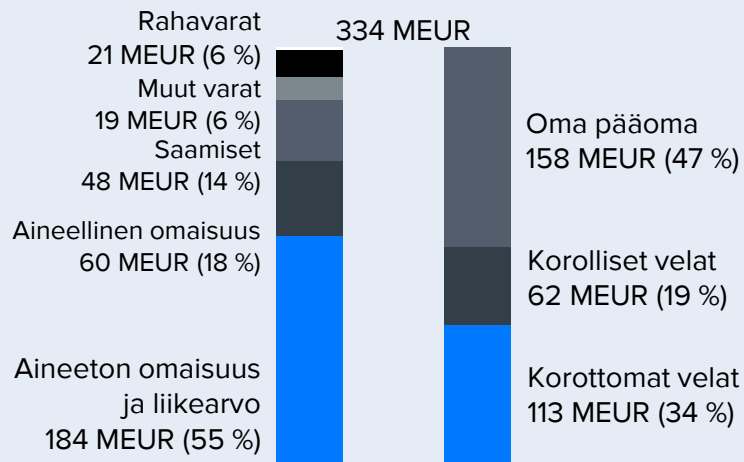
Sijoitettu pääoma, ROI % ja ROE-%



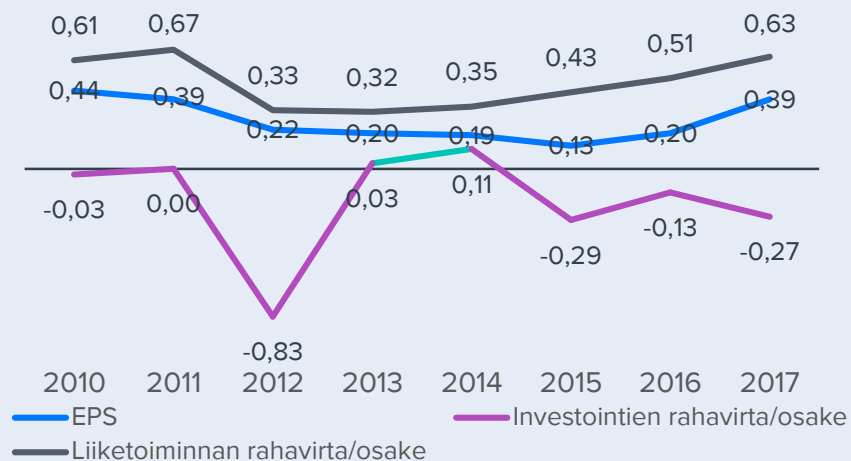
Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



Taserakenne, 2017



Liiketoiminnan rahavirta ja EPS



Ennusteet

Vuoden 2018 ennusteet

Alma Media ohjeistaa vuodelle 2018 vakaata liikevaihtoa (2017: 367 MEUR) ja kasvua oikaistuun liikevoittoon (2017: 51 MEUR).

Ennustamme Alma Median liikevaihdon jäävän vuonna 2018 ennalleen 368 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton kasvavan (+14,2 %) 58,2 MEUR:oon.

Liikevaihdon osalta odotamme Alma Median jatkavan kaksijakoista kehitystä. Markets jatkaa vahvaa kasvua (+18 %) itäisen Keski-Euroopan maiden vahvan talouskehityksen sekä Suomen talouden piristyvän kasvun ajama, mutta painetun median taantumisen karsivien Talent, News&Life ja Regions-segmenttien vertailukelpoinen liikevaihdon kehitys on vakaata. Regionsin raportoitua liikevaihtoa laskee kuitenkin ennusteessamme 12 % Lapin liiketoimintojen myynnin seurauksena.

Ennusteessamme oikaistua liikevoittoa nostaa Marketsille odottamamme 28 %:n liikevoiton kasvu. Talentin ja News&Lifen liikevoiton kehitys on ennusteessamme vakaata, mutta Regionsin oikaistun liikevoiton odotamme laskevan 6 % vertailukaudesta Lapin liiketoimintakaupan myötä. Lisäksi raportoitua liikevoittoa nostaa 4 MEUR:n myyntivoitto Lapin liiketoiminnoista.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 9 % 0,49 euroon ja raportoidun tuloksen 37 % 0,53 euroon (2017: oikaistu 0,45 euroa ja raportoitu 0,39 euroa) ja osingon nousevan kuudella sentillä 0,32 euroon (2017: 0,24 euroa).

Vuosien 2019-2020 ennusteet

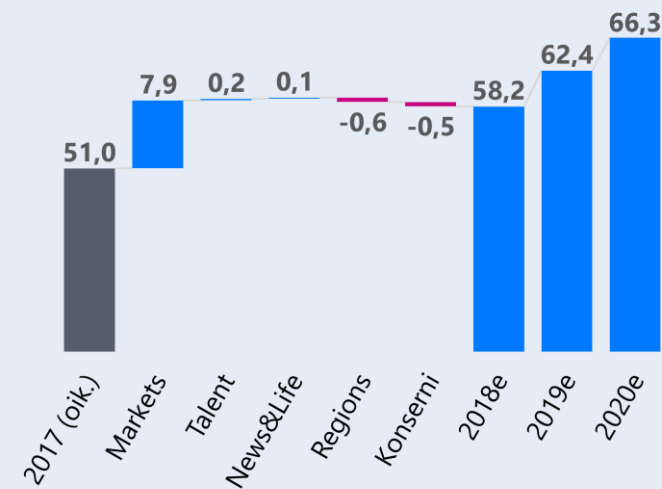
Ennustamme Alma Median operatiivisen tulokasvun loiventuvan vuosina 2019 ja 2020. Tulokasvun moottorina toimii ennusteissa edelleen Markets, missä vahva orgaaninen kasvu ja lievä kannattavuusparannus nostavat tulosta selvästi. Talentin, News&Lifen ja Regionsin operatiivinen tuloskehitys on ennusteessamme vakaata.

Kokonaisuutena ennustamme Alma Media-konsernin oikaistun liikevoiton paranevan 7 % 62 MEUR:oon vuonna 2019 ja edelleen +6 % 66 MEUR:oon vuonna 2020. Osakekohtaisen tuloksen ennusteemme vuosille 2019-2020 ovat 0,53 ja 0,57 euroa. Osingon odotamme pysyvän vahvan kassavirran ja taseen myötä selvällä kasvu-uralla (2019: 0,36 euroa ja 2020: 0,40 euroa).

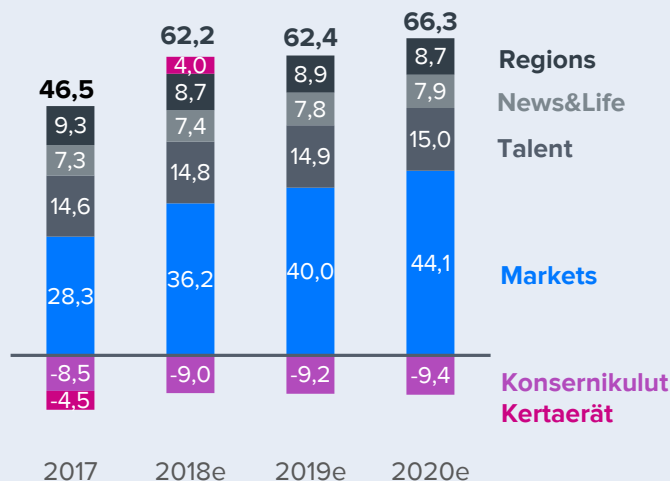
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen Alma Median tulosennusteisiin vaikuttava tekijä on hyvin kannattavan digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys. Olemme digitaalisen median kasvuennusteiden suhteen optimistisia ja odotamme niihin pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 5-10 %:n vuosikasvua, mistä pääosa syntyy Alma Markets segmentistä. Ennustamme painetun median laskun kuitenkin jyrkkenevän selvästi 2020-luvulla, mikä pitää Alma Median liikevaihdon ja liikevoiton kokonaiskehityksen vaisuna. Rakennemuutoksen epävarmuudesta johtuen emme anna pitkän aikavälin tulosennusteille (2020 eteenpäin) oleellista painoarvoa ja keskitymme lähivuosien arvostuskertoimiin.

Liikevoitto (oik.) 2018-2020e



Liikevoitto segmenteittäin 2018-2020e



Ennusteet 2018-2020

Tuloskehitys	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	353,3	90,5	93,7	86,0	97,1	367,3	94,0	93,3	84,8	96,4	368,4	375,0	384,6
Alma Markets	69,4	19,6	20,6	20,9	22,1	83,2	23,6	24,5	24,5	25,7	98,2	109,0	119,1
Alma Talent	114,0	29,5	28,7	24,0	31,0	113,2	29,3	29,0	24,0	31,3	113,7	114,6	115,7
Alma News & Life	46,1	11,1	12,9	11,8	13,0	48,8	11,2	13,4	11,9	13,4	49,8	51,1	52,2
Alma Regions	127,7	31,3	32,6	30,4	32,0	126,3	30,9	27,5	25,4	27,1	110,8	104,6	102,0
Muut ja eliminoinnit	-3,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-4,2	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-4,2	-4,3	-4,4
Käyttökate	48,0	15,4	19,0	18,3	14,2	66,8	17,8	23,7	19,2	17,9	78,6	78,7	82,3
Poistot ja arvonalennukset	-21,1	-4,0	-3,9	-4,0	-8,4	-20,3	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-16,4	-16,3	-16,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	35,3	12,6	13,3	13,9	11,2	51,0	13,7	15,6	15,1	13,8	58,2	62,4	66,3
Liikevoitto	26,9	11,4	15,1	14,3	5,8	46,5	13,7	19,6	15,1	13,8	62,2	62,4	66,3
Alma Markets	19,3	7,3	7,4	7,9	5,7	28,3	9,2	9,7	9,8	7,6	36,2	40,0	44,1
Alma Talent	12,4	4,6	3,3	2,8	3,9	14,6	4,1	3,5	2,9	4,3	14,8	14,9	15,0
Alma News & Life	7,0	0,9	2,5	1,7	2,2	7,3	0,8	2,7	1,6	2,4	7,4	7,8	7,9
Alma Regions	8,5	2,0	2,0	3,0	2,3	9,3	1,9	1,8	2,6	2,5	8,7	8,9	8,7
Muut ja eliminoinnit	-11,9	-2,3	-1,9	-1,5	-2,9	-8,5	-2,3	-2,0	-1,8	-2,9	-9,0	-9,2	-9,4
Kertaluonteiset erät	-8,4	-1,2	1,8	0,3	-5,4	-4,5	0,0	4,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,4	-0,3	-0,6	0,0	-1,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	-1,2	-1,2	-1,1
Tulos ennen veroja	25,4	11,2	14,9	14,0	5,9	46,0	13,5	19,4	14,7	13,8	61,4	61,7	65,6
Verot	-5,5	-2,3	-2,8	-2,7	-1,4	-9,2	-2,7	-3,9	-2,9	-2,7	-12,2	-12,3	-13,0
Vähemmistöosuudet	-3,0	-1,2	-1,1	-1,4	-1,0	-4,6	-1,3	-1,4	-1,4	-1,1	-5,2	-5,4	-6,0
Nettotulos	16,9	7,8	11,0	9,9	3,5	32,2	9,5	14,1	10,4	10,0	44,0	44,0	46,6
EPS (oikaistu)	0,31	0,11	0,11	0,12	0,11	0,45	0,12	0,12	0,13	0,12	0,49	0,53	0,57
EPS (raportoitu)	0,21	0,09	0,13	0,12	0,04	0,39	0,12	0,17	0,13	0,12	0,53	0,53	0,57

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	21,2 %	4,4 %	1,8 %	6,3 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	-0,5 %	-1,4 %	-0,8 %	0,3 %	1,8 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	50,9 %	128,2 %	33,1 %	54,9 %	3,7 %	44,5 %	9,0 %	17,2 %	8,5 %	23,4 %	14,2 %	7,2 %	6,2 %
Käyttökate-%	13,6 %	17,0 %	20,2 %	21,3 %	14,6 %	18,2 %	18,9 %	25,4 %	22,7 %	18,6 %	21,3 %	21,0 %	21,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,0 %	13,9 %	14,2 %	16,2 %	11,5 %	13,9 %	14,5 %	16,7 %	17,8 %	14,3 %	15,8 %	16,6 %	17,2 %
Nettotulos-%	4,8 %	8,6 %	11,8 %	11,5 %	3,6 %	8,8 %	10,1 %	15,2 %	12,3 %	10,4 %	11,9 %	11,7 %	12,1 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

Osien summa luo pohjan arvostukselle

Alma Median segmenttien kasvu- ja kannattavuusprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat selvästi toisistaan, joten osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan yksi keskeisimpiä mittareita arvonnäilytyksessä. Lisäksi, vaikka segmenttien välillä on selkeitä synergiaetuja mm. liikenteen ohjauksen, ristiinmyynnin ja tukitoimintojen kautta, ovat segmentit lopulta hyvin itsenäisiä ja siten potentiaalisia yritysjärjestelyn kohteita. Näin ollen osien summa on olennainen tapa arvottaa Alma Mediaa. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet segmentit erikseen ja keskityimme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 696 MEUR. Alma Markets on konsernin osista vahvan kasvun ja kannattavuutensa näkökulmasta arviomme mukaan selvästi arvokkain osa ja arviomme sen nettoarvolle (bruttoarvo-vähemmistöosuus) on 510 MEUR. Alma Talent on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arviomme sen nettoarvoksi 140 MEUR. Alma News&Life arvo on laskelmassamme 60 MEUR ja Alma Regionsin arvo 82 MEUR. Kun nettoarvoihin lisätään muut varallisuuserät (+10 MEUR) ja vähennetään konsernin kulut (-66 MEUR) ja nettovelat (-40 MEUR) saadaan osien nettoarvoksi 696 MEUR tai noin 8,5 euroa per osake.

Alman osien summassa on nähtävissä selkeä kahtiajako kannattavasti kasvavien (Markets) ja vakaasti kehittyvien medialiiiketoimintojen (Talent, Regions, News&Life) välillä. Osien summa on noussut merkittävästi vuoden takaisesta arviostamme (5,3 euroa), sillä kaikkien yksiköiden tulostaso on kasvanut

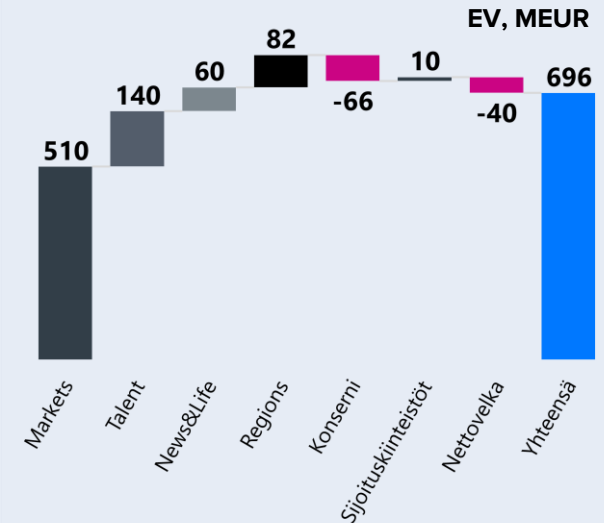
vuoden takaista korkeammaksi, segmenttien hyväksyttävät arvostuskertoimet nousseet, konsernikulut pienentyneet selvästi ja yhtiön nettovelka on laskenut.

Suurin arvonnousupotentiaali Alma Talentissa

Alma Median arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Alma Talentiin. Segmentin arvostus voisi saada merkittävää nostetta, jos nykyisin heikosti kannattavat osat (Ruotsi ja Tapahtumat) saataisiin nostettua lähelle 10 %:n EBITDA-marginaalitasoa ja digitaaliset liiketoiminnot kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan kasvuun. Ennusteissamme odotamme kuitenkin Talentiin lähivuosina vakaata liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta.

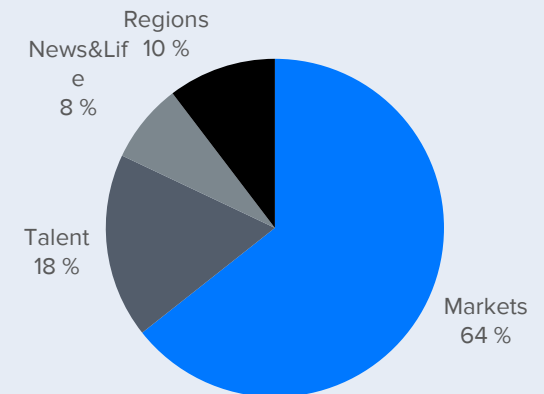
Sijoittajien kannalta myös Alma Marketsin kasvun kehityksen seuraaminen on erittäin kriittistä, sillä segmentti vastaa yli 60 % Alma Median bruttoarvosta ja sillä on ylivoimaisesti korkeimmat arvostuskertoimet. Olemme ladanneet segmentille ennusteissamme mielestämme suhteellisen realistiset kasvuodotukset, mutta niiden pettäminen esim. syklin kääntymisen vuoksi olisi iso isku segmentin arvostukselle. News&Lifen arvo on myös hyvin riippuvainen syklisen mainosmarkkinan kehityksestä, mutta mikäli verkkomainonnan kasvu jatkuu nykyisellä tasolla lähivuosina, on arvostus kohtuullinen. Regionsin arvon merkittävä absoluuttinen nousu on mielestämme epätodennäköistä painetun median korkean painoarvon vuoksi. Regionsin arvoa tarkasteltaessa tärkeintä on se, että yhtiö ei enää muodosta merkittävää osaa Alma Median kokonaisarvosta ja sen kannattavuuskehitys on säilynyt vakaana.

Osien summa 3/2018



Lähde: Inderes

Osien käyvän arvon jakautuminen 3/2018



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostusmenetelmät

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme edellä esitetyn osien summa laskelman ohella painoarvoa yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tuloskasvu+osingot), kassavirtamallille (DCF), sekä arvostukselle suhteessa Alma Median ja verokkien pitkän aikavälin arvostuskertoimiin, sekä verrokkiryhmän eteenpäin katsoviin arvostuskertoimiin. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBITDA-kerrointa, sillä se huomio parhaiten erilaiset pääomarakenteet sekä operatiivisen kassavirran kasvun.

Osakkeen arvostus eri näkökulmista

Ennustamme Alma Median osakkeen tarjoavan lähivuosina keskimäärin noin 10-15 %:n kokonaistuoton, 6-10 %:n tuloskasvun ja 4-5 %:n osinkotuoton yhdistelmänä. Huomioiden Alma Median lähivuosien positiivinen tuloskasvunäkymä ja vahvan operatiivisen kassavirran sekä lähes nettovelattoman taseen mahdollistama hyvä osinkotuotto, voidaan Alma Mediaa näkemysksemme mukaan hinnoitella kertoimilla P/E 16-17x ja EV/EBITDA 10-11x.

Hyväksymämme arvostuskertoimet ovat noin 10-20 % yli Alma Median 10 vuoden keskimääräisten arvostuskertoimien (EV/EBITDA 9,3x), mutta noin 5-15 % Alma Median liiketoimintarakenteella painotetun (digitaaliset EBIT 65 % vs. painetut EBIT 35 %) verrokkiryhmän keskimääräistä pitkän aikavälin arvostustasoa matalammat (EV/EBITDA 11,7x). Pidämme huomattavaa preemioita Alma Median omaan pitkän aikavälin arvostustasoon perusteltuna, sillä Alma Median osakkeen historialliset kertoimet heijastavat nykyistä

selvästi suurempaa painetun median painoarvoa ja alempaa tuloskasvupotentiaalia.

Edellisessä kappaleessa esitetty osien summa -laskelma indikoi Alma Median osakkeen käyväksi arvoksi 8,5 euroa osakkeelta, mikä indikoi noin 20 %:n nousupotentiaalia Alma Median nykykurssiin (7,10 euroa) nähden. Emme kuitenkaan odota Alma Median osakekurssin nousevan aivan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä osien summa nojaa osittain vuoden 2019 tuloskasvuodotuksiin.

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) normaalia suuremman painoarvon, koska Alma Median taloudellinen tilanne on vakiintunut ja liiketoimintojen asema on vakaa. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,25 euroa. Painetun median laskusta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme melko vakaana koko ennusteperiodin (2018-2026) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä kannattavuus ja pääomatuotto paranevat. EBIT-marginaali nousee FY'18e noin 16 %:n tasolta noin 18,5 %:iin vuonna 2026. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea 52 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus on 9,2 %.

Alma Median verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBITDA-kerroin vuodelle 2018 on noin 11,6x tasolla, mikä indikoi noin 8,8 euron arvostustasoa Alma Median osakkeelle. Eri liiketoimintamallien jyrkistä arvostuseroista kertoo se, että Marketsin verrokkiryhmän vuoden 2018 EV/EBITDA-kertoimilla (16,9x) Alma Median osaketta voitaisiin hinnoitella 12,9 euron kurssilla, kun taas mediayhtiöverrokkien vuoden 2018 EV/EBITDA-kertoimien (6,8x) kautta

arvostukseksi saadaan vain 5,2 euroa osakkeelta.

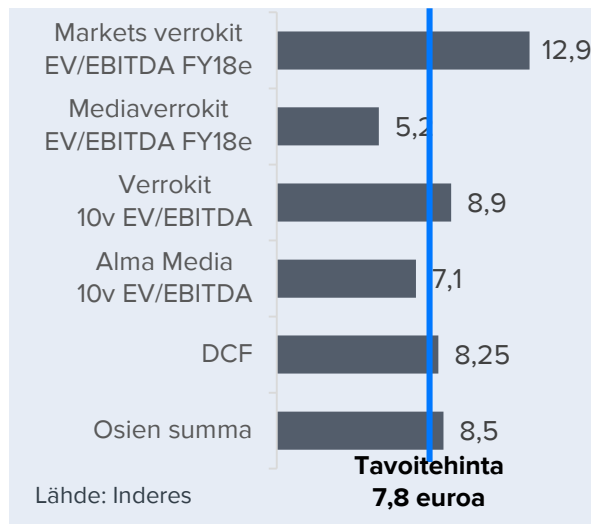
Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen ja 7,80 euron tavoitehinnan positiivisten tuloskasvunäkymien ja maltillisen arvostuksen myötä. Osake tarjoaa digitaalisten palveluiden vahvojen kasvunäkymien ja vahvan osinkotuoton myötä mielestämme houkuttelevan tuotto-odotuksen lähivuosille.

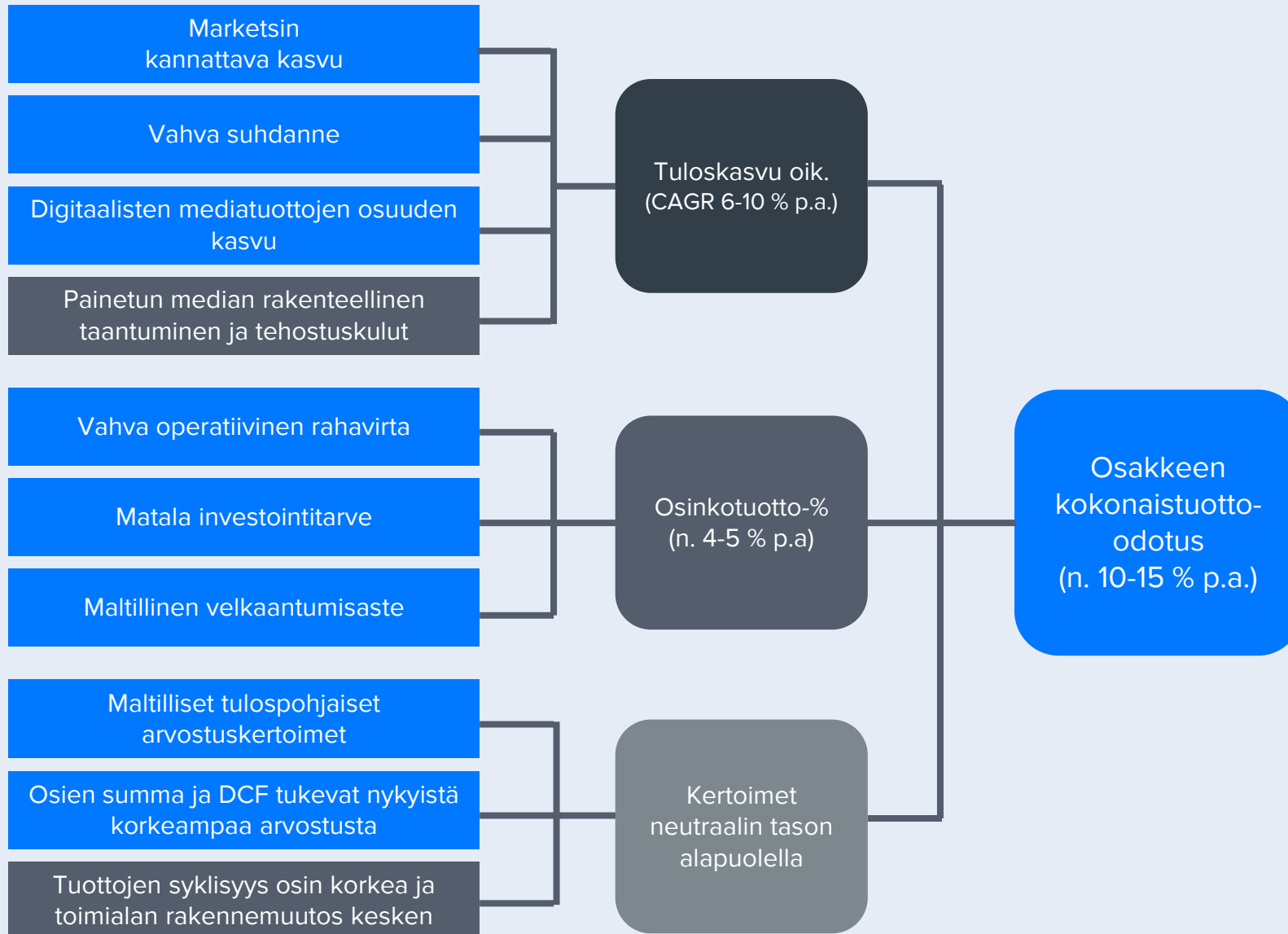
Positiivista näkemystä tukee myös segmentteittäin verrokkien arvostukseen suhteutettu osien summa (8,5 euroa) ja maltillisiin kasvuoletuksiin nojaava kassavirtalaskelma (8,25 euroa).

Riskeinä osakkeelle näemme mediamurroksen kiihtymisen sekä yhtiön suhteellisen korkeaksi kasvaneen suhdanneherkkeyden.

Osakkeen käypä arvo eri menetelmillä



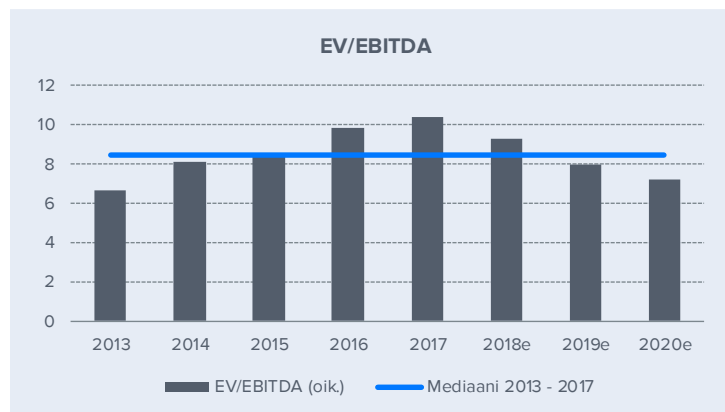
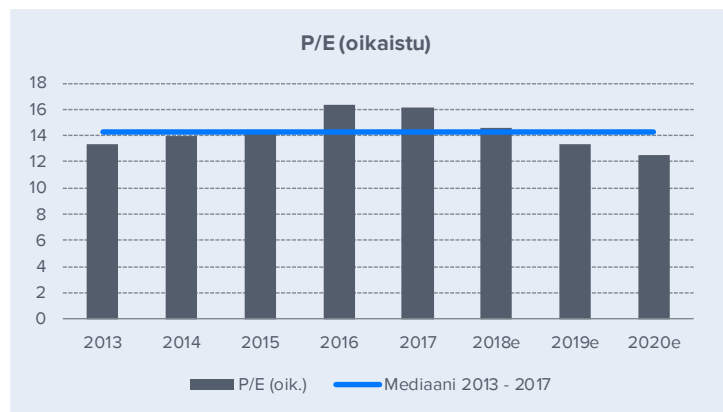
Alma Median osakkeen tuottoajurit 2018-2020e



Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,96	2,75	3,00	5,03	7,19	7,10	7,10	7,10
Markkina-arvo	223	208	240	414	592	585	585	585
Yritysarvo (EV)	317	302	340	557	740	693	627	594
P/E (oik.)	13,3	13,9	14,3	16,4	16,1	14,6	13,3	12,6
P/E	15,3	14,6	24,2	24,5	18,4	13,3	13,3	12,6
P/Kassavirta	-9,3	8,9	-6,7	13,6	19,2	8,8	9,9	9,4
P/B	2,5	2,3	2,2	3,5	4,3	3,7	3,3	3,0
P/S	0,7	0,7	0,8	1,2	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,2	1,6	2,0	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)	6,7	8,1	8,5	9,9	10,4	9,3	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	10,9	14,1	14,5	15,8	14,5	11,9	10,0	9,0
Osinko/tulos (%)	51,7 %	63,8 %	96,9 %	78,0 %	61,4 %	59,9 %	67,5 %	70,7 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,4 %	4,0 %	3,2 %	3,3 %	4,5 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Vertailuryhmän arvostustaso

Alma Markets verrokkiryhmä

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Axel Springer SE	7310	8820	2,7	2,6	11,8	10,7	16,8	15,4
Auto Trader Group PLC	3651	4044	10,7	10,0	15,3	14,2	16,0	14,7
Carsales.Com Ltd	2157	2227	8,2	7,0	17,4	14,9	18,5	15,8
Holidaycheck Group AG	162	136	1,0	1,0	25,8	12,0		24,9
REA Group Ltd	6645	6570	13,1	11,5	22,8	19,6	25,4	21,5
Rightmove PLC	4386	4344	14,3	13,2	18,8	17,4	19,0	17,6
Schibsted ASA	5420	5685	3,0	2,8	16,0	13,2	20,1	15,7
Scout24 AG	3945	4538	8,6	7,9	16,3	14,6	18,9	16,5
Seek Ltd	4419	4984	6,3	5,5	18,4	16,5	22,7	20,1
Trade Me Group Ltd	1060	1101	7,5	7,0	11,5	10,8	13,7	12,8
Zillow Group Inc	8559	8252	7,7	6,5	32,6	24,7	52,7	37,1
ZPG PLC	1666	1880	5,4	4,9	13,8	12,3	15,6	13,8
Mediaani	4165	4441	7,6	6,8	16,9	14,4	18,9	16,2
Keskiarvo	4115	4382	7,4	6,7	18,4	15,1	21,8	18,8

Alma medialiiketoiminnot verrokkiryhmä

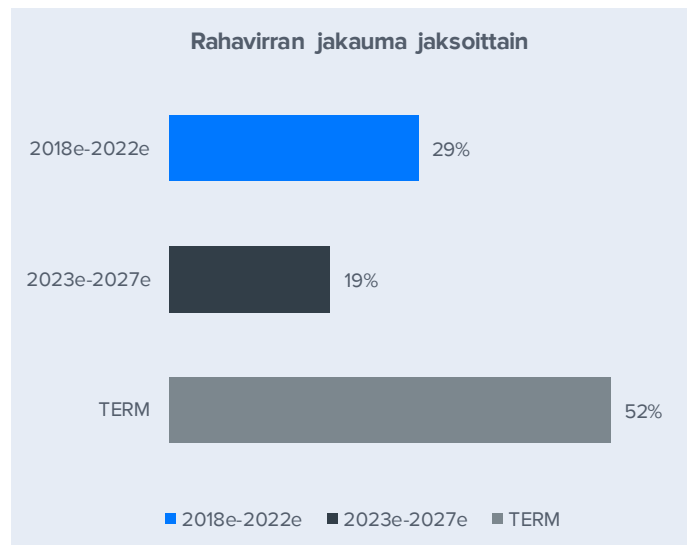
Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	162	161	0,6	0,6	5,3	5,2	22,8	20,1
Future PLC	189	201	1,9	1,9	10,5	9,7	12,4	11,8
Daily Mail and General Trust P L	2473	3001	1,8	1,8	12,0	11,2	17,9	16,9
Gannett Co Inc	902	1083	0,5	0,5	4,0	3,9	8,6	8,7
GEDI Gruppo Editoriale SpA	218	335	0,5	0,5	5,6	5,4	8,6	8,4
Impresa Sociedade Gestora de I	42	221	1,1	1,1	10,6	9,0	12,6	10,7
Johnston Press PLC	11	147	0,7	0,7	3,3	3,3	4,1	4,1
Keskisuomalainen Oyj	64	104	0,9	0,9	6,8	6,7	10,2	10,0
Lagardere SCA	3002	4827	0,7	0,6	7,4	7,4	12,4	12,3
Meredith Corp	1931	2467	1,8	1,7	9,4	8,7	11,4	9,9
Arnoldo Mondadori Editore SpA	453	742	0,6	0,6	7,3	6,7	11,6	10,0
New York Times Co	3094	2850	2,1	2,0	12,4	11,2	15,7	13,7
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Rizzoli Corriere della Sera Media	624	996	1,1	1,1	6,4	6,3	9,4	9,1
Sanoma Oyj	1578	1976	1,5	1,5	5,8	6,1	11,1	10,6
Tamedia AG	1219	1324	1,5	1,4	6,6	6,3	9,4	9,0
Promotora de Informaciones SA	931	2537	2,0	2,1	9,7	9,8	15,4	16,2
tronc Inc	469	574	0,6	0,6	6,9		29,7	
Vocento SA	171	274	0,6	0,7	6,0	5,8	9,5	9,0
Mediaani	624	996	1,1	1,1	6,8	6,5	11,5	10,0
Keskiarvo	1001	1398	1,1	1,1	7,5	7,2	12,9	11,2

	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Alma Media (Inderes)	595	703	1,9	1,7	9,4	8,1	12,1	10,2
Erotus-% vrt. Alma Markets verrokkit mediaani			-75 %	-75 %	-44 %	-44 %	-36 %	-37 %
Erotus-% vrt. Alma medialiiketoiminnot verrokkiryhmä mediaani			82 %	60 %	37 %	24 %	5 %	2 %

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	46,5	62,2	62,4	66,3	69,5	70,3	71,0	71,8	72,8	75,0	76,5	
+ Kokonaispoistot	20,3	16,4	16,3	16,1	12,3	11,9	11,5	11,2	11,0	10,9	10,8	
- Maksetut verot	-9,3	-12,2	-12,3	-13,0	-13,7	-13,8	-14,0	-14,1	-14,3	-14,8	-15,2	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,7	5,4	0,9	1,7	-1,1	-0,8	-1,1	0,4	-0,2	0,5	1,0	
Operatiivinen kassavirta	52,5	71,6	67,2	70,8	66,9	67,3	67,1	69,1	69,0	71,4	73,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-20,9	-5,5	-8,0	-8,3	-8,6	-8,9	-9,3	-9,6	-10,0	-10,4	-10,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,9	66,1	59,2	62,5	58,3	58,3	57,8	59,4	59,0	61,0	62,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	30,9	66,1	59,2	62,5	58,3	58,3	57,8	59,4	59,0	61,0	62,5	968,6
Diskontattu vapaa kassavirta		62,1	51,2	49,8	42,8	39,4	36,0	34,1	31,2	29,7	28,0	433,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		838,0	775,9	724,7	674,9	632,1	592,7	556,7	522,6	491,5	461,8	433,8
Velaton arvo DCF		838,0										
- Korolliset velat		-75,0										
+ Rahavarat		20,7										
-Vähemmistöosuus		-110,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		679,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,25										

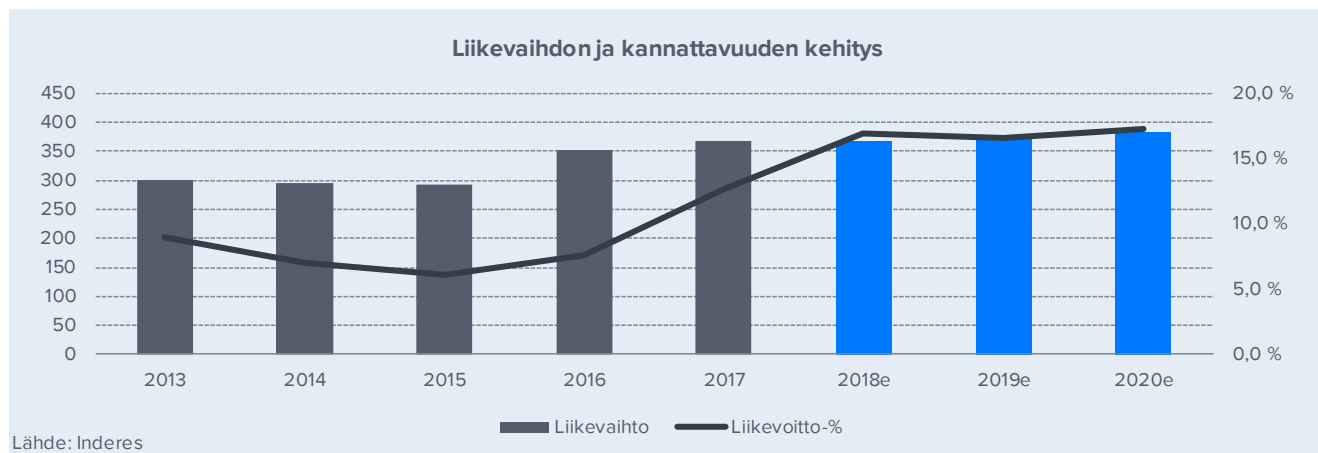
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %



Tuloslaskelma ja avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	300	295	292	353	367	368	375	385
Käyttökate (EBITDA)	45,2	36,4	34,5	48,0	66,8	78,6	78,7	82,3
Oikaistu liikevoitto (EBIT)		21,4	23,4	35,3	51,0	58,2	62,4	66,3
Oik. liikevoitto-%		7,2 %	8,0 %	10,0 %	13,9 %	15,8 %	16,6 %	17,2 %
Liikevoitto (EBIT)	26,9	20,7	17,7	26,9	46,5	62,2	62,4	66,3
Tulos ennen veroja	22,3	19,7	16,7	25,4	46,0	61,4	61,7	65,6
Nettotulos	14,6	14,2	9,9	16,9	32,2	44,0	44,0	46,6
Osakekohtainen tulos (oik.)		0,20	0,21	0,31	0,45	0,49	0,53	0,57
Vapaa kassavirta	-24,1	23,2	-35,6	30,5	30,9	66,1	59,2	62,5

Lähde: Inderes



Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-1,7 %	-1,3 %	21,2 %	4,0 %	0,3 %	1,8 %	2,6 %
Käyttökate-%	15,1 %	12,3 %	11,8 %	13,6 %	18,2 %	21,3 %	21,0 %	21,4 %
Liikevoitto-%	9,0 %	7,0 %	6,1 %	7,6 %	12,7 %	16,9 %	16,6 %	17,2 %
ROE-%	17,1 %	16,0 %	9,9 %	14,7 %	25,2 %	29,6 %	26,0 %	25,0 %
ROI-%	12,6 %	11,5 %	9,4 %	12,7 %	20,9 %	26,4 %	25,3 %	25,6 %
Omavaraisuusaste	35,3 %	43,0 %	41,1 %	45,7 %	51,0 %	54,9 %	57,4 %	59,8 %
Nettovelkaantumisaste	108,0 %	71,7 %	61,1 %	42,0 %	34,3 %	1,9 %	-11,7 %	-23,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	274	264	265	254	246
Liikearvo	119	120	122	122	122
Aineettomat oikeudet	72	68	62	56	50
Käyttöomaisuus	71	65	60	55	53
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7	5	5	5	5
Muut sijoitukset	5	4	10	10	10
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	4	4	4
Laskennalliset verosaamiset	2	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	54	63	69	99	122
Varastot	2	3	2	2	2
Muut lyhytaikaiset varat	2	0	0	0	0
Myyntisaamiset	35	37	46	41	41
Likvidit varat	14	23	21	57	78
Taseen loppusumma	328	327	334	353	368

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	112	119	137	160	178
Osakepääoma	45	45	45	45	45
Kertyneet voittovarot	41	48	66	90	108
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-2	-2	-1	-2	-2
Muu oma pääoma	27	27	27	27	27
Vähemmistöosuus	17	19	22	22	22
Pitkäaikaiset velat	79	80	75	75	70
Laskennalliset verovelat	14	13	14	14	14
Varaukset	0	0	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	63	65	60	60	55
Vaihtovelkakirjalainat	2	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	1	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	120	109	111	97	98
Lainat rahoituslaitoksilta	29	16	15	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	64	90	94	94	96
Muut lyhytaikaiset velat	28	3	3	3	3
Taseen loppusumma	328	327	345	353	368

Vastuuvapauslauseke

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 sijoituspäätöstensä 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 suositukseen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes

voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.2.2017	Vähennä	5,40 €	5,42 €
28.3.2017	Vähennä	5,30 €	5,25 €
2.5.2017	Lisää	6,00 €	5,52 €
1.6.2017	Vähennä	6,00 €	6,24 €
14.7.2017	Lisää	6,70 €	6,38 €
24.7.2017	Lisää	6,90 €	6,35 €
29.10.2017	Lisää	7,40 €	6,84 €
15.2.2018	Lisää	7,80 €	7,40 €
29.3.2018	Lisää	7,80 €	7,10 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**