

Sanoma

31.03.2025 20.45 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Aurinko alkaa lämmittää

Oppimisliiketoiminnan kasvun ja mittavan tehostusohjelman seurauksena odotamme Sanoman tuloksen kasvavan huomattavasti lähivuosina. Luottamuksemme tuloskasvun realisoitumiseen liikevaihdon kasvun kautta on vankistunut, kun taas osakkeen arvostus on maltillinen. Nämä tekijät yhdessä Sanoman yleisesti keskimääräistä maltillisemman riskiprofiilin kanssa muodostavat mielestämme houkuttelevan tuotto/riski-suhteen. Tätä taustaa ja ennustemuutoksia heijastellen nostamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 9,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Oppimisliiketoiminnan suhteellinen paino on selvästi suurempi

Sanoman Euroopassa laajentunut oppimisliiketoiminta on kasvattanut vakaan ja ennustettavan liiketoiminnan osuuden yli puoleen yhtiön liikevaihdosta. Tämän liiketoiminnan korkeamman kannattavuuden ansiosta myös konsernin kannattavuuspotentiaali on noussut. Samaan aikaan medialiiiketoiminnan rooli on supistunut ja etenkin taantuvan painetun median suhteellinen osuus on laskenut (2024: 19 %). Odotamme tämän kehityssuunnan jatkuvan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä oppimisliiketoiminnan kasvun seurauksena, minkä lisäksi medialiiiketoiminnan laatu arviomme mukaan vahvistuu sen tuottojen digitalisaatioasteen noustessa.

Odotamme tuntuvaan tuloskasvuun lähivuosilta

Oppimisliiketoiminnan kasvupotentiaali asettuu arviomme mukaan 0-5 %:n haarukkaan, kun taas medialiiiketoiminnan kasvunäkymä on suhteellisen vakaa. Siten ennustamme yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuvauhdiksi noin 2 %. Yhtiö tulee arviomme mukaan vauhdittamaan kasvua jatkossakin yritysostoilla, erityisesti oppimisliiketoiminnassa. Oppimisliiketoiminnan kaksinkertaistamisen tavoite vuoteen 2030 mennessä edellyttääkin yhtiöltä useita yritysostoja

kuluvan vuosikymmenen toisella puoliskolla. Kuluvan vuoden tulostalalla on suhteellisen vakaa, mutta ennustamme Sanoman kannattavuuteen tasonnostoa vuonna 2026. Tämän taustalla on etenkin merkittävä Solar-tehostusohjelma sekä opetus suunnitelmallisuuden ajoitus oppimisliiketoiminnassa. Solar-ohjelmassa yhtiö on keskittynyt suurten yritysjärjestelyjen jälkeiseen toiminnan tehostamiseen ja prosessien kehittämiseen, ja tästä työstä 80 % oli toteutettu jo vuoden 2024 lopussa. Tämän ansiosta olemme luottavaisia ohjelman purevuuteen, kun oppimisliiketoiminnan liikevaihto kääntyy kasvuun vuosina 2026-2027. Näitä tekijöitä heijastellen odotamme yhtiöltä merkittävää tuloskasvuun lähivuosilta (2024-2027 EPS CAGR-% 16 %). Keskeisinä riskeinä ennusteillemme pidämme inflaation uudelleen kiihtymistä ja kuluttajan ostovoiman kehitystä sekä Solar-ohjelmasta realisoituvien tuloshyötyjen mittakaavaa.

Tuloskasvu ja osinko muodostavat houkuttelevan tuotto-odotuksen

Kuluvan vuoden matalalla tulostalalla osakkeen arvostus on hieman koholla (2025e oik. P/E 16x ja EV/EBITA 12x). Odottamamme tuloskasvu kuitenkin painaa vuosien 2026-2027 P/E-kertoimet 12-11x tasolle ja vastaavat EV/EBITA-kertoimet noin 9x tasolle. Siten odottamamme tuloskasvu toimii tuotto-odotuksen merkittävänä ajurina. Yhdessä vajaan 5 %:n osinkotuoton kanssa tuloskasvu nostaakin tuotto-odotuksen tuntuvasti yli tuottovaateen. Pidämme Sanoman riskiprofiilia keskimääräistä maltillisempiana, mitä kautta osakkeen tuotto/riski-suhte on mielestämme houkutteleva. Myös kassavirtamallin ja osien summa -laskelman muodostama arvostuksen viitekehys (10,0 ja 9,0 euroa/osake) puoltaa näkemystämme osakkeen houkuttelevasta hinnoittelusta.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

10,00 EUR
(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:
8,94

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1345	1316	1367	1392
kasvu-%	-3 %	-2 %	4 %	2 %
EBIT oik. ilman PPA	180	184	216	226
EBIT-% oik.	13,4 %	14,0 %	15,8 %	16,2 %
Nettotulos	40,5	80,3	115,2	123,3
EPS (oik.)	0,52	0,55	0,75	0,81

P/E (oik.)	14,9	16,4	11,9	11,0
P/B	1,6	1,9	2,2	2,0
Osinkotuotto-%	5,1 %	4,7 %	4,8 %	5,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,8	14,5	11,5	10,6
EV/EBITDA	6,0	6,3	5,9	5,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,6	1,5	1,5

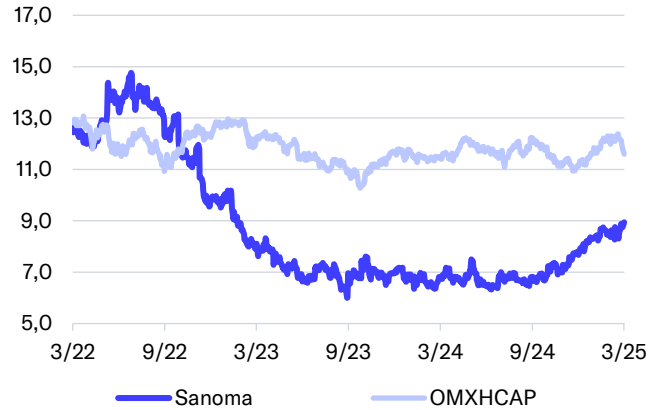
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

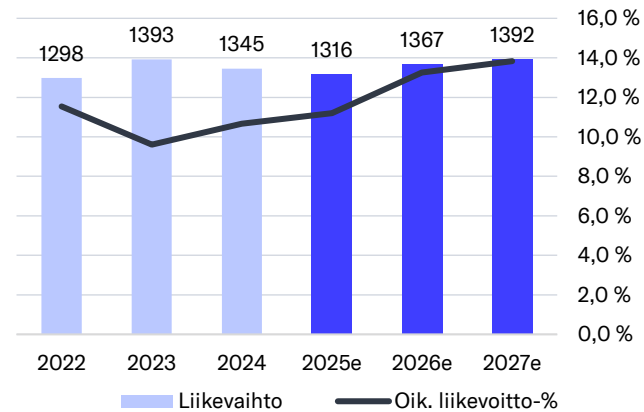
Vuonna 2025 Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,28–1,32 miljardia euroa (2024: 1,34) ja operatiivisen liikevoiton ilman PPA-poistoja odotetaan olevan 170-190 MEUR (2024: 180 MEUR).

Osakekurssi



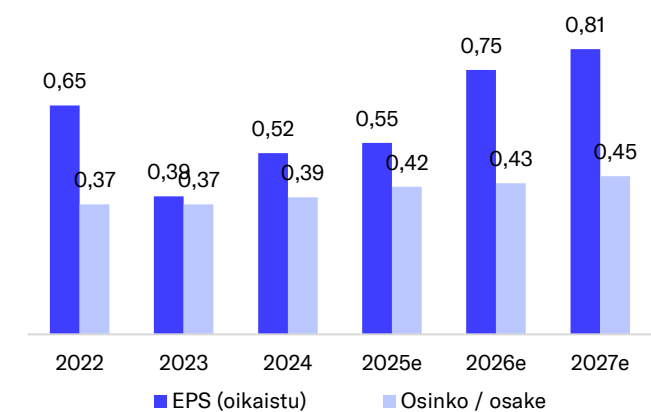
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Medialiiketoiminnan digitaalisten tuottojen kasvu
- Liikevaihdon rakenteen parantuminen digituottojen ja oppimisliiketoiminnan kasvun myötä
- Tehostustoimien kannattavuuden parannuspotentiaali
- Toteutettujen yritysostojen tuomat synergiahyödyt

Riskitekijät

- Painetun median trendinomaisen supistuminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Talouskehitykseen liittyvät riskit
- Teknologiariskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,94	8,94	8,94
Osakemäärä, milj. kpl	164	164	164
Markkina-arvo	1462	1462	1462
Yritysarvo (EV)	2133	2090	2038
P/E (oik.)	16,4	11,9	11,0
P/E	20,7	12,9	11,9
P/B	1,9	2,2	2,0
P/S	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	6,3	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	14,5	11,5	10,6
Osinko/tulos (%)	85,5 %	61,0 %	59,7 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

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

Sanoma lyhyesti

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

1 345 MEUR (1393MEUR)

Liikevaihto 2024 (2023)

13,4 % (12,6 %)

Operatiivinen liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja, 2024 (2023)

57 % / 82 %

Learningin osuus liikevaihdosta ja operatiivisesta liikevoitosta ilman PPA-poistoja, 2024

16 % / 19 %

Mainonnan/painetun median osuus liikevaihdosta, 2024

2016-2019

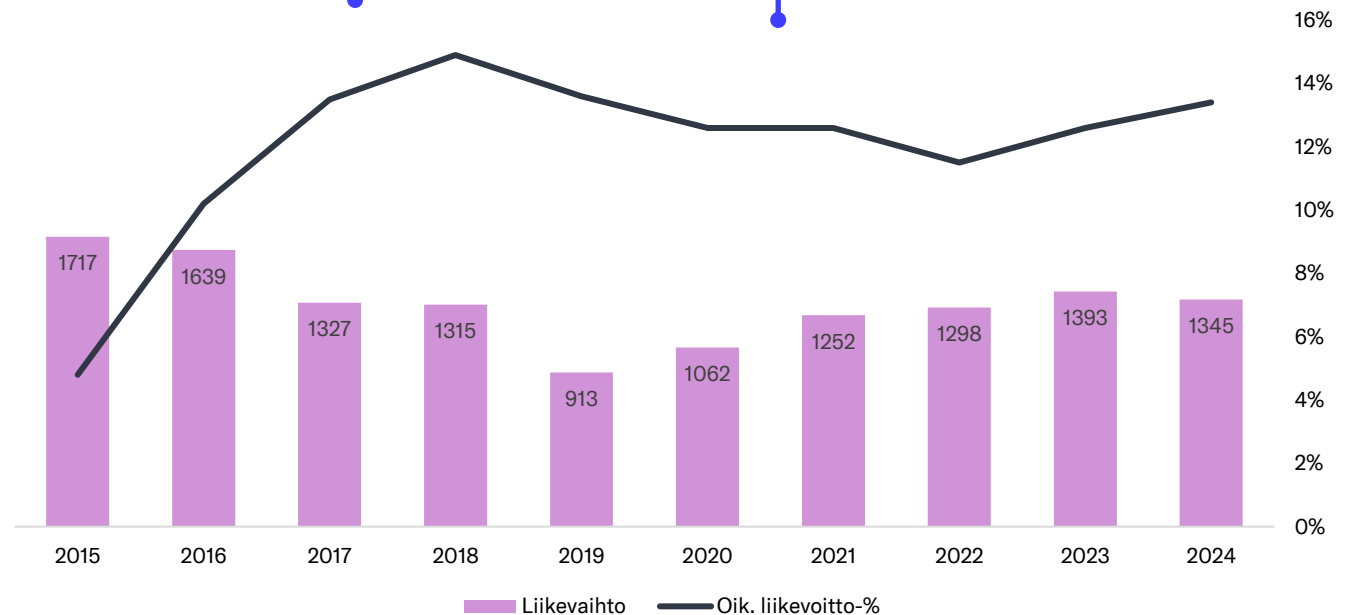
- Liiketoiminnan fokuoiminen, ei-synergisten liiketoimintojen myynti
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kassavirta paranee, velkaisuus laskee ja tase vahvistuu merkittävästi

2020-2023

- Liiketoiminnan painopiste vahvemmin oppimisen liiketoimintaan yritysostojen myötä
- Talouskehitys ja kustannusinflaatio heijastuvat kasvuun ja kannattavuuteen selvästi

2024-

- Fokus operatiivisessa tehokkuudessa
- oppimisliiketoiminnassa suuri tehostusohjelma, mediassa jatketaan jatkuvaa parantamista



Liiketoimintamalli 1/3

Oppimiskokoukset ja medialiiiketoimintaa

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liiketoiminnasta, Learningista ja Media Finlandista, koostuva oppimis- ja media-alan konserni. Yhtiöllä on oppimisen liiketoimintoja 12 maassa, kun taas medialiiiketoimintaa harjoitetaan vain Suomessa. Konsernin liikevaihto oli 1 345 MEUR vuonna 2024 (2023: 1 393 MEUR). Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja (jatkossa operatiivinen liikevoitto) oli 180 MEUR eli 13,4 % liikevaihdosta. Operatiivinen liikevoitto kohosi edellisvuoden 175 MEUR:sta (12,6 %) etenkin Media Finlandin tulospurkauksen seurauksena, kun taas Learningin tulospurkaus oli melko vakaata.

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

Kaksi itsenäistä liiketoimintaa

Learning-liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminta muodosti 57 % konsernin liikevaihdosta ja 76 % operatiivisesta liikevoitosta vuonna 2024.

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

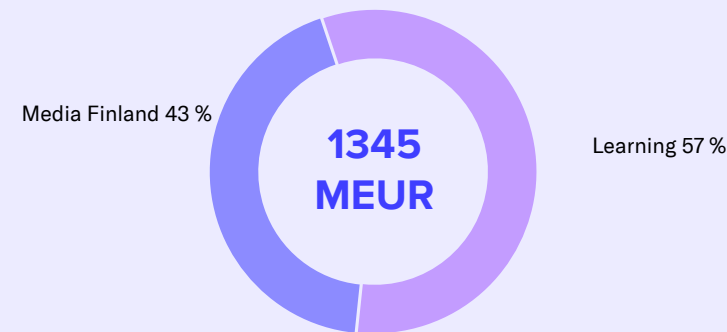
lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista, markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2024 liikevaihdosta oli 43 % ja 24 % operatiivisesta liikevoitosta ilman Muiden toimintojen tulosta. Yhtiö raportoi Muut toiminnot segmentin alla konsernin muut, liiketoimintasegmenteille allokoimattomat kulut, jotka olivat vuonna 2024 -14,4 MEUR.

Neljä tuotokomponenttia

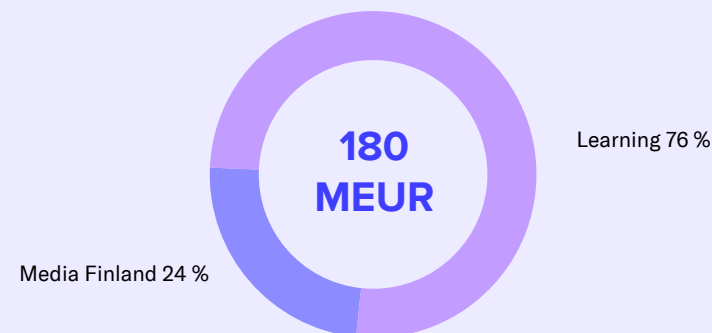
Sanoman liiketoiminta voidaan jakaa tuottotyypeittäin neljään pääkomponenttiin, jotka eroavat toisistaan tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja syklisyyden näkökulmasta.

Oppimisen tuotot (2024: 57 % liikevaihdosta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin digitaalisten ja painettujen oppimateriaalien (sis. jakelun) sekä digitaalisten oppimis- ja opetuslustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori, ja erityisesti peruskoulut, lukiot sekä ammattikoulut (K12). Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtäimellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä osin Q2:lle, mutta etenkin Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoman tuottoihin ja kassavirtaan voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti maakohtaisesti. Tämän taustalla on oppimateriaalien kysyntä, jota ohjaa tyypillisesti 4-8 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetussuunnitelmaudistukset. Learningin kasvun ja maantieteellisen laajentumisen ansiosta tuottojen vuosien välinen heilunta on koko liiketoiminnan tasolla maltillista,

Liikevaihdon jakauma 2024



Liikevoiton jakauma 2024*



* Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja, huom. Segmenttikohtaiset suhteelliset osuudet eivät huomioi Muiden toimintojen tulosta
Lähde: Sanoma ja Inderes

Liiketoimintamalli 2/3

sillä maiden opetussuunnitelmien uudistukset eivät ajoitu samoille vuosille.

2) **Median sisältötuotot** (2024: 22 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu+) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta oli viime vuonna noin 19 % (87 % kaikista sisältötuotoista) ja vastaavasti irtonumeromyyntin osuus on vajaa 3 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

3) **Media mainostuotot** (2024: 16 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtien, tv- ja radiokanavien ja niihin liittyvien verkkopalvelujen mainos- ja ilmoitustuotoista. Printtimainonnan suhteellinen osuus on laskenut merkittävästi ollen vain 21 % kaikista mainostuotoista vuonna 2024, joten suuri osa tulee digitaalisista kanavista, TV:stä ja radiosta. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan jokseenkin syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

4) **Muut tuotot** (2024: 6 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta tuntuvan osan (arviolta karkeasti 25-30 %) muista tuotoista muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista suuri osa tulee kuluttajilta. Suhteessa aiempaan, muita tuottoja supisti vuoden 2024 alusta tapahtunut Netwheels-

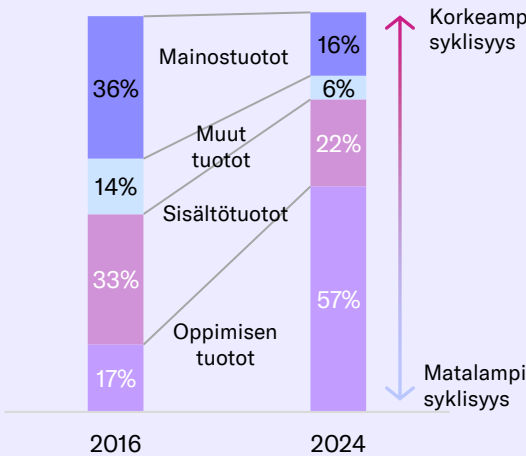
liiketoiminnan (2023 liikevaihto 8 MEUR) myynti muiden pienempien divestointien kanssa.

Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli 19 % vuonna 2024. Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Medialiiketoiminnan alle lukeutuvan muun kuin painetun median tuottojen osuus (sis. myös lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta oli 23 % vuonna 2024.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen ja muiden tuottojen kasvuun, mutta niiden osalta vaikutukset ovat mediaa lievemmiä. Sanoma on viime vuosina muokannut liiketoiminnan painopistettä yritysjärjestelyillä merkittävästi. Etenkin oppimisliiketoiminnan kasvun ansiosta taantuvien painetun median tuottolajien osuus on laskenut huomattavasti. Samalla liiketoiminnan tuottojen riippuvuus yleisestä talouskehityksestä eli suhdanneherkkyys on laskenut.

Sanoman liikevaihdon jakauma 2024



Trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

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

Liiketoimintamalli 3/3

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen eikä tätä kokonaiskuvaa mielestämme muuta vuosien 2022-2023 aikana nähty voimakas inflaatio ja mainostuottojen supistuminen, jotka painoivat yhtiön kannattavuutta väliaikaisesti. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen suhdanneriippuvuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä yli ajan varsin hyvä ja ennustettava liiketoiminnan kassavirta. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

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

Ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista muodostuvien tulojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2024 76 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja mediasisältöjen

tilausmyynnistä. Vastaavasti kulutuskysynnän ja taloussykliä mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on laskenut merkittävästi viime vuosien oppimisliiketoiminnan yritysostojen myötä.

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvän hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Metan (sis. Facebook ja Instagram) tuoma kilpailupaine ovat kuitenkin heikentäneet paikallisten mediatilojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan muutosvauhti on kuitenkin jossain määrin tasoittunut, kun suuremmat mediatilat ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta. Hinnoitteluvoimaa on kuitenkin viime aikoina testannut erityisellä tavalla korkealle kohonnut kustannusinflaatio, minkä vieminen hintoihin on hidasta ja vaatii uusia paketoitiratkaisuja tuote-/palvelutasolla.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävältä osin kiinteää. Painetun median taantumisesta johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun median osalta arviomme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa

toimintaansa.

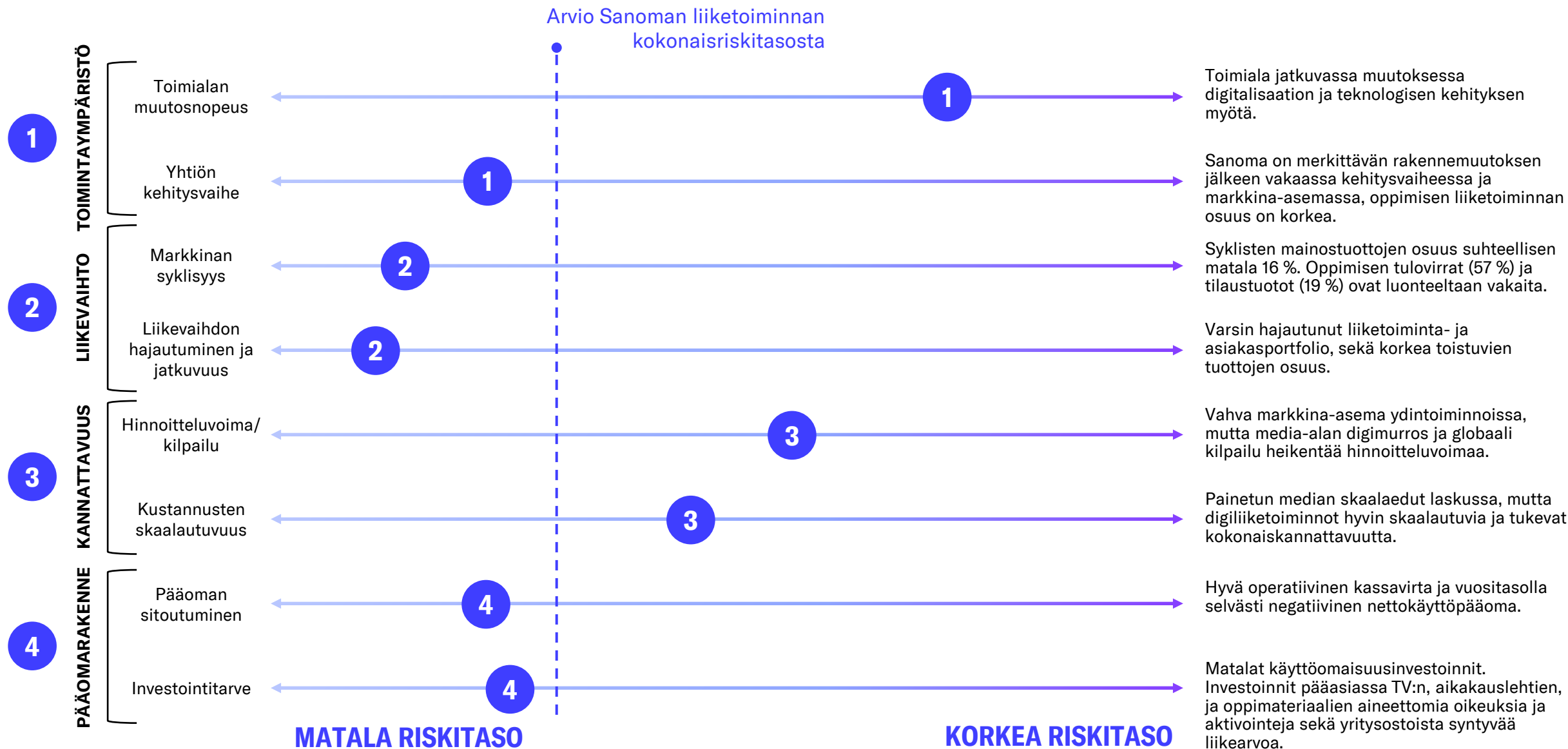
Kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus korkeampi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia, kunhan yhtiö onnistuu pitämään kiinni asiakkuuksista niiden siirtyessä printistä digiin.

Käyttöpääoma vahvistaa operatiivista rahavirtaa

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen (nettokäyttöpääoma/liikevaihto -15,7 % vuoden 2024 lopussa). Näiden lisäksi liiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa.

Liiketoiminnan painottuminen aiempaa voimakkaammin oppimisliiketoimintaan kuitenkin laskee negatiivista käyttöpääomaa suhteellisesti. Opetussuunnitelmauudistuksien ajoituksesta johtuen sisältöinvestoinnit vaihtelevat myös vuosittain. Lyhyellä tähtäimellä yhtiö on pyrkinyt ja pyrkii edelleen tehostamaan mm. sisältötuotantoa, minkä lisäksi oppimisliiketoiminnan lähivuosien kasvunäkymä edellyttää vähemmän sisältöinvestointeja. Siten vuoden 2024 tapaan lähivuosien kassavirran tulisi saada vahvistusta pienemmistä investoinneista, minkä lisäksi laskeneen velkaantuneisuuden ja korkojen kehityksen tulisi vahvistaa rahavirtaa.

Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja strategia muodostuu itsenäisten liiketoimintojen strategioiden kautta. Konsernitason strategian puuttuminen on mielestämme luontevaa, sillä liiketoimintojen liiketoimintamallit, markkinat ja kilpailukenttä poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden synergiat rajoittuvat konsernin hallinnollisiin osiin. Nopeasti muuttuvassa mediakentässä pitkälle katsovat ja jäykät konsernitason strategiat voisivat mielestämme luoda yhtiölle jopa kilpailuhaittaa.

Lyhyellä tähtäimellä Sanoman strateginen fokus on arviomme mukaan mukaan ydinliiketoimintojen skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, liiketoiminnan tehostamisessa ja kassavirran vahvistamisessa. Toteutettujen yritysostojen osalta yhtiö on saanut integraatiot valmiiksi ja kustannussynergiat työstetään etenkin oppimisliiketoiminnassa Solar-tehostusohjelman avulla.

Yritysostot ovat olennainen osa strategiaa

Yrityskaupat ovat tärkeässä osassa Sanoman strategiaa, sillä yritysostoja tarvitaan liikevaihdon kasvattamiseksi ja mittakaavaetujen varmistamiseksi sekä painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi. Yritysmyynteillä puolestaan on historiassa ohjattu pääomia tehokkaampaan käyttöön, mutta nykyisessä liiketoimintaportfolioissa ei arviomme mukaan ole enää olennaisia potentiaalisia kohteita yritysmyynteille.

Jatkossakin yritysostot painottuvat arviomme mukaan erityisesti Learning-segmenttiin. Lyhyellä tähtäimellä Learningissa pääpaino lienee täydentävissä yritysostoissa,

mutta pidemmällä tähtäimellä se tavoittelee merkittävää kasvua sen ydinmarkkinoilla Euroopassa. Media Finland taas voisi arviomme mukaan toteuttaa pääasiassa pieniä, arvoketjuasemaa ja skaalaetuja vahvistavia yrityskauppoja.

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Sanomalla on tase- ja rahoitusasemaa koskevat konsernitason taloudelliset tavoitteet, kun taas kasvua ja kannattavuutta koskevat tavoitteet ovat segmenttitasolla. Näiden lisäksi konsernitason kasvutavoitteena on yli 2 miljardin liikevaihto vuoteen 2030 mennessä siten, että yli 75 % liikevaihdosta tulee oppimisliiketoiminnasta. Lisäksi yhtiön osinkopolitiikka on kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta.

Viimeisten raportoitujen lukujen (2024) valossa velkaantuneisuus (2,2x) ja vakavaraisuus (45 %) olivat mielestämme perustelluilla tasoilla olevien tavoitteiden mukaiset. Yhtiöllä on 150 MEUR:n hybridilaina, joka luetaan omaan pääomaan, mutta se ei lukeudu nettovelkaan kirjanpitoläytännön vuoksi. Tämä parantaa taseen tunnuslukuja, vaikkakin lopulta nämä varat eivät ole osakkeenomistajien varoja.

Sanoma painottaa osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Kasvavan osingon ura kuitenkin katkesi keväällä 2023, sillä heikentyneen vapaan rahavirran ansiosta yhtiö leikkasi vuodelta 2022 maksettua osinkoaan. Vuodelta 2024 jaettava osakekohtainen osinko kasvaa edellisestä vuodesta 0,39 euroon (2023: 0,37 euroa/osake) ja vastaa 44 % vapaasta rahavirrasta ja arviomme mukaan yhtiöllä on nyt edellytykset jatkaa kasvavan osinkopolitiikan mukaista voitonjakoa jatkossa.

Taloudelliset tavoitteet ja voitonjakopolitiikka



Velkaantuneisuus: Nettovelan ja oik. käyttökatteen suhde alle 3x

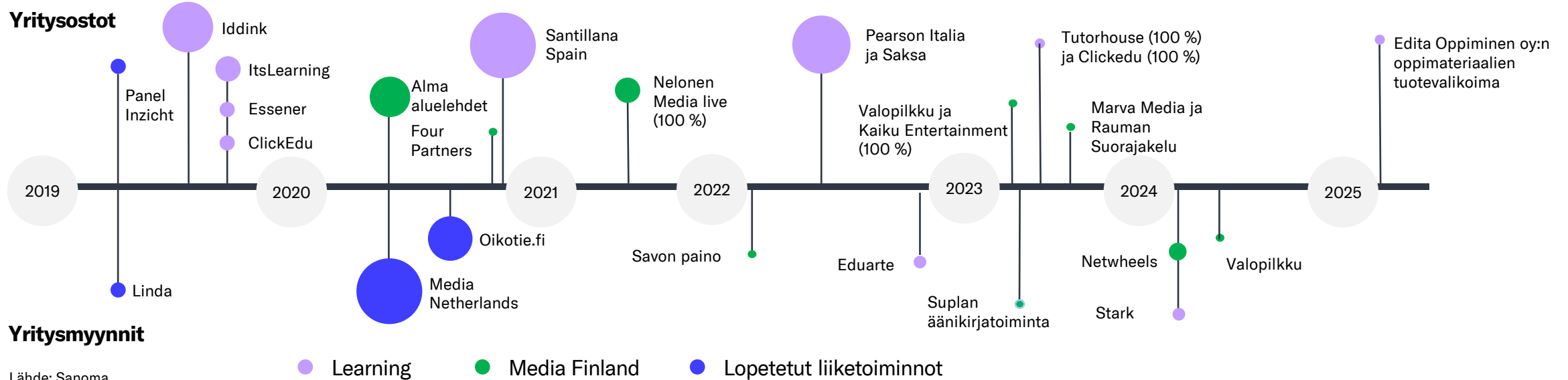


Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste 35-45 %



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

Sanoman yrityskaupat 2019-2025 ja segmenttien M&A strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Learning

- Yrityssostojen merkitys korkea
- Yrityssostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytänteet (K12) ja niihin liittyvät markkinat
- Skaalaajien ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoimintoissa
- Laajentuminen nykyisillä markkina-alueilla (lyhyt tähtäin)
- Laajentuminen maantieteellisesti uusiin kohteisiin (keskipitkä ja pitkä tähtäin)

Media Finland

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

Sanoman strateginen ja operatiivinen kehitys

2017
-
2019

2020
-
2023

2024
-
2025

Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

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

Merkittäviä yritysjärjestelyjä molemmissa liiketoiminnoissa

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

Tehostustoimia kannattavuuden ja taseen vahvistamiseksi

- Median rakennemuutoksen myötä medialiiketoiminnan painopisteen siirtyminen kohti digitaalisia tuotteita ja palveluita jatkuu
- Learning Solar-tehostusohjelman eteneminen, medialiiketoiminnassa jatkuvan tehostamisen työstämistä
- Tehostusohjelmat ovat jo tukeneet vapaata rahavirtaa pienempien investointien kautta
- Kassavirran ja rahoitusaseman vahvistamista jatketaan ennen seuraavia suurempia yritysjärjestelyjä

Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokusoituneempi ja kannattavampi, painopiste siirtynyt selkeästi Oppimisliiketoimintaan
- Kannattavuus hyvällä tasolla Learningissa, mutta Media Finlandin kannattavuutta on rokottanut eritoten painetun median taantuminen
- Yritysostojen myötä kohollaan ollut velkaantuneisuus on laskenut mukavuusalueelle

Lähitulevaisuus 1-3v

- Fokus operatiivisessa tehokkuudessa, Solar-ohjelma Learningissa ja Media Finlandissa jatkuvaa tehokkuuden parantamista
- Investoinnit oppimisliiketoiminnan digitaaliseen kehitykseen jatkuvat, sisältöinvestoinnit pienevät
- Media Finlandissa fokuksessa siirtyminen printistä digiin
- Velkaantuneisuuden laskiessa yritysjärjestelyt tulevat entistä ajankohtaisemmaksi ja niiden todennäköisyys nousee

Pitkä aikaväli

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

Toimialakatsaus – Learning 1/2

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

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

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

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja koulutusjärjestelmien ja oppimateriaalien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 4-8 vuoden sykleissä. Näiden muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkän aikavälin trendikasvu toimialalla on maltillista.

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

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

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

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

Oppimateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimateriaalimarkkinoiden ja digitaalisten oppimisalustojen osuus opetuksen kokonaismenoista on Sanoman mukaan vain noin 3 % yhtiön markkina-alueilla.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus – Learning 2/2

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

Oppimisalustojen näkymät

Oppimisalustojen sekä opetuksen hallinnollisten järjestelmien osuus Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (noin 10-20 %). Näitä kustannuksia katetaan myös oppimateriaaleja huomattavasti suuremmasta hallintoon, järjestelmiin ja kehittämiseen suunnatusta opetustoimen budjetista. Tämän budjetin suuruusluokka on tavanomaisesti noin 15 % kokonaismenoista.

Edellä mainituista oppimisen markkinoiden trendeistä ja laajemmasta markkinapotentiaalista johtuen tämän osa-alueen kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä arvioimme mukaan oppimateriaalimarkkinaa selvästi positiivisemmat (>5 %/vuosi).

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

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

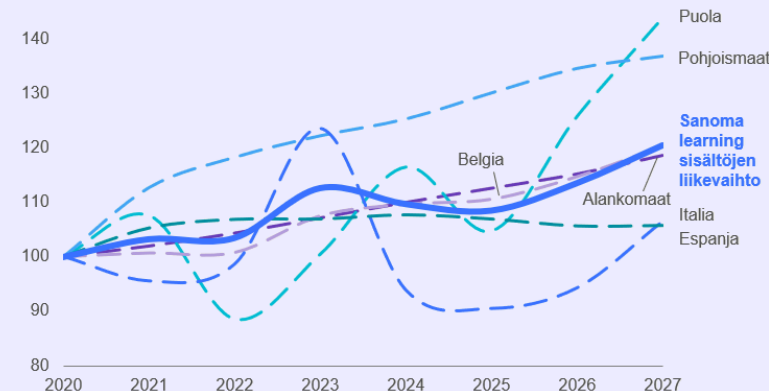
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta.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

Sanoman pääkilpailijoita oppimateriaalien kustantamisessa ovat Suomessa Otava, Hollannissa Noordhoff ja ThiemeMeulenhoff, Belgiassa Plantyn ja Pelckmans, Puolassa WSiP, Ruotsissa Liber, Natur & Kultur ja Gleerups, Espanjassa Grupo Anaya ja Italiassa Mondadori ja Zanichelli.

Noordhoff, Plantyn ja Liber ovat Infinitas Learningin omistamia, kun taas ThiemeMeulenhoffin omistaa saksalainen Klett.

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

K12 oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



* Learningin sisältöliikevaihto ilman Pearson-yrityksoston vaikutusta vuosina 2022-2023

Learning 1/3

Learning on Sanoman suurempi segmentti

Learning-segmentistä on kasvanut liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti, mikä on seurausta muun muassa yritysostoista. Sanoma Learningin liikevaihto vuonna 2024 oli 764 MEUR eli 57 % Sanoman liikevaihdosta. Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti. Vuonna 2024 sen operatiivinen liikevoitto oli 147 MEUR eli 19,2 % liikevaihdosta.

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

Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen oppimateriaali- ja oppimISRatkaisumarkkinoilta. Vuonna 2024 sen liikevaihdosta painettujen tuottojen osuus oli 54 % liikevaihdosta ja loput olivat muita kuin painettuja tuotteita.

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin vuoden 2024 liikevaihdosta 79 % muodostui oppimateriaaleista, mikä kattaa sekä painetut että digitaaliset materiaalit. Tämä on Learningin tuottolähteistä myös kannattavinta liiketoimintaa, sillä sen kannattavuus on Sanoman mukaan paikallisesta markkinasta riippuen 15-35 %:n tasolla. Vastaavasti alle 10 % liikevaihdosta tuli vuonna 2024 materiaalien jakelusta, joka on matalalla 0-5 %:n kannattavuustasolla. Jakelutoiminnan heikon kannattavuuden vuoksi yhtiö on myös luopunut joistain jakelusopimuksista. Loppuosa jakaantui

opetusalustojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken, joissa marginaalit ovat tavanomaisesti 5-10 %:n tuntumassa.

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

Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat vertailukelpoisen liikevaihdon 2-5 %:n vuotuinen kasvu sekä oikaistu liikevoitto-% ilman PPA-poistoja yli 23 %, jota se tavoittelee Solar-tehostusohjelman avulla vuonna 2026, ja johon liittyvistä toimenpiteistä noin 80 % oli toteutettu vuoden 2024 lopussa. Lisäksi konsernitason yli 2 miljardin liikevaihtotavoitteesta 75 % tulisi muodostua oppimisliiketoiminnasta vuonna 2030. Tämä tarkoittaa, että tavoitteena on lähes kaksinkertaistaa Learningin kokoluokka kuluva vuosikymmenen loppuun mennessä. Kasvua Learning tavoittelee orgaanisesti opetussuunnitelmien uudistuksien myötä sekä kasvavan digitaalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa kohdennettuja investointeja sisältöön ja digitaalisiin alustoihin. Olennaisena kasvun ajurina tulee arviomme mukaan toimimaan myös jatkossa yritysostot.

764 MEUR (2023 : 795 MEUR)

Liikevaihto 2023

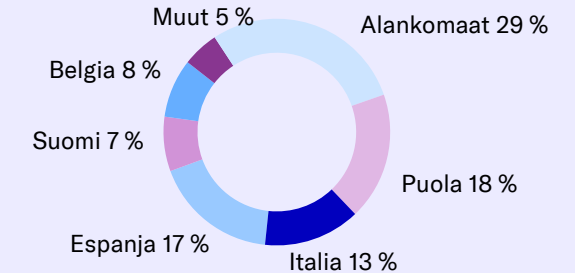
19,2 % (2023: 18,7 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%*

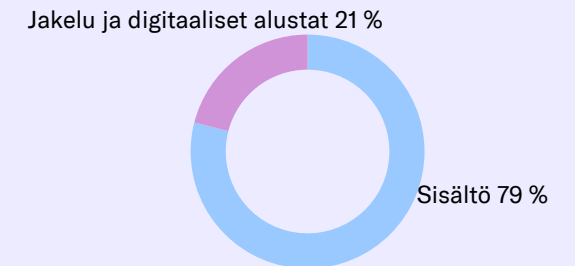
~ 17 %:n markkinaosuus

Euroopan 4-5 miljardin K12-markkinoilla

Liikevaihto maittain, 2024



Liikevaihto tuotelajeittain, 2024



Learning 2/3

Opetussykliden vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästikin segmentin liikevaihdon kehitykseen (ks. s. 14 graafi). Esimerkiksi Espanjan opetus suunnitelma uudistuksen päätyminen laskee liikevaihtoa viime vuonna yhdessä kannattamattomien jakelusopimusten päättämisen kanssa.

Arviomme mukaan Learning pyrkii vahvistamaan otettaan etenkin eri markkinoiden digitaalisista oppimisalustoista myös jatkossa, sillä strategisesti tämä asema on houkutteleva tuottojen tasaisen luonteen takia. Lisäksi alustapuolella arvioimme ostojen olevan pitkäikäisiä, sillä alustan vaihtokynnys on kustannusten ja käyttötottumusten takia korkea. Oppimateriaalien vaihto voi taas arviomme mukaan olla hieman kevyempää opetus suunnitelmien vaihtuessa. Tätä laajentumista yhtiö voi tehdä tuomalla sen jo omistamia alustoja markkinoille, joissa digitaalisuusaste on kasvussa tai epäorgaanisesti ostamalla jo näillä markkinoilla vahvan aseman omaavia alustoja.

Arvioimme Sanoman yritysostostrategian painopisteen olevan etenkin Learningin laajentumisessa. Siinä ensisijaisena kohdemarkkinana on arviomme mukaan K12-markkina Euroopassa, mutta myöskaan Euroopan ulkopuolinen laajentuminen K12-markkinalla ei käsityksemme mukaan ole poissuljettua pitkällä aikavälillä.

Lähipuosien kasvun ennusteet

Ennustamme Learning-segmentin liikevaihdon laskevan vuonna 2025 3 %, minkä taustalla ovat vakaasti kehittyvä oppimateriaalien kysyntä lähes kaikissa Learningin suurissa toimintamaista sekä edelleen hieman liikevaihtoa jarruttavat jakelusopimusten päättymiset. Arviomme mukaan liikevaihtoa tukee tavanomaiset hintojen korotukset, sillä inflaation rauhoittuminen on vienyt paineet ja perusteet edellisten vuosien tapaisille korkeammille hintojen

korotuksille. Tätä taustaa vasten ennustemme vuoden 2025 liikevaihdoksi on 741 MEUR (2024: 764 MEUR).

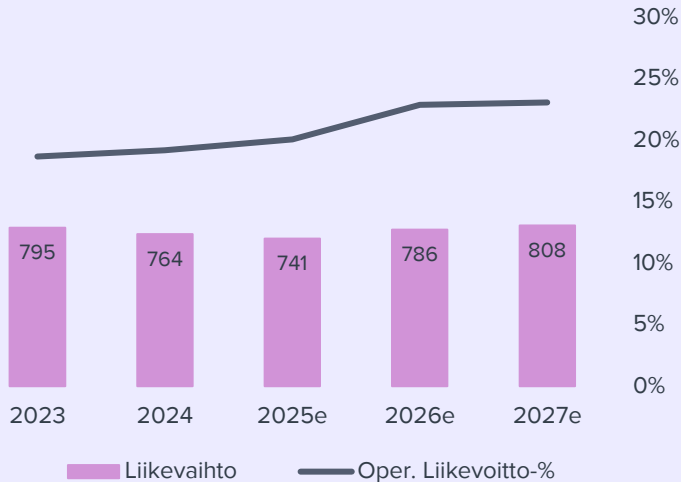
Vuonna 2026 ennustamme liikevaihdon kääntyvän selvään kasvuun, kun ennustemme odottaa 786 MEUR:n liikevaihtoa, mikä vastaa 6 %:n kasvua. Tämän kasvun taustalla toimii Learningin suurien toimintamaiden eli Puolan ja Espanjan käänne kasvuun, mitä tukee Alankomaiden ja Pohjoismaiden vakaan kasvun jatkuminen. Pientä jarrua kasvulle tuo kuitenkin Italian yhä jatkuva lievä supistuminen. Markkinanäkymien pohjalta kasvuajurit säilyvät jokseenkin samansuuntaisina myös vuonna 2027, mitä peilaten ennustamme odottaa vuodelta 2027 3 %:n kasvua 808 MEUR:oon.

Lähipuosien tulosenennusteet

Ennustamme Learningin vuoden 2025 operatiivisen liikevoiton kehittyvän melko vakaasti, kun ennustemme operatiiviseksi liikevoitoksi on noin 149 MEUR (2024: 146,9 MEUR) ja vastaa 20,1 %:n marginaalia. Jokseenkin vakaan tulostason ennustemme taustalla on tavanomaisen kustannusinflaation lisäksi odotus lievästä tulospainneesta liikevaihdon supistumisen seurauksena. Näiden vaikutusta kuitenkin paikkaa lievästi vuoden 2025 tulokseen heijastuvat Solar-tehostusohjelman säästöt. Lisäksi on huomioitava, että liikevaihdon supistumista ajavien jakelusopimusten kannattavuus on historiallisesti ollut varsin matala, joten tulosmenetys näiden päättymisestä on myös pieni.

Vuoden 2026 operatiivisen liikevoiton ennustamme kohoavan noin 180 MEUR:oon, minkä ajurina toimii liikevaihdon selvän kasvun lisäksi Solar-ohjelman täysimittaiset vaikutukset. Solar-ohjelmasta osa tulosparannuksesta tulee pienempien investointien kautta tulevasta poistojen supistumisesta,

Learningin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	795	764	741	786	808
Operatiivinen liikevoitto	148,4	146,9	148,8	179,7	186,5
Liikevoitto oik.	113,9	116,5	118	151,7	161,5
Liikevoitto	70,5	59,1	102,5	145,7	155,5
Kertaluonteiset erät	-43,4	-57,4	-15,5	-6	-6

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-3,9	-3,1 %	6,1 %	2,7 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	12,6 %	-1 %	1,3 %	20,8 %	3,8 %
Oper. Liikevoitto-%	18,7 %	19,2 %	20,1 %	22,9 %	23,1 %
Oik. Liikevoitto-%	14,3 %	15,2 %	15,9 %	19,3 %	20,0 %
Liikevoitto-%	8,9 %	7,7 %	13,8 %	18,5 %	19,3 %

Lähde: Inderes

Learning 3/3

mikä on heijastunut jo investointitasoihin ja siten vapaaseen kassavirtaan. Tämän lisäksi arvioimme korkeampien volyymien tuovan esiin tehostusohjelman kautta haettuja tehokkuusparannuksia sisällönsuunnittelussa ja tuotannossa. Myös digitaalisten alustojen kehitystyötä on jo isolta osin keskitetty Puolaan ja Espanjaan, joten tämänkin tulisi näkyä tuloskehityksessä ensi vuonna. Vuoden 2026 ennusteemme vastaa 22,9 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia, joka on karkeasti linjassa yhtiön tavoitteleman yli 23 %:n tason kanssa. Ennustamme liikevaihdon kasvun kohottavan vuoden 2027 operatiivisen liikevoitto-%:n 23,1 %:iin, mikä vastaa 186,5 MEUR:n operatiivista liikevoittoa. Lievän kannattavuuden vahvistumisen taustalla vuoden 2027 ennusteessa on volyymikasvu varsin kannattavalla Espanjan ja Puolan opetusmarkkinalla.

Learningin pitkän aikavälin vakaan näkymän ansiosta siihen liittyvät ennusteriskit ovat mielestämme keskimääräistä liiketoimintaa maltillisemmat. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta kasvattaa riskit inflaation heilahtelusta, sillä arviomme mukaan niiden huomioiminen hinnoittelussa tulee rakenteellisesti viiveellä. Siten kohoava inflaatio voisi aiheuttaa odotuksiamme enemmän painetta kannattavuuteen. Keskeiset positiiviset riskit liittyvät mielestämme odotuksiamme voimakkaammin purevaan tehostusohjelmaan.

Learningin arvostus

Olemme identifioineet Learning -segmentille viisi listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei mielestämme kokonaisuutena toimi tällä hetkellä relevanttina mittatikkuna Learningille.

Arviomme mukaan vertailuryhmän toimijoista Pearson, John Wiley & Sons Inc ja Wilmington soveltuvat arvostuksen vertailuun parhaiten ja olemmekin haarukoineet Learningin hyväksyttävän arvostuskertoimen näiden vuosien 2025 ja 2026 mediaani EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat noin 14-12x. Learningin vuosien 2025 ja 2026 operatiivisen liikevoiton ennusteillamme ja verrokkien kertomilla muodostuu Learningin arvoksi 1 887 MEUR. Pidämme verrokkiyhtiöiden lähivuosien absoluuttisia arvostuskertoimia perusteltuna, kun huomioidaan Sanoman oppimisliiketoiminnan vakaa ja ennustettava kysyntä sekä varsin hyvä kannattavuustaso.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös peilata Santillana Spain ja Pearson -yritysostojen arvostuskertoimiin. Santilla-kaupan yritysarvo (EV) oli 465 MEUR ja ostetun kohteen keskimääräinen operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja vuosina 2018-2020 oli 34,6 MEUR. Näin ollen kaupan EV/EBITA-kerroin oli reilu 13x. Ennustamme Learningin vuoden 2025 operatiivisen liikevoiton olevan 149 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1 845 MEUR. Pearson-kaupan EV oli 190 MEUR ja vuosien 2020-2021 keskimääräinen operatiivinen liikevoitto (ilman PPA-poistoja) oli 17,5 MEUR, mikä tarkoittaa lähes 11 EV/EBITA-kerrointa. Tämä antaisi Learningin arvoksi 1 615 MEUR. Learningin arvo on edellä esiteltyjen menetelmien keskiarvolla laskettuna 1 885 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus on hieman noussut edellisestä laajasta päivityksestä (2024 arvio: 1 713 MEUR). Tämän taustalla on se, että verrokkien arvostuskertoimet ovat hieman nousseet ja tulosennusteemme on hieman vuodentakaisesta korkeampi.

Learningin verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		25e	26e	25e	26e
Bloomsbury Publishing PLC	583	12,1	11,0	1,4	1,4
Pearson PLC	10850	14,1	13,1	2,4	2,3
John Wiley & Sons Inc	2936	13,5	11,9	1,9	1,9
Wilmington PLC	358	14,3	11,3	2,8	2,6
Chegg Inc	221			0,6	0,6
Keskiarvo		13,5	11,8	1,8	1,8
Mediaani		13,8	11,6	1,9	1,9

Toimialakatsaus – media 1/4

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa tällä hetkellä useat erisuuntaiset rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit. Media-alan kasvun pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen murros, joka muokkaa kuluttajien ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana trendilaskuna sekä digitaalisen median kasvuna. Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti selkeä korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mainosmyynnin tuottoihin. Lisäksi mediayhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediayhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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



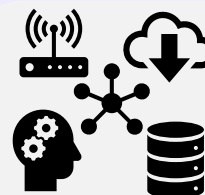
Digitalisaatio

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.



Säätely ja kulttuuri

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

Toimialakatsaus – media 2/4

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

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakaus- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan verkkomainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja Kantar TNS:n mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä oli noin 55 % kaikesta mainonnasta vuonna 2024.

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

Kantar TNS:n mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa,

mutta vuosina 2023-2024 se on jäänyt noin edellisvuosien tasolle vaisua talouskehitystä peilaten. Koko markkinan kasvu painui vuonna 2024 - 3 %:iin (2023: -2 %), minkä yhtenä suurena ajurina toimi sanomalehtien painetun mainonnan peräti 18 %:n lasku. Arvioimme, että verkkomainonnan kasvu jatkuu yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtolumeromyyntin osalta. Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyyntin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyyntin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Tällä hetkellä yksinomaan digitaalisen lehden tilaajat ovatkin Helsingin Sanomien suurin asiakassegmentti. Sanoman uutismedioissa digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut reiluun 95 %:iin kokonaistilaajien määrästä.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm.

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyyden-suojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus – media 3/4

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

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on historiallisesti ollut tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa. Arvioimme mukaan voimakas kustannusinflaatio on asettanut painetun median

kannattavuuden paineeseen samalla, kun niiden volyymit ovat laskeneet merkittävästi viime vuosina. Tämä tekee painetussa mediassa kohtuullisen kannattavuuden saavuttamisesta entistäkin hankalampaa, mikä arviomme mukaan vauhdittaa rakennemuutoksia painetun median saralla.

Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

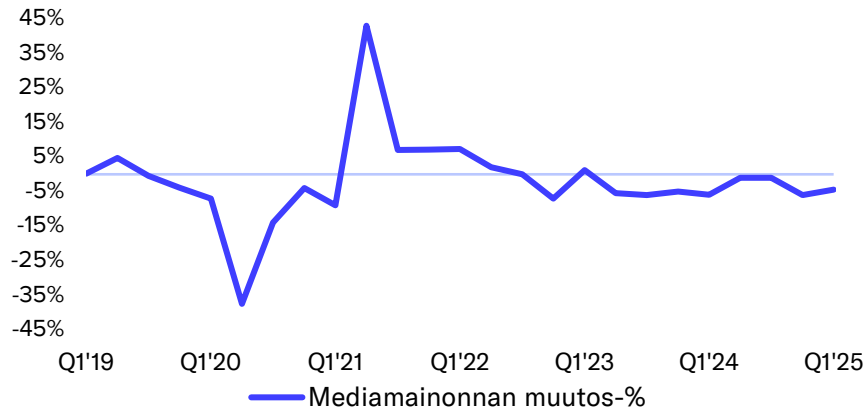
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Rahapelimarkkinan vapautuminen kasvattanee markkinaa

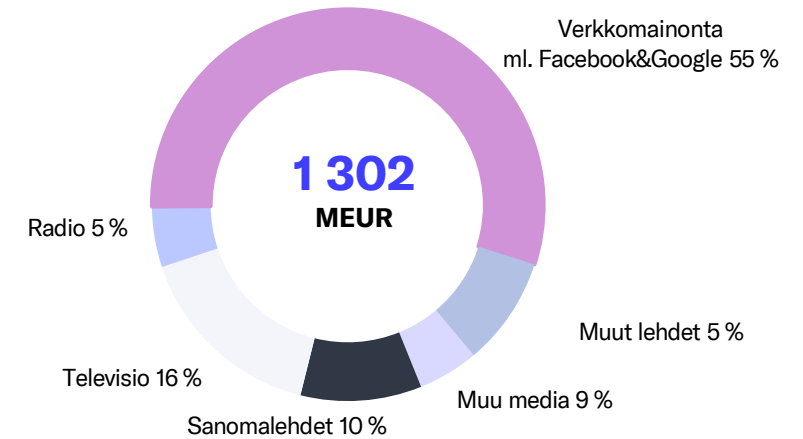
Rahapelimarkkina on vapautumassa Suomessa kilpailulle arviolta vuonna 2027. Tällä hetkellä näyttää siltä, että tämä myös kasvattaa mainosmarkkinaa, sillä rahapeliyhtiöiden odotetaan panostavan niiden bränditietoisuuteen sekä rahapeliin markkinointiin. Lainsäädännön ollessa yhä kesken, liittyy rahapeliin vapautumisen vaikutuksiin mainosmarkkinointiin kuitenkin vielä epävarmuutta. Alalta kuulemiemme arvioiden perusteella tällä hetkellä sen vaikutuksen arvioidaan olevan noin 100-200 MEUR, mikä tarkoittaisi keskikohdasta laskettuna noin 12 %:n kasvua suhteessa nykyiseen mainosmarkkinaan. On kuitenkin huomioitava, että rahapeliyhtiöiden voidaan olettaa käyttävän rahaa markkinointiin sekä sponsorointisopimusten muodossa että puhtain mainosinvestointien muodossa. Tästä esimerkkinä toimii jo Veikkauksen solmima sponsorointisopimus. Täten suorat vaikutukset mainosmarkkinaan jäänee kokonaisvaikutusta pienemmäksi, mutta tästä huolimatta uskomme sen tuovan selvää kasvua mainosmarkkinaan. Tämän hetken tiedon perusteella arvioimme sen heijastuvan mainontaan vuosien 2026-2027 vaihteessa brändinrakennus panostusten myötä ja tästä eteenpäin ns. jatkuvana mainontana vuodesta 2027 alkaen. Arvioimme rahapeliyhtiöiden mainosinvestointien painottuvan pitkässä juoksussa digitaalisiin kanaviin, joissa mainoksien konversioaste (ts. kuinka hyvin yksittäiset mainokset konvertoituvat rahapelaamiseen) tulee olemaan keskeinen kilpailutekijä.

Toimialakatsaus – media 4/4

Suomen mediamainonnan kehitys



Suomen mediamainonnan jakauma, 2024



Media Finland 1/3

Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 581 MEUR vuonna 2024, mikä vastasi 43 % Sanoman liikevaihdosta. Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (operatiivinen liikevoitto 47,5 MEUR eli 24 % Sanoman operatiivisesta liikevoitosta ilman Muita toimintoja).

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

Media Finland on Suomen suurimpia kaupallisia mediayhtiötä sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,3 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on reilu 16 % koko markkinasta.

Tuotot laajasti hajautuneet - painetun median painoarvo edelleen melko suuri

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

Sisältötuotot ovat nousseet Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2024 noin 50 % (2023: 48 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä 87 % ja irtolumeromyyntin vain noin 13 %. Arviomme mukaan tällä hetkellä sisältötuotoista merkittävä osa syntyy painettujen ja digitaalisten sanomalehtien sisältötuotoista (esim. HS), vaikka videopalveluiden (Ruutu.fi ja Supla) tilaustuotot ovat olleet myös pidemmällä tähtäimellä kasvussa.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2024 37 % segmentin liikevaihdosta (2023: 37 %). Vuonna 2024 mainostuotoista 79 % tuli vakaammin kehittyvistä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui enää 21 % tuotoista.

Muut tuotot muodostivat vuonna 2023 segmentin liikevaihdosta lähes 13 % (2023: 16%). Erityisesti Netwheels-liiketoiminnan myynti yhdessä muiden pienempien divestointien kanssa supistivat muita tuottoja vuonna 2024 selvästi edellisestä vuodesta. Samalla muita tuottoja supisti lievästi pienempi tapahtumien ja festivaalien määrä ja ulkoisten painopalveluiden myynnin lasku. Muita muiden tuottojen lähteitä ovat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisupalvelut. Pidemmällä aikavälillä muiden tuottojen osalta arvioimme, että painopalvelut on supistuva tuottolähde.

Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoma on asettanut Media Finlandille pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, jotka ovat: vertailukelpoisen liikevaihdon kasvu +/- 2 % ja operatiivinen liikevoitto-% ilman PPA-poistoja 12-14 %.

Media Finland lyhyesti, 2024

581 MEUR (2023: 598 MEUR)

Liikevaihto 2024

8,2 % (2023: 6,7 %)

Kannattavuus 2024, operatiivinen liikevoitto-% *

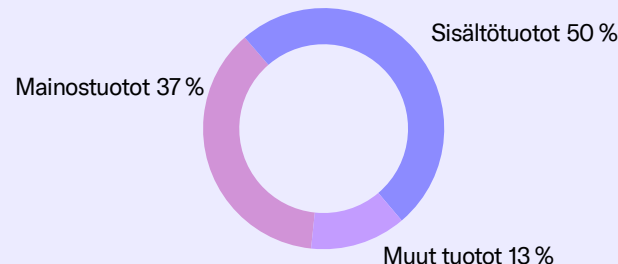
54 % / 46 %

Muun kuin painettujen median tuottojen osuus / painetun median tuottojen osuus, 2024

16 % (2023: 16 %)

Markkinaosuus Suomen mediamainonnan markkinasta

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2024



Media Finland 2/3

Media Finlandin liikevaihdon kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä vaisut ja kaksijakoiset, sillä vajaa puolet segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan. Painetun median rakenteellisesta laskusta huolimatta yhtiö uskoo digitaalisten sisältötuottojen kysynnän kestävään kasvuun, minkä takia segmentin strategia painottaa johtavaa asemaa news & feature segmentissä. Näin ollen strategia rakentuu johtavan aseman ylläpitämiseen murroksessa printistä digitaaliseen, mikä oli myös peruste Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan ostolle vuonna 2020.

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

Media Finlandin kasvuennusteet

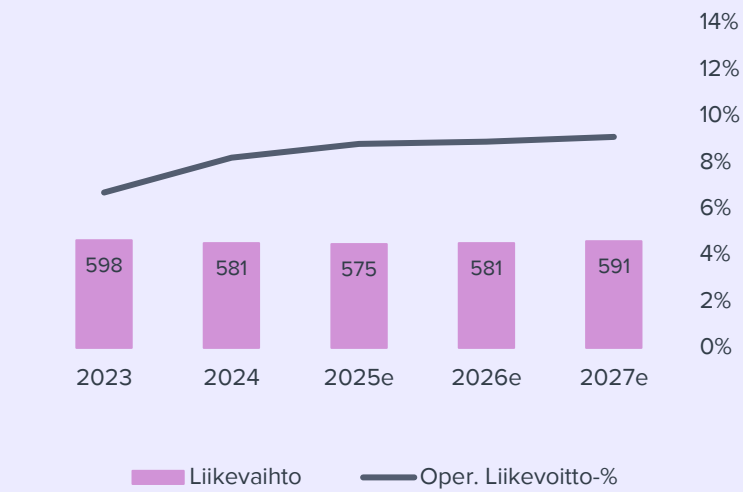
Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon laskevan 1 %:n 575 MEUR:oon vuonna 2025, mikä heijastelee odottamaamme mainonnan, irtolumeromyyntin ja muiden tuottojen laskua. Lievänä vastavoimana toimii hienoista kasvua ylläpitävät tilaustuotot. Näiden lisäksi liikevaihdon kehitystä jarruttaa rakenteellinen siirtymä printistä matalamman hintapisteen digituotteisiin. Ennusteissamme

mainonnan supistuminen on tuntuvaa H1'25:llä, ja vaikka ennustamme kehityksen vakautuvan H2'25:llä, on koko vuoden ennusteemme Sanoman mainosmyyntin kehityksesi - 1 %. Vuonna 2026 odotamme mainosmyyntin kääntyvän 2 %:n kasvuun talouskasvun piristymisen seurauksena, kun taas muiden myyntilajien kasvukuva on jokseenkin edellisvuoden kaltainen. Siten vuoden 2026 ennusteissamme liikevaihto yltää 1 %:n kasvuun ja asettuu 581 MEUR:oon. Vuonna 2027 ennustamme Media Finlandin kasvun kiihtyvän hieman ja yltävän 2 %:iin. Edellisvuoden kasvuajureista erottautuva tekijä vuoden 2027 ennusteissamme on mainonnan kasvuvauhdin tuplaantuminen 4 %:iin, minkä taustalla on odotuksemme rahapelimarkkinan vapautumisesta ja sen kautta tulevasta mainonnan kasvusta. Uskomme Sanomalla olevan hyvät asemat ottaa tästä markkinasta tuntuva siivu itselleen, mutta huomautamme, että markkinan kehitykseen (koko ja sen rakentumisen ajoitus) liittyy jonkin verran epävarmuutta.

Media Finlandin kannattavuusennusteet

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2025 operatiivisen liikevoiton kohoavan 50,5 MEUR:oon, mikä vastaa 8,8 %:n operatiivista liikevoittoa. Operatiivista tulosta vahvistaa Media Finlandin toteuttamat tavanomaiset ja jatkuvat tehostustoimet ja asteittainen liikevaihdon rakenteen muutos paremman kannattavuuden digitaalisiin tuottoihin. Nämä samat ajurit yhdessä mainonnan hienoisen kasvun kanssa tukevat operatiivisen liikevoiton kohoamista 51,5 MEUR:oon eli 8,9 %:iin liikevaihdosta vuonna 2026. Ennustamme vuoden 2027 tuloskasvun kiihtyvän edellisvuodesta ja segmentin operatiivisen liikevoiton kohoavan 54 MEUR:oon tai 9,1 %:iin liikevaihdosta. Tämän ajurina toimii korkeakatteisen mainonnan kasvun kiihtyminen, sillä arvioimme rahapeli-

Media Finlandin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	598	581	575	581	591
Oper. Liikevoitto	39,8	47,5	50,5	51,5	54
Liikevoitto oik.	33,0	41,1	44,5	46,5	49
Liikevoitto	-8,4	38,2	41,5	43	45,5
Kertaluonteiset erät	-41,3	-3	-3	-3,5	-3,5

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	-3 %	-1 %	1 %	1,8 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	-39,5 %	19,3 %	6,2 %	2 %	5 %
Oper. Liikevoitto-%	6,7 %	8,2 %	8,8 %	8,9 %	9,1 %
Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	7,1 %	7,7 %	8 %	8,3 %
Liikevoitto-%	-1,4 %	6,6 %	7,2 %	7,4 %	7,7 %

Media Finland 3/3

mainonnan kohdentuvan suuremmalta osin digitaalisiin kanaviin.

Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Keskeisenä ennusteisiimme liittyvänä positiivisena riskinä pidämme odotuksiamme ripeämpää mainos- ja tilaustuottojen kasvua sekä odotuksiamme voimakkaammin purevia tehostustoimia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti odota Media Finlandissa olevan merkittävää potentiaalia huomattaville tehostustoimille, joten arvioimme toimien olevan jatkuvia ja pieniä tehokkuusparannuksia tuovia. Negatiivisena riskinä pidämme Suomen talouskasvuun ja sitä kautta mainonnan kehitykseen liittyviä tekijöitä. Lisäksi keskeisenä negatiivisena ja myös positiivisena riskinä toimii rahapelimarkkinan vapautumisen vaikutukset mainontaan ja Sanoman markkinaosuuteen tässä potentiaalisessa uudessa markkinassa. Nykyiset ennusteemme olettavat markkinan kooksi 100 MEUR vuositasolla ja Sanoman markkinaosuudeksi noin 10 %. Siten suhteessa markkinakoosta liikkeellä oleviin arvioihin ja toisaalta Media Finlandin nykyiseen markkinaosuuteen nähden, on oletuksemme enemmän konservatiivisen puoleiset. Pidämme tätä perusteltuna, kun huomioidaan markkinan kehitykseen liittyvät avoimet asiat.

Media Finland arvostus

Olemme tarkastelleen Media Finland -segmentin arvoa laajan kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskertoimien kautta. Olemme haarukoineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 12 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Median murrokseen vastatakseen monet aiemmin

perinteiset mediayhtiöt ovat hankkineet median perinteisten tuottolähteiden rinnalle muita tuottolähteitä, aivan kuten Sanoma on tehnyt. Tämän myötä toimijoiden keskuudessa on eroa siinä esimerkiksi siinä, kuinka pitkälle niiden tuotot ovat digitalisoituneet ja missä määrin niillä on muita tuottolähteitä perinteisen median rinnalla. Lisäksi niiden markkina-asemissa on eroja. Siten suhtaudumme verrokkiryhmän kautta haarukoituun Media Finlandin arvoon vain suuntaa antavana.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2025-2026 mediaani EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2025 EV/S-kerrointa. Käyttämämme verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2024-2025 ovat 10x ja 11x. Vastaavasti verrokkiryhmän mediaani EV/S-kerroin vuodelle 2025 on puolestaan 1,0x.

Näillä edellä mainituilla arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 546-582 MEUR keskiarvon ollessa 543 MEUR. Media Finlandin arvo ei siten ole muuttunut juurikaan edellisestä laajasta raportistamme (2024 arvio: 553 MEUR).

Media Finlandin verrokkiryhmä

Verrokkit Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		25e	26e	25e	26e
Alma Media	1167	14,7	13,5	3,6	3,5
Future PLC	1358	5,2	4,9	1,5	1,4
Gannett	1299	13,2	11,3	0,6	0,6
ITV PLC	4095	6,9	6,7	1,0	0,9
Lagardere	7509	12,0	11,4	0,8	0,8
Arnoldo Mondadori Editore	707	7,3	7,1	0,7	0,7
News Corp	15520	17,8	15,8	1,9	1,9
New York Times	6847	17,0	15,3	2,7	2,6
Promotora de Informaciones	1181	9,3	8,3	1,2	1,2
Prosiebensat 1 Media	3264	9,9	9,0	0,8	0,8
Roularta Media Group	153	8,7	21,8	0,4	0,5
Keskiarvo		10,2	10,4	1,3	1,2
Mediaani		9,9	11,3	1,0	0,9

Taloudellinen tilanne ja kehitys 1/2

Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli vuoden 2024 lopussa 1 879 MEUR. Taseen varat muodostuvat suurelta osin aineettomasta omaisuudesta. Nämä taas koostuvat 810 MEUR:n liikearvosta (43 % taseesta) ja 646 MEUR:n muusta aineettomasta omaisuudesta (34 % taseesta). Liikearvo ja aineeton omaisuus on seurausta suuremmalta osin yritysostoista, minkä lisäksi aineeton omaisuus sisältää esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeja. Liikearvosta 86 % (2023 luvuilla) kohdistuu Learning-liiketoimintaan, mikä heijastelee sen viime vuosien suuria yritysostoja.

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta liiketoiminta sitoo kohtuullisesti ja se muodostuu valtaosin rakennuksista eli toimitiloista. Aineellista omaisuutta taseessa oli vuoden 2024 lopussa 61 MEUR eli 9 % taseen loppusummasta. Pidämme taseen omaisuuseriä kurantteina, emmekä odota mittavan aineettoman omaisuuden johtavan olennaisiin alaskirjauksiin. Tämän taustalla on se, että liikearvo kohdistuu valtaosin oppimisliiketoimintaan, joka on hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Myös yhtiön tekemät arvonalentumistestaukset, jotka ovat mielestämme tehty järkeillä parametreilla, tukevat tätä näkemystämme.

Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2024 lopussa nettokäyttöpääoma oli 211 MEUR negatiivinen eli vajaa - 16 % liikevaihdosta (2023: - 14 %). Tämä on yhtiön omaan historialliseen tasoon nähden tavanomaista matalampi, mikä

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

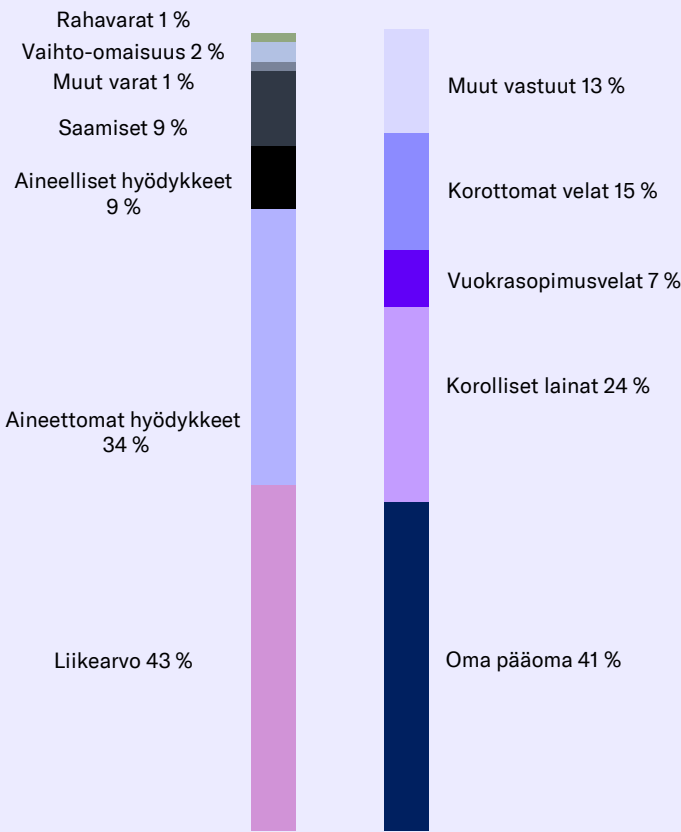
Velkataso on kohtuullinen, myös hybridilaina huomioiden

Korollista velkaa yhtiöllä oli 2024 vuoden lopussa 590 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat) sekä rahavaroja 21 MEUR ja näin ollen korollista nettovelkaa oli 569 MEUR. Huomioitavaa kuitenkin on, että taseessa on 150 MEUR:n hybridilaina, joka luetaan kirjanpitokäytännön mukaisesti omaksi pääomaksi. Siten se laskee nettovelkaa ja parantaa taseen tunnuslukuja. Loppuen lopuksi hybridilainan pääomat eivät kuitenkaan ole osakkeenomistajien pääomia, ja näin pidämme tätä nettovelan laskua vain teknisenä. Vuoden 2024 velkaantuneisuus oli nettovelka/käyttökate -kertoimella tasolla 2,2x. Mikäli hybridilaina huomioitaisiin velkana olisi sama tunnusluku 2,8x, mikä sekin on tavoitetason sisällä. Siten yhtiön rahoitusasema on kaiken kaikkiaan mielestämme vakaa.

Yhtiön rahoituslainat koostuivat vuoden 2024 lopussa noin 368 MEUR:n pitkäaikaisista ja noin 88 MEUR:n lyhytaikaisista lainoista. Pitkäaikaiset lainat koostuvat 150 MEUR:n joukkovelkakirjalainasta (erääntyy syksyllä 2027), 100 MEUR:n lainasopimuksesta (erääntyy 2025 lopulla) ja syndikoidusta luottolimiitistä (erääntyy elokuussa 2026). Vastaavasti hybridilainan tarkistuspäivä on maaliskuussa 2026. Yhtiöllä siis erääntyy lähivuosina suuria lainoja, mutta emme odota niiden uudelleenrahoituksen muodostuvan ongelmaksi. Yhtiö on myös viestinyt

Taserakenne 2024 (% taseen loppusummasta)

1 879 MEUR



Taloudellinen tilanne ja kehitys 2/2

maksavansa hybridilainan takaisin alkuvuodesta 2026, minkä sen rahoitusasema ja kyky jälleenrahoittaa velkaa arviomme mukaan mahdollistavat. Yhtiöllä on myös 300 MEUR:n komittoitu rahoituslimiitti, joka oli täysin käyttämättä vuoden 2024 lopussa.

Vapaa rahavirta on hyvällä tasolla

Sanoman vuosien 2020-2024 liiketoiminnan rahavirta on ollut 137-183 MEUR:n tasolla ja vuonna 2024 se ylsi 183 MEUR:oon. Keskimäärin liiketoiminnan rahavirta on ollut noin 13 % suhteessa liikevaihtoon eli varsin hyvällä tasolla.

On kuitenkin huomioitava IFRS16-standardin vaikutus, sillä suhteellisen maltillisista käyttöomaisuusinvestoinneista huolimatta (jaksolla keskimäärin 44 MEUR) nykyisessä kokoluokassa Sanoman vuokravastuiden lyhennykset ovat olleet keskimäärin 31 MEUR:n vuotuisella tasolla.

Käyttöomaisuusinvestoinnit sekä vuokravastuiden lyhennykset huomioiden vuosien 2019-2023 vapaa rahavirta on ollut keskimäärin noin 89 MEUR, joskin se kohosi vuonna 2024 113 MEUR:oon. Jaksen keskimääräinen vapaa rahavirta on ollut 0,54 euroa per osake ja vuodelta 2024 vapaa rahavirta kohosi 0,69 euroon per osake.

Samalla jaksolla Sanoma on maksanut keskimäärin noin 0,44 euron osakekohtaista osinkoa, jolloin vapaasta rahavirrasta on jäänyt melko vähän velkojen lyhentämiseen. Vuodelta 2024 maksettava osinko asettuu 0,39 euroon osakkeelta. Tämän suuruisen osingon yhtiön rahoitusasema mahdollistaa, ja nykyinen velkaantuneisuus huomioiden odotettu vapaan rahavirran taso mahdollistaa myös osingon kasvattamisen jatkossa. Tämä on kuitenkin myös riippuvainen epäorgaanisen kasvun tavoitteista ja sen

sitomista varoista.

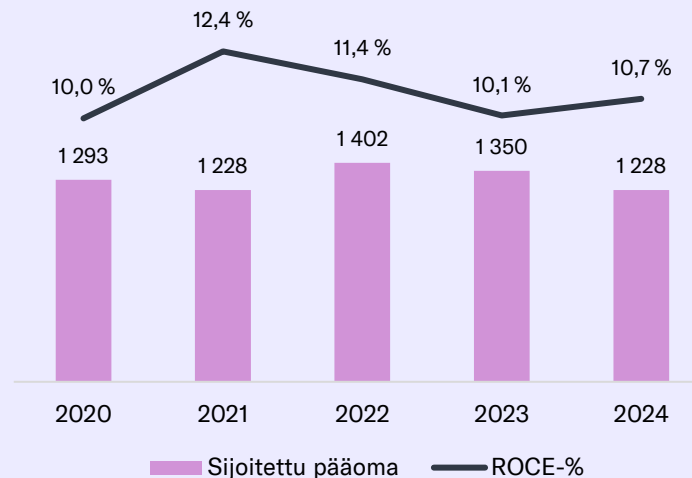
Learningin epäorgaaninen kasvu on sitonut pääomaa, joka kuitenkin tuottaa kohtuullisesti

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

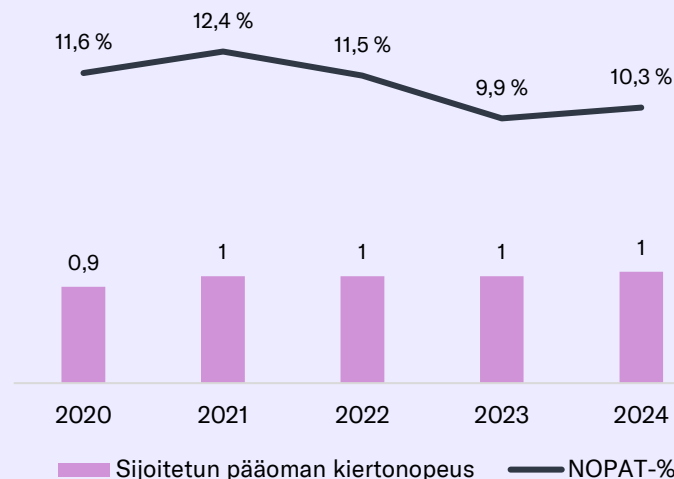
Sijoitetun pääoman tuottoa tarkasteltaessa on huomioitava, että viime vuosien operatiiviset tulokset eivät kaikkien vuosien osalta heijastele kesken tilikauden tehtyjen yritysostojen tulosta täysimääräisesti kokonaiselta vuodelta. Tämä heikentää sijoitetun pääoman tuottoa, sillä järjestelyihin käytetyt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

Arvioimme, että yli ajan nykyisten liiketoimintojen sijoitetun pääoman tuotto on hieman viimeisen viiden vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi, mikäli yhtiö onnistuu käynnissä olevassa oppimisliiketoiminnan merkittävässä kannattavuusparannusohjelmassa ja saavuttaa liiketoiminnassa kestävästi tavoittelemansa nykyistä korkeamman kannattavuustason.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys

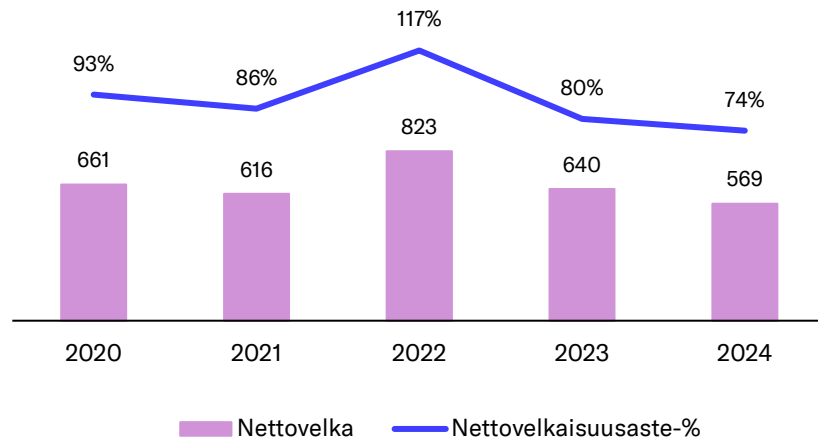


Sijoitetun pääoman tuoton komponentit

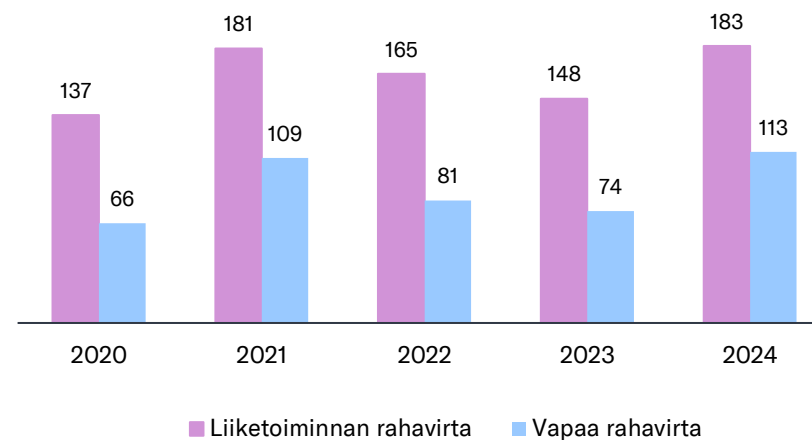


Taloudellinen tilanne

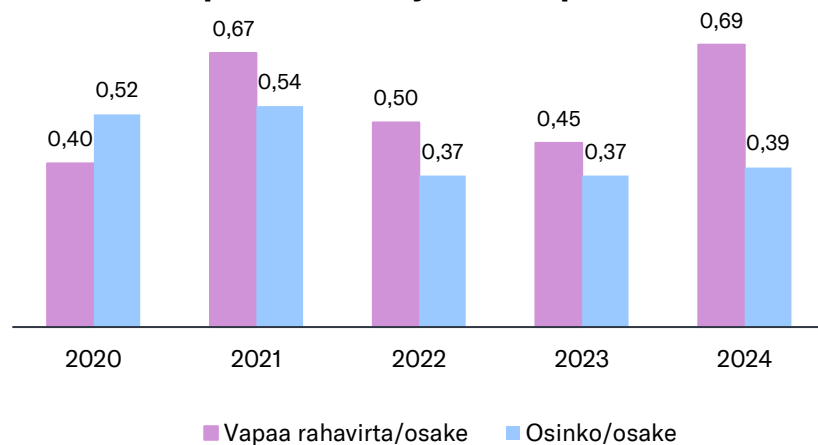
Nettovelka ja nettovelkaisuus-% *



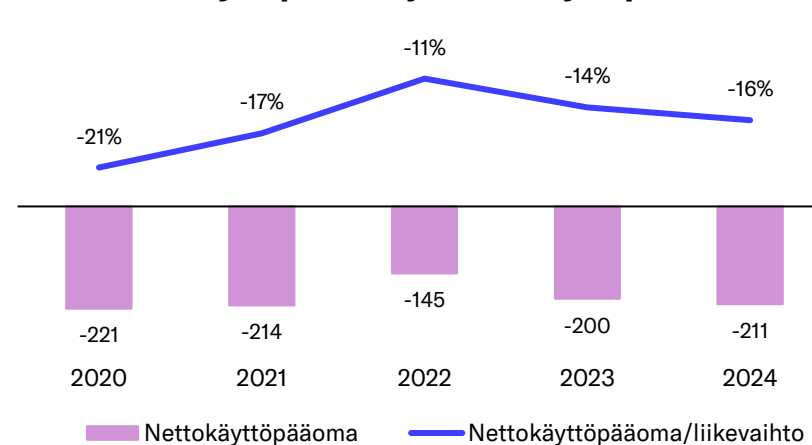
Rahavirran kehitys



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Nettokäyttöpääoma ja nettokäyttöpääoma-%



Ennusteet konsernitasolla

Vakaata tuloskehitystä vuonna 2025

Kuluvan vuoden ohjeistuksessaan Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,28-1,32 miljardia euroa (2024: 1,34 mrd.) ja operatiivisen liikevoiton ilman hankintamenojen poistoja olevan 170-190 MEUR vuonna 2024 (2024: 180 MEUR). Ennustemme vuoden 2025 liikevaihdoksi on 1 316 MEUR, mikä vastaa 2 %:n liikevaihdon laskua ja on ohjeistushaarukan yläpäässä. Liikevaihdon laskua ajaa molemmat segmentit. Ennustamme operatiivisen liikevoiton kehittyvän melko vakaasti suhteessa edellisvuoteen ja asettuvan 184 MEUR:oon. Tämä ennustemme on lievästi ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Operatiivisten erien alapuolella odotamme eritoten laskeneen korkotason supistavan nettorahoituskuluja edellisvuodesta, kun taas veroasteen odotamme olevan tavanomaisella tasollaan. Siten vuoden 2025 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustemme on 0,55 euroa osakkeelta ja näin ollen osakekohtainen tuloskasvu on operatiivista tuloskasvua voimakkaampaa. Odotamme yhtiön korottavan vuodelta 2025 maksettavaa osinkoa 0,42 euroon osakkeelta (2024: 0,39) hyvän kassavirran kehityksen ja vahvistuneen rahoitusaseman turvin.

Vuosien 2026-2027 ennusteet: liikevaihdon kasvusta ja tehostustoimista tulosparannusta

Vuosina 2026-2027 odotamme Sanoman liikevaihdon kasvavan noin 4 %:n ja 2 %. Vuoden 2026 kasvu heijastelee erityisesti Learningin oppimateriaalivolyymien kasvunäkymää, joka kiihdyttää selvästi. Samalla odotamme myös Media Finlandin kääntyvän kasvuun, mihin sen avittaa erityisesti ennusteissamme kasvuun kääntyvä mainonta. Vuonna 2027 odotamme Learningin kasvuvauhdin hieman maltillistuvan edellisvuodesta ja konsernitason kasvu

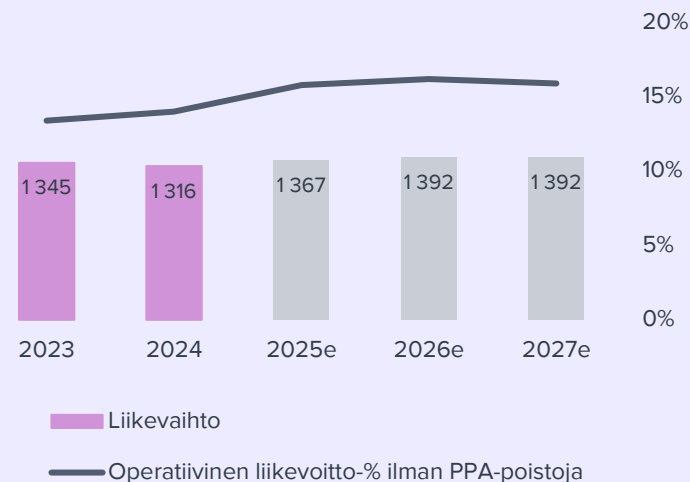
maltillistuu ennusteissamme sen suuremman kokoluokan vuoksi, huolimatta siitä, että Media Finlandin kasvu kiihtyy ennusteissamme mainonnan avittamana.

Vuosien 2026 ja 2027 konsernitason operatiivisen liikevoiton marginaalit ovat ennusteillamme 14 % ja 15,8 %. Selvästi suurempi marginaaliparannus vuonna 2026 pohjautuu etenkin Learningin Solar-tehostusohjelmaan, minkä vaikutus konsernitason kannattavuuteen on merkittävä. Operatiivista tuloskasvua mukaillen odotamme lähivuosien osakekohtaisen tuloksen kasvavan reippaasti, mitä vauhdittaa lievä nettorahoituskulujen lasku. Samalla uskomme kuitenkin yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua ennusteajaksolla, mikä voi muuttaa velkaantumista ja nettorahoituskulujen ennusteita. Emme kuitenkaan sisällytä mallinnukseen potentiaalisia tulevia yritysjärjestelyjä. Tuloskasvun myötä odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan ensin 0,43 euroon osakkeelta vuonna 2026 ja edelleen 0,45 euroon osakkeelta vuonna 2027. Lähivuosien vapaa rahavirta säilyy ennusteissamme hyvällä tasolla. Muistutamme, että investointien lasku heijastui jo osin vuoden 2024 vapaaseen rahavirtaan, joten vapaa rahavirta ja operatiivinen tulos eivät parane käsikädessä lähivuosina.

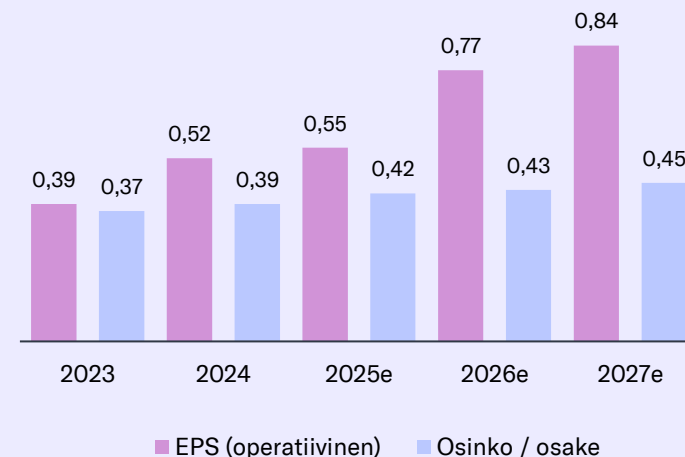
Pitkän aikavälin tulosennusteet

Ennusteissamme Sanoman pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu asettuu 2 %:iin. Tämä heijastelee 2-5 % kasvavaa oppimisliiketoimintaa ja vakaasti kehittyvää mediaaliiketoimintaa. Lähivuosien kannattavuusparannuksen jälkeen odotamme jokseenkin vakaata kannattavuuskehitystä pitkällä aikavälillä, kun odotamme Learningin saavuttavan kannattavuuspotentiaalinsa, emmekä odota mediaaliiketoiminnan yltävän pitkän aikavälin kannattavuustavoitteeseensa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennustemuutokset

- Olemme tehneet raportin yhteydessä hyvin lieviä ennustemuutoksia lähivuosien operatiivisiin ennusteisiimme
- Ennustemuutokset kohdistuivat Learningiin ja kertaluonteisiin eriin
- Tarkistimme Learningin kannattavuusennustetta marginaalisesti alaspäin vuoden 2026 osalta, mutta vastaavasti nostimme sitä vuoden 2027 osalta
- Kohotimme myös vuosien 2026-2027 kertaerien ennusteitamme lievästi ylöspäin
- Tarkastelimme myös vuosien 2026-2028 poistojen ennusteitamme
- Operatiiviset ennustemuutokset olivat 1-2 %:n luokkaa
- Osakekohtaisen tuloksen ennusteamme kohosivat, minkä taustalla oli korkeakorkoisen hybridilainan takaisinmaksun huomioiminen ennusteissa Q2'26:ltä alkaen
- Kohotimme myös aavistuksen ennustettamme vuodelta 2027 maksettavasta osingosta

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1316	1316	0 %	1367	1367	0 %	1392	1392	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	147	147	0 %	183	181	-1 %	188	193	2 %
Liikevoitto	132	129	-2 %	175	172	-2 %	180	183	1 %
Tulos ennen veroja	106	103	-3 %	157	148	-6 %	164	158	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,54	0,55	1 %	0,74	0,75	2 %	0,77	0,81	6 %
Osakekohtainen osinko	0,41	0,42	2 %	0,43	0,43	0 %	0,44	0,45	2 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1393	221	342	540	241	1345	222	333	520	241	1316	1367	1392	1419
Media Finland	598	140	152	144	145	581	137	150	142	146	575	581	586	597
Learning	795	81	191	396	97	764	85	183	377	96	741	786	806	822
Käyttökate	287	23	97	170	40	329	16	99	207	18	340	357	369	372
Poistot ja arvonalennukset	-235	-54	-54	-53	-87	-248	-53	-53	-53	-53	-211	-185	-186	-188
Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA	175	-24	61	170	-27	180	-23	61	170	-23	184	216	226	226
Liikevoitto ilman kertaeriä	134	-33	52	161	-36	143	-32	51	161	-33	147	181	193	194
Liikevoitto	52	-31	43	117	-47	82	-37	46	154	-35	129	172	183	185
Media Finland	33	6	12	16	7	41	6	13	17	9	44	46	49	50
Learning	114	-35	42	148	-38	117	-34	43	147	-37	118	152	162	162
Kertaluonteiset erät	-82	1	-8	-44	-11	-62	-5	-5	-7	-3	-19	-10	-10	-10
Muut ja eliminoinnit	-13	-4	-3	-3	-5	-14	-4	-4	-3	-4	-15	-17	-18	-18
Nettorahoituskulut	-31	-7	-11	-9	-7	-33	-7	-7	-6	-6	-26	-21	-19	-17
Tulos ennen veroja	20	-38	33	108	-54	48	-44	39	148	-41	103	151	164	168
Verot	-17	11	-8	-24	14	-8	10	-9	-33	9	-23	-33	-36	-37
Vähemmistöosuudet	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	3	-28	24	84	-40	40	-34	31	116	-32	80	118	128	131
EPS (oikaistu)	0,39	-0,20	0,17	0,75	-0,20	0,52	-0,20	0,20	0,73	-0,20	0,55	0,77	0,84	0,86
EPS (raportoitu)	-0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,43	0,71	0,78	0,80

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	1,5 %	0,3 %	-7,0 %	-4,8 %	-3,5 %	0,4 %	-2,7 %	-3,8 %	0,0 %	-2,2 %	3,9 %	1,9 %	1,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,7 %	-19,2 %	20,7 %	-4,8 %	-2,6 %	7,1 %	-1,9 %	-0,5 %	0,1 %	-10,0 %	2,9 %	22,9 %	6,3 %	0,8 %
Oikaistu käyttökate-%		20,1 %	32,9 %	21,8 %	21,4 %	24,3 %	9,2 %	31,2 %	41,1 %	8,3 %	27,2 %	26,8 %	27,2 %	26,9 %
Käyttökate-%	20,6 %	10,3 %	28,3 %	31,5 %	16,4 %	24,5 %	7,2 %	29,7 %	39,9 %	7,3 %	25,8 %	26,1 %	26,5 %	26,2 %
Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistoja	12,6 %	-10,8 %	17,9 %	31,5 %	-11,3 %	13,4 %	-10,4 %	18,2 %	32,7 %	-9,7 %	14,0 %	15,8 %	16,2 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,6 %	-14,9 %	15,1 %	29,8 %	-15,0 %	10,7 %	-14,5 %	15,4 %	31,0 %	-13,5 %	11,2 %	13,3 %	13,8 %	13,7 %
Nettotulos-%	0,0 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %	0,0 %	-0,1 %	0,1 %	0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

Oppimisliiketoiminnan kasvun myötä Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut huomattavasti 2020-luvulla. Merkittävin muutos on mielestämme syklisten mainonnan tulovirtojen osittainen korvaantuminen vakailla ja ennustettavilla oppimisliiketoiminnan tulovirroilla, joiden kannattavuus on myös korkeampi kuin perinteisen medialiiketoiminnan. Osana toteutettua liikevaihdon ja tuloksen rakennemuutosta osakkeen pidemmän tähtäimen riskiprofiili on arviomme mukaan laskenut ja myös yhtiön operatiivinen kannattavuus- ja kassavirtaprofiili on parantunut. Velkaantuneisuus yhdessä kohonneiden korkojen kanssa kuitenkin syö kasvaneiden korkokulujen myötä tuntuvan osan kassavirrasta. Lyhyellä aikavälillä tämä hidastaa oppimisliiketoiminnan tavoiteltua epäorgaanista kasvua, joskin velkatason ja korkojen lasku lieventää tätä painetta jo kuluvana vuonna. Epäorgaanisen kasvun voi kuitenkin odottaa jatkuvan keskipitkällä aikavälillä, mikä arviomme mukaan kasvattaa oppimisliiketoiminnan suhteellista osuutta entisestään.

Yrityskaupat suuressa roolissa

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

ennustaminen riittävällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Sanoman keskeisimmät positiiviset arvo-ajurit ovat:

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Tuloskasvun kiihdyttäminen yritysostojen kautta pitkällä tähtäimellä on mielestämme varsin todennäköistä. Arviomme mukaan yritysostojen pääpaino on jatkossakin vakaammassa Learning-liiketoiminnassa. Siten yritysostoilla on mahdollisuus myös muokata liikevaihdon ja tuloksen rakennetta vieläkin vahvemmin kohti vakaampia tuottokomponentteja.

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

Kannattavuuden parantuminen: Näemme Sanomalla potentiaalia kannattavuuden parantamiseen molemmissa segmenteissä, mikä onnistuessaan vahvistaa kassavirtaa ja pienentää sen velkaantuneisuutta. Oppimisliiketoiminnan Solar-ohjelma tuo onnistuessaan merkittävän tulosparannuksen, kun taas medialiiketoiminnassa tehostustarve on jatkuva toiminnan rakenteellista muutosta peilaten.

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

Painetun median tuottojen hiipuminen: Odotamme

Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja painaa medialiiketoiminnan kassavirtaa.

Kilpailuaseman heikentyminen: Media-alan kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on heikentynyt.

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

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

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

Sijoitusprofiili

1 Oppimisliiketoiminta on defensiivistä ja kasvaa yli ajan

2 Median rakennemuutos jarruttaa orgaanista kasvua, kasvua haetaan yritysostoin etenkin oppimisliiketoiminnassa

3 Operatiivinen riskitaso kohtuullinen: vahva markkina-asema, laajasti hajautuneet tuotot, maltillinen syklisten tuottojen osuus

4 Velkaantuneisuus on koholla, mikä nousee velan kustannuksen kanssa syö kassavirtaa

5 Kustannusinflaatio testaa hinnoitteluvoimaa ja tehostuskeinoja

Potentiaali

- Tuottojen defensiivisyyden parantaminen liiketoiminnan painopisteen kallistuessa kasvavissa määrin Learning -liiketoimintaan
- Digituottojen ja -palveluiden kasvu
- Molempien segmenttien tehostusohjelmat ja kannattavuuden parannuspotentiaali
- Liikevaihdon rakenteen parantuminen oppimisliiketoiminnan kasvun kautta

Riskit

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

Arvostus 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

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

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Ennusteillamme keskimäärin vajaan 5 %:n tasolle asettuva osinkotuotto on arviomme mukaan Sanoman osakkeen tuotto-odotuksessa olennaisessa roolissa lähivuosina.

Ennustamme Sanoman operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina, minkä taustalla on etenkin Learningin tulospasvu. Tämän odotamme myös valuvan maltillistuvan velkaantuneisuuden myötä laskevien nettoraioituskulujen laskun ansiosta nettotulokseen tehokkaasti. Siten odotamme yhtiön oikaistun EPS:n kasvavan 16 % (CAGR-%) vuosina 2024-2027. Siten myös tulospasvu muodostaa osakkeelle olennaisen tuotto-odotuksen ajurin.

Vuoden 2025 tuloksella Sanoma arvostetaan oikaistulla P/E-kertoimella 17x ja vastaava EV/EBITA-kerroin on 12x. Mielestämme nämä arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena korkeat, etenkin nettotulospohjaisesti tarkasteltuna. Odottamamme tuloksen elpyminen painaa vastaavia arvostuskertoimia selvästi matalammaksi, kun vuoden 2027

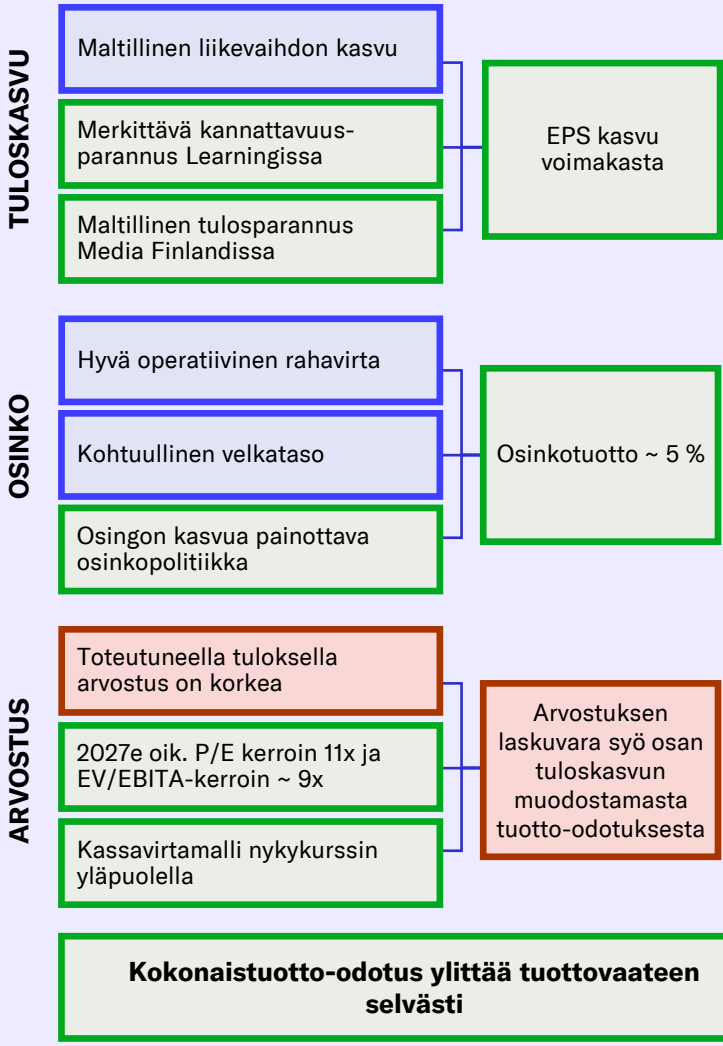
oikaistu P/E-kerroin on vain 11x ja EV/EBITA-kerroin on 9x. Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi edellisen viiden vuoden mediaani arvostuskertoimien alapuolella (2020-2024 oik. P/E 14x ja EV/EBITA ~ 14x). Emme pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa perusteltuna nyt, kun korkeampien korkojen myötä tuottovaateet ovat myös kohonneet. Nähdäksemme tulospasvu kuitenkin enemmän kuin kompensoi arvostuskertoimien laskuvaran ja siten tulospasvu muodostaa tuotto-odotukselle arvostuksen laskuvaraa suuremman ajurin. Tämä yhdessä ennustamamme osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen selvästi yli tuottovaateen.

Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonmäärityksessä kassavirtalaskelmalle (DCF) voi mielestämme antaa painoarvoa, koska etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat pidemmällä tähtäimellä vakaat ja ennustettavat. Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää mallissa 2 %:n kasvuun keskipitkän ja pitkän aikavälin ennustejaksolla (2027-2033). Vastaavasti oikaistu EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2024 10,7 %:n tasolta keskimäärin 13,5 %:iin pidemmällä aikavälillä ja terminaalisissa se asettuu 13,5 %:iin. Tämä heijastelee oppimisliiketoiminnan korkeampaa kannattavuutta ja kohoavaa suhteellista osuutta liikevaihdosta. Lähihistoriassa yhtiö on myös yltänyt näitä tasoja korkeampaan operatiiviseen kannattavuuteen (ilman PPA-poistoja), joten turhan vaatavana emme näitä pitkän tähtäimen kannattavuusodotuksia pidä.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostus 1/2

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,5 % ja oman pääoman kustannus on 8,4 %. Näihin parametreihin perustuva kassavirtamallimme mukainen arvo osakkeelle on 10,0 euroa osakkeelta.

Osien summa -laskelma

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

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on segmenttikatsauksissa esittelemiemme suhteellisten arvonmääritysten ja konsernikulujen huomioon ottaen jälkeen 2 193 MEUR. Kahden segmentin yhteenlasketusta arvosta Learningin vastaa reilu 3/4, kun taas edellä mainitusta bruttoarvosta se kattaa jopa 86 %.

Kun segmenttien yritysarvoista vähennetään konsernikulujen nykyarvo (237 MEUR) ja 718 MEUR:n korollinen nettovelka (ml. 149 MEUR hybridi) vuoden 2024 lopussa, saadaan Sanoman osakekannan arvoksi osien summan perusteella 1 475 MEUR tai noin 9,0 euroa per osake.

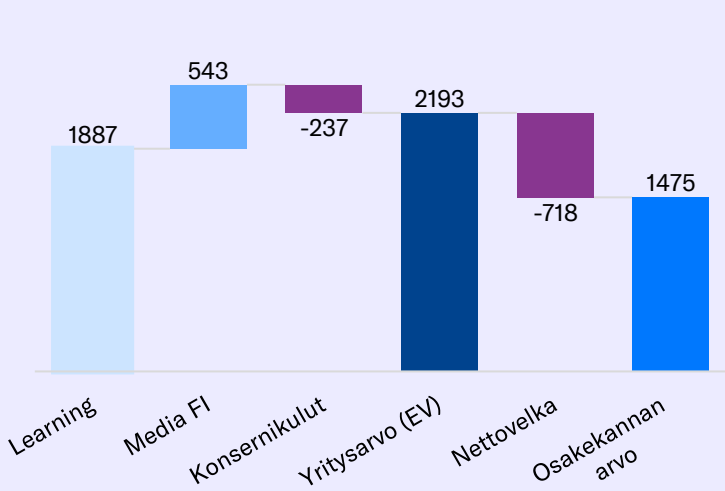
Mielestämme osien summa -laskelma toimii Sanoman arvonmäärittelyn viitekehyksen muodostamisessa, mutta suoraan tavoitehintaamme emme siihen pohjaa. Tämän taustalla on se, että emme odota erillisten osien arvon realisoituvan yritysjärjestelyiden kautta lyhyellä tähtäimellä. Pidämme tätä kuitenkin mahdollisena skenaariona keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Lisäksi osien summa –

laskelman osalta on huomioitava, että molemmille segmenteille ja eritoten oppimisliiketoiminnalle muodostettavissa olevat verrokkiyhmät ovat jokseenkin suppeita tai ei täysin vertailukelpoisia. Tätä taustaa vasten suhtaudummekin osien summa -laskelman mukaiseen arvon vain suuntaa antavana.

Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 10,0 euroon. Eri menetelmien pohjalta haarukoituna saamme osakkeen käyväksi arvoksi 8,5-10,5 per osake. Eri arvonmäärittämenetelmät viitoittavat osakkeen olevan maltillisesti arvostettu erityisesti suhteessa lähivuosien ennustettuun tuloskehitykseen. Samaan aikaan pidämme pitkälti Learningin tehostusohjelmaan nojaavan tulosparrannusohjelman askelmerkkejä varsin selkeinä ja siten tulosparrannusohjelmaan liittyvää riskitasoa keskimääräistä matalampana. Tätä taustaa vasten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykykurssilla houkuttelevana. Tähän näkemykseemme liittyvät keskeiset riskit ovat yleisiin arvostustasoihin (ts. tuottovaateisiin) liittyvien riskien lisäksi lähivuosien kannattavuuskehitykseen liittyvät tekijät.

Arvio Sanoman osien summasta, 03/2025



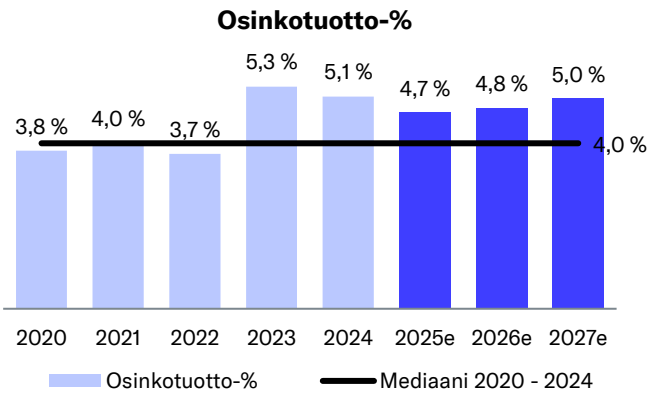
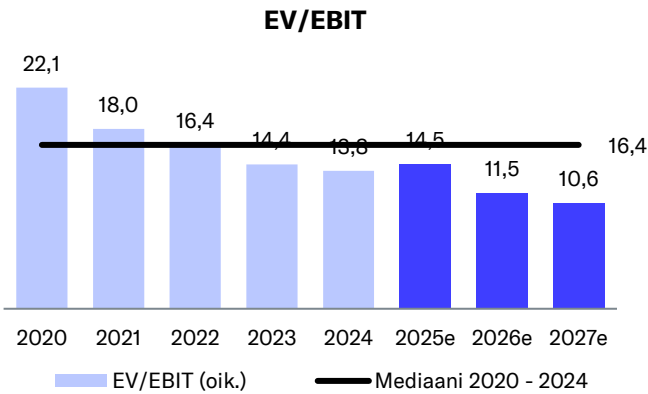
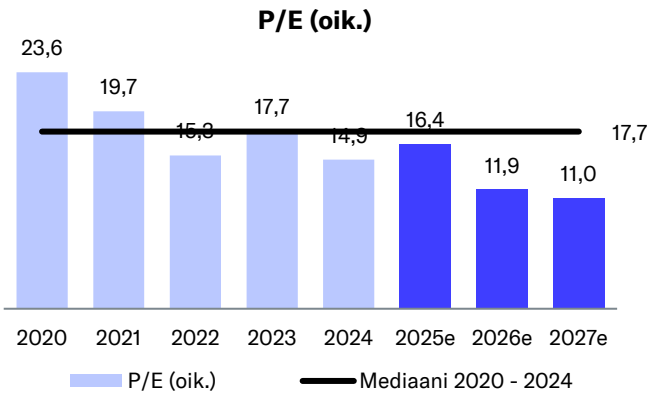
Yritysarvon jakautuminen, 03/2025



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,7	13,6	9,96	6,95	7,67	8,94	8,94	8,94	8,94
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163	163	164	164	164	164	164
Markkina-arvo	2240	2219	1625	1135	1254	1462	1462	1462	1462
Yritysarvo (EV)	2951	2842	2453	1928	1974	2133	2090	2038	1977
P/E (oik.)	23,6	19,7	15,3	17,7	14,9	16,4	11,9	11,0	10,8
P/E	9,5	22,1	21,3	neg.	40,6	20,7	12,9	11,9	11,6
P/B	3,2	3,1	2,3	1,4	1,6	1,9	2,2	2,0	1,9
P/S	2,1	1,8	1,3	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	2,8	2,3	1,9	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4
EV/EBITDA	6,6	8,1	7,5	6,7	6,0	6,3	5,9	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	22,1	18,0	16,4	14,4	13,8	14,5	11,5	10,6	10,2
Osinko/tulos (%)	35,8 %	87,6 %	79,2 %	1948,7 %	157,6 %	85,5 %	61,0 %	59,7 %	56,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,0 %	3,7 %	5,3 %	5,1 %	4,7 %	4,8 %	5,0 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alma Media	1026	1167	14,7	13,5	12,0	11,3	3,6	3,5	17,7	16,0	3,8	4,0	4,1
Future PLC	1006	1358	5,2	4,9	4,8	4,6	1,5	1,4	5,9	5,3	0,5	0,5	1,2
Gannett Co	400	1299	13,2	11,3	5,1	5,0	0,6	0,6	84,0	19,9			
ITV PLC	3579	4095	6,9	6,7	5,8	5,6	1,0	0,9	8,8	8,3	6,3	6,4	1,8
Lagardere SA	2911	7509	12,0	11,4	8,8	8,3	0,8	0,8	10,8	9,8	3,2	3,3	1,1
Arnoldo Mondadori Editore	562	707	7,3	7,1	4,5	4,4	0,7	0,7	8,3	7,7	7,0	7,8	0,8
News Corp	14489	15520	17,8	15,8	11,6	10,9	1,9	1,9	28,6	24,9	1,0	1,0	1,8
New York Times	7369	6847	17,0	15,3	14,3	12,9	2,7	2,6	23,3	21,2	1,5	1,6	3,7
Promotora de Informaciones SA	450	1181	9,3	8,3	5,9	5,5	1,2	1,2	29,0	15,1			
Prosiebensat 1 Media	1344	3264	9,9	9,0	6,0	5,6	0,8	0,8	6,1	5,5	3,5	4,3	0,9
Roularta Media Group	215	153	8,7	21,8	4,0	5,5	0,4	0,5	13,1	34,2	6,5	8,1	0,9
Bloomsbury Publishing PLC	586	583	12,1	11,0	9,6	9,0	1,4	1,4	16,0	14,6	2,6	2,7	2,4
Pearson PLC	9758	10850	14,1	13,1	10,7	10,2	2,4	2,3	18,2	16,5	2,1	2,5	2,0
John Wiley & Sons Inc	2213	2936	13,5	11,9	7,9	7,5	1,9	1,9	12,5	11,7	3,2	3,3	
Wilmington PLC	392	358	14,3	11,3	11,0	9,7	2,8	2,6	16,5	14,9	3,1	3,4	2,7
Chegg Inc	64	221			4,0	5,5	0,6	0,6	7,4				0,3
Sanoma (Inderes)	1462	2133	14,5	11,5	6,3	5,9	1,6	1,5	16,4	11,9	4,7	4,8	1,9
Keskiarvo			11,7	11,5	7,9	7,6	1,5	1,5	19,1	15,0	3,4	3,8	1,8
Mediaani			12,1	11,3	7,0	6,6	1,3	1,3	14,5	14,9	3,2	3,3	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			19 %	2 %	-10 %	-11 %	26 %	19 %	13 %	-21 %	46 %	44 %	7 %
Media verrokkit													
Keskiarvo			10,2	10,4	6,9	6,6	1,3	1,2	19,6	14,0			1,6
Mediaani			9,9	11,3	5,9	5,6	1,0	0,9	13,1	15,1			1,2
Learning verrokkit													
Keskiarvo			13,5	11,8	8,6	8,4	1,8	1,8	14,1	14,4			1,8
Mediaani			13,8	11,6	9,6	9,0	1,9	1,9	16,0	14,8			2,2

Lähde: Refinitiv / Inderes

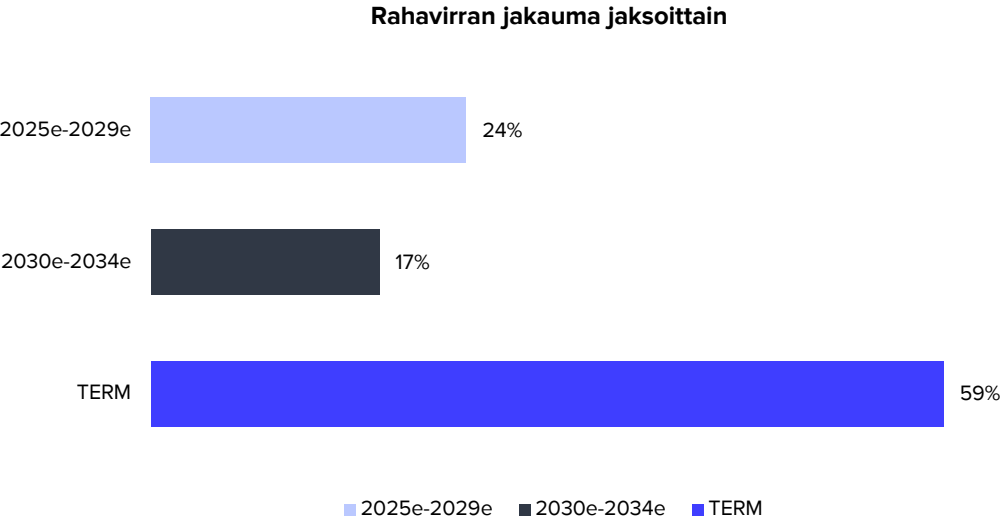
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,5 %	-2,2 %	3,9 %	1,9 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,1 %	9,8 %	12,6 %	13,1 %	13,0 %	13,5 %	13,5 %	14,0 %	14,0 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %
Liikevoitto	81,8	129	172	183	185	195	199	211	215	211	216	
+ Kokonaispoistot	248	211	185	186	188	177	170	173	176	182	184	
- Maksetut verot	-22	-23	-32	-35	-36	-39	-40	-43	-45	-44	-46	
- verot rahoituskuluista	-3,4	-5,7	-5,3	-5,5	-5,1	-4,0	-3,6	-3,1	-2,7	-2,2	-1,8	
+ 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	11	4	-9	-7	1	1	-4	-5	-12	0	0,4	
Operatiivinen kassavirta	315	315	310	321	332	331	322	333	332	347	352	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-130	-173	-178	-179	-180	-182	-184	-186	-188	-190	-189	
Vapaa operatiivinen kassavirta	188	142	132	142	152	148	138	147	145	157	163	
+/- Muut	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	188	142	132	142	152	148	138	147	145	157	163	3004
Diskontattu vapaa kassavirta		135	116	117	116	105	91,0	89,9	82,3	83,4	80	1480
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2495	2360	2244	2127	2012	1906	1815	1726	1643	1560	1480
Velaton arvo DCF		2495										
- Korolliset velat		-739										
+ Rahavarat		21,1										
-Vähemmistöosuus		-2										
-Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		1775										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,0										

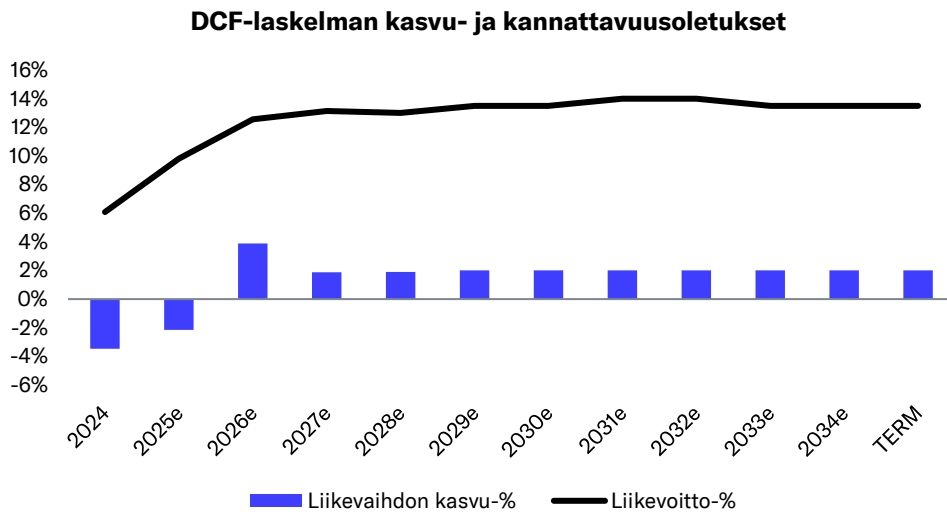
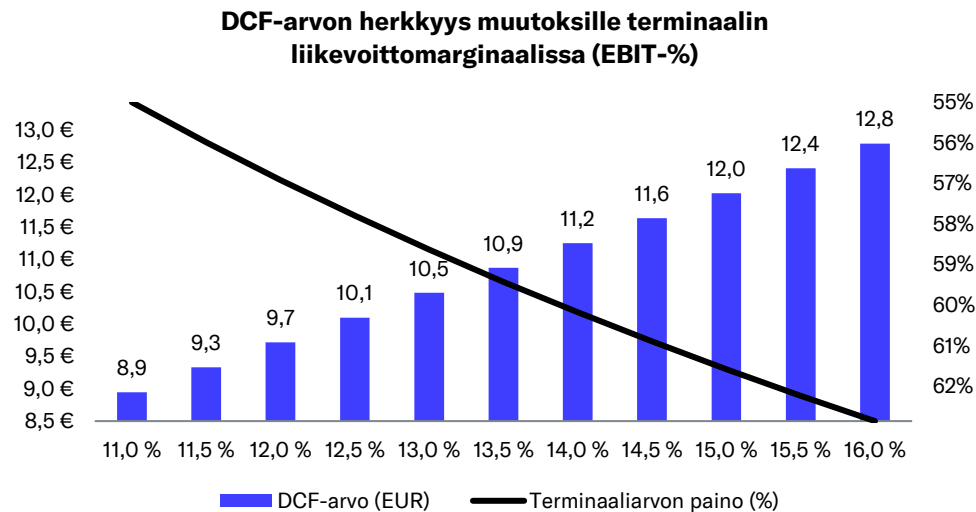
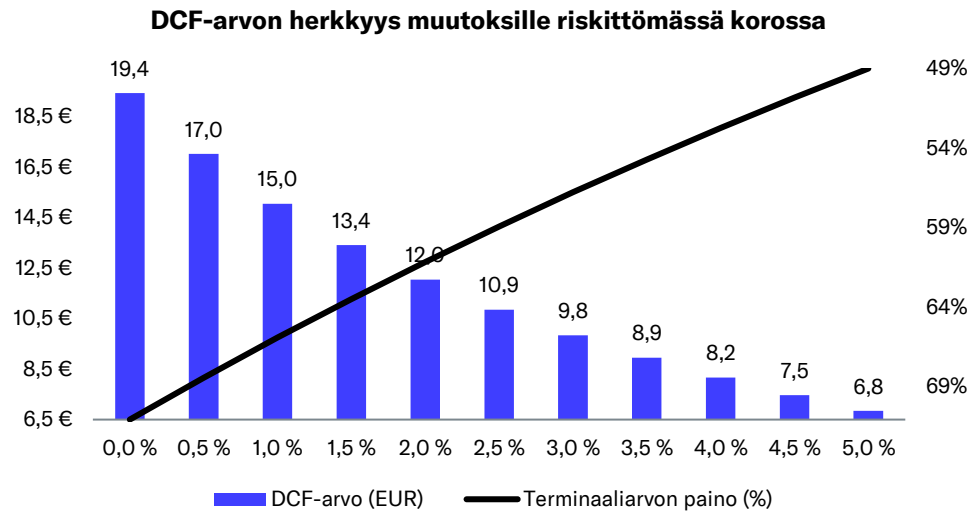
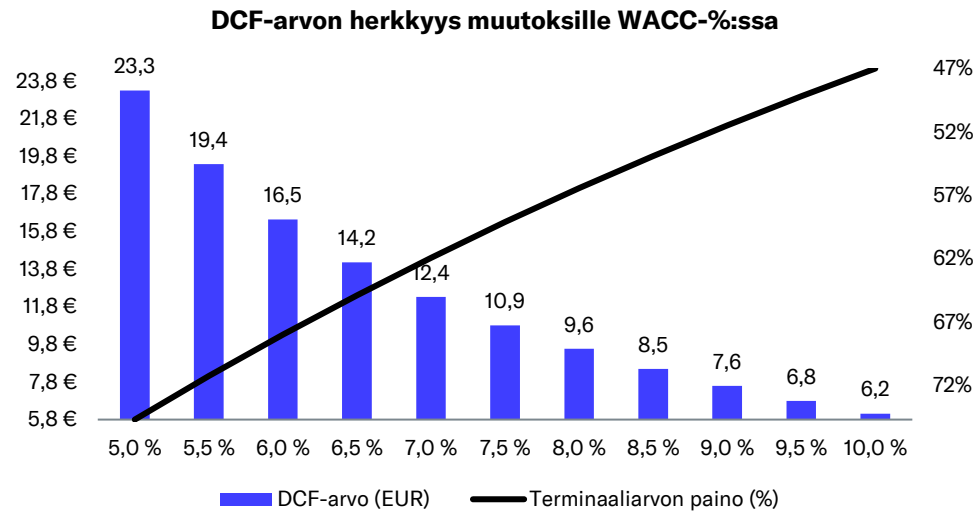
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	1643	1512	1511	1539	1566
Liikearvo	812	810	810	810	810
Aineettomat hyödykkeet	601	496	473	479	484
Käyttöomaisuus	185	161	183	205	226
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4	4	4
Muut sijoitukset	6	6	6	6	6
Muut pitkäaikaiset varat	31	33	33	33	33
Laskennalliset verosaamiset	6	4	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	273	217	217	226	233
Vaihto-omaisuus	54	45	39	41	42
Muut lyhytaikaiset varat	14	9	9	9	9
Myyntisaamiset	139	142	138	150	160
Likvidit varat	66	21	30	25	22
Taseen loppusumma	2055	1879	1841	1843	1843

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	799	772	779	826	884
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	140	114	121	168	226
Oman pääoman ehtoiset lainat	149	149	149	149	149
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	436	436	436	436	436
Vähemmistöosuus	3	1	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	499	583	561	511	427
Laskennalliset verovelat	116	100	100	100	100
Varaukset	2	5	5	5	5
Korolliset velat	374	472	450	400	316
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	7	7	7	7	7
Lyhytaikaiset velat	738	524	501	507	533
Korolliset velat	331	118	100	100	123
Lyhytaikaiset korottomat velat	242	239	234	239	242
Muut lyhytaikaiset velat	165	167	167	167	167
Taseen loppusumma	2037	1879	1841	1843	1843

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1298	1393	1345	1316	1367	EPS (raportoitu)	0,47	-0,03	0,19	0,43	0,69
Käyttökate	329	287	329	340	357	EPS (oikaistu)	0,65	0,39	0,52	0,55	0,75
Liikevoitto	112	52	82	129	172	Operat. kassavirta / osake	1,39	1,95	1,93	1,93	1,90
Voitto ennen veroja	99	20	48	103	148	Vapaa kassavirta / osake	-0,83	0,59	1,15	0,87	0,81
Nettovoitto	76,2	3,1	40,5	80,3	115,2	Omapääoma / osake	4,26	4,88	4,71	4,75	4,12
Kertaluontoiset erät	-37,9	-82,3	-61,5	-18,5	-9,5	Osinko / osake	0,37	0,37	0,39	0,42	0,43
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	2104	2055	1879	1841	1842	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	7 %	-3 %	-2 %	4 %
Oma pääoma	702	799	772	779	674	Käyttökatteen kasvu-%	-6 %	-13 %	15 %	3 %	5 %
Liikearvo	812	812	810	810	810	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	-11 %	7 %	3 %	23 %
Nettovelat	823	640	568	520	626	EPS oik. kasvu-%	-6 %	-40 %	31 %	6 %	38 %
						Käyttökate-%	25,3 %	20,6 %	24,5 %	25,8 %	26,1 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	11,5 %	9,6 %	10,7 %	11,2 %	13,3 %
Käyttökate	329	287	329	340	357	Liikevoitto-%	8,6 %	3,7 %	6,1 %	9,8 %	12,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-69	54,8	11,3	3,9	-8,7	ROE-%	10,8 %	0,4 %	5,2 %	10,4 %	15,9 %
Operatiivinen kassavirta	227	318	315	315	310	ROI-%	7,4 %	3,3 %	5,7 %	9,6 %	12,9 %
Investoinnit	-324	-221	-130	-173	-178	Omavaraisuusaste	35,8 %	42,0 %	45,0 %	45,8 %	39,6 %
Vapaa kassavirta	-136	96	188	142	132	Nettovelkaantumisaste	117,3 %	80,0 %	73,7 %	66,8 %	92,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,9	1,4	1,5	1,6	1,5						
EV/EBITDA	7,5	6,7	6,0	6,3	5,9						
EV/EBIT (oik.)	16,4	14,4	13,8	14,5	11,5						
P/E (oik.)	15,3	17,7	14,9	16,4	11,9						
P/B	2,3	1,4	1,6	1,9	2,2						
Osinkotuotto-%	3,7 %	5,3 %	5,1 %	4,7 %	4,8 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

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 tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

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

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

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

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

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

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



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**