

Alma Media

Yhtiöraportti

20/05/2019

Vahvassa kunnossa kohti vaisumpaa sykliä

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan lievää ennustelaskua heijastellen 6,7 euroon (aik. 7,0). Alman tulokset kehitys on ollut viime vuodet vahvan nousujohteista digitaalisten liiketoimintojen kannattavan kasvun, onnistuneiden yritysjärjestelyiden, ja tehostustoimien ajamana, mutta näemme yhtiöllä edessä vaimeamman tulokasvun vaiheen taloussykin heikentyessä. Painetun median rakenteellinen lasku vaimentaa edelleen Alma Median liikevaihdon kasvua, mutta sen rooli tulokasvun tai arvonmuodostuksen kannalta ei ole enää kriittinen, sillä ¼-osaa yhtiön tuloksesta ja valtaosa arvosta syntyy digitaalisista liiketoiminnoista. Lievän tulokasvun ja vahvan osinkovirran, sekä kohtuullisten arvostuskertoimien valossa näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa.

Digitaaliset liiketoiminnot arvonmuodostuksen pääajuri - perinteiset mediatoiminnot kehittyvät vakaasti

Alma Median liikevaihdosta noin 50 % ja tuloksesta noin 75 % muodostuu kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden ytimen muodostaa digitaalisia rekrytointipalveluita ja markkinapaikkoja kehittävä Alma Markets. Vastaavasti pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median liikevaihto jatkaa selvää laskua, mutta mediatoimintojen kannattavuus ja kassavirrat ovat tästä huolimatta vakaita. Alman digitaalisten liiketoimintojen vahva kasvu (CAGR 2008-2018 +15 %) on syntynyt historiallisesti pääasiassa rekry- ja digimainonnasta, mikä on nostanut yhtiön suhdanneherkkien tuottojen osuuden noin 50 %:iin liikevaihdosta. Alman tuotot ovat kuitenkin hajautuneet laajasti useille markkinoille ja liiketoimintamalleihin, yhtiöllä on vahva markkina-asema ydintoiminnoissaan, hyvä kannattavuus ja joustava kustannusrakenne, sekä vahva kassavirta ja tase, joten se etenee vahvassa kunnossa kohti vaisumpaa syklin vaihetta.

Tulokasvu vaimenee lähivuosina, mutta yhtiö tarjoaa vahvaa osinkovirtaa ja option yritysjärjestelyihin

Ennustamme vaimenevan taloussykin myötä lähivuosiksi aiempaa vaimeampaa, keskimäärin noin 4-6 %:n tulokasvua. Tulokasvun pääajurin, Markets-segmentin historiallisesti vahvaa ja erittäin kannattavaa kasvua vaimentaa taloussykin heikentyminen. Ennakoimme medialiiiketoimintojen liikevaihtoon lähivuosina lievää rakenteellista laskua, mutta vakaata kannattavuutta, sillä tulokasvusta vakauttaa digituottojen vahva kasvu ja toiminnan tehostuminen. Alma Median osingonmaksukyky on vahvan kassavirran ja velattoman taseen myötä erinomainen, ja odotamme yhtiön kasvattavan osinkoa keskimäärin noin 8 % lähivuosina. Vahva rahoitusasema ja kassavirta, sekä terveet liiketoiminnot mahdollistavat myös kasvun kiihdyttämisen ja omistaja-arvon luomisen yrityskauppojen kautta, mikä tarjoaa lisäksi kiinnostavan option osakkeeseen, sillä Alma Medialla on vahvoja näyttöjä omistaja-arvoa kasvattavista yritysjärjestelyistä.

Maltillinen arvostus ja hyvä tuotto-odotus puoltavat positiivista suositusta

Näkemyksemme mukaan osakkeen maltillinen arvostus, noin 10 %:iin nouseva odotettu kokonaistuotto (tulokasvu+osinko+arvonmuutos) ja selvästi nykykurssia korkeampi osien arvo (8,9 euroa) puoltavat yhä positiivista suositusta. Osakkeen arvostustaso (2019e EV/EBIT 9x, P/E 11x, osinkotuotto 6-7 %) on verrokkeihin ja historialliseen tasoon nähden hyvin maltillinen, ja huomioi jo mielestämme riittävällä painolla heikentyvän kasvuympäristön ja median rakennemurroksen luomat riskit tulokasvulle.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



6,70 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi: 5,82 EUR

Potentiaali: 15 %

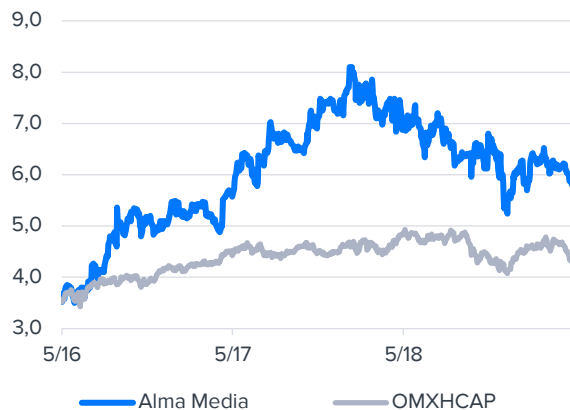
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	355	346	348	352
kasvu-%	-3 %	-2 %	1 %	1 %
EBIT oik.	57,3	61,4	60,4	63,5
EBIT-% oik.	16,2 %	17,7 %	17,3 %	18,0 %
Nettotulos	41,7	40,9	40,8	43,1
EPS (oik.)	0,46	0,52	0,52	0,55

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

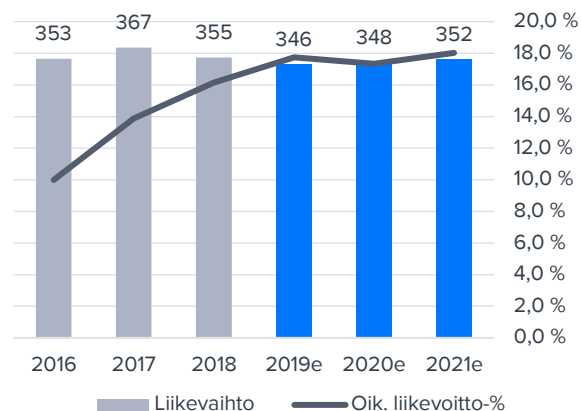
Lähde: Inderes

Osakekurssi



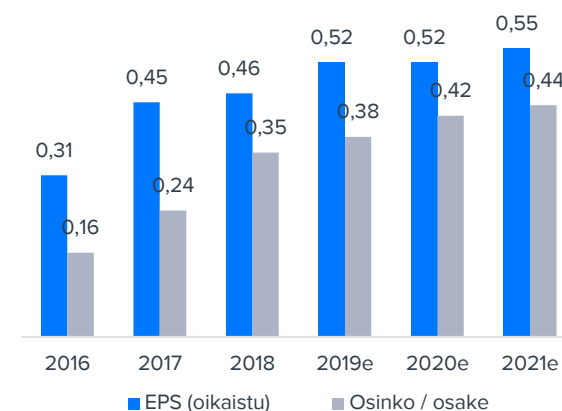
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen vahva ja kannattava kasvu
- Vahva markkina-asema
- Vakaa kannattavuuskehitys ja kassavirta mediatoiminoissa
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

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



Arvostus

- Tulokasvunäkymä lievästi positiivinen
- Vahva operatiivinen kassavirta ja tase mahdollistaa korkean ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet maltilliset
- Osien summa ja DCF indikoivat selvästi korkeampaa arvostustasoa

MCAP

478

MEUR

EV

580

MEUR

EV/EBIT

9,4

2019e

P/E (oik.)

11,1

2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - media	13-16
Alma Consumer	17-19
Alma Talent	20-22
Toimialakatsaus – Markets	23
Alma Markets	24-26
Taloudellinen tilanne	27-28
Ennusteet	29-30
Sijoitusprofiili	31-32
Arvonmääritys	33-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Alma Media lyhyesti

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

355 MEUR (-3 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

16,2 % (13,9 %)

Oikaistu liikevoitto-%, 2018 (2017)

+17 % 2010-2018

Digitaalisen liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

48 %

Digitaalisen liiketoiminnan osuus liikevaihdesta, 2018

52 %

Syklisten tuottojen osuus liikevaihdesta, 2018

2010-2012

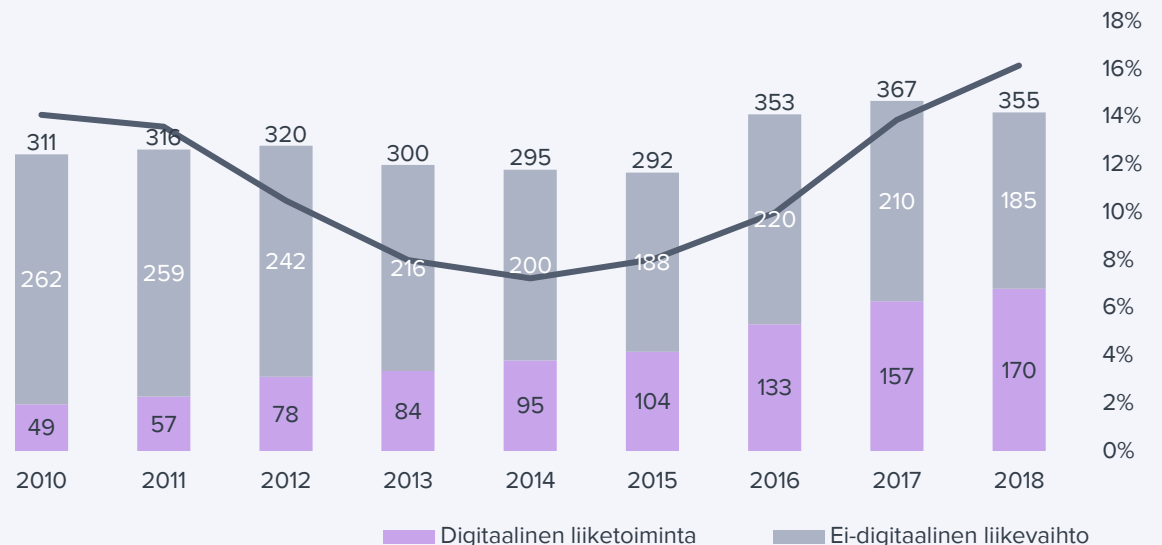
- Painetun median rakennemuutos alkaa kiihtymään ja rasittaa kannattavuutta
- Digitaalisen mainonnan liikevaihto kasvaa voimakkaasti markkinan kasvun ja yritystojen vedolla
- Laajentuminen itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaalien markkina-alueille ja Tšekissä. Samalla yhtiö myi kansainvälisen ajoneuvojen markkinapaikka-liiketoiminnan
- Investointi uuteen painotaloon

2013-2015

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

2016-2018

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



Alma Median liiketoimintamalli 1/3

Mediabrändejä ja digitaalisia palveluita

Alma Media on media- ja palveluyhtiö, jonka tunnettuja brändejä ovat talouslehdet Kauppalehti, Talouselämä, ja Affärsvärlden, sanomalehdet Iltalehti ja Aamulehti, sekä digitaaliset palvelut Etuovi.com, Monster, Prace.cz, Profesia ja Jobs.cz. Yhteensä yhtiöllä on portfolioissa useita kymmeniä tunnettuja median ja digitaalisten palveluiden brändiä.

Konsernin liikevaihto oli vuonna 2018 355 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 57 MEUR, 16,2 % liikevaihdosta.

Alma Medialla on johtava asema Suomen talous- ja ammattilaismediassa, iltapäivälehdissä sekä alueellisissa sanomalehdissä. Digitaalisissa rekrytointipalveluissa yhtiö on markkinajohtaja Tšekissä, Suomessa, Slovakiassa, Baltian maissa, Kroatiaassa ja Serbiassa. Lisäksi yhtiöllä on liiketoimintaa Ruotsissa ja 4 muussa itäisen Keski-Euroopan maassa.

Maantieteellisesti konsernin liiketoiminnasta syntyy n. 75 % Suomesta, noin 12 % Tšekistä, 5 % Ruotsista, 3 % Slovakiasta, 3 % Baltian maista ja loput 2 % muista itäisen Keski-Euroopan maista. Liikevoiton osalta maantieteellinen jakauma on painottunut vahvemmin kansainvälisiin liiketoimintoihin, sillä ne koostuvat pääosin erittäin kannattavasti digitaalisista liiketoiminnoista. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus Alma Median liikevoitosta oli 59 % vuonna 2018.

Liiketoiminta rakentuu kolmesta segmentistä

Alma Median liikevoitoltaan merkittävin liiketoiminto on **Alma Markets** -segmentti. Segmentin päätulovirtoja ovat ilmoitus- ja

mainostuotot, jotka syntyvät rekrytointin, auto- ja kiinteistökaupan luokitellun ilmoittelun verkkopalveluista, sekä niihin liittyvistä myynnin, johtamisen ja asiakkuuksien hallintajärjestelmistä. Markets muodosti vuonna 2018: 27 % konsernin liikevaihdosta, 54 % operatiivisesta liikevoitosta ja 57 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Median liikevoitolla mitattuna toiseksi suurin segmentti **Alma Talent** julkaisee noin 20 ammatti- ja talouslehteä sekä kirjoja, sekä niihin liittyviä verkkopalveluita. Kustannusliiketoiminnan päätulovirtoja ovat tilaus- ja ilmoitustuotot. Lisäksi segmentti tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille palveluja, kuten tapahtumia, koulutusta, tietopalveluja. Talent muodosti vuonna 2018: noin 30 % konsernin liikevaihdosta, 24 % operatiivisesta liikevoitosta ja 23 % digitaalisesta liikevaihdosta.

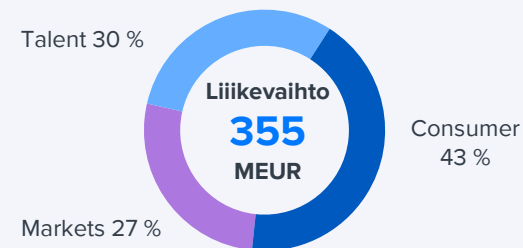
Liikevaihdoltaan Alma Median suurimpaan segmenttiin, **Alma Consumeriin** kuuluvat valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle -sisällöt sekä alueellisten lehtien Aamulehden ja Satakunnan Kansan ja useiden paikallis- ja kaupunkilehtien kustannustoiminta sekä printissä että verkossa. Lisäksi segmenttiin kuuluvat verkkopalvelut Telkku.com, Kotikokki.net ja E-kontakti.fi. Myös konsernin paino- ja jakeluyksikkö Alma Manu sisältyy segmenttiin. Segmentin päätulovirtoja ovat kustannusliiketoiminnan tilaus- ja ilmoitustuotot, ja lisäksi palveluista syntyy noin 14 % tuotoista. Consumer muodosti vuonna 2018: noin 43 % konsernin liikevaihdosta, 22 % operatiivisesta liikevoitosta ja 21 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Median liiketoimintarakenne, 2018

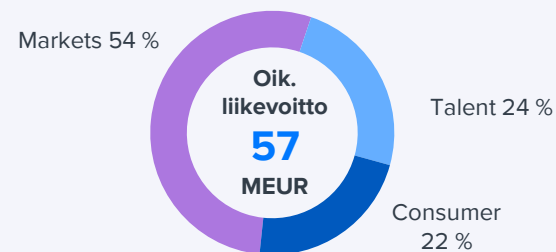
Alma Media -konserni		
Liikevaihto 355 MEUR, EBIT (oik.) 57 MEUR		
Markets	Talent	Consumer
Lv. 96 MEUR EBIT* 34 MEUR EBIT-% 35,7 %	Lv. 109 MEUR EBIT* 16 MEUR EBIT-% 14,2 %	Lv. 152 MEUR EBIT* 14 MEUR EBIT-% 9,5 %
• Rekrytointi-portaalit • Digitaaliset markkinapaikat • Digitaaliset palvelut	• Talous- ja ammattilais-lehdet • Verkkomedia • Tapahtumat ja muut palvelut	• Alueelliset sanomalehdet • Valtakunnallinen iltapäivälehti • Verkkomediat ja digipalvelut • Painaminen ja jakelu

* Oikaistu/operatiivinen liikevoitto

Liikevaihdon jakauma, 2018



Liikevoiton jakauma, 2018



Alma Median liiketoimintamalli 2/3

Puolet tuotoista digitaalisia

Alma Median liiketoimintamalli voidaan jakaa tuottotyypeittäin ensin 2 pääkomponenttiin, digitaaliseen ja ei-digitaaliseen liikevaihtoon, jotka eroavat toisistaan tuottojen kasvunäkymän ja kannattavuuden osalta. Viime vuosien rakennemuutosten myötä ja voimakkaan orgaanisen kasvun kautta digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median liikevaihdosta nousi vuonna 2018 jo 48 %:iin ja oikaistusta liikevoitosta noin 75 %:iin. Painetun median osuus liikevaihdosta oli noin 40 % ja palveluiden 10 %.

Lisäksi liiketoimintatrendien, tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja syklisyyden näkökulmasta tuotot voidaan jakaa 4 osaan.

1. Median sisältötuotot (2018: n. 32 % liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja talouslehtien (esim. Aamulehti, Iltalehti ja Kauppalehti) sekä niiden verkkopalveluiden (esim. KL.fi) tilaus- ja irtolomakemyyntituotoista. Digitaalisten tuottojen osuus sisältötuotoista on noin 15 % ja vastaavasti painettujen tilaustuottojen noin 85 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus sisältötuotoista on noin 42 % (digistä 66 %) ja Consumerin noin 58 %. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat Consumerilla kuluttaja-asiakkaat ja Talentilla yritykset, järjestöt ja kuluttajat. Sisältötuottojen syklisyys on arviomme mukaan matala ja ne koostuvat pääosin hyvin ennustettavista ja toistuvista tuotoista.

2. Median mainostuotot (2018: n. 28 % liikevaihdosta, ilman Markets) koostuvat sanoma- ja talouslehistä, sekä niihin liittyvistä verkkopalveluista syntyvistä mainos- ja

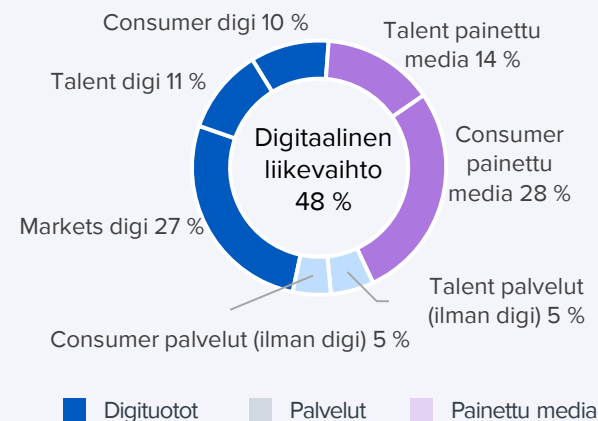
ilmoitustuotoista. Painetun median osuus mainostuotoista on 52 % ja digin 48 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus median mainostuotoista on noin 34 % (digistä 39 %) ja Consumerin noin 66 %. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

3. Marketsin tuotot (2018: n. 27 % lv:sta) koostuvat kokonaan Markets-segmentin rekrytointiportaalien, digitaalisten markkinapaikkojen ja niihin liittyvien palveluiden tuotoista. Rekrytoinnin osuus Marketsin liikevaihdosta on noin 75 % ja Suomeen keskittyneiden markkinapaikkojen 25 %. Marketsin tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset.

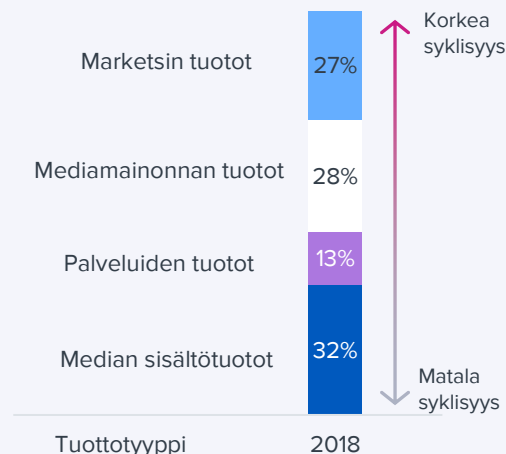
Marketsin tuotot ovat luonteeltaan syklisiä, sillä ne ovat sidoksissa työllisten määrän muutoksiin ja kestokulutus-hyödykkeiden kuten asuntojen ja autojen kysyntään.

4. Palveluiden tuotot (2018: n. 13 % lv:sta, ilman Marketsin palveluliikevaihtoa), koostuvat pääosin Talentin tapahtuma-, koulutus- sekä tieto- ja markkinointipalveluista sekä Consumerin paino- ja lehtijakelutoimintojen tuotoista. Segmenteittäin Talentin osuus palveluiden tuotoista on noin 60 % ja Consumerin noin 40 %. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset. Näkemyksemme mukaan Talentin palvelutuotot ovat luonteeltaan hieman syklisiä, mutta Consumerin palvelutuottojen syklisyys on maltillinen.

Alma Median tuottojen jakauma segmenteittäin ja tyypeittäin, 2018



Alma Median tuottojen jakauma arvioidun syklisyyden mukaan, 2018



Alma Median liiketoimintamalli 3/3

Liiketoiminnan tuotoilla erilaiset kasvutrendit

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

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

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisten mediasisältöjen ja mainonnan sekä digitaalisten palveluiden kysynnän rakenteellinen kasvu. Alma Median digitaaliset tuotot ovat kasvaneet viime vuosina noin 18 %:n vauhtia, mistä osa on syntynyt yritysostoista. Arvioimme mukaan digitaalisten sisältötuottojen kasvu on keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 %:n tasolla ja digitaalisen mediamainonnan noin 5 %:n tasolla. Marketsin digitaalisten tuottojen odotamme kasvavan noin 5-10 % vuodessa pitkällä aikavälillä.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös palveluiden liikevaihdon kasvuun. Odotamme Alman digitaalisten palveluiden kasvavan keskipitkällä aikavälillä vahvaa, noin 10 %:n

vauhtia, mutta painettuun mediaan liitännäisten palveluiden kasvun olevan hieman negatiivista.

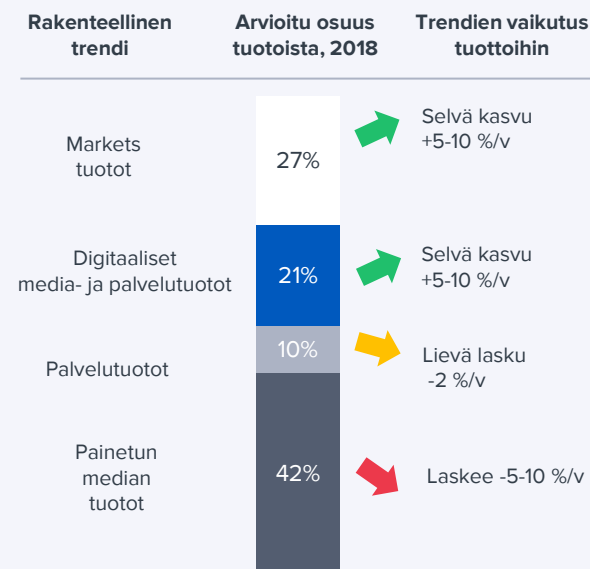
Syklistä liiketoimintaa tasoittaa vahva markkina-asema, kassavirta sekä ennustettavuus

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

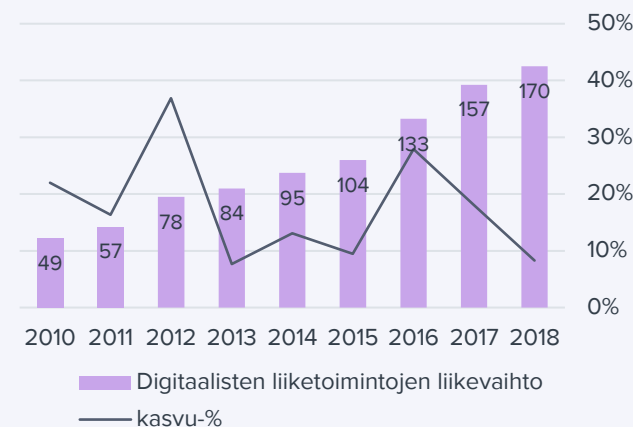
Liiketoiminnan riskiprofiilia tasoittaa puolestaan näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa markkina-asema Suomen mediamarkkinalla, vakaasti kehittyvät sisältötuotot, sekä erittäin vahva aseman itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaaleissa. Vaikka yhtiön medialiiiketoimintojen kulurakenne on melko kiinteä ja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

Yhtiö rahoitustilanne on myös erinomainen, sillä yhtiön liiketoimintamalli ja kasvu ei sido käytännössä juurikaan pääomia ja investointitarpeet kohdistuvat lähinnä yritysostoihin. Liiketoiminnan kyky tuottaa kassavirtaa on siten vahva, minkä vuoksi yhtiön velkaisuus on matala ja yhtiö pystyy samanaikaisesti tarjoamaan vahvaa osinkovirtaa sekä investoimaan tarvittaessa merkittäviin yritysostoihin.

Liiketoimintatrendien arvioitu vaikutus Alma Median tuottoihin

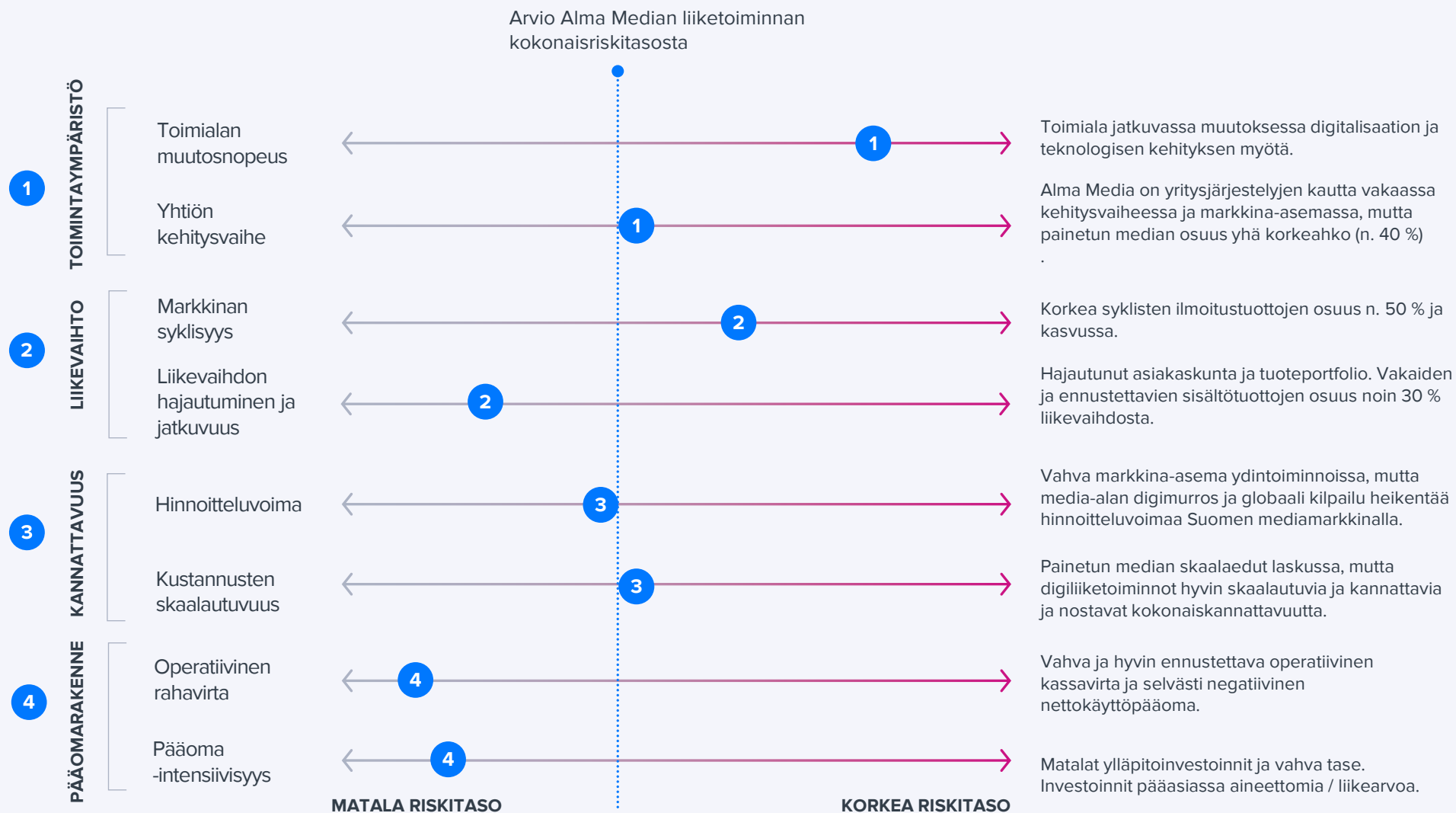


Alma Median digiliiketoiminnan liikevaihto ja kasvu-%



Lähde: Alma Media, Inderes

Alma Median liiketoimintamallin riskiprofiili



Alma Median strategia

Strategia rakentuu oletukselle toimintaympäristön jatkuvasta muutoksesta

Alma Median strategia rakentuu oletukselle toimintaympäristön jatkuvasta muutoksesta, jota ajaa: 1) Mediakulutuksen voimistuvat muutostrendit, kuten digitalisaatio, 2) teknologian ja datan roolin kasvaminen liiketoimintamalleissa, 3) sääntelymuutokset, kuten GDPR-asetus, 4) suhdanne- ja demografiset muutokset, 5) kilpailudynamiikan muutokset, kuten globaalin kilpailun kasvu ja kotimaisen mediamarkkinan polarisaatio. Markkina-alueittain Alma Media odottaa, että mediakulutuksen muutostrendi voimistuu ja kilpailu mainonnan investoinneista kiristyy Suomessa. Muissa Alman toimintamaissa markkinakehitys pysyy Suomea suotuisampana.

Strategia vuosille 2018-2020

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

Alma Media vastaa kuluttajien muuttuvaan mediankäyttöön ja rakentaa julkaisutoiminnan alueella toimivista brändeistään monikanavaisia mediaratkaisuja. Mediaaliiketoiminnassa jatketaan siirtymää painetusta digitaaliseen mediaan kehittämällä digitaalisia sisältöjä ja markkinointiratkaisuja asiakkaiden tarpeita kuunnellen sekä varmistaen medioiden arvostus alueidensa ja yhteisöjensä ykkösbrändeinä. Palveluliikevaihdon kasvattamiseksi Alma Media

lisää digitaalista tarjontaansa tuomalla markkinoille uusia tuotteita ja palveluja myös julkaisutoiminnan ulkopuolelta.

Vuosien 2018–2020 strategiajaksolle Alma Media on valinnut viisi erityisesti digitaalisen liiketoiminnan kasvattamiseen ja kehittämiseen tähtäävää liiketoimintoja yhdistävää strategista aloitetta. Aloitteiden toteuttamisessa hyödynnetään konsernin eri liiketoimintojen välistä yhteistyötä ja synergiaa. Strategiset aloitteet ovat: 1) keskitetty valtakunnallinen mediamyynti Alma Mediaratkaisut (AMR), 2) digitaaliseen sisältöliikevaihdon kasvuun tähtäävä eCom, 3) datan liiketoiminnallinen hyödyntäminen regulaatiovaatimukset huomioiden, 4) erikoissisältöihin ja palveluihin keskittyvät Alma-teemasisällöt ja -palvelut sekä 5) kävijäliikenteen kasvattaminen ja ohjaus.

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

Taloudelliset tavoitteet

Alma Media uudisti joulukuussa 2018 taloudellisia tavoitteitaan vastaamaan paremmin suhdannetilannetta, digitaalisen liiketoiminnan koon kasvua ja parantunutta kannattavuutta. Yhtiön uudistetut taloudelliset tavoitteet ovat:

Kasvu: Digitaalisen liiketoiminnan kasvu >12 %/vuosi (aik. yli 15 %).

Kannattavuus: Sijoitetun pääoman tuotto (ROI), yli 17 % vuositasolla (aik. yli 15 %).

Voitonjako: Osinko yli 50 % tuloksesta (ennallaan).

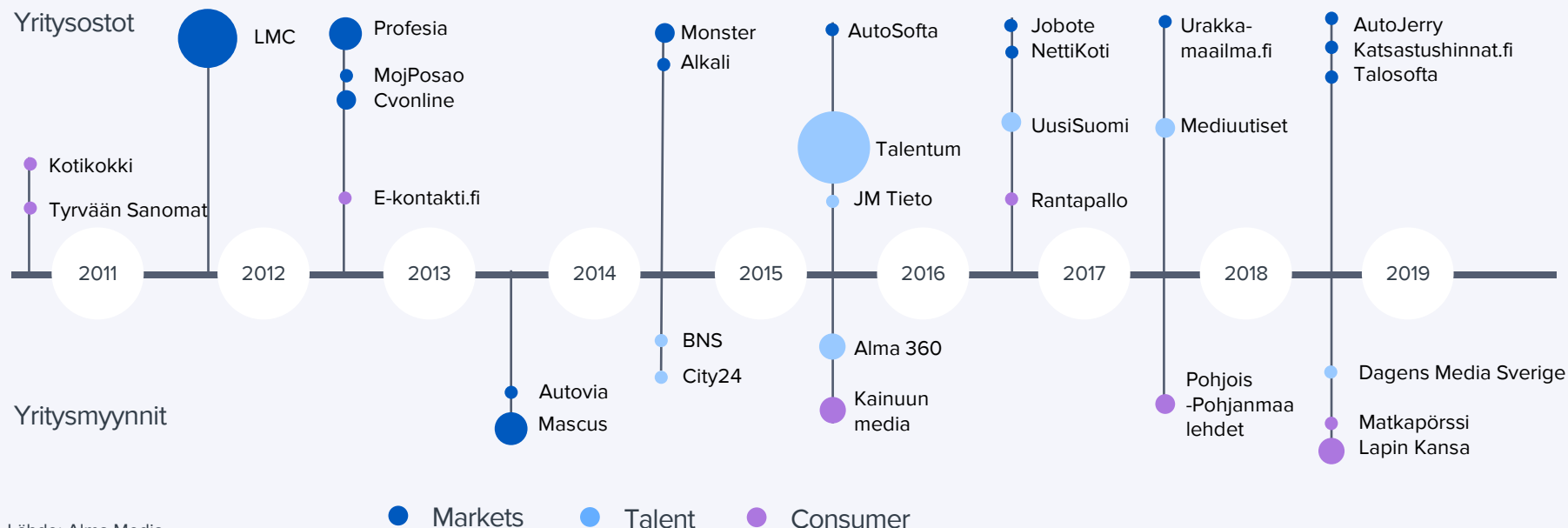
Vuonna 2017 yhtiö saavutti ensimmäistä kertaa

kaikki taloudelliset tavoitteet ja myös vuonna 2018 yhtiö ylitti tavoitteet digiliiketoiminnan kasvua lukuun ottamatta. Digitaalisen liiketoiminnan kasvu oli vuonna 2018 9 % (2017: 17 %), sijoitetun pääoman tuotto 22 % (2017: 18 %) ja osingonjakosuhde 69 % (2017: 62 %).

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 johtui tehostus-, integraatio- ja rakennejärjestelyjen myötä heikentyneestä kannattavuuskehityksestä vuosina 2012-2016 sekä yritysostojen ja painokoneinvestoinnin myötä selvästi kasvaneesta sijoitetusta pääomasta.

Pidämme Alma Median taloudellisia tavoitteita kasvun ja kannattavuuden osalta sekä sopivan haastavina että samanaikaisesti realistisina toteuttaa. Ne sopivat näkemyksemme mukaan hyvin yhtiön liiketoiminnan profiiliin, jossa digitaalisten palveluiden kasvunäkymät ovat hyvät, taantuva perinteinen media tuottaa vahvaa kassavirtaa ja pääomaa sitoutuu pääasiassa yritysostojen myötä syntyvään aineettomaan omaisuuteen. Digitaalisen liiketoiminnan kasvutavoite on kuitenkin muuttunut nykyisessä suhdannetilanteessa ja digiliiketoiminnan koon kasvaessa haastavaksi. Kasvutavoitteen toteuttaminen edellyttäneekin orgaanisen kasvun ohella yritysostojen kiihdyttämistä, mihin yhtiöllä on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomainen valmius ja track-record (2010-2018 yritysostojen ROI 12 % p.a.)

Alman yrityskaupat 2010-2018 ja segmenttien M&A-strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Markets

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus arvoketjun täydentämisessä ja laajentumisessa uusille markkinoille
- Pääasiassa pieniä ”täsmä”yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Partneroituminen ja konsolidaatio arviomme mukaan mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Mahdollinen yritysostokohde

Talent

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

Consumer

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yritysostojen kohdealueina erityisesti mediatoimintojen digitaalista kasvua tukevat pienehköt yritysostot
- Pidämme mahdollisena, että Consumer voi olla osana merkittävää Suomen mediakentän konsolidaatiota tulevaisuudessa

Alma Median strateginen kehitys



Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokusoituneempi ja kannattavampi
- Painetun median liikevaihto laski rakennejärjestelyjen ja markkinan myötä selvästi, mutta digiliiketoiminnan kasvu vakautti kokonaisliikevaihdon kehitystä
- Kannattavuus hyvällä tasolla kaikissa liiketoiminnoissa
- Yhtiön nettovelkaisuus laski merkittävästi ja yhtiö on käytännössä nettovelaton
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko per osake nousi 2015-2018 0,12 eurosta 0,35 euroon

Lähitulevaisuus 1-2v

- Liikevaihdon orgaaninen kehitys median rakennemuutoksista johtuen vaisua
- Digitaalisten liiketoimintojen kasvu hidastuu aiemmasta
- Uusien kasvujalkojen rakentaminen digimediassa ja palveluissa sekä median rakennemuutoksen hallinta
- Mahdolliset uudet kasvua kiihdyttävät yritysostot
- Kannattavuuden vakaa kehitys
- Kassavirta ja osingonmaksukyky vahvoja

Seuraavat 5 vuotta

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

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Viive vuosina Suomen mainosmarkkinalla painetun median mainonta on laskenut voimakkaasti ja digimainonnan määrä on kasvanut. Suomen mainosmarkkinan kasvu on jäänyt selvästi jälkeen BKT:n kehityksestä.

Suomen mainosmarkkinan yleistä talouskehitystä heikompaa kokonaiskehitystä selittää erityisesti painetun median mainonnan korkea osuus, jota digitaalisen mainonnan kasvu ei ole riittänyt paikkaamaan. Toisaalta mainonnan kokonaismäärää 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 media-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



Digitalisaatio

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



Suhdannekehitys

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



Teknologinen kehitys

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



Sääntely ja kulttuuri

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

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus - media 2/2

Odotamme mainosmarkkinan trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena lievästi negatiivista Suomessa

TNS Kantarin ja IAB:n mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuodet keskimäärin noin 5-10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan samantasoisena myös keskipitkällä aikavälillä.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arviomme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2018. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyyntin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen matala, on suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Alma Talent on onnistunut kasvattamaan viime vuosina voimakkaasti mm. Kauppalehden digitilausten määrää, ja digitaalisen sisältömyynnin kasvu kompensoi jo pitkälti Talent-segmentissä painetun sisältömyynnin laskua. Digitaalisten tilaajien määrä on Alma Talentissa ylittänyt 70000.

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

Painetun median sisältötuottojen kysyntä näyttää jatkavan tasaista laskua, ja painettujen lehtien tilaajien keski-ikä on noussut jo 50-60-vuoteen. Arvioimme, että painetun lehden tilaustuottojen määrä tulee puolittumaan seuraavan kymmenen vuoden kuluessa. Lisäksi kesällä 2019 voimaan astuva digijulkaisujen alv-kannan alentuminen samalle tasolle painetun median kanssa (10 %) voi kiihdyttää siirtymää painetusta mediasta digiin.

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

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaan voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnon liikevoitto-% liikkuu karkeasti 15-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-20 %:n haarukassa.

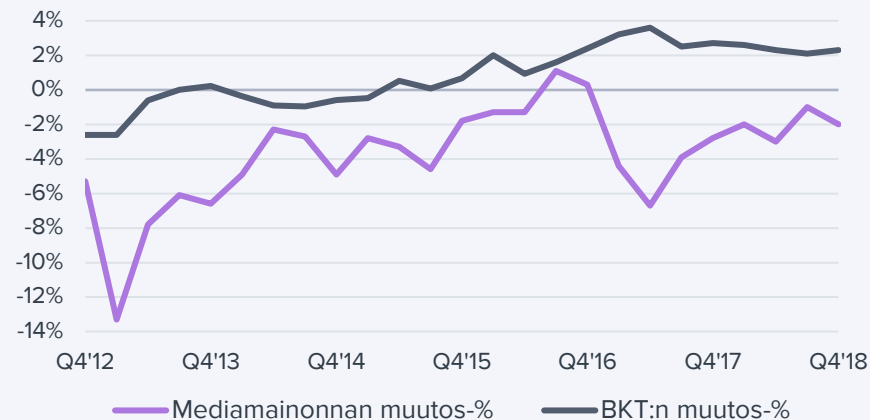
Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

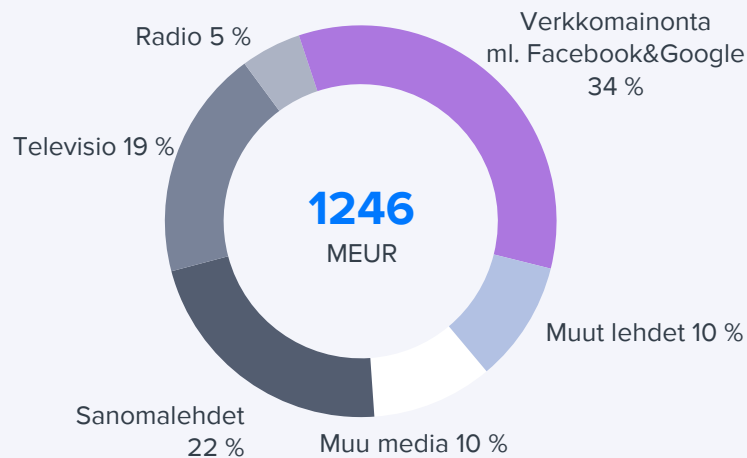
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailluna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina- 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 mediatyhtiöillä ei ole tarjota.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT

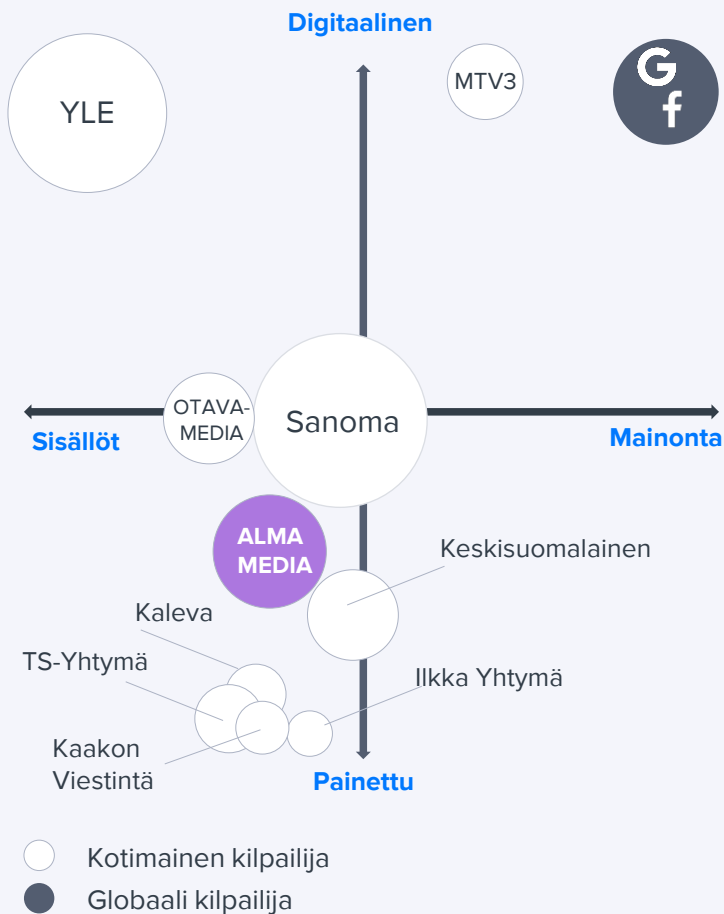


Suomen mediamainonnan jakauma, 2018



Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes

Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Alma Consumer 1/3

Alma Median liikevaihdoltaan suurin segmentti

Consumer on liikevaihdolla mitattuna Alma Median suurin segmentti (2018: 152 MEUR / 43 % Alma Median liikevaihdosta), mutta oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin pienin segmentti (2018: EBIT-% 9,5 %, oik. EBIT 14,4 MEUR / 22 % konsernin oik. liikevoitosta). Segmentin liikevaihto muodostuu 100 %:sti Suomesta.

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa mediayksiköt (alueelliset uutismediat Aamulehti ja Satakunnan Kansa, sekä valtakunnallinen uutismedia Iltalehti). Nämä liiketoiminnot muodostavat yhteensä noin 85 % Consumerin liikevaihdosta. Lisäksi segmentin liiketoimintaan kuuluu mm. paino- ja lehtijakelu- palveluliiketoimintoja sekä digitaalisia palveluita, jotka muodostavat loput noin 15 % liikevaihdosta.

Consumerin liiketoiminnot muodostavat arviomme mukaan liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurimman, sekä palvelujen käyttäjä- ja tilaajamäärillä mitattuna Suomen 2. suurimman kaupallisen mediayhtiön Sanoma Media Finlandin jälkeen. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,25 mrd. euroa) suhteutettuna Consumerin markkinaosuus on noin 5 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,41 mrd.) noin 6 %.

Painetun median painoarvo tuotoista suuri

Consumerin liiketoimintamalli on nykyisellään yhdistelmä perinteistä tilauspohjaista printtimediaa ja pitkälle digitaaliseen liiketoimintamalliin nojaavaa, pitkälti mainosrahoitteista verkkomediaa. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin

kehitykseen on edelleen merkittävä, sillä painetun mediaan liitännäisten tuottojen osuus Consumer liikevaihdosta oli noin 76 % vuonna 2018 (2017: 79 %) ja digitaalisen liiketoiminnan noin 24 %.

Sisältötuottojen (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 44 % (2017: 41 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Arviomme mukaan toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä noin 75 % ja irtolukemysmyynnin noin 25 %. Sisältötuotoista noin 90 % syntyy painettujen sanomalehtien sisältötuotoista ja noin 10 % uutismedioiden digitaalisten tilausten tuotoista.

Mainostuottojen osuus Consumerin liikevaihdosta on Suomen painetun mediamainonnan pitkään jatkuneesta laskutrendistä johtuen laskenut asteittain, muodostaen vuonna 2018 noin 42 % segmentin liikevaihdosta (2017: 43 %). Segmentin mainostuotoista noin 59 % koostuu voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta ja noin 41 % kasvavasta verkkomainonnasta.

Palvelutuotot muodostivat vuonna 2018 segmentin liikevaihdosta noin 14 % (2017: 12 %). Arvioimme, että tästä noin 80 % oli konsernin ulkopuolisia jakelu- ja painopalveluita ja noin 20 % digitaalisia palveluita, kuten Kotikokki, Telkku, e-Kontakti.

Consumer lyhyesti, 2018

152 MEUR (2017: 172 MEUR)

Liikevaihto 2018

9,5 % (2017: 9,7 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

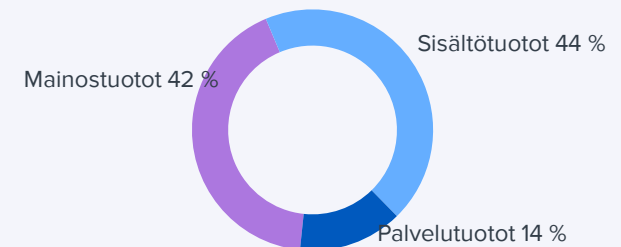
76 % / 24 %

Painetun liiketoiminnan / digitaalisten tuottojen osuus

#2 tai #3 markkina-asema

Uutismedia, iltapäivälehdet

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2018



Alma Consumer 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Arviomme mukaan Consumerin kasvunäkymät ovat lähivuosille vaisut ja kaksijakoiset. Noin 75 % segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaa ja lisäksi noin 10 % tuotoista muodostavien paino- ja jakeluliiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vaisut. Toisaalta noin 25 % segmentin tuotoista muodostavien digitaalisen mainonnan ja palveluiden kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät, mikä kompensoi osittain painetun median laskua.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa tämän hetkisessä hidastuvan kasvun talousympäristössä, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Odotamme digitaalisen liiketoiminnan tuottojen kasvavan yhteensä noin 5-10 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu jää lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi negatiiviseksi (noin -3 %). Lisäksi vuoden 2018 yritysmyynnit vaikuttavat vielä negatiivisesti liikevaihtoon vuonna 2019.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä myyntimixin parantumisen ja tehostustoimien myötä nousua vuodelle 2019, mutta sen jälkeen odotamme kannattavuuteen loivaa laskua. Kannattavuuteen vaikuttaa negatiivisesti painetun mediamainonnan lasku ja kustannusinflaatio, joita yhtiö ei pysty ennusteemme mukaan lähivuosina täysin kompensoimaan paremmin kannattavien digitaalisten liiketoimintojen kasvulla. Odotamme yhtiö kuitenkin saavuttavan edelleen hyötyjä

toiminnan tehostamisesta. Näiden vaikutus on kuitenkin pienentymässä.

Ennusteet

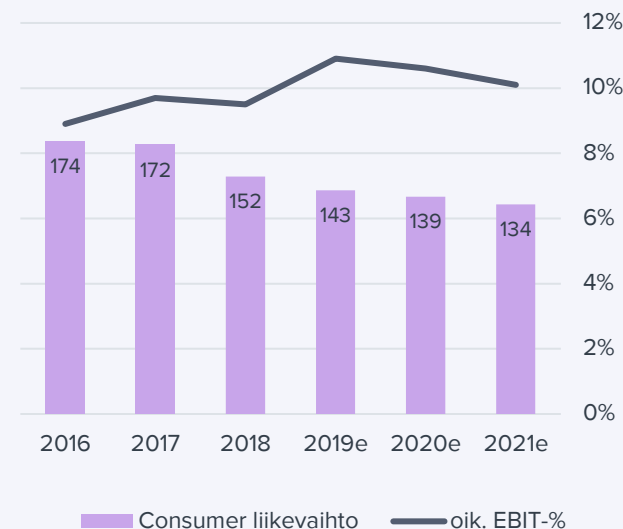
Lähdemme ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu hidastuu 2019-2020 noin 1-2 %:iin, mikä yhdessä median rakenteellisten muutosten kanssa heikentää markkinan kasvua. Ennustamme Consumerin liikevaihdon laskevan yritysmyyntien ja painetun median laskun myötä 143 MEUR:oon vuonna 2019 (-6 % v/v). Vuosina 2020-2021 ennustamme liikevaihdon laskevan keskimäärin noin 3 %:n vuodessa. Pitkän aikavälin ennusteperiodilla (2022-2025) ennustamme keskimäärin noin 6 %:n laskua vuodessa.

Ennustamme vuoden 2019 oikaistun liikevoiton laskevan noin 7 % 15,5 MEUR:oon (2018: 14,4 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n 10,9 %:iin (2018: 9,5 %). Raportoitu liikevoitto laskee kuitenkin selvästi (2019e -19 %), sillä odotamme noin -1,0 MEUR kertaeriä vuoden 2019 tulokseen (2018: +3,5 MEUR)

Vuosille 2020 ja 2021 ennustamme tällä hetkellä lievästi laskevaa liikevoittoa ja suhteellista kannattavuutta. Pitkällä aikavälillä ennustamme liikevoittoon painetun median tuottojen laskun vuoksi konservatiivisesti keskimäärin noin 10 %:n laskua ja oikaistun liikevoitto-%:n odotamme laskevan asteittain 8 %:iin.

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

Consumer liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	172	152	143	139	134
Käyttökate oik.	20,7	18,3	20,3	19,5	18,4
Liikevoitto oik.	16,8	14,4	15,5	14,7	13,6
Liikevoitto	14,4	17,9	14,5	13,7	12,6
Kertaluonteiset erät	-2,4	3,5	-1,0	-1,0	-1,0
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-12 %	-6 %	-3 %	-3 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	9 %	-14 %	7 %	-5 %	-8 %
Oik. käyttökate-%	12,1%	12,1%	14,2 %	14,1 %	13,7 %
Oik. liikevoitto-%	9,8 %	9,5 %	10,9 %	10,6 %	10,1 %
Liikevoitto-%	8,4 %	11,8 %	10,2 %	9,9 %	9,3 %

Lähde: Inderes.

2016 liikevaihto arvioitu vanhan segmenttijaon perusteella

Alma Consumer 3/3

Consumer arvostus

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

Olemme identifioineet Consumer -segmentille kaikkiaan 18 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Consumerin kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä.

Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit heijastelevat kohtuullisen hyvin Consumerin liiketoimintamallia ja mediatoimialan yleisiä kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2019-2020 keskimääräisiä EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Consumerin vuosien 2019-2020 keskimääräiselle liikevoitolle.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin huomattavasti Consumeria suurempia ja listattuja yhtiöitä, ja monen verrokin digitaalisten liiketoimintojen osuus on Consumeria korkeampi, sovellamme Consumerin arvostustason laskelmassa 20 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat noin 13x tasolla, mediaanin ollessa keskimäärin noin 11,5x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme (kesk. 2019-2020e 14,1 MEUR MEUR) laskettuna saamme Consumerin yritysarvoksi (EV) 147 MEUR.

Verrokkien kautta Consumerille laskemamme hyväksyttävä arvostustaso on säilynyt suunnilleen

samalla tasolla edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2018 arvio: 142 MEUR, laskien yhteen silloisten Regions ja News&Life –segmenttien arvostukset).

Alma Consumer verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT 19e	EV/EBIT 20e	EV/S 19e	EV/S 20e
Agora SA	127	20,8	14,2	0,5	0,5
Future PLC	961	20,9	18,2	4,6	4,2
DMGT PLC	1323	8,6	8,3	0,8	0,8
Gannett Co Inc	1066	9,6	10,5	0,4	0,5
GEDI Gruppo Editoriale SpA	282	10,5	10,7	0,5	0,5
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Sociais SA	210	12,9	12,3	1,2	1,2
Lagardere SCA	4460	10,7	10,4	0,6	0,6
Meredith Corp	5440	13,2	10,1	2,0	2,0
Arnoldo Mondadori Editore SpA	575	9,2	8,5	0,7	0,7
New York Times Co	4794	27,3	25,0	2,9	2,8
Rizzoli Corriere della Sera	716	6,1	5,9	0,8	0,8
Mediagroup SpA	1934	10,5	10,8	1,5	1,5
Sanoma Oyj	1314	11,7	12,1	1,4	1,4
Tamedia AG	2109	12,6	10,3	1,6	1,6
Promotora de Informaciones SA	290	7,2	6,0	0,3	0,3
Tribune Publishing Co	292	11,8	10,6	0,8	0,8
Vocento SA	6904	14,3	12,9	2,1	2,1
Axel Springer SE	5410	17,3	13,8	2,7	2,5
Schibsted ASA	2123	13,8	12,2	1,6	1,5
Keskiarvo	2123	13,8	12,2	1,6	1,5
Mediaani		12,2	10,8	1,3	1,3

Alma Consumer arvonmäärittäminen

Muuttuja	Arvo
EBIT 2019e	14,5
EBIT 2020e	13,7
EBIT-ennuste keskimäärin	14,1
Verrokki EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	13,0
Alennus verrokkiryhmän kertoimiin	-20 %
Yritysarvo (EV)	147

Alma Talent 1/3

Vakaa tuloksentekijä

Talent on liikevaihdolla mitattuna Alma Median 2. suurin segmentti (2018: 109 MEUR / 31 % Alma Median liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna samoin konsernin 2. suurin segmentti (2018: oik. EBIT-% 14,2 %, oik. EBIT 15,5 MEUR / 24 % konsernin oik. liikevoitosta). Segmentin liikevaihdosta muodostuu noin 85 % Suomesta ja loput noin 15 % Ruotsista.

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

Talent on liikevaihdolla sekä palvelujen käyttäjä- ja tilaajamäärillä mitattuna Suomen suurin talous- ja ammattilaisjulkaisumedia. Ruotsissa yhtiön markkina-asema on pieni, lukuun ottamatta tekniikanalan ammattijulkaisuja ja talousuutisia. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaan (noin 1,25 mrd. euroa) suhteutettuna Talentin markkinaosuus on noin 3 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,41 mrd.) noin 4 %.

Painetun median painoarvo kokonaistuotoista edelleen suuri

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

koko Suomen talous- ja ammattilaismediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfoliosta sekä useista eri tyyppisistä palveluliiketoiminnoista. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on kuitenkin merkittävä, sillä painetun median tuottojen osuus Talentin liikevaihdosta oli noin 64 % vuonna 2018 (2017: 66 %) ja digitaalisen liikevaihdon noin 36 %.

Sisältötuottojen (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 44 % (2017: 43 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Karkean arviomme mukaan toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä noin 80 % ja kertatilausten noin 20 %. Kertatilaukset koostuvat lähinnä kirjamyynnistä ja talouslehtien irtolumeromyyntistä. Sisältötuotoista noin 76 % syntyy painettujen lehtien ja kirjojen sisältötuotoista ja noin 24 % digitaalisten tilausten tuotoista.

Mainostuottojen osuus oli vuonna 2018 noin 31 % segmentin liikevaihdosta (2017: 31 %). Segmentin mainostuotoista noin 42 % koostuu voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta ja noin 58 % kasvavasta verkkomainonnasta.

Palvelutuotot muodostivat vuonna 2018 segmentin liikevaihdosta noin 25 % (2017: 26 %). Arvioimme, että tästä noin 40 % syntyi suoramarkkinointipalveluista, noin 20 % tapahtuma- ja koulutuspalveluista, sekä loput noin 40 % digitaalisia palveluista, kuten toimitilamarkkinapaikka objectvision.se, Kauppalehti toimitilat, ja Alma Talent Tietopalveluista.

Talent lyhyesti, 2018

109 MEUR (2017: 113 MEUR)

Liikevaihto 2018

14,2 % (2017: 12,9 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

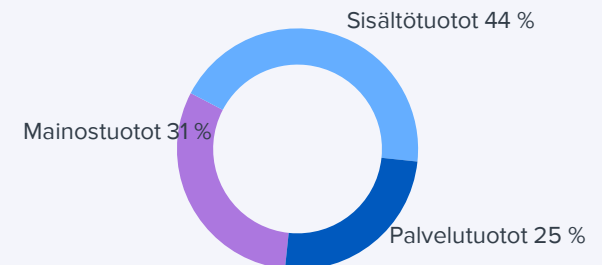
64 % / 36 %

Painetun liiketoiminnan / digitaalisten tuottojen osuus

#1 markkina-asema

Talous- ja ammattilaismedia Suomi

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2018



Alma Talent 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Talent käy liiketoiminnassaan läpi vahvaa sisältötuottojen digitalisaatiota, mikä heikentää yhdessä heikosti kehittyvän painetun mediamainonnan kanssa segmentin kokonaisliikevaihdon kehitystä. Erityisesti Ruotsin liiketoiminta on vielä hyvin riippuvaista painetun median sisältömyynnistä, mutta myös Suomessa vasta noin ¼-osaa sisältötuotoista on digitaalisia. Palveluissa segmentin kasvunäkymä on arviomme mukaan lievästi positiivinen.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee laskemaan noin 5 % vuodessa tämän hetkisessä hidastuvan kasvun talousympäristössä, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Odotamme digitaalisen liiketoiminnan tuottojen kasvavan yhteensä noin 5-7 % vuodessa ja palveluiden noin 3 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu nousee lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi positiiviseksi (noin +0,5 %/v). Lisäksi vuoden 2018 yritysmyynnit vaikuttavat vielä negatiivisesti liikevaihtoon vuonna 2019.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä myyntimixin asteittaisen parantumisen (digin osuus liikevaihdosta kasvaa) ja tehokkuuden parantumisen myötä lievää nousua vuodelle 2019, ja sen jälkeen suhteellisen vakaata kehitystä. Vuonna 2021 segmentin poistojen tulisi pienentyä Talentum-yritysoston poistojen päättymisen myötä merkittävästi, mikä nostaa liikevoittotasolla segmentin kannattavuutta reilun 1%-yksikön verran.

Ennusteet

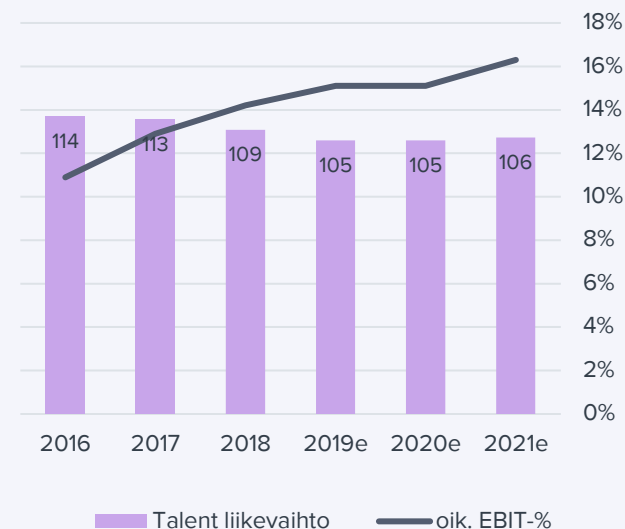
Lähdemme Talentin ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu hidastuu 2019-2020 noin 1-2 %:iin, mikä yhdessä median rakenteellisten muutosten kanssa heikentää markkinan kasvua. Ennustamme Talentin liikevaihdon laskevan yritysmyyntien ja painetun median laskun myötä 105 MEUR:oon vuonna 2019 (-4 % v/v). Vuosina 2020-2021 ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin hieman alle 1 %:n vuodessa. Myös pitkän aikavälin ennusteperiodilla (2022-2025) ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan painetun median taantumisesta johtuen vaisua.

Ennustamme vuoden 2019 oikaistun liikevoiton laskevan noin 2 % 15,8 MEUR:oon (2018: 15,5 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n 15,1 %:iin (2018: 14,2 %).

Vuosille 2020 ja 2021 ennustamme tällä hetkellä vakaata liikevoittoa ja suhteellista kannattavuutta. Pitkällä aikavälillä ennustamme liikevoittoon painetun median tuottojen laskun ja tehostamiskulujen vuoksi konservatiivisesti keskimäärin noin 2 %:n laskua ja oikaistun liikevoitto-%:n odotamme laskevan asteittain noin 15,7 %:iin vuoden 2021 16,3 %:n huipputasolta (2021 liikevoittoa nostaa poistojen lasku).

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

Talent liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	113	109	105	105	106
Käyttökate oik.	18,9	19,4	21,0	21,1	20,4
Liikevoitto oik.	14,6	15,5	15,8	15,9	17,2
Liikevoitto	15,2	15,1	14,8	14,9	16,2
Kertaluonteiset erät	0,6	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-4 %	-4 %	1 %	0 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	18 %	6 %	2 %	1 %	8 %
Oik. käyttökate-%	16,6 %	17,8 %	20,1 %	20,0 %	19,3 %
Oik. liikevoitto-%	12,9 %	14,2 %	15,1 %	15,1 %	16,3 %
Liikevoitto-%	13,4 %	13,9 %	14,1 %	14,1 %	15,4 %

Lähde: Inderes

Alma Talent 3/3

Talent arvostus

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

Olemme identifioineet Talent -segmentille kaikkiaan 18 verrokkiyhtiötä, jotka ovat samat kuin edellä Consumer-segmentille käytetyt verrokkit. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Talentin kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit heijastelevat kohtuullisen hyvin Talentin liiketoimintamallia ja mediatoimialan yleisiä kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2019-2020 keskimääräisiä EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Talentin vuosien 2019-2020 keskimääräiselle liikevoitolle.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin huomattavasti Talentia suurempia ja listattuja yhtiöitä, sovellamme Talentin arvostustasoon laskelmassa 15 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat noin 13x tasolla, mediaanin ollessa keskimäärin noin 11,5x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla, 15 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme (kesk. 2019-2020e 14,9 MEUR MEUR) laskettuna saamme Talentin yritysarvoksi (EV) 164 MEUR.

Verrokkien kautta Talentille laskemamme hyväksyttävä arvostustaso on noussut noin 15 %

edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2018 arvio: 140 MEUR). Arvostuksen nousu johtuu pitkälti käyttämämme verrokkiryhmän arvostustason noususta.

Alma Talent verrokkiryhmä

Verrokkit Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		19e	20e	19e	20e
Agora SA	127	20,8	14,2	0,5	0,5
Future PLC	961	20,9	18,2	4,6	4,2
DMGT PLC	1323	8,6	8,3	0,8	0,8
Gannett Co Inc	1066	9,6	10,5	0,4	0,5
GEDi Gruppo Editoriale SpA	282	10,5	10,7	0,5	0,5
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Sociais SA	210	12,9	12,3	1,2	1,2
Lagardere SCA	4460	10,7	10,4	0,6	0,6
Meredith Corp	5440	13,2	10,1	2,0	2,0
Arnoldo Mondadori Editore SpA	575	9,2	8,5	0,7	0,7
New York Times Co	4794	27,3	25,0	2,9	2,8
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	716	6,1	5,9	0,8	0,8
Sanoma Oyj	1934	10,5	10,8	1,5	1,5
Tamedia AG	1314	11,7	12,1	1,4	1,4
Promotora de Informaciones SA	2109	12,6	10,3	1,6	1,6
Tribune Publishing Co	290	7,2	6,0	0,3	0,3
Vocento SA	292	11,8	10,6	0,8	0,8
Axel Springer SE	6904	14,3	12,9	2,1	2,1
Schibsted ASA	5410	17,3	13,8	2,7	2,5
Keskiarvo	2123	13,8	12,2	1,6	1,5
Mediaani		12,2	10,8	1,3	1,3

Alma Talent arvonmäärittäminen

Muuttuja	Arvo
EBIT 2019e	14,8
EBIT 2020e	14,9
EBIT-ennuste keskimäärin	14,9
Verrokkit EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	13,0
Alennus verrokkiryhmän kertoimiin	-15 %
Yritysarvo (EV)	164

Toimialakatsaus - Markets

Rekrytointiportaalien markkina keskittymässä markkinan kypsyessä

Globaali rekrytointiportaali-markkina on ollut pitkään vahvassa kasvussa, kun työpaikkojen hakeminen, työpaikkailmoittelu ja rekrytointiprosessien hallinta on digitalisoitunut, portaalit ovat kehittyneet teknologisesti, niiden ympärille on syntynyt uusia palveluita, ja yleinen talous- /työllisyyskehitys on ollut vahvaa. Staffing Industry Analyst -raportin mukaan globaali rekrytointiportaali-markkina oli kooltaan noin 12,4 mrd. euroa vuonna 2017. Myös Alma Marketsin päämarkkinoilla rekrytointiportaalien kasvu on ollut viime vuosina voimakasta (>10 %/v).

Toimialan 5 suurimman toimijan osuus (kts. graafi) globaalista markkinasta on kasvanut noin 60 %:iin. Paikallisilla ja erikoistuneilla yhtiöllä, on kuitenkin edelleen noin 40 %:n osuus globaalista markkinasta ja erityisesti suurten markkinoiden (kuten USA, UK) ulkopuolella niillä on usein vahva markkina-asema. Esimerkiksi Alma Marketsin rekrytointiportaaleilla on kaikilla päämarkkinoillaan selkeä markkinajohtajuus.

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

haastaa markkinajohtajia.

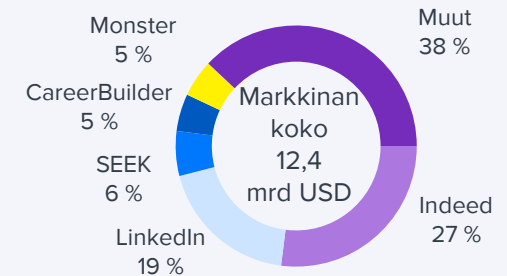
Markkinapaikkojen markkinalla kilpailutilanne on vakiintunut - odotamme konsolidaatiota

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

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

Näkemyksemme mukaan markkinapaikkojen markkinat alkavat olla Suomessa kokonaisuutena kypsässä vaiheessa ja alan kasvu noudattelee tulevaisuudessa sykliset muutokset huomioiden suunnilleen digitaalisen mediamainonnan kokonaiskasvuvauhtia (noin +5 %/v). Odotamme, että hidastuva kasvu, kiihtyvä teknologinen kehitys sekä kansainvälisen kilpailun uhka tulee johtamaan konsolidaation kiihtymiseen myös Suomen markkinapaikkojen markkinalla. Pidämme esimerkiksi Alma Marketsin ja Otavamedian NettiX:n fuusioita mahdollisena (Otava on nykyisin Alma Median suurin osakkeenomistaja).

Globaali rekrytointiportaali-markkina, 2017



Alma Markets 1/3

Alma Median kruununjalokivi

Markets on liikevaihdolla Alma Median 3. suurin segmentti (2018: 96 MEUR / 27 % konsernin liikevaihdosta), mutta vahvan kannattavuuden ansiosta segmentti on oikaistulla liikevoitolla mitattuna selvästi konsernin suurin segmentti (2018: oik. EBIT-% 35,7 %, oik. EBIT 34,4 MEUR / 53 % konsernin oik. liikevoitosta). Segmentin liikevaihdosta noin 45 % muodostuu Suomesta ja loput noin 55 % keskisen Itä-Euroopan ja Baltian maista. Marketsin kansainvälisen liiketoiminnan suurimmat markkinat ovat Tšekki ja Slovakia, jotka muodostavat arviolta noin 40 % ja 10 % segmentin liikevaihdosta.

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa segmentin rekrytointipalvelut, Alma Career (mm. Monster.fi, Jobs.cz, Prace.cz, CV Online, Profesia.sk). Nämä liiketoiminnot muodostavat yhteensä noin 76 % Marketsin liikevaihdosta. Lisäksi segmenttiin kuuluu Alma Mediapartners -yhtiö, joka omistaa useita Suomessa toimivia verkkopalveluja (mm. asumiseen liittyvät Etuovi.com ja Vuokraovi.com, matkailuportaali Gofinland.fi, autoalan palveluihin liittyvät Autotalli.com), jotka muodostavat loput noin 24 % segmentin liikevaihdosta. Alma Media omistaa Alma Careersista 83,3 % ja Monster Worldwide 16,7 %. Alma Median omistusosuus Alma Mediapartners Oy:stä on puolestaan 65 % ja loput 35 % omistaa Arena Partners Oy, joka on Keski-suomalainen Oyj:n ja Ilkka Yhtymä Oyj:n pääosin omistama yhtiö.

Markets on liikevaihdolla mitattuna Suomen, Tšekin, Slovakian, Baltian maiden, Kroatian ja Serbian suurin rekrytointiporaaaliyhtiö. Erityisen vahva markkina-asema Marketsilla on Tšeikeissä

ja Slovakiassa (arviolta yli 80 %). Marketsin Suomen verkkopalvelut ovat puolestaan markkinajohtaja asumisen/kiinteistövälityksen verkkopalveluissa sekä toiseksi suurin autoilun verkkopalveluissa. Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti muita toimijoita selvästi paremman kannattavuuden. Myös laajasta maantieteellisestä peitosta on usein merkittävää hyötyä, koska se mahdollistaa palveluiden monistamisen, sekä osaamisen ja kehityskustannusten jakamisen suuremmalle massalle.

Liiketoiminta 100 % digitaalista, skaalautuvaa, mutta herkkä talouden sykleille

Alma Marketsin liikevaihto syntyy 100 %:sti digitaalisesta liiketoiminnasta ja 93 % segmentin tuotoista on verkkopalveluiden ilmoitus- ja mainostuloja, ja digitaalisten palvelutuottojen osuus on vastaavasti noin 7 % liikevaihdosta.

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

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

Markets lyhyesti, 2018

96 MEUR (2017: 83 MEUR)

Liikevaihto 2018

35,7 % (2017: 34,1 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

0 % / 100 %

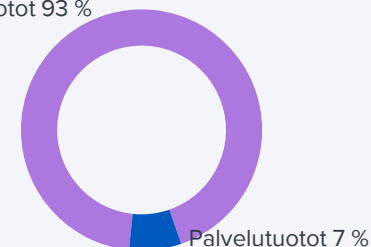
Painetun liiketoiminnan / digitaalisten tuottojen osuus

#1 markkina-asema

Rekrytointiporaaalit Suomi, Baltia, Tšekki, Slovakia, Kroatia, Serbia, kiinteistöjenvälityksen verkkopalvelut Suomi, #2 autokaupan verkkopalvelut Suomi

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2018

Ilmoitustuotot 93 %



Liikevaihto liiketoiminnottain, 2018

Rekrytointipalvelut
76 %



Lähde: Inderes, Alma Media

Alma Markets 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Marketsin kasvun jatkumista tukee nähdäksemme 3 pääajuria: 1) Luokiteltujen ilmoitusten keskittyminen suurimpiin, tehokkaimpiin ja palveluiltaan kehittyneimpiin alustoihin, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen rekrytointipalveluiden ja markkinapaikkojen arvoketjussa, sekä 3) positiivinen 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 10-15 % vuodessa ja nollakasvun / hidastuvan kasvun ympäristössä noin 0-10 % vuodessa. Isot arviohaarukat kuvaavat sitä, että Marketsin tuotot ovat voimakkaasti syklisiä.

Marketsin kannattavuuskehitys on ollut segmentin nopeasta kasvusta huolimatta erinomaisella tasolla ja nousussa vuosina 2010-2018, mikä heijastelee toiminnan skaalaetuja, onnistuneita yritysostoja ja vahvistunutta markkina-asemaa. Yhtiön johdon mukaan Marketsin kustannustasossa on lyhyellä aikavälillä merkittävää joustovaraa (n. 20 %), joten odotamme segmentin kannattavuuden säilyvän suhteellisen vakaana myös voimakkaasti hidastuvan kasvun ympäristössä. Segmentin kannattavuutta voitaisiin nähdäksemme nostaa myös nykyistä tasoa (EBIT 36 %) korkeammalle, mutta tämä heikentäisi todennäköisesti segmentin kasvua, kun panostuksia myyntiin ja markkinointiin ja uusien tuotteiden kehitykseen jouduttaisiin rajoittamaan.

Ennusteet

Lähdemme Marketsin ennusteissa oletuksesta, että Suomen ja itäisen Keski-Euroopan talouksien talouskasvu hidastuu 2019-2020 noin 1-3 %:iin mikä hidastaa voimakkaasti sekä rekrytointin että markkinapaikkojen markkinan kasvua. Ennustamme Marketsin liikevaihdon kasvun hidastuvan vuonna 2019 5 %:iin (2018: 16 %) ja liikevaihdoksi 101 MEUR. Vuonna 2020 ennustamme liikevaihdon kasvun säilyvän hitaalla noin 3 %:n tasolla. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ennustamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän noin 6-7 %:iin, kun talouskasvu palaa normaalille kasvu-uralle ja uudempien markkinoiden painoarvo kasvaa.

Ennustamme Marketsin vuoden 2019 oikaistun liikevoiton kasvavan noin 6 % 36,5 MEUR:oon (2018: 34,4 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n parantuvan maltillisemmän kustannusten nousun myötä 36,1 %:iin (2018: 35,7 %).

Vuodelle 2020 ennustamme heikentyvän kasvun myötä vakaata liikevoittoa ja hieman heikentyvää suhteellista kannattavuutta (oik. EBIT-% 35 %). Pitkällä aikavälillä ennustamme Marketsin pystyvän ylläpitämään vahvaa noin 36 %:n kannattavuutta kasvavien skaalaetujen myötä, jotka kompensoivat kasvavaa kustannuspainetta.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme erityisesti odotuksia vahvemman kesken itä-Euroopan talouskehityksen, odotettua paremman kustannustehokkuuden sekä mahdolliset yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset sekä talouskasvun odotettua voimakkaampi heikentyminen.

Markets liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	83,2	96,4	100,9	103,9	111,4
Käyttökate oik.	31,2	37,9	41,3	41,1	44,2
Liikevoitto oik.	28,3	34,4	36,5	36,3	39,4
Liikevoitto	28,7	35,1	36,5	36,3	39,4
Kertaluonteiset erät	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	20 %	16 %	5 %	3 %	7 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	48 %	22 %	6 %	-1 %	9 %
Oik. käyttökate-%	37,5 %	39,4 %	40,9 %	39,5 %	39,7 %
Oik. liikevoitto-%	34,0 %	35,7 %	36,1 %	34,9 %	35,3 %
Liikevoitto-%	34,6 %	36,4 %	36,1 %	34,9 %	35,3 %

Lähde: Inderes

Alma Markets 3/3

Markets arvostus

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

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2019-2020 keskimääräisiä (mediaani) EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Marketsin vuosien 2019-2020 keskimääräiselle liikevoitolle (EBIT) vähennettynä vähemmistöomistajille (arviolta n. 18 %) kuuluvalla osuudella tuloksesta.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin noin 10x Marketsia suurempia, sovellamme Marketsin arvostustason laskelmassa 15 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat noin 21x tasolla, mediaanin ollessa noin 20x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla, 15 %:n verrokkialennuksella ja Marketsin vähemmistöomistuksista oikaistulla liikevoittoennusteella (kesk. 2019-2020e 29,8 MEUR) laskettuna saamme Marketsin yritysarvoksi (EV) 507 MEUR.

Verrokkien kautta Marketsille laskemamme hyväksyttävä arvostustaso on säilynyt suunnilleen samalla tasolla edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2018 arvio: 510 MEUR). Tähän on

vaikuttanut se, että Marketsin tulosennusteisiimme ei ole tullut edellisen laajan päivityksen jälkeen merkittäviä muutoksia ja myös verrokkiyhtiöiden arvostustaso on säilynyt suhteellisen vakaana.

Alma Markets verrokkiryhmä

Verrokkit Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		19e	20e	19e	20e
Axel Springer SE	6904	14,3	12,9	2,1	2,1
Auto Trader Group PLC	6579	24,0	22,1	16,4	15,4
Carsales.Com Ltd	2340	19,4	17,6	7,7	7,2
Gocompare.Com	470	11,2	9,6	2,6	2,4
Holidaycheck Group AG	137	29,8	15,6	0,9	0,8
Moneysupermarket.Com	2191	15,7	14,6	4,9	4,7
REA Group Ltd	7267	26,3	22,4	13,2	11,9
Rightmove PLC	5756	23,2	21,6	17,5	16,3
Schibsted ASA	5410	17,3	13,8	2,7	2,5
Scout24 AG	5496	21,0	18,2	8,9	8,0
Seek Ltd	5184	23,3	20,6	5,5	4,8
Just Eat PLC	4752	41,9	26,7	4,0	3,2
Xing SE	1869	33,6	26,4	6,7	5,8
Stroeer SE & Co	5194	19,7	17,7	3,1	2,9
Recruit Holdings Co Ltd	46212			2,4	2,3
Keskiarvo	6968	22,9	18,6	6,6	6,0
Mediaani	5302	22,1	17,9	5,2	4,7

Alma Markets arvonmäärittäminen

Muuttuja	Arvo
EBIT 2019e	36,5
EBIT 2020e	36,3
EBIT-ennuste keskimäärin	36,4
Vähemmistöosuus EBIT:stä (18 %)	-6,6
Verrokkit EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	20
Alennus verrokkiryhmän kertoimiin	-15 %
Yritysarvo (EV)	507

Taloudellinen tilanne

Vahva taloudellinen tilanne

Alma Median taloudellinen tilanne on kaiken kaikkiaan vahva ja vakaa. Yhtiön kannattavuus on ollut nousujohteinen ja yhtiö hallinnut hyvin painetun median tuottojen laskun tehostustoimien ja digitaalisen liiketoiminnan kasvun kautta. Yhtiön taseessa on aiempien yritysostojen myötä paljon aineetonta omaisuutta, mutta näkemyksemme mukaan taseen riskit ovat maltilliset 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 Q4'18 lopussa 346 MEUR (Q4'17: 334 MEUR). Tase on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2010 (2010: 185 MEUR) yrityskauppojen ja painokone-investointien myötä. Tase sisältää siksi myös paljon liikearvoa (134 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta (59 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 62 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. Q4'18 lopussa käyttöpääoma oli noin 54 MEUR negatiivinen (2017: n. 48 MEUR).

Alman oma pääoma oli Q4'18 lopussa 187 MEUR. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli 27 MEUR, eli noin 14 %. Vähemmistö omistaa osan Markets-segmentin liiketoiminnoista. Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautuu noin 29 % Alma Talentille, noin 28 % Alma Marketsille, noin 18 % Alma Consumerille ja loput noin 25 % konsernille. Talentin ja Marketsin pääomista merkittävä osa on aineetonta omaisuutta ja Talentin puolestaan aineellista omaisuutta.

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

Velkaisuus tahtunut selvään laskuun

Alma Median nettovelkaantumisaste oli Q4'18 lopussa 1 % (Q4'17: 25 %). Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'18 47 MEUR ja lyhytaikaista 13 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'18 lopussa 50 MEUR ja nettovelkaa 2 MEUR. Nettovelkaisuus 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 2018 lopussa nollatasolle (2017: 0,6x), joskin vuonna 2019 voimaan tulleilla IFRS 16 kirjanpituumuutoksilla oikaistuna taso oli 0,7x. Arvioimme, että nettovelan/käyttökatteen suhdeluvun kestävä taso on noin 2,5x tasolla, joten yhtiöllä on kapasiteettia ottaa velkaa yritysostoihin noin 150-200 MEUR.

Pääoman tuotto vahvistunut

Taseen kasvamisesta huolimatta Alma Median sijoitetun pääoman (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) on noussut hyvälle tasolle viime vuosina ja ennakoimme, että yhtiö pystyy ylläpitämään yli 17 %:n ROI-% tavoitteen jälleen tänä vuonna. Vuosina 2010-2018 Alma Median ROI-% oli keskimäärin noin 17 % ja ROE-% 22 %.

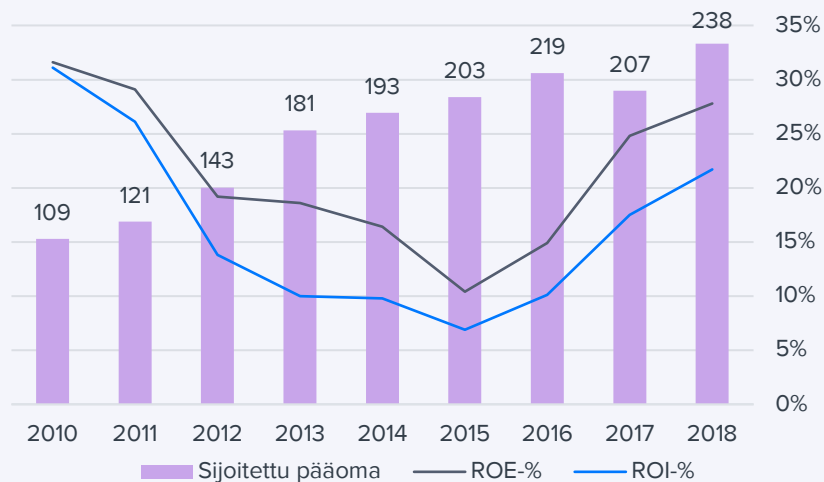
Kassavirta ja osinko

Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä noin 11-16 % liikevaihdosta tasolla (vrt. oik. EBIT 8-16 %). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, noin 4-5 MEUR vuodessa. Viime vuosina tehtyjen pienten yritysostojenkin jälkeen rahavirta ennen rahoituseriä on ollut selvästi positiivinen (2018: +56 MEUR, 2017: +35 MEUR ja 2016: +31 MEUR) ja riittänyt kattamaan maksetut osingot (2018: 29 MEUR, 2017: 16 MEUR, 2016: 12 MEUR) sekä lyhentämään merkittävästi velkoja.

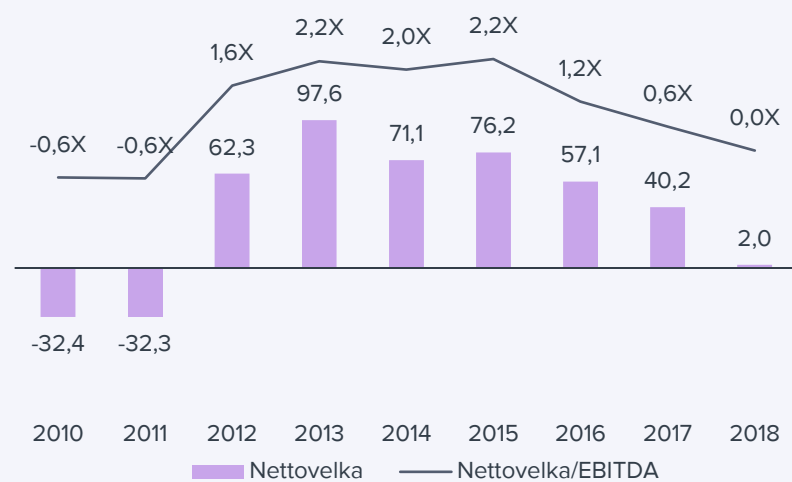
Arvioimme, että Alma Median kassavirrat tulevat säilymään myös jatkossa hyvällä tasolla, mikä yhdessä vahvan rahoitusaseman kanssa mahdollistaa kasvavan osinkovirran ja yritysostot.

Taloudellinen tilanne

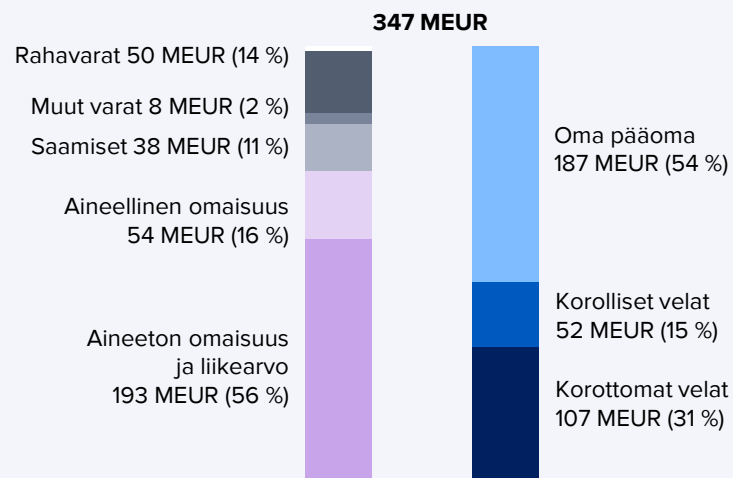
Sijoitettu pääoma, ROI % ja ROE-%



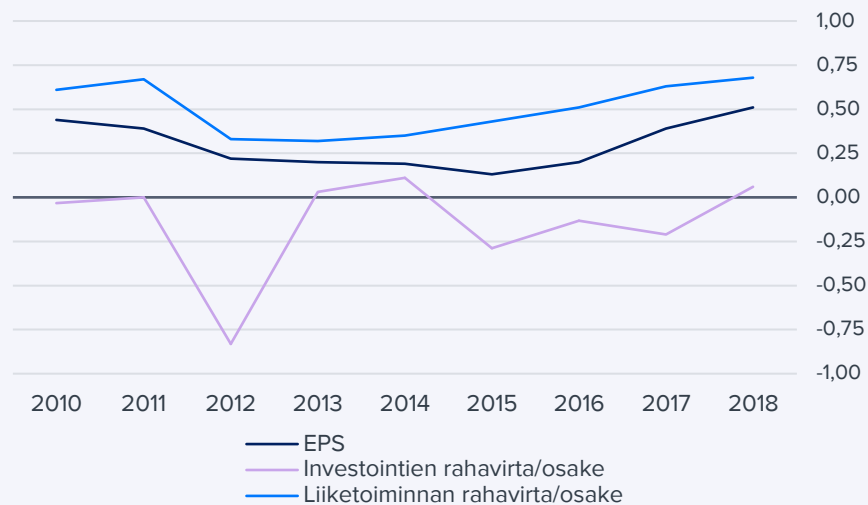
Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



Taserakenne, 2018



Liiketoiminnan ja investointien rahavirta ja EPS



Ennusteet konsernitason

Vuosi 2019: positiivinen tuloskehitys jatkuu

Alma Media ohjeistaa vuodelle 2019 vakaata liikevaihtoa (2018: 355 MEUR) ja kasvua oikaistun liikevoittoon (2018: 57,3 MEUR).

Ennustamme on linjassa ohjeistukseen, sillä odotamme Alma Median liikevaihdon laskevan vuonna 2019 hieman 346 MEUR:oon (-2,5 % v/v) ja oikaistun liikevoiton kasvavan 7 % 61,4 MEUR:oon.

Liikevaihdon osalta odotamme heikkenevää kehitystä molempiin medialiiiketoimintoihin (Consumer, Talent) yritysmyyntien ja painetun median laskun seurauksena. Markets jatkaa kasvua (+5 %) itäisen Keski-Euroopan maiden vahvan talouskehityksen sekä Suomen talouden kasvun ajama, mutta odotamme kasvuvauhtiin selvää hidastumista aiemmista vuosista.

Ennusteessamme oikaistua liikevoittoa nostaa kaikkien segmenttien operatiivisen tuloksen parantuminen 2-7 % vertailukaudesta. Marketsin +6 %:n tuloskasvua tukee ennusteessamme lievä liikevaihdon kasvu ja vahvalla tasolla säilyvä kannattavuus (EBIT-% oik. 36 %). Consumerin (+7 %) ja Talentin (+2 %) liikevoittoa kasvattaa puolestaan myyntimixin parantuminen sekä tehostustoimet.

Kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,52 euroon (2018: 0,46 euroa) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen säilyvän vakaana 0,50 euron tasolla (2018: 0,51 euroa). Osingon ennustamme nousevan parantuvan operatiivisen kehityksen, vahvan kassavirran ja maltillisen velkaisuuden myötä 0,03 eurolla 0,38 euroon osakkeelta (2018: 0,35 euroa).

Vuosi 2020: Syklin heikentyminen pysäyttää tuloskasvun

Ennustamme Alma Median pitkän tulosparannusputken saavuttavan syklisen lakipisteensä vuonna 2020, kun itäisen Keski-Euroopan ja Suomen talouksien kasvun vaimentuminen heikentää Alma Median syklisen tuottojen kasvua (noin 50 % liikevaihdosta), kiihdyttää hiukan painetun median rakennemuutosta ja pysäyttää hetkeksi operatiivisen kannattavuuden parantumisen.

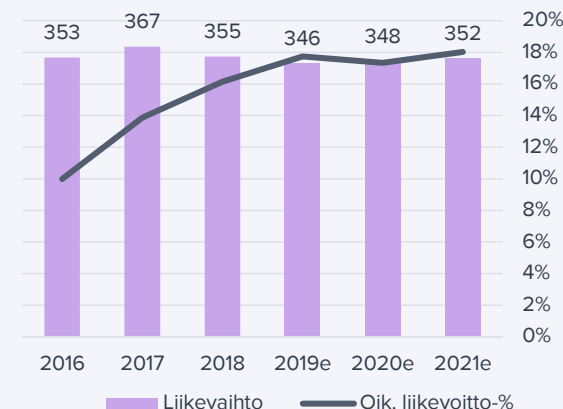
Odotamme liikevaihdon pysyvän vuonna 2020 suunnilleen ennallaan 348 MEUR:ssa (2019e 346 MEUR) ja oikaistun liikevoiton heikkenevän 2 %:lla 60,4 MEUR:oon, eli 17,3 %:iin liikevaihdosta (2019e: 17,7 %). Oikaistun ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme säilyvän vakaana 0,52 ja 0,50 euron tasolla.

Pitkän aikavälin tulosennusteet

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

Oletamme Alma Median digitaalisten liiketoimintojen kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin yli 5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin 40 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan noin 5 % vuodessa, mikä painaa kokonaiskasvun vain lievästi positiiviseksi (CAGR 2021-2028 +0,5 %). Liiketoimintamixin parantuminen nostaa kuitenkin ennusteessamme hiljalleen Alman liikevoitto-%:a (2028: 18,5 %) ja nostaa tuloskasvun lievästi positiiviseksi (CAGR 2021-2028: +2 %).

Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2021-2028 = +0,5 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu = 2 %
Liikevoiton kasvu: CAGR 2021-2028 = 2 %
Liikevoitto-% 2028- = 18,5 %

Ennusteet konsernitasolla

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	367	92,2	89,0	81,6	92,0	355	85,1	87,2	82,0	91,6	346	348	352	352
Alma Markets	83,2	23,8	24,2	23,9	24,5	96,4	25,0	25,4	24,9	25,5	101	104	111	119
Alma Talent	113	27,8	28,1	23,1	29,9	109	26,2	26,1	23,3	29,3	105	105	106	106
Alma Consumer	172	40,7	37,3	35,3	38,4	152	34,7	36,2	34,3	37,4	143	141	137	130
Muut ja eliminoinnit	-0,9	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-2,3	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Käyttökate	66,8	17,1	19,2	20,4	19,9	76,6	20,1	20,0	20,4	21,7	82,2	81,2	82,1	82,4
Poistot ja arvonalennukset	-20,3	-4,2	-1,8	-5,9	-3,7	-15,6	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-22,8	-22,8	-20,6	-20,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	51,0	12,2	12,9	15,1	17,1	57,3	14,4	14,3	15,7	17,0	61,4	60,4	63,5	64,6
Liikevoitto	46,5	12,9	17,4	14,5	16,2	61,0	14,4	14,3	14,7	16,0	59,4	58,4	61,5	62,1
Alma Markets	28,3	8,2	8,6	9,4	8,2	34,4	8,7	8,9	9,9	8,9	36,4	36,3	39,4	42,3
Alma Talent	14,6	3,3	3,8	2,8	5,6	15,5	3,8	3,6	3,2	5,3	15,8	15,9	17,2	16,9
Alma Consumer	16,6	2,3	2,7	4,0	5,4	14,4	3,2	3,7	3,8	4,9	15,5	14,7	13,6	12,2
Muut ja eliminoinnit	-8,5	-1,6	-2,2	-1,1	-2,1	-7,0	-1,3	-1,9	-1,2	-2,0	-6,4	-6,5	-6,7	-6,8
Kertaluonteiset erät	-4,5	0,7	4,5	-0,6	-0,9	3,7	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,5
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-0,9	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	46,0	12,8	16,9	15,3	15,4	60,4	14,0	14,2	14,7	16,0	58,8	58,1	61,2	61,8
Verot	-9,2	-2,5	-3,1	-3,2	-3,8	-12,5	-2,7	-2,9	-3,0	-3,3	-12,0	-11,8	-12,4	-12,5
Vähemmistöosuudet	-4,6	-1,5	-1,4	-2,0	-1,4	-6,3	-1,5	-1,4	-1,6	-1,4	-5,9	-5,5	-5,7	-6,1
Nettotulos	32,2	8,9	12,4	10,1	10,3	41,7	9,8	9,8	10,1	11,2	40,9	40,8	43,1	43,2
EPS (oikaistu)	0,45	0,10	0,10	0,13	0,14	0,46	0,12	0,12	0,13	0,15	0,52	0,52	0,55	0,56
EPS (raportoitu)	0,39	0,11	0,15	0,12	0,13	0,51	0,12	0,12	0,12	0,14	0,50	0,50	0,52	0,53

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	1,8 %	-5,2 %	-5,1 %	-5,2 %	-3,4 %	-7,7 %	-2,0 %	0,5 %	-0,4 %	-2,5 %	0,7 %	1,1 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	44,5 %	-2,8 %	-3,0 %	8,3 %	52,7 %	12,4 %	18,0 %	10,6 %	3,8 %	-0,4 %	7,1 %	-1,6 %	5,2 %	1,8 %
Käyttökate-%	18,2 %	18,6 %	21,6 %	25,0 %	21,6 %	21,6 %	23,6 %	22,9 %	24,9 %	23,7 %	23,8 %	23,3 %	23,3 %	23,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,9 %	13,2 %	14,5 %	18,5 %	18,6 %	16,2 %	16,9 %	16,4 %	19,1 %	18,6 %	17,7 %	17,3 %	18,0 %	18,4 %
Nettotulos-%	8,8 %	9,7 %	13,9 %	12,4 %	11,2 %	11,8 %	11,5 %	11,2 %	12,3 %	12,3 %	11,8 %	11,7 %	12,2 %	12,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	347	346	0 %	351	348	-1 %	354	352	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	62,8	61,4	-2 %	63,5	60,4	-5 %	65,2	63,5	-3 %
Liikevoitto	60,3	59,4	-2 %	61,0	58,4	-4 %	62,7	61,5	-2 %
Tulos ennen veroja	59,7	58,8	-2 %	60,5	58,1	-4 %	62,3	61,2	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,53	0,52	-2 %	0,55	0,52	-5 %	0,56	0,55	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,44	0,44	0 %

Lähde: Inderes

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 tulospäätelmiä 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.

Positiiviset arvo-ajurit

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

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 40 %.

Korkeahko 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 tulokynnsy madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema muuttuu jatkuvasti.

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

Sijoitusprofiili

1.

Digitaalisten liiketoimintojen kannattava kasvu

2.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat mediatoiminnot

3.

Korkeahko suhdanneherkkyys nostaa osakkeen riskiprofiilia

4.

Vahva kassavirta ja matala velkaisuus luonut merkittävää liikkumavaraa yritysostoihin

5.

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

Potentiaali



- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio

Riskit



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

Arvostus

Arvonmäärittäminen

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalle osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tuloskasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmäärittystä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF), sekä pitkän aikavälin ja verrokkien arvostuskerroinanalyysin kautta. Suosimme arvonmäärittäksessä EV/EBIT- ja P/E-kertoimia.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Alma Median osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina arvioimme mukaan vahvasti osinkotuoton varaan, joka on ennusteellamme ja nykyisellä noin 5,8 euron kurssitasolla laskettuna noin 6-7 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Alma Median osingon olevan suuresta syklisten tuottojen osuudesta huolimatta hyvin vakaalla pohjalla tällä hetkellä, sillä yhtiön kyky tuottaa rahavirtaa on vahva, osingonjakosuhte on kohtuullinen noin (70-80 % tuloksesta), ja yhtiö on käytännössä nettovelaton.

Odotamme Alma Median lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun jäävän ilman yritysostoja melko maltilliseksi (EPS oik. CAGR 2019-2021: n. 6 % vuodessa).. Raportoidun tuloksen tasolla odotamme vaatimattomampaa kehitys (CAGR 2019-2021 +1 %), kun rakennejärjestelyihin liittyvät tuotot pienentyvät vuodesta 2018 ja ennusteemme mukaan yhtiö raportoi tehostustoimiin liittyen vuosittain noin -2 MEUR:n kertaerät.

Alma Median tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat painuneet sekä absoluuttisesti että

suhteellisesti matalille tasoille (2019e P/E oik. 11x ja EV/EBIT oik. 9x). Huomioiden tuottojen osittainen syklisyys, toimialan rakennemuutokseen liittyvät riskit ja lievästi positiivinen ennustettu tuloskasvu, näemme Alma Median arvostuskertoimissa olevan maltillista nousuvaraa.

Pitkän aikavälin potentiaalia ja eri liiketoimintojen itsenäistä arvostusta kuvaavat kassavirtalaskelma (DCF) ja osien summa -analyysi indikoivat osakkeeseen selvää nousupotentiaalia nykytasolta (noin 8-9 euroa). Emme odota Alma Median osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä konsernille tullaan painetun median korkean osuuden ja median jatkuvan rakennemuutoksen vuoksi todennäköisesti hyväksymään verrokkeja matalammat kertoimet, ja näemme että syklin kääntyessä Marketsin hyväksyttäviin arvostuskertoimiin voi kohdistua painetta.

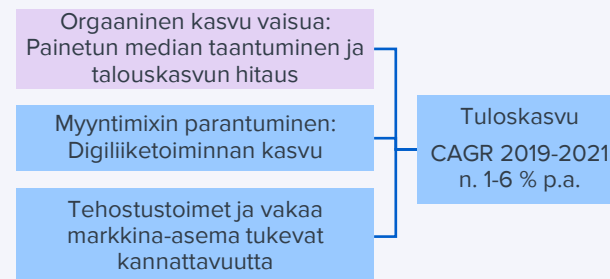
Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan lievää ennustelaskua heijastellen 6,7 euroon (aik. 7,0). Näkemyksemme mukaan Alma Median osakkeen maltillinen arvostus, noin 10 %:iin nouseva odotettu kokonaistuotto (tuloskasvu+osinko+arvonmuutos) ja selvästi nykykurssia korkeampi osien arvo (8,9 euroa) puoltavat yhä positiivista suositusta osakkeelle. Osakkeen arvostustaso (2019e EV/EBIT 9x, P/E 11x, osinkotuotto 6-7 %) on verrokkeihin ja historialliseen tasoon nähden hyvin maltillinen, ja huomioi jo mielestämme riittävällä painolla heikentyvän kasvuympäristön ja median rakennemuutoksen luomat riskit tuloskasvulle.

Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

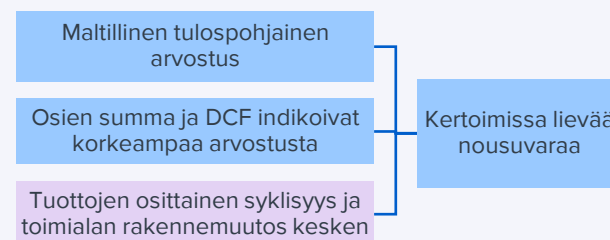
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus (n. 10 % p.a.)

Arvostus - osien summa -analyysi

Osien summa -laskelma

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

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 734 MEUR. Markets on vahvan kasvun, skaalautuvuuden ja tuloksentekokyvyn näkökulmasta arviomme mukaan selvästi Alma Median arvokkain osa ja arviomme sen yritysarvoksi on 507 MEUR. Talent on laskelmassamme toiseksi arvokkain osa ja arvioimme sen yritysarvoksi 164 MEUR. Consumerin yritysarvo on laskelmassamme 147 MEUR.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kuluja käypä arvo (-85 MEUR) ja korolliset nettovelat (Q4'18: -2 MEUR) saadaan Alma Median osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 732 MEUR tai noin 8,9 euroa per osake (Q1'2018 arvio 8,5 euroa).

Alman osien summassa on nähtävissä selkeä kahtiajako kannattavasti kasvavien (Markets) ja vakaasti kehittyvien medialiiiketoimintojen (Talent, Consumer) välillä. Osien summa on noussut vuoden takaiseen arviomme nähden hieman (8,5 euroa). Segmenttien tulostaso on kehittynyt kokonaisuutena odotetusti, segmenttien

hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat säilyneet kokonaisuutena melko vakaina, mutta yhtiön konsernikulujen negatiivinen vaikutus ja yhtiön nettovelka ovat laskeneet selvästi.

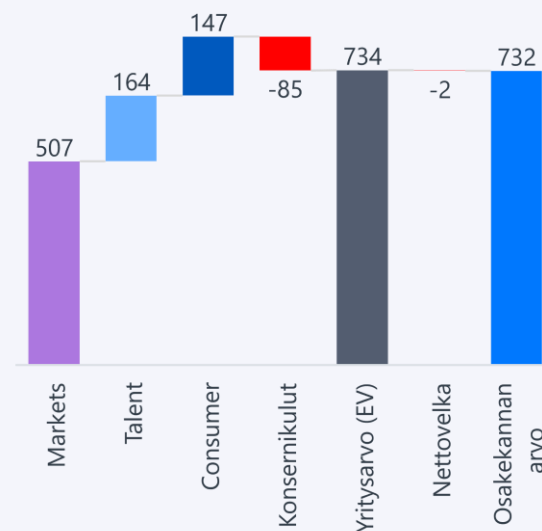
Suurin arvonnousupotentiaali Alma Talentissa

Alma Median osien arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Talentiin. Segmentin arvostus voisi saada merkittävää nostetta, jos nykyisin heikosti kannattavat osat (kuten Ruotsi) saataisiin nostettua lähelle 10-15 %:n EBIT-marginaalitasoa ja/tai digitaaliset liiketoiminnot kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan kasvuun. Ennusteissamme odotamme kuitenkin Talentiin lähivuosina vakaata melko vakaata liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta.

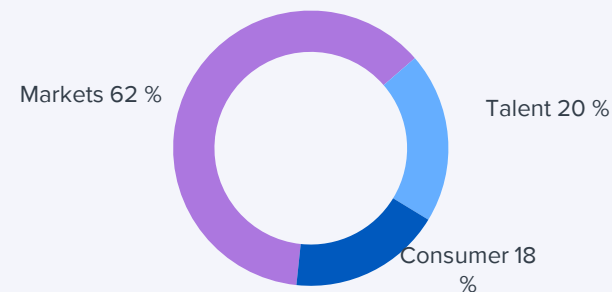
Sijoittajien kannalta myös Marketsin kasvun kehityksen seuraaminen on erittäin kriittistä, sillä segmentti vastaa yli 60 % Alma Median arvosta ja sille hyväksytään ylivoimaisesti korkeimmat arvostuskertoimet. Olemme ladanneet segmentille ennusteissamme hyvin realistiset tulosodotukset, mutta niiden pettäminen esim. syklin odotettua voimakkaamman kääntymisen vuoksi olisi iso isku segmentin arvostukselle.

Consumerin arvon merkittävä absoluuttinen nousu on mielestämme epätodennäköistä painetun median toistaiseksi vielä korkean painoarvon vuoksi. Consumerin arvoa tarkasteltaessa tärkeintä on se, että yhtiö ei suurta osaa Alma Median kokonaisarvosta ja sen kannattavuuskehitys ja kyky tuottaa kassavirtaa on säilynyt vakaana median rakennemurroksesta huolimatta.

Arvio Alma Median osien summasta, 5/2019



Yritysarvon jakautuminen, 5/2019



Arvostus

Kassavirtalaskelma (DCF)

Alma Median arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska yhtiön taloudellinen tilanne on vakiintunut, liiketoimintojen markkina-asema on vakaa ja yhtiö on osoittanut hallitsevan hyvin median rakennemuutosta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,8 euroa. Painetun median laskusta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme melko vakaana koko ennusteperiodin (2019-2028) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomatuotto pysyvät vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme FY'19e noin 17 %:n tasolta noin 18,5 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella noin 50 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus on 9,2 %.

Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Ennusteidemme mukaiset Alma Median tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä noin 20 % alle Alma Median 10 vuoden keskimääräisten arvostuskertoimien (EV/EBIT 11,8x) Pidämme lievää (n. 10 %) alennusta Alma Median historialliseen arvostustasoon perusteltuna, sillä historialliset kertoimet heijastavat osittain Alma Median rakennemuutokseen liittyntä merkittävää tuloskasvuodotusta ja vahvaa syklistä tuloskasvua Markets-liiketoiminnoissa, jollaista ei ole odotettavissa lähivuosille.

Alma Median laajan verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin

vuodelle 2019 on noin 15,7x tasolla, mikä indikoisi Marketsin vähemmistöosuudet ja osakkeen lievä likviditeettialennus (-10 %) huomioiden noin 9,0 euron arvostustasoa Alma Median osakkeelle. Alma Median tuloskasvuodotukset ovat kuitenkin kokonaisuutena lähivuosille selvästi verrokkiryhmän odotuksia maltillisemmat, joten emme näe tässä suhteessa selvää ajuria arvostuksen nousulle. Lisäksi arvioimme, että talouskasvun hidastuminen voi vaikuttaa negatiivisesti myös vertailuryhmän arvostuskertoimiin.

Alma Median arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,82	5,82	5,82
Osakemäärä, milj. kpl	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	478	478	478
Yritysarvo (EV)	580	557	538
P/E (oik.)	11,1	11,2	10,6
P/E	11,7	11,7	11,1
P/Kassavirta	8,7	8,6	8,6
P/B	2,8	2,6	2,5
P/S	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	7,1	6,9	6,6
EV/EBIT (oik.)	9,4	9,2	8,5
Osinko/tulos (%)	76,4 %	84,6 %	83,9 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	7,2 %	7,6 %

Lähde: Inderes

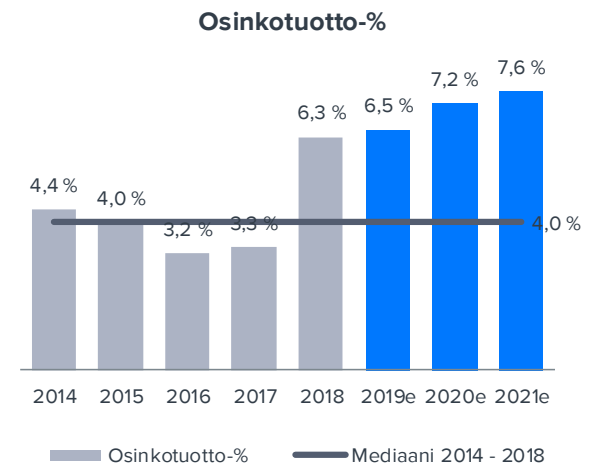
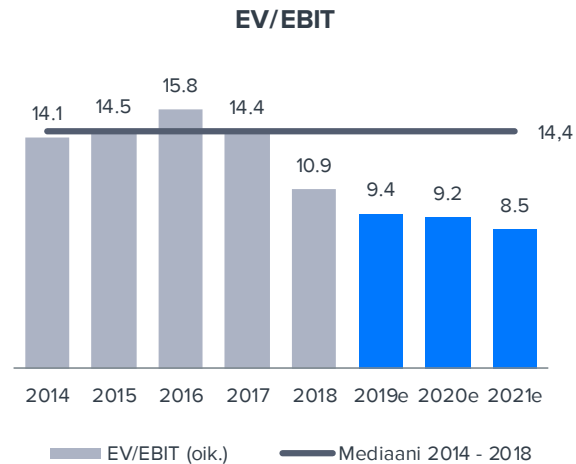
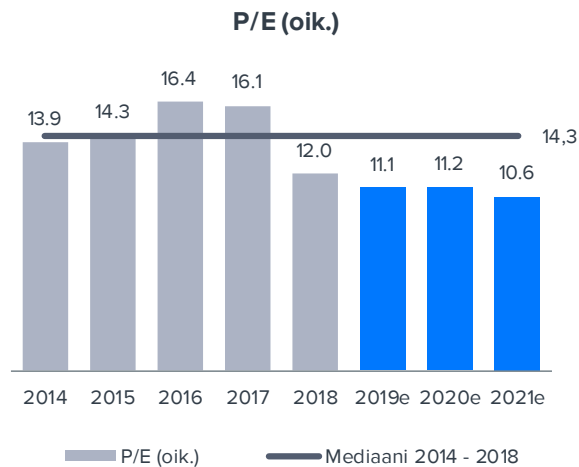
Alma Median EV/EBIT-kertoimen kehitys



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,75	3,00	5,03	7,19	5,54	5,82	5,82	5,82	5,82
Osakemäärä, milj. kpl	75,5	80,0	82,4	82,4	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	208	240	414	592	455	478	478	478	478
Yritysarvo (EV)	302	340	557	736	625	580	557	538	523
P/E (oik.)	13,9	14,3	16,4	16,1	12,0	11,1	11,2	10,6	10,5
P/E	14,6	24,2	24,5	18,4	10,9	11,7	11,7	11,1	11,1
P/Kassavirta	8,9	neg.	13,6	19,2	58,2	8,7	8,6	8,6	8,7
P/B	2,3	2,2	3,5	4,3	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4
P/S	0,7	0,8	1,2	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,6	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	8,3	9,8	11,6	11,0	8,2	7,1	6,9	6,6	6,3
EV/EBIT (oik.)	14,1	14,5	15,8	14,4	10,9	9,4	9,2	8,5	8,1
Osinko/tulos (%)	63,8 %	96,9 %	78,0 %	61,4 %	69,0 %	76,4 %	84,6 %	83,9 %	87,6 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,0 %	3,2 %	3,3 %	6,3 %	7,2 %	7,6 %	7,9 %	8,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Agora SA	12,55	136	127	20,8	14,2	4,5	4,7	0,5	0,5	42,9	20,9	4,0	4,0	0,6
Future PLC	1000	940	961	20,9	18,2	19,2	16,9	4,6	4,2	27,3	24,1	0,1	0,1	3,5
Daily Mail and General Trust P L C	667	1598	1323	8,6	8,3	6,3	6,2	0,8	0,8	17,7	16,2	3,7	3,8	1,5
Gannett Co Inc	8,54	877	1066	9,6	10,5	4,2	4,4	0,4	0,5	13,5	12,9	7,3	5,5	1,0
GEDI Gruppo Editoriale SpA	0,31	157	282	10,5	10,7	6,1	6,1	0,5	0,5	12,3	10,3		2,2	0,3
Impresa Sociedade Gestora de Participa	0,18	31	210	12,9	12,3	9,5	9,4	1,2	1,2	4,6	4,0			0,2
Lagardere SCA	22,28	2926	4460	10,7	10,4	6,3	6,1	0,6	0,6	11,9	11,2	5,9	5,9	1,6
Meredith Corp	57,39	2338	5440	13,2	10,1	8,5	7,3	2,0	2,0	18,6	7,8	3,8	4,1	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,54	402	575	9,2	8,5	6,2	6,1	0,7	0,7	10,7	10,0	1,9	4,0	2,4
New York Times Co	34,43	5123	4794	27,3	25,0	21,2	19,9	2,9	2,8	40,6	36,7	0,6	0,6	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup S	1,01	528	716	6,1	5,9	4,5	4,4	0,8	0,8	6,9	6,6	5,6	5,6	1,7
Sanoma Oyj	8,52	1395	1934	10,5	10,8	5,9	5,8	1,5	1,5	10,5	10,6	5,6	6,0	2,1
Tamedia AG	107	1002	1314	11,7	12,1	7,3	7,4	1,4	1,4	16,2	17,3	4,2	4,2	0,6
Promotora de Informaciones SA	1,56	1104	2109	12,6	10,3	7,8	6,8	1,6	1,6	16,4	12,8			41,1
Tribune Publishing Co		336	290	7,2	6,0	3,1	2,9	0,3	0,3	10,9	8,7			
Vocento SA	1,40	175	292	11,8	10,6	7,5	7,1	0,8	0,8	17,5	13,5	0,8	2,4	0,8
Adevinta ASA	82,40	5747	5727	333,6	258,3	281,0	224,6	81,6	71,7	52,7	38,2	0,1	0,2	4,0
Auto Trader Group PLC	585	6199	6579	24,0	22,1	23,0	21,4	16,4	15,4	29,0	25,7	1,1	1,3	92,0
Axel Springer SE	48,12	5199	6904	14,3	12,9	9,4	8,6	2,1	2,1	18,1	16,1	4,5	4,8	2,0
Carsales.Com Ltd	13,91	2092	2340	19,4	17,6	17,6	16,1	7,7	7,2	25,8	23,4	3,2	3,5	14,5
Gocompare.Com Group PLC	82,30	395	470	11,2	9,6	9,9	8,4	2,6	2,4	12,6	10,5	2,0	2,4	46,6
Holidaycheck Group AG	3	156	137	29,8	15,6	11,4	8,1	0,9	0,8	47,3	23,9			0,9
Just Eat PLC	622,00	4834	4752	41,9	26,7	23,6	17,7	4,0	3,2	76,5	37,0			4,9
Moneysupermarket.Com Group PLC	364	2238	2191	15,7	14,6	13,6	12,8	4,9	4,7	19,4	18,1	3,9	3,6	8,2
REA Group Ltd	87,7	7113	7267	26,3	22,4	22,5	20,0	13,2	11,9	36,9	32,0	1,4	1,7	11,4
Recruit Holdings Co	3500,00	48340	46212			19,3	17,0	2,4	2,3	35,8	31,2	0,9	1,1	6,1
Rightmove PLC	568,20	5764	5756	23,2	21,6	22,7	21,1	17,5	16,3	27,9	25,4	1,3	1,4	138,4
Schibsted ASA	216,50	5073	5410	17,3	13,8	13,4	11,3	2,7	2,5	29,7	23,6	1,0	1,1	3,1
Scout24 AG	44,50	4788	5496	21,0	18,2	17,3	15,3	8,9	8,0	24,4	21,4	1,7	2,1	3,8
Seek Ltd	20,34	4397	5184	23,3	20,6	18,5	16,4	5,5	4,8	37,2	32,7	2,3	2,5	5,2
Stroeer SE & Co KGaA	63,35	3586	5194	19,7	17,7	9,7	9,1	3,1	2,9	17,1	15,3	3,1	3,5	4,9
Xing SE	344,00	1936	1869	33,6	26,4	21,7	17,9	6,7	5,8	52,5	40,7	0,7	0,9	17,2
Alma Media (Inderes)	5,82	478	580	9,4	9,2	7,1	6,9	1,7	1,6	11,1	11,2	6,5	7,2	2,8
Keskiarvo				27,7	22,6	20,7	17,7	6,3	5,7	25,7	20,0	2,7	2,9	14,5
Mediaani				15,7	13,8	9,8	8,8	2,3	2,2	19,0	17,7	2,1	2,5	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				-40 %	-33 %	-28 %	-23 %	-27 %	-26 %	-41 %	-37 %	204 %	193 %	-20 %

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

DCF-laskelma

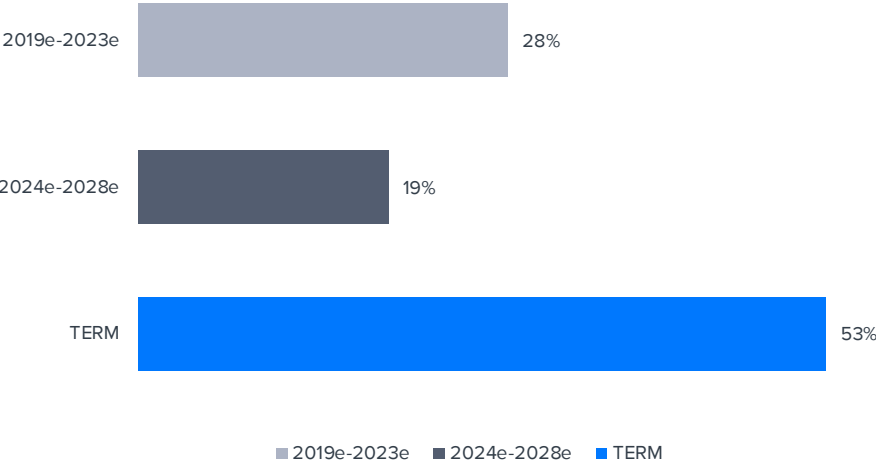
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	61,0	59,4	58,4	61,5	62,1	60,7	62,4	64,0	65,1	65,5	66,8	
+ Kokonaispoistot	15,6	22,8	22,8	20,6	20,3	20,0	19,9	19,7	19,6	19,5	18,7	
- Maksetut verot	-13,5	-10,2	-11,8	-12,4	-12,5	-11,6	-11,9	-12,2	-12,5	-12,5	-12,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,3	-2,2	0,7	0,9	0,3	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	1,1	
Operatiivinen kassavirta	68,4	69,6	69,9	70,4	70,0	69,2	70,2	70,9	71,7	71,9	73,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-61,2	-13,8	-14,1	-14,4	-14,8	-14,9	-15,0	-15,1	-15,2	-15,4	-13,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,8	55,2	55,8	55,9	55,3	54,3	55,2	55,8	56,4	56,5	59,3	
+/- 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	7,8	55,2	55,8	55,9	55,3	54,3	55,2	55,8	56,4	56,5	59,3	920
Diskontattu vapaa kassavirta		52,4	48,8	45,1	41,0	37,1	34,8	32,4	30,1	27,8	26,9	417
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		793	741	692	647	606	569	534	502	471	444	417
Velaton arvo DCF		793										
- Korolliset velat		-104,5										
+ Rahavarat		49,5										
-Vähemmistöosuus		-74,4										
-Osinko/pääomapalautus		-28,8										
Oman pääoman arvo DCF		644										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,8										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	265	309	300	292	285
Liikearvo	122	134	134	134	134
Aineettomat hyödykkeet	62,4	59,4	54,9	50,5	48,2
Käyttöomaisuus	59,8	107	102	98,1	94,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4,5	4,1	4,1	4,1	4,1
Muut sijoitukset	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Laskennalliset verosaamiset	2,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	68,6	89,5	87,9	107	132
Vaihto-omaisuus	2,4	3,2	2,8	2,4	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	45,5	36,3	36,3	36,6	37,0
Likvidit varat	20,7	49,5	48,8	67,8	93,4
Taseen loppusumma	334	399	388	398	418

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	158	187	198	207	216
Osakepääoma	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3
Kertyneet voittovarot	65,8	88,7	101	110	119
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,2	-0,6	-2,0	-2,0	-2,0
Muu oma pääoma	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Vähemmistöosuus	21,6	26,6	26,6	26,6	26,6
Pitkäaikaiset velat	75,0	105	100,0	100,0	100,0
Laskennalliset verovelat	14,0	12,2	14,0	14,0	14,0
Varaukset	1,0	0,4	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	60,0	91,4	85,0	85,0	85,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	111	107	90,6	91,2	102
Lainat rahoituslaitoksilta	15,0	13,1	0,0	0,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	93,7	93,0	89,9	90,5	91,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	345	399	388	398	418

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	353	367	355	346	348	EPS (raportoitu)	0,21	0,39	0,51	0,50	0,50
Käyttökate	48,0	66,8	76,6	82,2	81,2	EPS (oikaistu)	0,31	0,45	0,46	0,52	0,52
Liikevoitto	26,9	46,5	61,0	59,4	58,4	Operat. kassavirta / osake	0,51	0,64	0,83	0,85	0,85
Voitto ennen veroja	25,4	46,0	60,4	58,8	58,1	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,38	0,10	0,67	0,68
Nettovoitto	16,9	32,2	41,7	40,9	40,8	Omapääoma / osake	1,44	1,66	1,95	2,08	2,20
Kertaluontoiset erät	-8,4	-4,5	3,7	-2,0	-2,0	Osinko / osake	0,16	0,24	0,35	0,38	0,42
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	327,0	333,5	398,8	388,2	398,4	Liikevaihdon kasvu-%	21 %	4 %	-3 %	-2 %	1 %
Oma pääoma	138,0	158,3	186,8	197,5	207,1	Käyttökateen kasvu-%	39 %	39 %	15 %	7 %	-1 %
Liikearvo	120,3	121,7	133,5	133,5	133,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	51 %	44 %	12 %	7 %	-2 %
Nettovelat	57,9	54,3	55,0	36,2	17,2	EPS oik. kasvu-%	47 %	45 %	4 %	13 %	0 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	13,6 %	18,2 %	21,6 %	23,8 %	23,3 %
Käyttökate	48,0	66,8	76,6	82,2	81,2	Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	13,9 %	16,2 %	17,7 %	17,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-4,7	5,3	-2,2	0,7	Liikevoitto-%	7,6 %	12,7 %	17,2 %	17,2 %	16,8 %
Operatiivinen kassavirta	42,0	52,5	68,4	69,6	69,9	ROE-%	14,7 %	25,2 %	28,1 %	24,7 %	23,2 %
Investoinnit	-12,6	-20,9	-61,2	-13,8	-14,1	ROI-%	12,7 %	20,9 %	23,1 %	20,9 %	20,5 %
Vapaa kassavirta	30,5	30,9	7,8	55,2	55,8	Omavaraisuusaste	45,7 %	51,0 %	46,8 %	50,9 %	52,0 %
						Nettovelkaantumisaste	42,0 %	34,3 %	29,4 %	18,3 %	8,3 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Otava Oy	29,0 %					EV/Liikevaihto	1,6	2,0	1,8	1,7	1,6
Mariatorp Oy	19,0 %					EV/EBITDA (oik.)	11,6	11,0	8,2	7,1	6,9
Ilkka-Yhtymä Oyj	10,9 %					EV/EBIT (oik.)	15,8	14,4	10,9	9,4	9,2
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	6,5 %					P/E (oik.)	16,4	16,1	12,0	11,1	11,2
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,6 %					P/B	3,5	4,3	2,8	2,8	2,6
Sr Nordea Nordic Small Cap	2,2 %					Osinkotuotto-%	3,2 %	3,3 %	6,3 %	6,5 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 laatieneen 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.6.2017	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 €	7,22 €
27.4.2018	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2018	Osta	7,40 €	6,34 €
19.7.2018	Lisää	7,30 €	6,94 €
24.9.2018	Lisää	7,20 €	6,44 €
26.10.2018	Lisää	7,00 €	6,24 €
5.12.2018	Lisää	7,00 €	6,42 €
15.2.2019	Lisää	7,00 €	6,22 €
23.4.2019	Lisää	7,00 €	6,12 €
26.4.2019	Lisää	7,00 €	6,18 €
20.5.2019	Lisää	6,70 €	5,82 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**