

Sanoma

Yhtiöraportti

03/2018

**inde
res.**

Fokusoituminen tuottaa tulosta

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja nostamme osakkeen tavoitehinnan 11,0 euroon (aik. 10,20). Sanoma on saanut päätökseen mittavan rakennemuutoksen, mikä on tehnyt yhtiöstä merkittävästi pienemmän, mutta fokusoituneemman, matala riskisemmän ja selvästi kannattavamman. Sanoman liikevaihto nojaa yhä vahvasti taantuvaan painettuun mediaan, mikä heikentää liikevaihdon kasvua. Yhtiön kannattavuus ja kassavirta saavat kuitenkin nostetta parantuvasta tehokkuudesta, vahvasti kasvavista digituotoista, sekä suotuisasta suhdanteesta. Osakkeen arvostustaso on kohtuulliseen tuloskasvuun, vahvaan osinkotuottoon ja maltilliseen riskitasoon nähden houkutteleva.

Mittava rakennemuutos parantanut yhtiön tuotto- ja riskiprofilia

Sanoma on käynyt 2010-luvulla läpi mittavan ja kalliin rakennemuutoksen, jonka seurauksena konsernin liikevaihto ja liiketoimintojen määrä on karkeasti puolittunut ja markkina-alue supistunut yli 20 maasta 5 maahan. Yhtiö on nyt fokusoitunut kolmeen itsenäiseen, markkinoidensa johtavaan media- ja oppimisliiketoimintoon. Samalla yhtiöstä on tullut vähemmän suhdanneriippuvainen ja ennakoitavampi, sekä merkittävästi kasvaneen tehokkuuden ja parantuneen liiketoimintarakenteen myötä aiempaa selvästi kannattavampi. Kun rakennemuutoksen myötä myös Sanoman taseriskit, velkaantuneisuus ja rahoituskulut ovat pienentyneet merkittävästi, ovat yhtiön tuotto- ja riskiprofiilit parantuneet huomattavasti.

Mediatoimialan voimakas murros jatkuu - Sanoman kilpailuasema on vahva

Sanoman medialiiketoimintojen kasvunäkymät ovat kaksijakoiset, sillä niiden liikevaihdosta noin 62 % muodostavan painetun median tuotot jatkavat supistumista mediakulutuksen muutosten, mainonnan digitalisoitumisen, sekä uusien teknologioiden ja palveluiden ajamana. Noin 20 % medialiikvaihdosta muodostavat digituotot (ilman TV&Radio) puolestaan kasvavat vahvasti ja nostavat kannattavuutta. Oppimisen alueella digimurros on myös käynnissä, mutta muutokset ovat mediaa hitaampia ja hallitumpia, ja Sanoman kasvunäkymät vakaan positiiviset. Sanoman markkina-asema on kaikissa segmenteissä vahva, mikä yhdessä toteutettujen rakennemuutosten ja kasvavan yritysostoaktiiviteetin kanssa antaa yhtiölle hyvät edellytykset uudistumiseen ja murroksen hallitsemiseen kannattavasti.

Liikevaihdon kasvu jää lähivuosina vaisuksi, mutta kannattavuus ja osinkovirta paranevat

Ennustamme Sanoman liikevaihdon kasvun jäävän lähivuosina matalaksi painetun median tuottojen laskun ja oppimisen markkinan normaalin syklisen vaihtelun myötä. Odotamme yhtiön tuloksen ja operatiivisen kassavirran kuitenkin jatkavan selvää kasvua, kun kannattavampien digituottojen osuus tuotoista kasvaa, tehokkuuden parantuminen jatkuu ja rahoituskustannukset laskevat. Yhdistettynä nämä mahdollistavat arviomme mukaan keskimäärin noin 10 %:n osingon kasvun vuosille 2018-2019.

Osake tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen maltillisella riskitasolla

Ennustamme Sanoman osakkeen tarjoavan lähivuosina keskimäärin noin 10-12 %:n kokonaistuoton, 6-7 %:n tuloskasvun ja 4-5 %:n osinkotuoton yhdistelmänä. Yhtiön riskitaso on lisäksi maltillinen ja arvostuskertoimet matalat, joten osakkeen hinnoittelu on mielestämme houkutteleva. Positiivista näkemystä tukee myös verrokkien arvostukseen suhteutettu osien summa -laskelma (12,5 euroa) ja maltillisiin kasvuoletuksiin nojaava kassavirtalaskelma (11,0 euroa).

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää



11,0 EUR

Edellinen: 10,20 euroa

Osakekurssi: 10,1 EUR

Potentiaali 12 kk: +9 %

Avainluvut

	2017 *	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1433	1313	1330	1331
- kasvu-%	-13 %	-8 %	1 %	0 %
Liikevoitto (oik.)	179	189	200	201
- Liikevoitto-% (oik.)	12,5 %	14,4 %	15,0 %	15,1 %
Tulos ennen veroja	-261	172	184	186
Nettotulos	-302	130	140	143
EPS (oik.)	0,71	0,80	0,86	0,87
Osinko	0,35	0,45	0,50	0,55
- Osinkosuhte-%	Neg.	56 %	59 %	63 %
P/E (oikaistu)	15,2	12,6	11,8	11,5
P/B	3,2	3,2	3,2	3,2
Osinkotuotto-%	3,2 %	4,5 %	5,0 %	5,4 %
EV/EBIT	12,0	10,5	9,6	9,2
EV/EBITDA	7,2	5,9	5,5	5,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,4	1,4

Lähde: Inderes

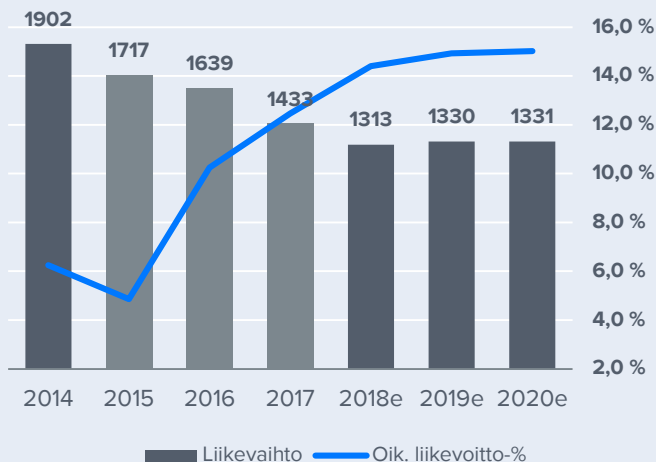
* Sisältäen jatkuvat liiketoiminnot ja myydyt SBS:n liiketoiminnot

Kurssikehitys



Lähde: Thomson Reuters

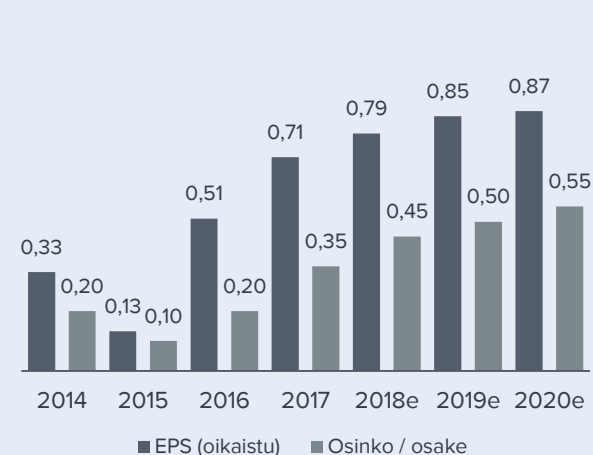
Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.) *



Lähde: Inderes

* Historialliset luvut sisältävät vuonna 2017 divestoidun SBS:n.

Osakekohtainen tulos ja osinko *



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

13x

2018e

EV/EBIT

10x

2018e

EV/S

1,5x

2018e

Osinko-%

4,5

2018e



Arvoajurit

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kannattavuuden parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema
- Positiivinen suhdannetilanne
- Yritystotot



Riskitekijät

- Painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritystotosten epäonnistuminen
- Suhdanneriskit



Arvostus

- Tulokasvunäkymä lievästi positiivinen
- Vahva operatiivinen kassavirta mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet maltilliset
- Osien summa ja DCF indikoivat nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-9
Sijoitusprofiili	s. 10-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-13
Mediatoimialan näkymät ja kilpailukenttä	s. 14-17
Media Finland ja Media BeNE	s. 18-26
Oppimistoimialan näkymät ja kilpailukenttä	s. 27-29
Learning	s. 30-33
Taloudellinen tilanne	s. 34-36
Ennusteet yhteenveto	s. 37-39
Arvonmääritys ja suositus	s. 40-42
Taulukot	s. 43-47
Vastuuvapauslauseke	s. 49

Sanoma yhtiöesittely

Sanoma on johtava mediayhtiö Suomessa ja Hollannissa, sekä yksi Euroopan johtavista oppimateriaalien ja -ratkaisujen tarjoajista. Sanomalla on liiketoimintoja Suomessa, Hollannissa, Belgiassa, Puolassa ja Ruotsissa. Yhtiö sai vuonna 2017 päätökseen mittavan rakennemuutoksen, mikä on tehnyt siitä merkittävästi pienemmän, mutta fokuoituneemman, matala riskisemmän ja selvästi kannattavamman.

n.60 % lv:sta

**PAINETTU
LIIKETOIMINTA**

n.40 % lv:sta

**MUU KUIN PAINETTU
LIIKETOIMINTA**

**MEDIA FI: #1 sanoma- ja aikakauslehdet,
radio ja verkkomainonta, #2 TV**
MEDIA NL: #1 aikakauslehdet
OPPIMINEN: #1 FI, PL, BE, #2 NL, SE

1433 MEUR (1327 MEUR)

-8 % vs. 2016 (+0 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017 (JATKUVAT TOIMINNOT)

181 MEUR, 13,6 % lv:sta

(+21 % vs. 2016)

OPERATIIVINEN LIIKEVOITTO 2017

53 % lv:sta

**ULKOMAAN
LIIKETOIMINNAT**

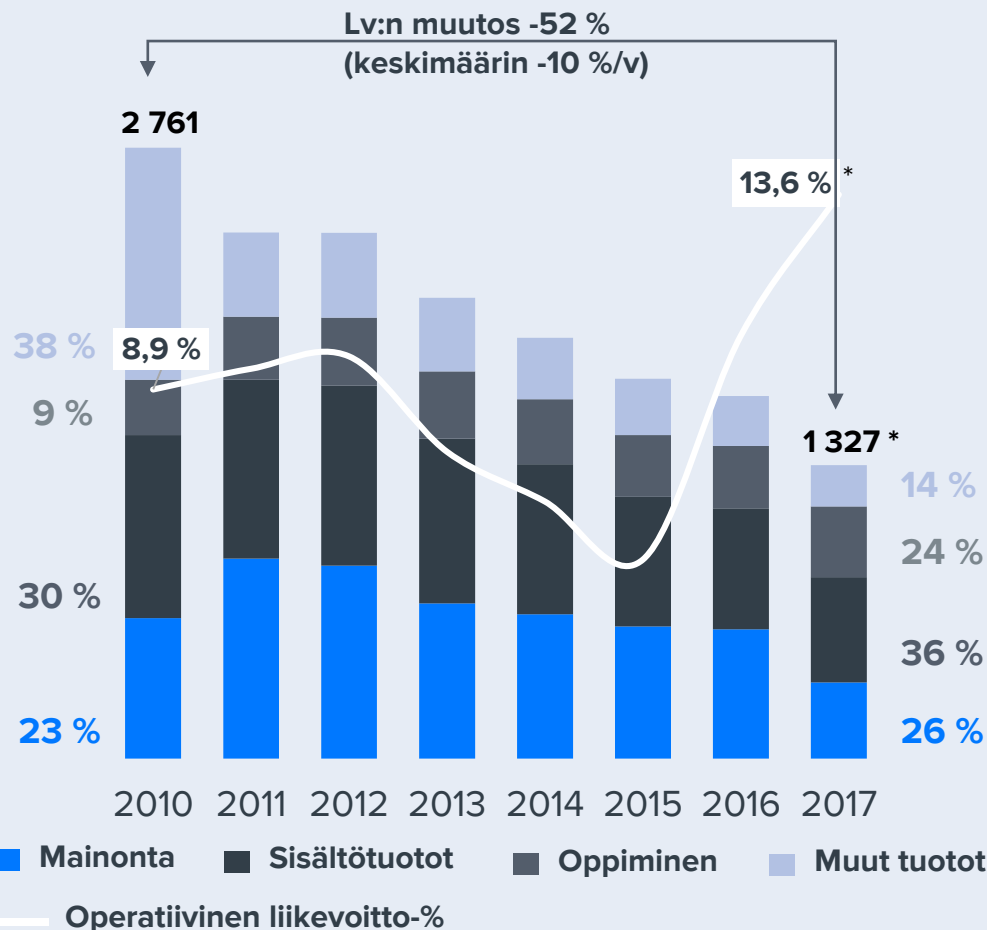
5

MAATA

4425

**HENKILÖSTÖ
LKM Q4'17**

Liikevaihdon kehitys ja jakauma tulovirroittain, 2010-2017



Lähde: Sanoma, Inderes

* Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto ja liikevoitto-% vuonna 2017

Sanoma yhtiöesittely

Mediabrändejä ja oppimiskäytäntöjä

Sanoma on kolmesta itsenäisestä liiketoiminnosta, Media BeNe, Media Finland ja Learning koostuva media- ja oppimisyhtiö. Yhtiön jatkuvien toimintojen liikevaihto ilman SBS:n liiketoimintaa oli vuonna 2017 1327 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 181 MEUR (13,6 % liikevaihdosta).

Yhtiöllä on johtava markkina-asema Suomen mediamarkkinalla, Hollannin aikakauslehti- ja verkkouutismarkkinalla, sekä Hollannin, Puolan, Suomen, Belgian ja Ruotsin opetusmateriaalien ja -ratkaisujen markkinalla. Yhtiön tunnettuja brändejä ja tuotteita ovat mm. Helsingin Sanomat, Iltasanomat, Nelonen, Aku Ankka, Nu.nl, Libelle ja pelillistetty oppimisalusta Bingel. Kaikkiaan Sanomalla on portfoliossaan arviomme mukaan yli 30 johtavaa media, digitaalisten palveluiden ja oppimisen brändiä.

Sanomalla on nykyisin liiketoimintoja 5 maassa. Liikevaihdosta syntyy noin 47 % Suomesta, noin 38 % Hollannista, sekä yhteensä noin 15 % Belgian, Puolan ja Ruotsin markkinoilta.

Kolmen itsenäisen liiketoiminnan yhdistelmä

- Media Finland** on Suomen johtava mediayhtiö, jonka liikevaihto syntyy sanoma- ja aikakauslehdistä, TV-, radio-, verkko- ja mobiilipalveluista, sekä muista palveluista. Vuonna 2017: 43 % konsernin liikevaihdosta ja 34 % operatiivisesta liikevoitosta.
- Media BeNe** käsittää Sanoman Hollannin ja Belgian kuluttajamediatoiminnot (aikakauslehdet, tapahtumat, yritysjulkaisut, verkkopalvelut ja sovellukset) sekä hollantilaisen Aldipress-lehtijakeluyhtiön. Vuonna 2017: 33 % konsernin liikevaihdosta ja 36 % operatiivisesta liikevoitosta.

- Learning** -segmentin liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Vuonna 2017: 24 % konsernin liikevaihdosta ja 30 % operatiivisesta liikevoitosta.

Lisäksi yhtiö raportoi Muut yhtiöt ja eliminoinnit segmentin alla konsernin muut, liiketoiminta-segmenteille allokoimattomat kulut.

Takana voimakas rakennemuutosvaihe

Sanoma on käynyt 2010-luvulla läpi voimakkaan rakennemuutoksen, jonka seurauksena konsernin liikevaihto ja liiketoimintojen määrä on karkeasti puolittunut ja markkina-alue supistunut yli 20 maasta 5 maahan.

Pääajureina rakennemuutosten taustalla on ollut mediamarkkinoiden voimistunut murros, Venäjän ja Itä-Euroopan markkinoiden toimintaympäristön heikkeneminen, muutamat epäonnistuneiksi osoittautuneet yritysjärjestelyt (eritoten Hollannin TV-toimintojen/SBS:n hankinta vuonna 2011) sekä yhtiön strateginen päätös keskittyä vain johtavassa markkina-asemassa oleviin liiketoimintoihin. Konsernin vuonna 2010 alkanut rakennemuutos saatiin päätökseen kuluneen 12 kk:n aikana, jolloin yhtiö myi Hollannin TV- ja Belgian naistenlehti-liiketoiminnot. Rakennemuutoksen aikana Sanoma toteutti arviomme mukaan kaikkiaan useita kymmeniä yrityskauppoja tai omistusjärjestelyjä

Yhtiö on nyt fokusoitunut kolmeen itsenäiseen, markkinoidensa johtavaan media- ja oppimiskäytäntöliiketoimintaan. Samalla yhtiöstä on tullut vähemmän suhdanneriippuvainen ja ennakoitavampi, sekä merkittävästi kasvaneen tehokkuuden ja parantuneen liiketoimintarakenteen myötä aiempaa kannattavampi.

Sanoman liiketoimintarakenteen, 2017

Sanoma-konserni

Lv. 1327 MEUR, EBIT (oik.) 181 MEUR

Media BeNe

Lv. 437 MEUR
EBIT* 68 MEUR
EBIT-% 15,6 %

- Aikauslehdet
- Verkkomedia
- Jakelu
- Tapahtumat ja muut palvelut

Media Finland

Lv. 571 MEUR
EBIT* 66 MEUR
EBIT-% 11,5 %

- Sanomalehdet
- Verkkomedia
- TV&Radio
- Aikauslehdet
- Muut palvelut

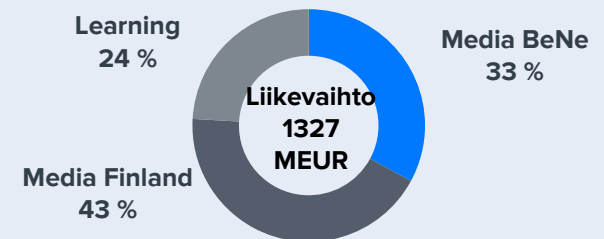
Learning

Lv. 320 MEUR
EBIT* 57 MEUR
EBIT-% 17,8 %

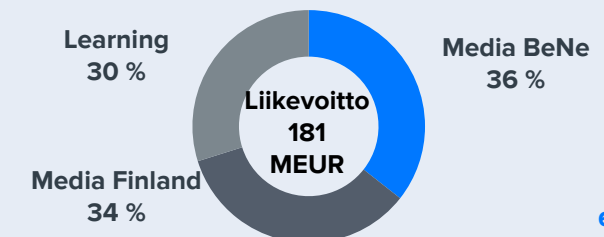
- Oppimateriaali-julkaisut
- Digitaaliset oppimisympäristöt
- Jakelupalvelut

- Operatiivinen liikevoitto
Luvut ilman myytyjä SBS:n toimintoja.

Liikevaihdon jakauma, 2017



Operatiivisen liikevoiton jakauma, 2017



Sanoman liiketoimintamalli 1/2

Neljä tuottokomponenttia

Sanoman liiketoimintamalli muodostuu neljästä tuottokomponentista:

- Sisältötuottoihin** (2017: 478 MEUR, n. 36 % lv:sta), jotka koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemediapalveluiden tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Tilausten osuus sisältötuotoista on noin 75 % ja vastaavasti irtonumeromyynnin noin 25 %. Segmentteittäin Media Finlandin osuus sisältötuotoista on noin 55 % ja Media BeNen noin 45 %. Sisältötuottojen kohderyhmä on kuluttajat.
- Mainostuottoihin** (2017: 345 MEUR, n. 26 % lv:sta), jotka koostuvat sanoma- ja aikakauslehdistä, tv- ja radiokanavista, niihin liittyvistä verkkopalveluista, ja online-markkinapaikoista syntyvistä ilmoitustuotoista. Segmentteittäin Media Finlandin osuus mainostuotoista on noin 70 % ja Media BeNen noin 30 %. Mainostuottojen kohderyhmä on yritykset.
- Oppimisen tuottoihin** (2017: 320 MEUR, n. 24 % lv:sta), jotka koostuvat kokonaan Learning-segmentin oppimateriaalien ja -ratkaisujen tuotoista. Oppimisen tuottojen pääkohderyhmä on julkinen sektori.
- Muihin tuottoihin** (2017: 185 MEUR, n. 14 % lv:sta), jotka koostuvat pääosin lehtijakelusta ja markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, tapahtumamarkkinoinnista, kirjoista ja painopalveluista. Segmentteittäin Media Finlandin osuus muista tuotoista on noin 30 % ja Media BeNen noin 70 %.
-

Rakenteelliset trendit ohjaavat liiketoimintaa

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi useat, voimakkuudeltaan erilaiset ja suuntaiset, rakenteelliset trendit. Sanoman liikevaihto voidaan näköyksen mukaan jakaa näiden perusteella 4 osaan:

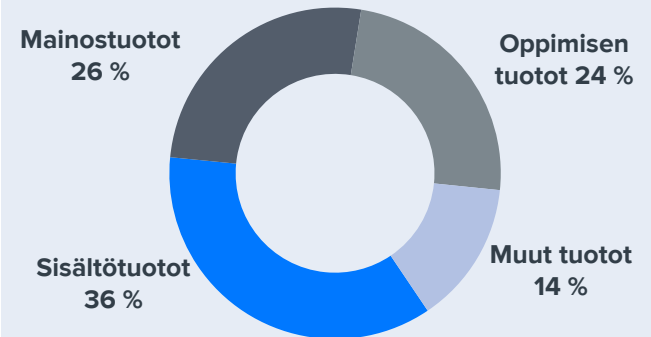
1. Painetun median tuotot
2. Digitaaliset media- ja palvelutuotot
3. Lineaarisen TV:n ja radion tuotot
4. Oppimisen tuotot

Pitkällä aikavälillä näistä selvästi voimakkain trendi on painetun median tuottojen lasku, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainostuottoihin. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on yhteensä noin 46 %. Tästä karkean arvioimme mukaan sisältötuottojen osuus on noin 57 %, mainonnan noin 35 % ja muiden tuottojen noin 8 %.

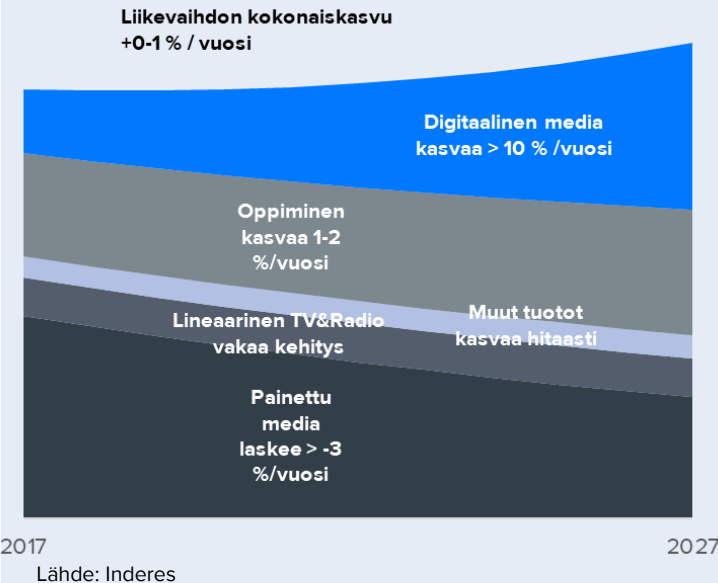
Toinen merkittävä, painetun median kanssa vastakkainen rakenteellinen trendi on digitaalisen median tuottojen voimakas kasvu. Digitaalisen median tuottojen osuus (pois lukien TV&radio) Sanoman liikevaihdosta on arvioimme mukaan noin 15 %. Tästä karkean arvioimme mukaan digimainonnan osuus on noin 60 % ja digisisältötuottojen noin 40 %.

Lisäksi näköyksen mukaan lievemmin Sanoman kehitykseen vaikuttavia rakenteellisia trendejä ovat lineaarisen TV- ja radiomainonnan kasvun pysähtyminen ja oppimisen markkinoiden lievä rakenteellinen kasvu. Lineaarisen TV:n osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 9 % ja oppimisen noin 24 %.

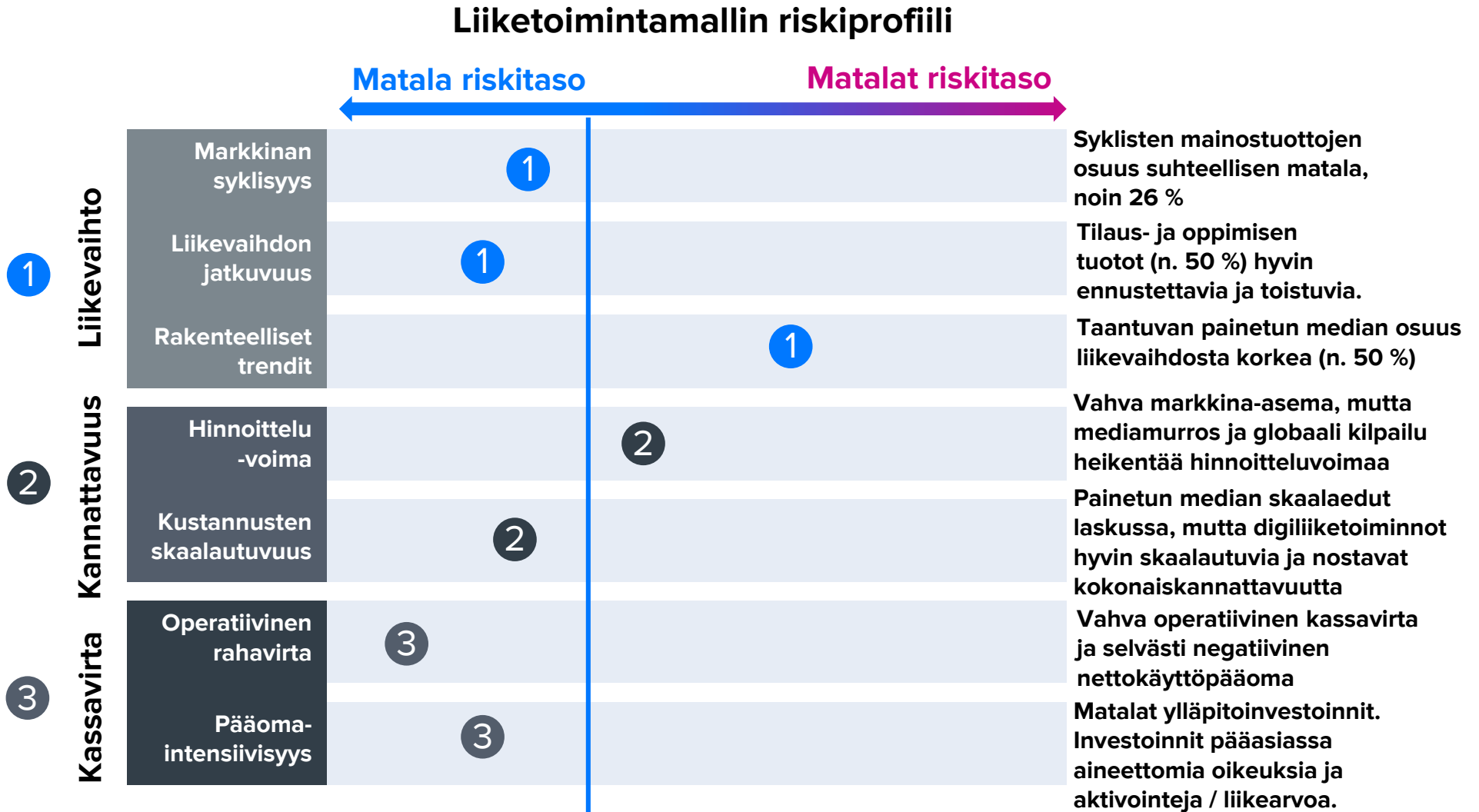
Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin, 2017-2027



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Sanoma
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Sijoitusprofiili

Syklisestä käänneyhtiöstä vakaaksi osinkoyhtiöksi

Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut merkittävästi viime vuonna päättyneen mittavan rakennemuutoksen myötä, ja yhtiö on samalla muuttunut näkemyksemme mukaan suhteellisen syklisestä käänneyhtiöstä vakaaksi osinkoyhtiöksi.

Osakkeen riskiprofiili on aiempaa selvästi matalampi, kun korkeasyklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta on laskenut selvästi, yhtiön liiketoimintarakente on virtaviivaistunut ja madaltunut, ja tase- ja rahoitusriskit ovat pienentyneet merkittävästi. Yhtiön kassavirtaprofiilia ja osingonmaksukykyä on puolestaan parantanut kannattavuuden nousu, velan määrän ja rahoituskulujen merkittävä lasku ja investointien pienentyminen.

Mediatoimialan murros heikentää kasvua

Sanoman liikevaihto on laskenut viime vuosina voimakkaasti, mikä on johtunut pääasiassa yhtiön toteuttamista rakennejärjestelyistä. Emme odota rakennejärjestelyjen kautta enää lähivuosina merkittäviä muutoksia Sanoman liikevaihtoon, mutta mediatoimialan murroksesta johtuva painetun median tuottojen rakenteellinen lasku tulee jatkumaan, mikä heikentää painetun median tuottoihin edelleen vahvasti nojaavan Sanoman liikevaihdon orgaanista kokonaiskasvua. Sijoittajalle tämä näkyy matalina hyväksyttävänä tulos pohjaisina arvostuskertoimina (P/E, EV/EBIT).

Yrityskaupat tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa Sanoman strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja

trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yritysjärjestelyt tulevat näkymään Sanomassa arviomme mukaan kahta kautta: 1) Yhtiö pyrkii aktiivisesti kiihdyttämään kasvua yritysostoin, 2) yhtiö muokkaa liiketoimintarakennetta myymällä heikosti kannattavia sekä strategiaan sopimattomia osia. Odotamme Sanoman yritysostojen olevan lähivuosina pääasiassa pieniä täydentäviä yritysostoja, joten ne eivät merkittävästi korota yhtiön riskiprofiilia.

Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme.

Positiiviset arvo-ajurit

- **Digitaalisen liiketoiminnan kasvu:** Sanoman digitaalisten medialiiiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vahvat ja kannattavuus hyvä, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten medialiiiketoimintojen osuus (pois lukien lineaarinen TV&radio) yhtiön liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 15 %.
- **Kannattavuuden parantuminen:** Näemme Sanomalla edelleen potentiaalia kannattavuuden parantamiseen toiminnan tehostamisen ja myynnin rakenteen parantumisen kautta.
- **Vahva kassavirta:** Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa sekä kasvavan osingon, investoinnit, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös merkittäviä yritysostoja.
- **Suhdanteen parantuminen:** Talouskasvunäkymät lähivuosille ovat hyvät, mikä heijastuu positiivisesti erityisesti

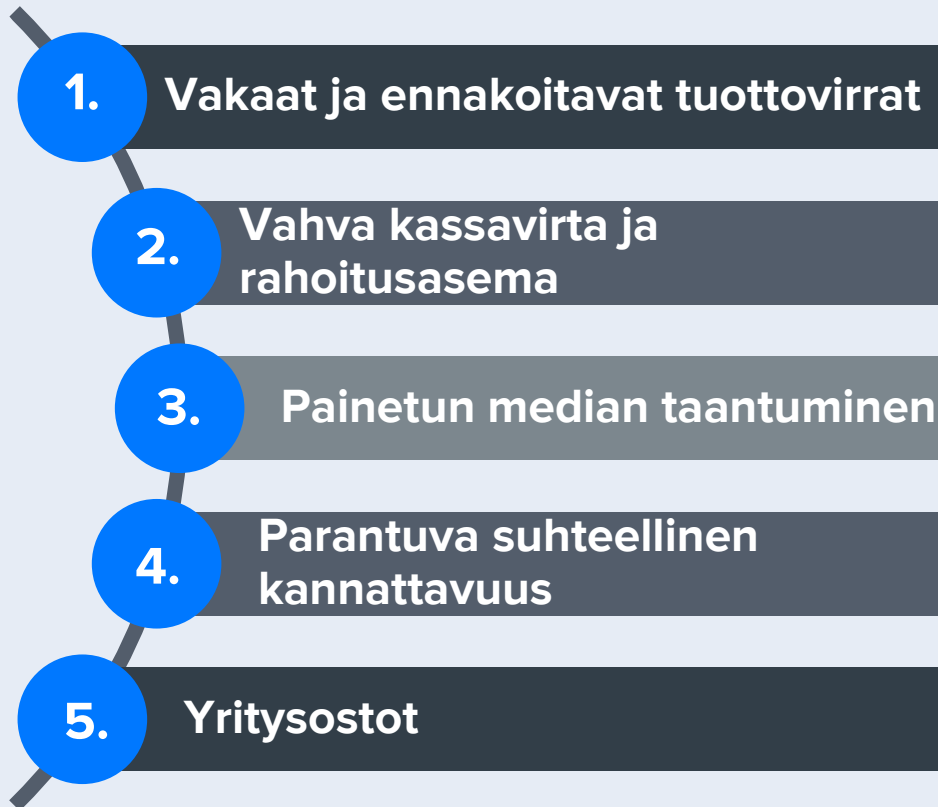
mainonnan kysyntään ja nostaa liiketoimintamalliltaan hyvin skaalautuvien mediayhtiöiden kannattavuutta.

- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Sanomalla on potentiaalia kiihdyttää tuloskasvua yritysostojen kautta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Painetun median tuottojen lasku:** Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja heikentää kassavirtaa.
- **Kilpailuaseman heikentyminen:** Mediatalojen kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema 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.
- **Suhdanneriskit:** Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikentävä suhdanne laskisi edelleen tuloskasvuodotuksia ja toimialan hyväksyttävää arvostuskertoimia.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Digituottojen kasvu
- Kannattavuuden parantuminen
- Vahva kassavirta
- Positiivinen suhdannetilanne
- Yritysostot

Riskit

- Painetun median tuottojen lasku
- Kilpailuaseman heikentyminen globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole ollut viime vuosina julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja konsernin strategia on muodostunut käytännössä toisistaan itsenäisten liiketoiminta-alueiden strategioiden kautta. Mielestämme tarkkan konsernitason strategian puuttuminen on luontevaa, sillä Sanoman liiketoiminta-alueiden liiketoimintamallit poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden välillä ei ole käytännössä merkittäviä synergioita. Lisäksi nopeasti muuttuvassa mediakentässä pitkälle katsovat ja ”jäykkiin” tavoitteisiin sidotut strategiat saattaisivat arviomme mukaan luoda jopa kilpailuhaittaa yhtiölle.

Konsernitason kehityssuunnat

Sanoma-konsernin kehitystä on ohjattu viime vuosina strategiisiin tavoitteisiin verrattavissa olevien ”kehityssuuntien” kautta. Vuoden 2017 aikana yhtiö sai päätökseen vuonna 2015 alkaneen merkittävän rakennemuutosvaiheen, jonka aikana Sanoma fokusoitui markkinoiden johtavissa asemissa oleviin ydinliiketoimintoihin, yksinkertaisti liiketoimintarakennettaan sekä toteutti mittavat kustannussäästö- ja tehostusohjelmat. Kehitysvaihetta voi pitää onnistuneena, sillä se paransi merkittävästi yhtiön kannattavuutta ja sen lopussa yhtiö täytti taloudelliset tavoitteet osingon kasvun, velkaisuuden ja vakavaraisuuden suhteen.

Lähivuosina Sanoman konsernitason tavoitteena on jatkaa edelleen fokusoitumista tavoitavuuden ja digitaalisen tarjoaman kehittämiseen, kustannusten hallintaan, ja kassavirran parantamiseen.

Lisäksi yhtiö aikoo lisätä fokusta kasvuun. Pääpaino kasvun suhteen on Learning-segmentissä, jossa pyritään kiihdyttämään

kasvua erityisesti markkinaajajennuksien ja yrityskauppojen kautta.

”Täsmä”yritysostot todennäköisiä

Arviomme mukaan yritysostot tulevat olemaan tärkeässä osassa Sanoman pitkän aikavälin kehityksen kannalta. Yhtiö tarvitsee pitkällä aikavälillä liikevaihdon kasvua jatkuvan tuloskasvun varmistamiseksi ja painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi.

Sanoman rahoitusasema ja kassavirta vahvistuivat merkittävästi vuosina 2016-2017, ja yhtiöllä on arviomme mukaan kapasiteettia tehdä tulorahoituksen ja velkaantumisasasteen kasvun kautta vähintään noin 150-200 MEUR:n arvosta yritysostoja. Sanoman oman EV/S-kertoimen (n. 1,5x) kautta laskettuna yritysostojen vaikutus liikevaihdon kasvuun voisi olla siten noin 100-130 MEUR:, eli noin 5-10 % liikevaihdosta vuositasolla.

Segmenttitasolla katsottuna pidämme yritysostojen todennäköisyyttä korkeimpana Learningin osalta, mutta myös Media Finland ja Media BeNe ovat arviomme mukaan aktiivisia pienten täydentävien yrityskauppojen osalta.

Sanoman johto on korostanut vahvasti, että yhtiö hakee ensisijaisesti pienehköjä, nykyistä liiketoimintaa täydentäviä ”täsmä”yritysostoja, joilla saavutetaan nopeasti korkeat synergiaedut, uutta markkinapotentiaalia ja/tai uusia skaalattavia palveluita. Aikaisempina vuosina tehdyt suuret yritysostot tai laajamittainen markkinan konsolidaatioon osallistuminen ovat siten arviomme mukaan epätodennäköisiä vaihtoehtoja ainakin lähitulevaisuudessa. Hyviä esimerkkejä Sanoman nykyisestä yritysostostrategiasta ovat vuonna 2016 tehty De Boeck oppimateriaali-kustantajan osto (lv. Noin 17 MEUR) ja vuonna

2018 toteutuva N.C.D. Production Oy:n festivaali- ja tapahtumaliiketoiminnan hankinta (lv. Noin 20 MEUR).

Taloudelliset tavoitteet

Sanoman vuonna 2016 asetetut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

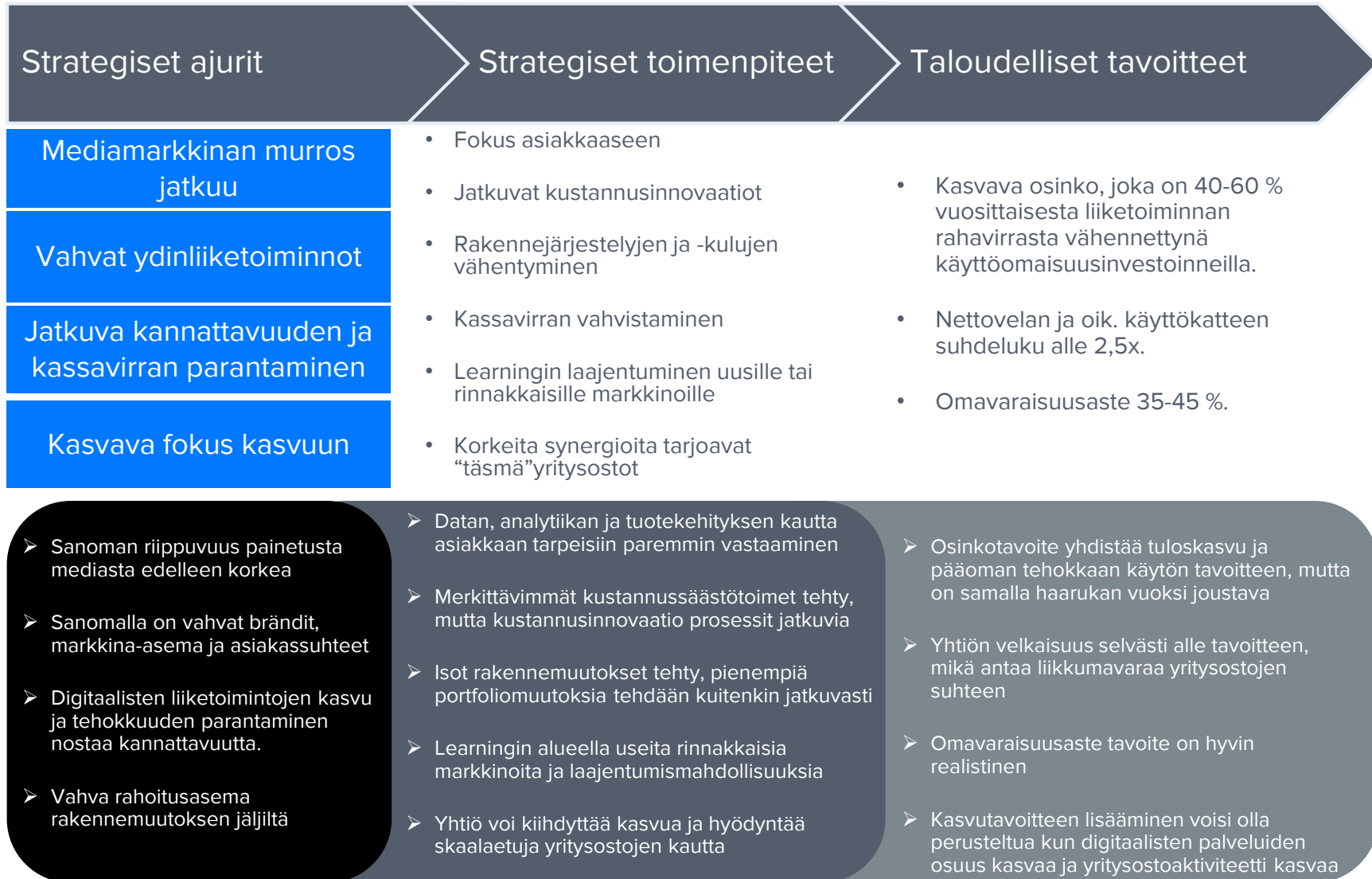
- **Kasvu ja kannattavuus:** Kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta liiketoiminnan rahavirrasta vähennettynä käyttöomaisuusinvestoinneilla.
- **Velkaisuus:** Nettovelan ja oik. käyttökatteen suhdeluku alle 2,5x.
- **Vakavaraisuus:** Omavaraisuusaste 35-45 %.

Vuonna 2017 yhtiö täytti kaikki taloudelliset tavoitteensa. Osinko(ehdotus) kasvoi 0,20 eurosta 0,35 euroon osakkeelta ja osinko oli 55 % operatiivisesta kassavirrasta vähennettynä käyttöomaisuusinvestoinneilla. Sanoman nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde laski vuoden 2017 lopussa 1,7x tasolle, kun nettovelka laski vuoden aikana 786 MEUR:sta 392 MEUR:oon. Sanoman omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa 38,5 % (2016: 41 %).

Kaiken kaikkiaan pidämme Sanoman taloudellisia tavoitteita melko varovaisina ja realistisina, mutta ne sopivat hyvin yhtiön nykyiseen liiketoimintaprofiiliin, jossa taantuva perinteinen media tuottaa edelleen vahvaa kassavirtaa ja kasvavat digitaaliset tuotot ja tehostustoimet tuovat tuloskasvua.

Jos ja kun digitaalisen liiketoiminnan painoarvo kasvaa vuosien varrella vielä merkittävästi nykyistä korkeammaksi ja yritysostot kiihdyttävät yhtiön liikevaihdon kasvua, olisi Sanoman mielestämme perusteltua antaa tavoitteita myös segmenttien liikevaihdon kasvun suhteen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Mediatoimialan näkymät ja kilpailukenttä 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen ja Hollannin mainosmarkkinan kehitystrendit ovat olleet viime vuosina

kokonaisuutena samankaltaisia, eli painetun median mainonta on laskenut voimakkaasti ja digimainonnan määrä on kasvanut vahvasti. Mainonnan kokonaismarkkinan tasolla arvonn kehitys on kuitenkin ollut Hollannissa hiukan Suomea positiivisempaa, sillä Hollannissa mainosmarkkina on kasvanut linjassa BKT:n kasvun kanssa, kun taas Suomen mainosmarkkinan kasvu on jäänyt jälkeen BKT:n kehityksestä. Suomen heikompaa kokonaiskehitystä selittää painetun median mainonnan Hollantia suurempi osuus. Toisaalta Suomessa mainonnan määrää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologioiden käyttöönottoon, mikä on pienentänyt mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

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

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Mediatoimialan ajurit



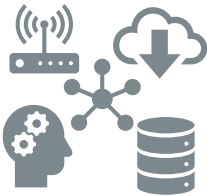
Digitalisaatio

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



Suhdannekehitys

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



Teknologinen kehitys

Uudet teknologiat muuttavat ansaintamalleja ja kilpailudynamiikkaa. Erityisesti datan ja analytiikan rooli korostuu kilpailutekijänä.



Säätely ja kulttuuri

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

Mediamarkkinan trendit

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Lähde: Inderes

Mediatoimialan näkymät ja kilpailukenttä 2/2

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

TNS Kantarin ja IAB:n mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut sekä Suomessa että Hollannissa viime vuodet keskimäärin yli 10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan vahvana myös pitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) lähivuosina, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaalisten videopalvelujen mainontaan.

Sisältötuottojen kehitys

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

Sisältötuottojen laskua on käsityksemme mukaan hillinnyt sekä levikkihintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin voimakas kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen matala, on suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut kääntämään

Helsingin Sanomien kokonaistilajamäärän kasvuun ensimmäistä kertaa pitkään aikaan (+4 % vuonna 2017), kun digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut yli 60 %:iin kokonaistilajien määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuoteen 2012 verrattuna.

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

Painetun median sisältötuottojen kysyntä näyttää jatkavan tasaista laskua, ja painettujen lehtien tilaajien keski-ikä on noussut noin 60-vuoteen. Arvioimme, että painetun lehden tilaustuottojen määrä tulee puolittumaan seuraavan kymmenen vuoden kuluessa.

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

Digin kasvu nostaa toimialan kannattavuutta

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

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

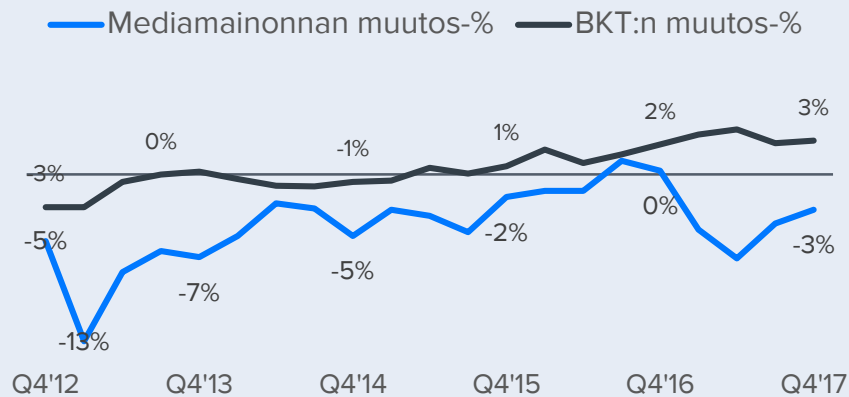
Facebookin ja Googlen asema on vahva, mutta kotikenttäetu parantaa mediayhtiöiden asemaa

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

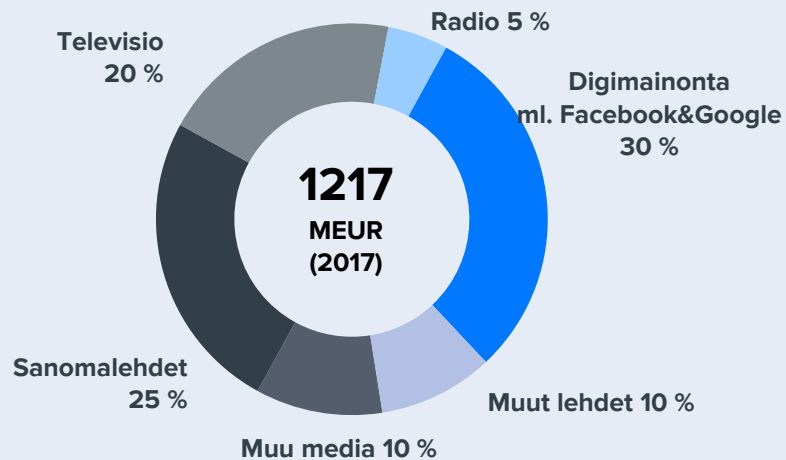
Johtavat pohjoismaiset mediayhtiöt ovat pärjänneet kuitenkin suhteessa esimerkiksi USA:n markkinoihin nähden hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt korkeana. Esimerkiksi Suomen digimainosmarkkinasta Sanoman ja Alma Median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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

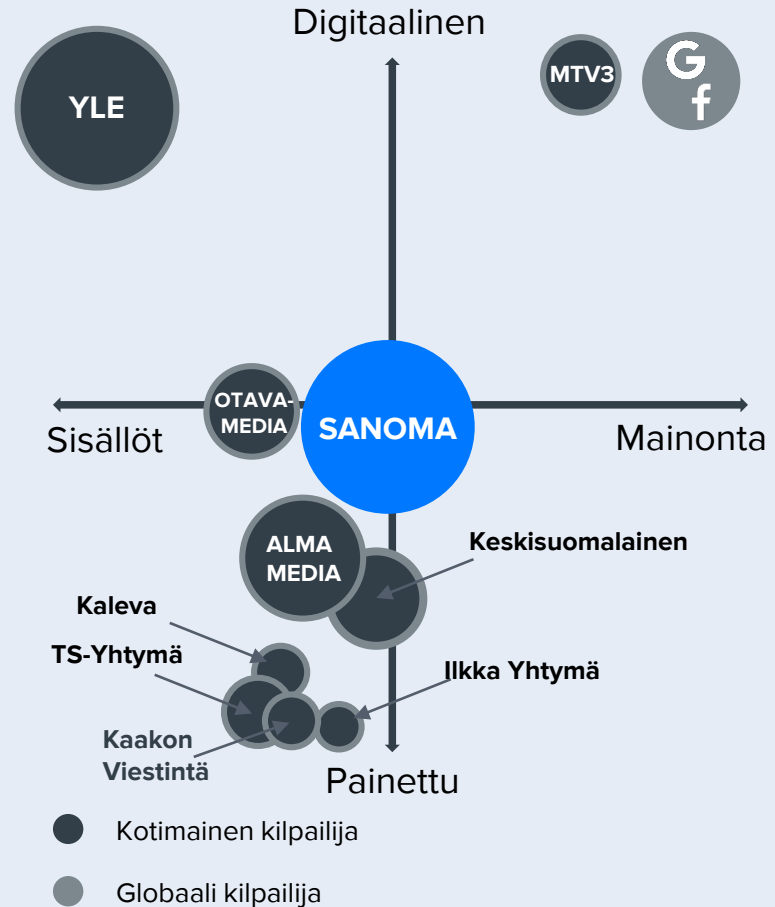
Suomen mediamainonnan kehitys



Suomen mediamainonnan jakauma, 2017



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Media Finland 1/2

Monikanavainen mediayhtiö

Media Finland -segmentin liiketoiminta koostuu sanoma- ja aikakauslehtien julkaisu- ja toimitus- ja niihin liittyvistä verkkopalveluista, mainosrahoitteisista TV- ja radiokanavista ja niiden verkkopalveluista, online-markkinapaikoista, jakelu- ja painopalveluista sekä tapahtuma- ja markkinointipalveluista. Segmentin liiketoiminta keskittyy 100 %:sti Suomeen.

Vuonna 2017 Media Finland oli liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurin segmentti. Segmentin liikevaihto oli 571 MEUR (2016: 581 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 43 %.

Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland ollut viime vuosina Sanoman toiseksi tai kolmanneksi suurin segmentti ja sen osuus konsernin vuoden 2017 rakennemuutoksilla oikaistusta operatiivisesta liikevoitosta oli 36 % (2016: 33 %). Segmentin operatiivinen liikevoitto oli vuonna 65,7 MEUR (2016: 49,5 MEUR), eli 11,5 % liikevaihdosta (2016: 8,5 %).

Merkittävä kannattavuuskäännös vuonna 2016

Aiemmin osana Consumer Media -segmenttiä raportoitu Media Finland liiketoiminto eriyttiin omaksi segmentiksi vuonna 2017.

Segmenttiin sisältyvän liiketoiminnan kehitys oli vuosina 2013-2015 heikkoa, kun painetun median mainonnan määrä laski voimakkaasti ja myös sisältötuottojen tuotot laskivat. Heikosta markkinakehityksestä johtuen segmentissä toteutettiin merkittävä tehokkuus- ja kustannussäästöohjelma, jonka ansiosta segmentin kannattavuus kääntyi voimakkaaseen

kasvuun vuonna 2016. Kustannusnovaatio-ohjelma ("Suunta") jatkui aina vuoden 2017 loppuun saakka. Tehostustoimien mittaluokkaa kuvaa kenties parhaiten henkilöstömäärän kehitys, joka laski vuosina 2014-2017 2664 henkilöstä 1744 henkilöön (-35 %).

Liiketoimintamalli hajautunut usean tuottolähteen varaan

Media Finlandin liiketoimintamalli rakentuu suhteellisen laajasti eri tuottolähteen varaan, mikä johtuu segmentin laajasti koko Suomen mediakentän kattavasta tuote- ja palveluvalikoimasta.

Tuottolajeittain katsottuna suurin osuus, 46 %, segmentin liikevaihdosta syntyy mainonnasta. Sanoman mainonnan markkinaosuus perusteella arvioimme, että segmentin mainostuotoista noin 40 % syntyy TV- ja radiomainonnasta, noin 25 % digimainonnasta, ja noin 35 % painetun median mainostuotoista.

Sisältötuottojen osuus segmentin liikevaihdosta on noin 45 %. Vakaiden ja toistuvien tilaustuottojen osuus tästä on noin 80 %, ja kertaluonteisen irtonumeromyynnin noin 20 %.

Muun liiketoiminnan osuus Media Finlandin liikevaihdosta on noin 9 %. Muu liikevaihto koostuu pääosin markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysjulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista.

Painetun median tuottojen osuus Media Finlandin liikevaihdosta oli noin 56 % vuonna 2017 ja muun kuin painetun median noin 44 %.

Tuotesegmenteittäin jaettuna sanomalehtien

osuus liikevaihdosta on noin 38 %, TV:n ja radion noin 22 %, verkkopalveluiden noin 22 %, aikauslehtimyynti noin 18 ja muun liikevaihdon noin 1 %.

Selkeä markkinajohtaja

Media Finland on kokonaisuutena Suomen markkinoiden selvästi suurin mediayhtiö. Segmentti on markkinajohtaja painetun median mainos- ja sisältömyynissä, digimainonnassa, radiomainonnassa, sekä markkina kakkonen kaupallisessa TV:ssä.

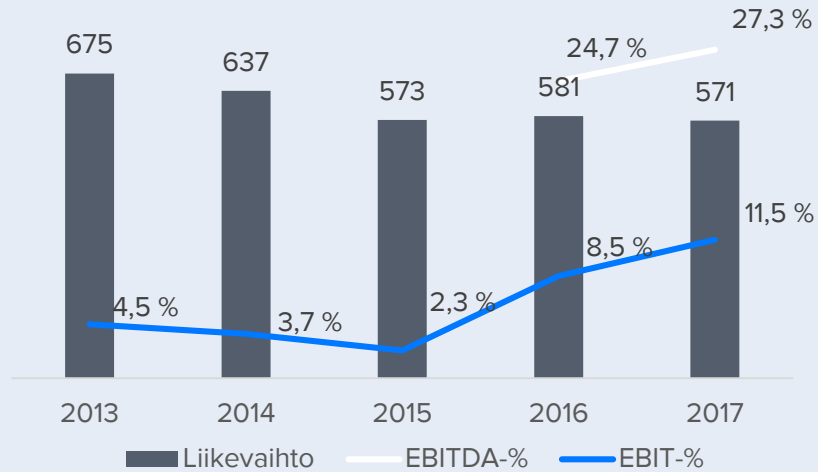
Segmentin liiketoimintojen vahva asema perustuu useaan erittäin tunnettuun ja pitkään markkinoilla olleeseen mediabrändiin (mm. HS, IS, Nelonen, MeNaiset, ja Aku Ankka), joilla tavoitetaan suurin painetun median lukijamäärä, suurin verkkokävijöiden määrä ja suurin/toiseksi suurin kaupallisten TV-kanavien katsojamäärä. Sanoman mediat tavoittavat yhtiön mukaan yli 97 % suomalaisista viikkotasolla.

Verkkomediassa Media Finlandilla on kansainvälisestikin tarkasteltuna poikkeuksellisen vahva asema kotimarkkinoillaan. Kantar TNS:n mukaan Sanoman markkinaosuus suomalaisten mediatalojen Suomen markkinoiden verkkomainonnan tuotoista oli vuonna 2017 38 % (2016: 37 %). Facebook ja Google mukaan lukien markkinaosuus oli noin 19 %.

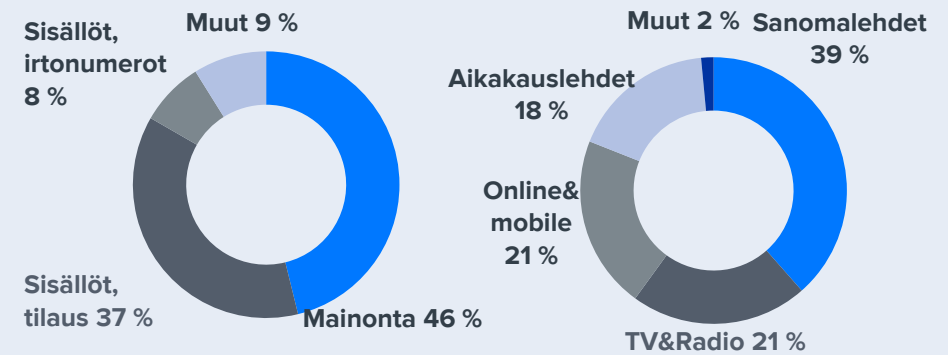
Koko Suomen mainosmarkkinaan (n. 1,21 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 22 %.

Media Finland yhteenveto

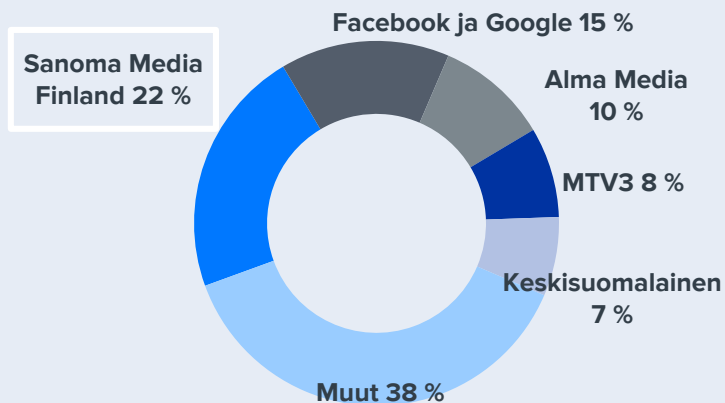
Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Sanoman markkinaosuus mainonnasta*



Liiketoimintojen markkina-asema ja brändit



Media Finland 2/2

Liiketoiminnan kehitysnäkymät ja tulosajurit

Media Finlandin näkymät ovat hyvin kaksijakoiset. Rakenteellisessa laskussa olevien painetun median tuottojen osuus segmentin liikevaihdosta on edelleen yli 50 % ja myös noin 20 % liikevaihdosta muodostavien lineaarisen TV:n ja radion mainostuottojen kasvunäkymät ovat vaisut. Toisaalta yhtiön digitaalisten sisältö- ja mainostuottojen kasvu on vahvaa ja hyvin kannattavaa, mikä yhdessä yritystojen kanssa riittää arviomme mukaan kompensoimaan painetun median tuottojen heikon kasvun ja nostaa segmentin suhteellista kannattavuutta.

Media Finlandin keskeiset tulosajurit ovat näkemyksemme mukaan: 1) Painetun median sisältötuottojen rakenteellinen lasku, 2) digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kysynnän vahva kasvu, 3) lineaarisen TV:n ja radion vakaa kehitys, sekä 4) tehostustoimet ja kustannusnovoatiot.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 3-5 %:n laskussa tämän hetkisessä vahvasti kasvavassa talousympäristössäkin, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen ja myös sisältötuotot jatkavat lievää laskua.

Media Finland pystyy arviomme mukaan kasvattamaan digituottoja yli 10 % vuodessa, mutta digituottojen osuus liikevaihdosta on edelleen liian matala (noin 15 % lv:sta), jotta se kääntäisi painetun median liikevaihdon laskun merkittäväksi kokonaisliikevaihdon kasvuksi. Myös brändien ympärille rakennettujen palvelu- ja tuotelaajennusten (mm. markkinointi) liikevaihto on arviomme mukaan lievässä kasvussa, mutta näiden tuottojen osuus liikevaihdosta on vielä suhteellisen matala.

Arvioimme, että viime vuosina markkinaosuutta

kasvattaneiden Sanoman lineaarisen TV- ja radioliiketoimintojen tuotot laskevat hieman lähivuosina liigakiekon ohjelmaoikeuksien päättymisen vuoksi. Keskipitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin näihin tuottoihin vakaata kehitystä.

Odotamme, että yhtiö saa edelleen hyötyjä kustannusnovoatioista lähivuosina. Näiden vaikutus on kuitenkin aiempia vuosia pienempi.

Ennusteet (sivu 21)

Lähdemme Media Finland -segmentin ennusteissamme oletuksesta, että Suomen talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivista vuonna 2018 (n. 3 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2019-2020 (n. 2 %). Talousennusteisiin, segmentin jatkuvien tuottojen kehitysenusteisiin perustuen ennustamme Media Finlandin orgaanisen liikevaihdon laskevan vuonna 2018 noin 1 %:n, mutta keväällä todennäköisesti toteutuvasta yritystojen johtuen ennustamme kokonaisliikevaihdon kasvavan noin 3 % 586 MEUR:oon. Vuosina 2019-2020 ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin hieman yli 1 %:n vuodessa. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme kasvuksi 0-1 %.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2018 oikaistun liikevoiton nousevan 20 % 79 MEUR:oon (2016: 66 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n paranevan 13,2 %:iin (2016: 11,5 %). Raportoitu liikevoitto kasvaa noin 10 % (2017: 72 MEUR), sillä emme odota positiivisia kertaeriä vuoden 2018 tulokseen. Vuoden 2018 liikevoittoa nostaa viime vuonna toteutettujen kustannusnovoatioiden vaikutukset, digitaalisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvu, SM-liigan lähetysoikeuksien myötä merkittävästi laskevat poistot sekä yritysosto. Vuosille 2019 ja 2020 ennustamme lievää

liikevoiton kasvua (2-8 %) lähinnä digitaalisten liiketoimintojen suhteellisen osuuden kasvun ajamana. Pitkällä aikavälillä ennustamme liikevoittoon painetun median tuottojen laskun vuoksi vain keskimäärin noin 2 %:n kasvua, mutta liikevoitto-%:n odotamme nousevan asteittain digituottojen kasvun kautta 15 %:iin.

Media Finlandin arvonmääritys (sivu 22)

Määritämme Media Finlandin käyvän arvon laajan mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta. Olemme identifioineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 20 verrokkiyhtiötä (sivu 22). Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen uutismedian yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat hyvin Media Finlandin liiketoimintamallia ja kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuosien 2018-2019 keskimääräisiä EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Media Finlandin vuosien 2018-2019 keskimääräisille käyttökatteelle (EBITDA) ja liikevoitolle (EBIT).

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 8x ja 12x. Näillä kertoimilla ja Media Finlandin EBITDA-ennusteella 165 MEUR sekä EBIT-ennusteella 82 MEUR laskettuna saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) noin 1204 MEUR. Käyttäen verrokkiryhmän alimman ja korkeimman kvartiilin keskimääräisiä arvostuskertoimia arvostuksen haarukaksi saadaan noin 700-1700 MEUR. Ylimmässä kvartiilissa on digimurrosta hyvin hallitsevia yhtiöitä, kuten Schibsted, New York Times ja Daily Mail, ja alimmassa heikommin digimurrokseen vastanneita ja painetun median varassa vahvasti olevia mediataloja, kuten Gannett ja Johnston Press.

Media Finland ennusteet

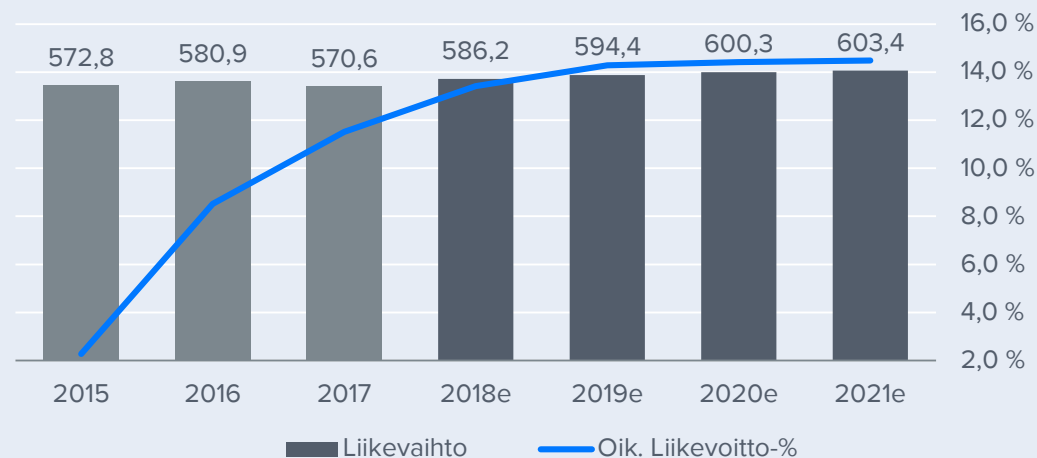
Tulosennusteet

MEDIA FINLAND	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	572,8	580,9	144,1	144,6	131,2	150,7	570,6	142,6	150,2	140,5	152,9	586,2	594,4	600,3	603,4
Kulut ilman kertaeriä ja poistoja		-437,5	-101,2	-102,4	-95,8	-115,2	-414,8	-104,1	-105,1	-101,1	-113,9	-424,3	-426,5	-430,7	-432,9
Käyttökate ilman kertaeriä		143,4	42,9	42,2	35,4	35,5	155,8	38,5	45,1	39,3	39,0	161,9	167,9	169,6	170,5
%-liikevaihdosta		24,7 %	29,8 %	29,2 %	27,0 %	23,6 %	27,3 %	27,0 %	30,0 %	28,0 %	25,5 %	27,6 %	28,3 %	28,3 %	28,3 %
Poistot		-93,9	-23,9	-19,7	-21,3	-25,5	-90,1	-23,0	-19,2	-16,0	-25,0	-83,2	-83,0	-83,0	-83,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,0	49,5	19,0	22,5	14,1	10,0	65,7	15,5	25,9	23,3	14,0	78,7	84,9	86,6	87,5
EBIT-% (oik.)	2,3 %	8,5 %	13,2 %	15,6 %	10,7 %	6,6 %	11,5 %	10,9 %	17,2 %	16,6 %	9,2 %	13,4 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %
Kertaerät	-21,1	-8,2	0,6	8,1	-0,7	-1,7	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	-8,1	41,3	19,6	30,6	13,4	8,3	71,9	15,5	25,9	23,3	14,0	78,7	84,9	86,6	87,5

Tunnusluvut	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-10,0 %	1,4 %	-0,3 %	-3,7 %	-1,9 %	-1,1 %	-1,8 %	-1,0 %	3,9 %	7,1 %	1,5 %	2,7 %	1,4 %	1,0 %	0,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-44,7 %	280,8 %	72,7 %	18,4 %	38,2 %	7,5 %	32,7 %	-18,4 %	14,9 %	65,5 %	39,9 %	19,8 %	7,9 %	2,0 %	1,0 %
Oikaistu käyttökate-%		24,7 %	29,8 %	29,2 %	27,0 %	23,6 %	27,3 %	27,0 %	30,0 %	28,0 %	25,5 %	27,6 %	28,3 %	28,3 %	28,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,3 %	8,5 %	13,2 %	15,6 %	10,7 %	6,6 %	11,5 %	10,9 %	17,2 %	16,6 %	9,2 %	13,4 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %
Liikevoitto-%	-1,4 %	7,1 %	13,6 %	21,2 %	10,2 %	5,5 %	12,6 %	10,9 %	17,2 %	16,6 %	9,2 %	13,4 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Inderes

Media Finland arvonnäätitys

Verrokkiryhmä

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	163	161	0,6	0,6	5,3	5,2	22,8	20,1
Alma Media Oyj	645	710	1,9	1,8	9,9	9,5	13,0	12,4
Axel Springer SE	7813	9345	2,8	2,7	12,5	11,4	17,7	16,2
Daily Mail and General Trust P L C	2499	3010	1,8	1,8	12,0	11,3	17,7	16,9
Gannett Co Inc	907	1088	0,5	0,5	4,0	3,9	8,7	8,8
GEDI Gruppo Editoriale SpA	273	389	0,6	0,6	6,5	6,3	10,0	9,8
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Sociais SA	40	218	1,1	1,1	10,5	8,9	12,5	10,5
ITV PLC	6763	7863	2,2	2,1	8,2	8,0	9,2	9,0
Johnston Press PLC	13	146	0,7	0,7	3,3	3,3	4,1	4,1
Keskisuomalainen Oyj	61	107	0,9	0,9	6,8	6,7	10,2	10,0
Lagardere SCA	2951	4763	0,7	0,6	7,3	7,2	12,2	12,0
New York Times Co	3351	3103	2,2	2,2	13,6	12,3	17,1	15,0
News Corp	7745	6729	1,0	1,0	8,6	8,3	15,3	14,4
Promotora de Informaciones SA	967	2574	2,0	2,1	9,6	9,8	14,1	15,7
Prosiebensat 1 Media SE	6227	8610	2,0	1,9	8,0	7,6	10,0	9,4
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	613	986	1,1	1,1	6,3	6,2	9,3	9,0
Schibsted ASA	5252	5552	3,0	2,8	15,6	13,1	19,5	15,4
Tamedia AG	1156	1333	1,5	1,5	7,1	6,6	10,3	9,6
Vocento SA	187	290	0,7	0,7	6,4	6,1	10,0	9,5
ZPG PLC	1664	1879	5,5	5,0	14,0	12,5	15,9	14,1
Mediaani	1061	1606	1,3	1,3	8,1	7,8	12,3	11,3
Keskiarvo	2464	2943	1,6	1,6	8,8	8,2	13,0	12,1

Arvonnäätitys

Muuttuja	Arvo	Muuttuja	Arvo
EBITDA 2018e	162	EBIT 2018e	79
EBITDA 2019e	168	EBIT 2019e	85
EBITDA keskiarvo	165	EBIT keskiarvo	82
EV/EBITDA 2018-2019e	8,4	EV/EBIT 2018-2019e	12,5
Yritysarvo (EV)	1385	Yritysarvo (EV)	1023
Yritysarvo (EV) keskimäärin	1204		

Media BeNe 1/2

Aikakauslehti- ja verkkouutismedia

Media BeNe -segmentin liiketoiminta koostuu aikakauslehtien julkaisu- ja verkkouutismediasta ja niihin liitännäisistä palveluista, verkkomediasta- ja sovelluksista, jakelupalveluista sekä tapahtuma- ja markkinointipalveluista.

Maantieteellisesti segmentin liiketoiminta on keskittynyt pääasiassa Hollantiin ja Belgian osuus segmentin liikevaihdosta on laskenut arviomme mukaan alle 10 %:iin.

Media BeNe -segmentti syntyi vuonna 2017, kun aiemmin osana Consumer Media -segmenttiä raportoitu liiketoiminta eriytettiin rakennejärjestelyjen jälkeen omaksi segmentiksi. Merkittävin rakennejärjestely tehtiin keväällä 2017, jolloin Sanoma sopi myyvänsä 67 %:n osuutensa Hollantilaisesta TV-yhtiö SBS:stä Talpa Broadcasting Holding B.V.:lle. Tämä laski Media BeNe:n liikevaihtoa vuositasolla noin 232 MEUR ja liikevoittoa noin 15 MEUR. Toinen segmenttiin merkittävästi vaikuttanut rakennemuutos sovittiin alkuvuonna 2018, jolloin Sanoma myi liikevaihdoltaan noin 79 MEUR:n ja operatiiviselta liikevoitoltaan noin 7 MEUR:n Belgian naistenlehtiliiketoiminnon Roularta Media Groupille. Rakennemuutoksista johtuen segmentin liikevaihdon ja liikevoiton kehitys on vertailukelpoista vain vuosien 2016-2017 osalta.

Vuonna 2017 Media BeNe oli jatkuvien toimintojen liikevaihdolla mitattuna Sanoman toiseksi suurin segmentti. Segmentin jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto oli vuonna 2017 437 MEUR (2016: 459 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 33 %.

Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media BeNe on ollut viime vuosina Sanoman suurin

segmentti ja sen osuus konsernin vuoden 2017 rakennemuutoksilla oikaistusta operatiivisesta liikevoitosta oli 38 % (2016: 45 %). Segmentin jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus on ollut viime vuosina vahva, ja operatiivinen liikevoitto oli vuonna 68,1 MEUR (2016: 67,3 MEUR), eli 15,6 % liikevaihdosta (2016: 14,7 %).

Sisältötuottoihin nojaava liiketoimintamalli

Media BeNen liiketoimintamalli nojaa hyvin vahvasti aikakauslehtien sisältötuottoihin, joiden osuus segmentin liikevaihdosta on noin 50 %. Vakaiden ja toistuvien tilaustuottojen osuus sisältötuotoista on noin 2/3-osaa ja kertaluonteisen irtonumeromyynnin noin 1/3.

Rakennejärjestelyjen myötä mainostuottojen osuus Media BeNen liikevaihdosta on laskenut merkittävästi, ollen enää vain noin 20 % liikevaihdosta. Mainostuotoista noin 2/3-osaa syntyy digimainonnasta.

Muun liiketoiminnan osuus Media BeNen liikevaihdosta on noin 30 %. Tästä arviomme mukaan yli 50 % koostuu lehtijakeluyhtiö Aldipressin liikevaihdosta ja loput tapahtuma- ja markkinointipalveluiden sekä kirjamyynnin tuotoista.

Painetun median tuottojen osuus Media BeNen jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta oli noin 70 % vuonna 2017 ja muun kuin painetun median noin 30 %. Arvioimme, että digitaalisten tuottojen osuus muun kuin painetun median tuotoista on hieman ylu puolet, eli noin 17 %. Edelleen arvioimme, että Media BeNen digitaaliset tuotot koostuvat lähes kokonaan verkkomainonnan tuotoista ja digitaalisen sisältö- ja palvelumyynnin liikevaihto on erittäin pientä.

Tuotesegmenteittäin jaettuna aikakauslehti- myynnin osuus liikevaihdosta on noin 60 %, verkkopalveluiden noin 17 %, jakelun noin 10 % ja muun liikevaihdon noin 13 %.

Johtava markkina-asema fokusalueilla

Media BeNe on johtavassa markkina-asemassa Hollannin aikakauslehti- ja verkkouutismedia- liiketoiminnoissa ja Belgian markkinoilla sisustuslehdissä. Lisäksi yhtiö on markkinajohtaja aikakauslehteen jakelussa, ja sillä on merkittävä markkina-asema tapahtumamarkkinoinnissa, markkinointipalveluissa.

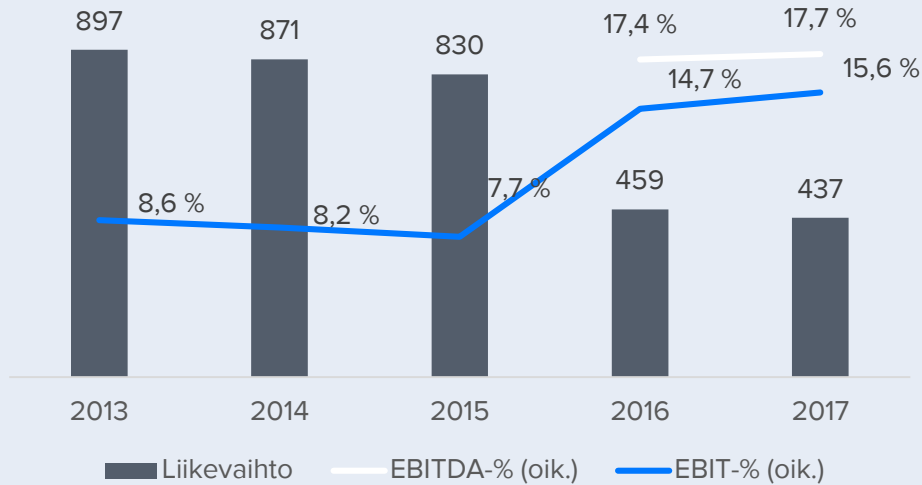
Segmentin liiketoimintojen vahva asema perustuu yli kymmeneen erittäin tunnettuun mediabrändiin (mm. Libelle, Donald Duck, AutoWeek, NU.nl), joilla tavoitetaan korkein aikakauslehtien lukijamäärä ja korkein verkkovierailijoiden määrä (pois lukien Facebook ja Google) Hollannin markkinoilla. Media BeNen markkinaosuus oli vuoden 2017 CMD:llä annettujen tietojen mukaan Hollannin maksullisten aikakauslehtien levikistä yli 30 % ja aikakauslehtien mainosmarkkinasta lähes 50 %.

Media BeNen täysin verkkopohjainen uutispalvelu, NU.nl on puolestaan yli 7 miljoonalla kuukausittaisella sivustovierailujen määrällä Hollannin tunnetuin uutismedia ja käytetyin uutismediasivusto. Arvioimme, että Media BeNe -segmentin digitaalisista tuotoista valtaosa muodostuu nimenomaan NU.nl:n mainostuotoista.

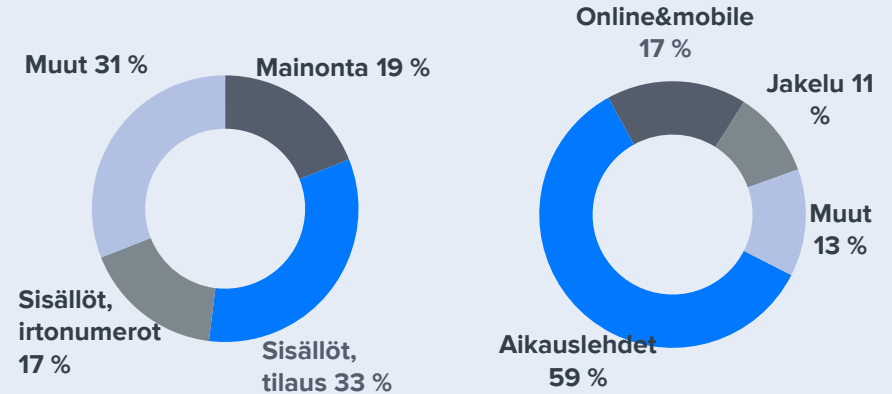
Koko Hollannin mainosmarkkina (n. 3,6 mrd. euroa) tai verkkomainosmarkkina (n. 1,9 mrd.) suhteutettuna Media BeNen markkinaosuus on kuitenkin matala, vain muutamia prosentteja.

Media BeNe yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%

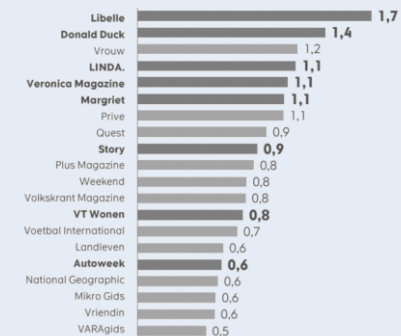


Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2017



Sanoman markkina-asema*

#1 aikauslehtien peitossa:
7,5 milj. lukijaa kuukaudessa



Sanoma BeNe
mainonnan tuotot
83 MEUR



Liiketoimintojen markkina-asema ja brändit



Lähde: Inderes, Sanoma, Deloitte, Statista

*Inderesin arvio mainonnan markkinaosuudesta perustuen mainostilastoihin ja yhtiöiden tilinpäätöstietoihin.

Media BeNe 2/2

Liiketoiminnan kehitysnäkymät ja tulosajurit

Media BeNen kehitysnäkymät nojaavat nähdäksemme pitkälti yhtiön kykyyn säilyttää vahva lukijakunta ja tavoitavuus Hollannin aikakauslehtimarkkinalla. Yhtiöllä on myös vahvat digitaaliset palvelut, mutta näiden kasvupotentiaali on näkemyksemme mukaan pitkälti sidoksissa aikauslehtien lukijakuntaan. Media Benen haasteena on erityisesti se, että aikauslehtien digitaalisten sisältötuotteiden osuus liikevaihdosta on jäänyt pieneksi, ja painettujen aikauslehtien lukijakunnan keski-ikä on korkea (noin 60 vuotta) ja nouseva.

Media BeNen keskeiset tulosajurit ovat näkemyksemme mukaan: 1) Painetun median sisältötuotteiden rakenteellinen lasku, 2) digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kysynnän kasvu, 3) vahvojen brändien ympärille rakentuvien tuote- ja palvelulaajennusten kasvu, sekä 4) tehostustoimet ja kustannusnoinnaatiot.

Arviomme, että Media BeNen liikevaihdon kasvu tulee jäämään tämän hetkisessä vahvasti kasvavassa talousympäristössään kokonaisuutena lievästi negatiiviseksi (-2-3 %), sillä segmentin on arviomme mukaan vaikea kompensoida täysimääräisesti muilla toiminnoilla tai hinnankorotuksilla painetun median tilaus- ja irtonumeromyynnin sekä mainostuotteiden laskua.

Media BeNe pystyy arviomme mukaan kasvattamaan digitaalisten palveluiden tuottoja noin 10 % vuodessa, mutta digituotteiden osuus liikevaihdosta on edelleen liian matala (noin 15 % lv:sta), jotta se kompensoisi painetun median (noin 70 % liikevaihdosta) liikevaihdon noin 3-5 %:n ennustetun laskun. Myös brändien ympärille rakennettujen palvelu- ja tuotelaajennusten (mm. tapahtumamarkkinointi) liikevaihto on

arviomme mukaan lievässä kasvussa, mutta näidenkin tuottojen osuus liikevaihdosta on matala (arviolta noin 10 %).

Tehostustoimet ja kustannussäästöt ovat olleet viime vuosina merkittävä tulosajuri Media BeNelle ja selittäneet rakennemuutosten ohella ison osan segmentin vahvasta kannattavuuskehityksestä. Arviomme, että tehostustoimien ja kustannusnoinnaatioiden tulosvaikutus tulee olemaan jatkossa aiempaa pienempi.

Ennusteet (sivu 26)

Lähdemme segmentin tulosennusteissamme perusoletuksesta, että Hollannin ja Belgian talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivista vuonna 2018 ja jatkumaan hieman vaisumpana vuosina 2019-2020. Talouskasvuennusteisiin, segmentin painettujen ja ei-painettujen tuotteiden kehitysenusteisiin, sekä rakennemuutoksiin perustuen ennustamme Media BeNen vertailukelpoisen liikevaihdon laskevan vuonna 2018 noin 3 % ja raportoidun liikevaihdon noin 22 % 424 MEUR:oon. Vuonna 2019 ennustamme liikevaihdon laskun loiventuvan muun kuin painetun median tuottojen kasvun myötä noin -2 %:iin ja liikevaihdon laskevan 420 MEUR:oon. Vuonna 2020 ennustamme liikevaihdon laskutrendin loiventuvan noin -1 %:n tasolle ja liikevaihdon laskevan 416 MEUR:oon. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon laskevan keskimäärin noin 2 %.

Ennustamme Media BeNen vuoden 2018 oikaistun liikevoiton laskevan noin 2 % 67,3 MEUR:oon (2017: 68,2 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n paranevan 15,9 %:iin (2017: 15,6 %). Vuoden 2018 hieman heikkenevää liikevoittokehitystä ajaa ennusteessamme painetun median volyymien lasku sekä vuonna

2017 myydyin Kieskeurig.nl:n myötä hieman laskeva digituotteiden myynti, jota ennustamme muiden digituotteiden kasvu, lievä kustannustehokkuuden parantuminen ja poistojen lasku ei riitä täysin kompensoimaan. Vuosille 2019-2020 ennustamme lievästi kasvavaa liikevoiton kehitystä (2019e 68 MEUR ja 2020e 69 MEUR), kun kannattavasti kasvavat digituotteet ja kustannustehokkuuden lievä kasvu kompensoivat laskevat painetun median tuotot. Pitkällä aikavälillä oletamme Media BeNen liikevoitto-% heikkenevän n. 14 %:n tasolle.

Media BeNen arvonnäyttö (sivu 26)

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme kolmen viitearvon yhdistelmää: 1) 3 aikauslehti-verrokkiyhtiön EV/EBIT-kertoimia, 2) Time Inc. yritysostokertoimia sekä 3) Media BeNen arvonalentumistestauksessa määritettyä käypää arvoa.

Olemme identifioineet Media BeNen liiketoiminnalle 4 aikakauslehtiin painottunutta verrokkia (sivu 26). Verrokkiryhmän 2018-2019e keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet ovat 11,4x tasolla. Näillä kertoimilla ja Media BeNen 2018-2019e keskimääräisillä EBIT-ennusteillamme (68 MEUR) segmentin yritysarvoksi (EV) tulee noin 773 MEUR. Käyttäen Meredithin hiljattaen ostaman Time Inc.:n vuosien 2018-2019e keskimääräistä EV/EBITDA-kerrointa ja Media BeNen keskimääräistä 2018-2019e EBITDAa (76 MEUR) yritysarvoksi (EV) saadaan puolestaan 496 MEUR. Lisäksi käytämme viitearvona Media BeNen arvonalentumistestauksessa määritettyä noin 668 MEUR:n käypää arvoa. Yllämainitun kolmen yritysarvon (EV) keskiarvoa käyttäen määritämme Media BeNen käyväksi yritysarvoksi 646 MEUR.

Media BeNe ennusteet ja arvostus

Tulosennusteet

MediaBene	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	829,5	459,2	101,4	116,4	102,9	115,8	436,5	95,9	112,5	101,0	114,7	424,1	419,6	415,9	409,8
Kulut ilman kertaeriä		-379,5	-85	-93,5	-86,9	-93,9	-359,3	-80,4	-90,5	-84,3	-92,9	-348,2	-343,0	-338,9	-336,1
Käyttökate ilman kertaeriä		79,7	16,4	22,9	16,0	21,9	77,2	15,5	21,9	16,7	21,8	75,9	76,6	76,9	73,8
Poistot		-12,4	-2,2	-2,1	-2	-2,7	-9,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,6	-8,6	-8,3	-8,2	-8
Liikevoitto ilman kertaeriä	63,9	67,3	14,2	20,8	14,0	19,2	68,1	13,5	19,9	14,7	19,2	67,3	68,3	68,7	65,8
Kertaerät	-86,7	43,6	-422,6	-3,9	-2,7	-5	-434,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	-22,8	110,9	-408,4	16,9	11,3	14,2	-366,0	13,5	19,9	14,7	19,2	67,3	68,3	68,7	65,8

Tunnusluvut	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,7 %	-44,6 %	-4,0 %	-1,9 %	-6,2 %	-7,6 %	-4,9 %	-5,4 %	-3,4 %	-1,9 %	-0,9 %	-2,8 %	-1,1 %	-0,9 %	-1,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	486,2 %	219,0 %	-78,9 %	46,5 %	-32,7 %	37,1 %	254,7 %	-80,1 %	47,2 %	-26,4 %	31,0 %	250,7 %	1,4 %	0,7 %	-4,3 %
Oikaistu käyttökate-%	0,0 %	17,4 %	16,2 %	19,7 %	15,5 %	18,9 %	17,7 %	16,2 %	19,5 %	16,5 %	19,0 %	17,9 %	18,3 %	18,5 %	18,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,7 %	14,7 %	14,0 %	17,9 %	13,6 %	16,6 %	15,6 %	14,1 %	17,7 %	14,5 %	16,7 %	15,9 %	16,3 %	16,5 %	16,0 %
Liikevoitto-%	-2,7 %	24,2 %	-402,8 %	14,5 %	11,0 %	12,3 %	-83,8 %	14,1 %	17,7 %	14,5 %	16,7 %	15,9 %	16,3 %	16,5 %	16,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmä

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Future PLC	190	202	2,0	1,9	10,7	9,9	12,7	12,1
Meredith Corp	2070	2605	1,9	1,9	9,9	9,2	12,1	10,5
Arnoldo Mondadori Editore SpA	487	773	0,6	0,6	7,3	6,9	11,2	10,2
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Mediaani	985	1689	1,5	1,5	8,6	8,0	12,1	10,5
Keskiarvo	1058	1579	1,4	1,4	8,7	8,1	12,0	10,9

Arvonmääritys

Muuttuja	Arvo	Muuttuja	Arvo	Muuttuja	Arvo
Times EV/EBITDA 2018e	6,7	EBIT 2018e	67	Media BeNe	
Times EV/EBITDA 2019e	6,4	EBIT 2019e	68	arvonalentumistestaus	
Media BeNe EBITDA keskiarvo 2018-2019e	76	EBIT keskiarvo	68	käypäarvo, 2017	668
		EV/EBIT 2018-2019e	11,4		
Yritysarvo (EV)	498	Yritysarvo (EV)	773	Yritysarvo (EV)	668
Yritysarvo (EV) keskimäärin	646				

Lähde: Inderes

Oppimistoimialan näkymät ja kilpailukenttä

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkyymiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme merkittävää ajuria, digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, jatkuvat opetus- ja koulutusjärjestelmäuudistukset, sekä oppimistulosten ja resurssien tehostustarpeet.

Digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos on vaikuttanut jo melko pitkään myös oppimisen markkinoihin, mutta muutos on ollut opetussuunnitelmien ja -järjestelmien hitaan muutosvauhdin takia huomattavasti mediamarkkinaa hitaampaa, ennakoitavampaa ja hallitumpaa. Digitalisaatio heijastuu oppimisen markkinoille pääasiassa painettujen oppimismateriaalien kysynnän laskuna, 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 opetusjärjestelmien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 5-10 vuoden sykleissä. Näiden syklien muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkällä aikavälillä trendikasvu on hidasta.

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:

1. Painettuja ja digitaalisia oppimismateriaaleja yhdistävien ja puhtaasti digitaalisten oppimiskurssien osuus markkinasta kasvaa.
2. Yksilöllinen oppiminen ja oppimisen jatkuva arviointi yleistyvät, mikä muokkaa oppimiskurssien kysyntää ja kasvattaa kysyntää erityisesti digitaalisille palveluille.
3. Opetusmenetelmien vaatimustaso kasvaa ja muutosvauhti nopeutuu, mikä lisää opetustyötä tukevien ratkaisujen tarvetta.
4. Ammatillisen oppimisen ratkaisut digitalisoituvat ja niiden tehokkuusvaatimukset kasvavat.
5. Kilpailijoiden määrä kasvaa uusien digitaalisten toimijoiden myötä ja perinteisten toimijoiden konsolidoituminen jatkuu.

Oppimismateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimismateriaalimarkkinoiden osuus opetuksen kokonaisuudesta on vain noin 1-2 % Sanoman markkina-alueella, mutta se muodostaa silti edelleen suurimman osan Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta.

Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä valmistus- ja jakelukustannuksiltaan korkeampien painettujen oppimismateriaalien käyttö opetuksessa vähenee ja ikäluokkien koko pienenee.

Opetusmateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista digitaalisissa ratkaisuissa kilpailukykyisimpien ja perinteisten, painettuihin materiaaleihin keskittyneiden toimijoiden välillä. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja johtava markkina-asema.

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen näkymät

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen osuus Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (arviolta noin 10-20 %), vaikka niiden kustannukset katetaan tyypillisesti oppimismateriaaleja huomattavasti suuremmasta hallintoon, järjestelmiin ja kehittämiseen suunnatusta opetustoimen budjetista, jonka suuruus on markkina-alueesta riippuen noin 13-35 % opetuksen kokonaisuudesta.

Edellä mainituista oppimisen markkinoiden trendeistä ja laajemmasta markkinapotentiaalista johtuen tämän osa-alueen kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä arvioimme mukaan oppimismateriaalimarkkinaa selvästi positiivisemmat (+2-5 %/vuosi). Erityisesti yksityisille yrityksille suunnattujen ammatillisten oppimisalustojen kysyntänäkymät ovat tällä alueella vahvat. Hyvä esimerkki yrityksille suunnatusta oppimisalustasta on Sanoman kehittämä korkean riskitason teollisuusyhtiöiden henkilöstölle yksilöllistä ja jatkuvaa turvallisuuskoulutusta tarjoava skaalautuva sovellusalusta, SAM Safety.

Oppimistoimialan näkymät ja kilpailukenttä

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 korkea autonomia ja vapaus valita oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, hajauttaa päätöksen teon laajalle joukolle. Tästä syystä markkinalle tulon kynnyks 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 kilpailu tapahtuu enemmän teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä ole näin ollen niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta. Alan toimijoiden mukaan infrastruktuuri on kuitenkin vielä 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 ja Ruotsissa Liber, Natur & Kultur ja Gleerups.

Noordhoff, Plantyn ja Liber ovat Infinitas Learningin omistamia. ThiemeMeulenhoffin omistaa saksalainen Klett. Sanoman mukaan kaikki edellä mainitut yksittäiset maakohtaiset yhtiöt toimivat pääsääntöisesti ainoastaan omalla kotimarkkinallaan, ja yhdelläkään ei olisi

merkittävää toimintaa useassa maassa, vaikka niillä olisikin sama omistaja.

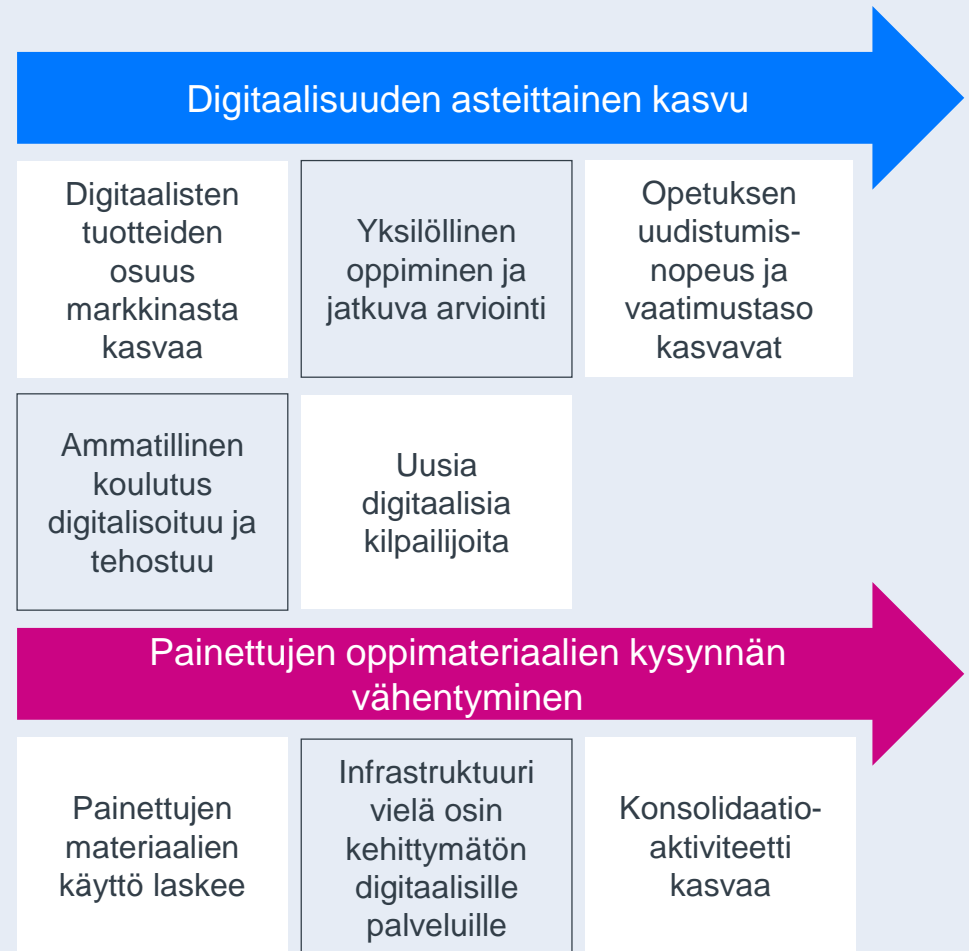
Edelleen Sanoman mukaan yhdessäkään Sanoma Learningin maassa ei ole erityisen vakavasti otettavaa digitaalista K12 materiaalien kustantajaa (esim. Suomessa Tabletkoulu 2016 liikevaihto 0,7 MEUR).

Oppimistoimialan trendit

Oppimisen kustannusten jakautuminen

Potentiaalinen markkina	Oppimateriaalit ~1 %	Hitaasti kasvava segmentti, koska materiaalien käyttö vähenee
	Muuttuvat kustannukset ~24 %	Potentiaalia laajentaa markkinaa, sillä tämä kustannuserä sisältää mm. oppimisalustat ja -järjestelmät, kehitysbudjetin ja koulun hallinnointibudjetin.
Ei potentiaalinen markkina	Kiinteät kustannukset ~75 %	Ei saavutettavissa oleva markkina, sillä sisältää palkka- ja kiinteistökulut.

Oppimistoimialan trendit



Learning 1/2

Oppimisen materiaaleja ja ratkaisuja

Learning-segmentin liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimismateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Yhtiö tuotteita ja palveluita käytetään pääasiassa peruskoulutuksen ja vähemmissä määrin toisen asteen koulutuksen ja ammattikoulutuksen alueilla.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminta on jakautunut viidelle markkina-alueelle: Puolaan (2017: 31 % lv:sta), Hollantiin (29 %), Suomeen (17 %), Belgiaan (16 %) ja Ruotsiin (7 %). Sanoma Learningin yhtiöitä ovat Sanoma Pro Suomessa, Nowa Era Puolassa, Van In Belgiassa, Malmberg Hollannissa, Sanoma Utbildning Ruotsissa sekä Sam Safety Hollannissa.

Vuonna 2017 Learning oli liikevaihdolla mitattuna Sanoman kolmanneksi suurin liiketoiminto. Segmentin liikevaihto oli 320 MEUR (2016: 283 MEUR) ja osuus konsernin liikevaihdosta 24 %.

Learning oli myös operatiivisella liikevoitolla mitattuna Sanoman kolmanneksi suurin segmentti ja sen osuus konsernin vuoden 2017 rakennemuutoksilla oikaistusta operatiivisesta liikevoitosta oli 32 % (2016: 38 %). Segmentin operatiivinen liikevoitto oli vuonna 57,0 MEUR (2016: 56,8 MEUR), eli 17,8 % liikevaihdosta (2016: 20,1 %).

Learningin tuottoista pääosa syntyy vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin hyvin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen opintomateriaali- ja ratkaisumarkkinoilta.

Alemman peruskoulutusmarkkinan osuus segmentin liikevaihdosta on karkeasti noin 50 %, ylemmän peruskoulun noin 40 % sekä ammatillisen ja muun koulutuksen noin 10 %.

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta noin 50 % syntyy painetuista tuotteista, noin 30 % painettuja ja digitaalisia ratkaisuja yhdistävistä tuotteista, noin 15 % digitaalisista tuotteista, ja loput noin 5 % palveluista.

Painettujen tuottojen osuus segmentin liikevaihdosta on edelleen korkea (55 %) ja vastaavasti puhtaasti digitaalisten tuottojen matala (14 %). Kuitenkin suhteessa kokonaismarkkinaan Learningin digitaalisten tuottojen osuus on arviomme mukaan poikkeuksellisen korkea, sillä esimerkiksi Suomen Kustannusyhdistyksen antaman arvion mukaan digitaalisten materiaalien osuus Suomen oppimateriaalimyyntistä oli noin 4 % vuonna 2013.

Markkinajohtaja tai kakkonen kaikilla päämarkkinoilla

Learning on johtavassa markkina-asemassa kaikilla päämarkkinoillaan. Yhtiö on oman alansa markkinajohtaja Puolassa, Suomessa ja Belgiassa, sekä markkinakakkonen Hollannissa ja Ruotsissa.

Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan opintomateriaalien kustantajana, kehittäjänä ja jakelijana. Esimerkiksi Learningin Suomen yksiköllä, Sanoma Prolla on yli 130 vuoden historia oppikirjojen kustantamisesta. Segmentti on lisäksi historiallisesti pystynyt aina nostamaan markkinaosuuttaan opetussuunnitelmamuutoksien yhteydessä.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys tasaista pitkällä aikavälillä

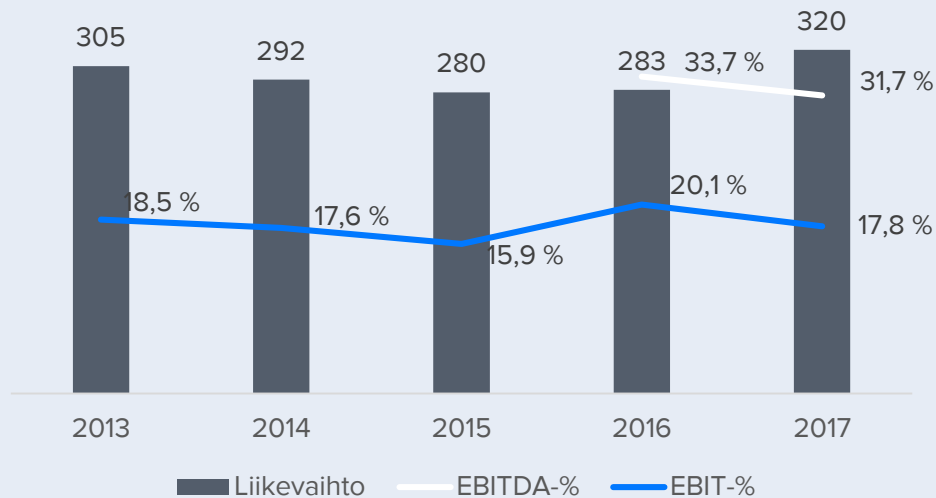
Learningin liikevaihdon kehitys on ollut kuluvalle vuosikymmenellä melko tasaista (keskimäärin noin +1 % vuodessa), joskin vuonna 2017 liikevaihto otti kovan kasvuloikan Puolan opetussuunnitelmauudistuksen ajamana. Tasaista kehitystä selittää asiakaskunnan koostuminen pääasiassa julkista sektorista, joiden opetusbudjettien vaihtelu on tyypillisesti vähäistä vuositasolla. Learningin liikevaihdon kehitys on ollut 2010-luvulla pääosin orgaanista, mutta vuonna 2016 yhtiö teki Belgiassa pienen yritysoston (liikevaihto noin 17 MEUR).

Segmentin kannattavuuskehitys on liikevaihdon kehityksen tapaan myös melko tasaista. Vuosina 2013-2017 segmentin oikaistu liikevoitto-% vaihteli 15,9-20,1 %:n välillä. Vahvaa ja tasaista kannattavuutta selittää arviomme mukaan Sanoman vahva ja vakaa markkina-asema, joka mahdollistaa skaalaetujen hyödyntämisen, tuottojen hyvä ennakoitavuus, sekä toimialan kypsyys. Learning on myös tehostanut toimintaansa viime vuosina, mutta näiden toimien vaikutuksen liikevoittotasolla on kumonnet yritysoston ja opetusmenetelmien kehityspanostuksien myötä kasvaneet poistot.

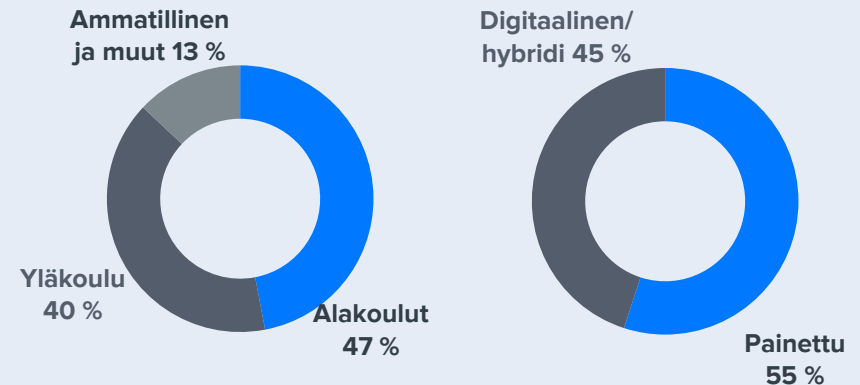
Sijoittajan on hyvä huomioida, että Learningin liiketoiminnalle on tyypillistä hyvin korkea kausivaihtelu, minkä vuoksi segmentin 1. ja 4. neljännes muodostavat tyypillisesti yhteensä vain noin 20 % segmentin koko vuoden liikevaihdosta ja ovat liikevoittotasolla mitattuna selvästi tappiollisia. Segmentin liikevaihdosta 80 % ja koko liikevoitto muodostuu siten vuoden 2. ja 3. neljänneksen aikana.

Learning yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2016/2017



Teknologia-alustat



Sisällön tuotanto ja hallintajärjestelmä



Geneerinen oppimisjärjestelmä
1,2 milj. käyttäjää



Pelillistetty oppimialusta peruskouluihin
>0,3 milj. käyttäjää

Markkina-alueet ja markkina-asema



Alue	Markkina-asema	Osuus-% lv:sta, 2017
Hollanti	# 2	29 %
Puola	# 1	30 %
Suomi	# 1	17 %
Belgia	# 1	16 %
Ruotsi	# 2	7 %

Learning 2/2

Opintosuunnitelmien muutokset, tehokkuuden kasvavaatimukset ja digitalisaatio pääajureina

Learningin keskeiset kasvu-ajurit ovat näkemysmme mukaan: 1) Opetusmateriaalien hidas ja asteittainen siirtymä painetusta digitaaliseen, 2) digitaalisten oppimisympäristöjen ja opetusjärjestelmien kysynnän asteittainen kasvu sekä 3) opetussuunnitelmauutosten maatasolle luoma syklinen kysynnän vaihtelu.

Arvioimme Learningin historialliseen kasvuun ja markkinan trendimuutoksiin perustuen, että segmentin liikevaihdon keskipitkän ja pitkän aikavälin trendikasvu on tällä hetkellä normaalissa liiketoimintaympäristössä +0-2 % vuodessa. Arvioimme pääosan tästä kasvusta muodostuvan laajentumisesta opetusmateriaali-segmentin ulkopuolisiin toimintoihin ja uusiin, rinnakkaisiin liiketoimintoihin.

Ennustamme, että opetussyörien vaihtelu tulee heikentämään Learningin liikevaihdon kehitystä merkittävästi kuluvaan vuonna, mutta vuonna 2019 todennäköisesti alkava Hollannin matemaattisten aineiden uusi opetussuunnitelmaajaksi tulee jälleen kiihdyttämään kasvua.

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Sanoma pystyy säilyttämään nykyisen markkinaosuutensa kaikilla Learningin keskeisillä markkinoilla.

Tasaiseen markkinaosuuskehitykseen ja Puolan viime vuonna tehdyn opetussuunnitelmauudistuksen aiheuttamaan tilapäiseen kasvuhyppyyeen perustuen ennustamme Learning

-segmentin liikevaihdon laskevan vuonna 2018 5 % 303 MEUR:oon (2017: 320 MEUR). Vuosina 2019-2020 odotamme liikevaihdon kasvun jälleen kiihtyvän segmentin suurimman markkinan, Hollannin matemaattisten aineiden opetussuunnitelmauudistuksen ansiosta. Ennustamme vuoden 2019 liikevaihdon nousevan 4,4 % 317 MEUR:n ja vuoden 2020 liikevaihdon säilyvän vakaana 315 MEUR:n tasolla.

Ennustamme Learningin vuoden 2018 oikaistun liikevoiton laskevan liikevaihdon laskun myötä 5 % 54 MEUR:oon (2016: 57 MEUR), mutta oikaistun liikevoitto-%:n säilyvän vakaana 17,9 %:ssa (2017: 17,8 %). Raportoidun liikevoiton odotamme sen sijaan kasvavan noin 20 % vertailukaudesta, sillä emme odota kuluvalle vuodelle vertailukauden raportoitua tulosta rasittaneita alaskirjauksia tai rakennejärjestelykuluja. Vuoden 2019 oikaistu liikevoitto nousee ennusteissamme 5 % 57 MEUR:oon lähinnä Hollantiin ennustamamme liikevaihdon voimakkaan kasvun seurauksena. Liikevoittomarginaalin odotamme sen sijaan säilyvän vakaana noin 18 %:n tasolla.

Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi 1,5 %. Pitkällä aikavälillä oletamme kannattavuuden laskevan hieman nykytasolta noin 17 %:iin liikevaihdosta.

Learningin arvonmäärittäminen

Segmentin arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on verrokkiryhmän arvostustaso. Määritämme Learningin liiketoiminnan arvoa EV/EBIT-kertoimien kautta, mikä antaa

mielestämme parhaan arvostustason vertailukohdan käyttämiimme verrokkiryhmiin nähden.

Olemme identifioineet Learning –segmentille 8 verrokkia (sivu 33). Verrokkiryhmän 2018-2019e keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet ovat 12,0x tasolla. Näillä kertoimilla ja Learningin 2018-2019e keskimääräisillä EBIT-ennusteilla (55 MEUR) saadaan segmentin yritysarvoksi 665 MEUR.

Learning ennusteet ja arvonnääritys

Tulosennusteet

LEARNING	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	280,2	282,6	31,7	100,4	152,7	35,2	319,9	33,2	103,1	132,7	34,2	303,1	316,6	314,7	319,6
Kulut ilman kertaeriä ja poistoja		-187	-36,5	-56,5	-80,3	-45,4	-219	-35,0	-49,0	-66,0	-43,0	-193	-203	-201	-208
Käyttökate ilman kertaeriä		95,3	-4,8	43,9	72,4	-10,2	101,4	-1,8	54,1	66,7	-8,8	110	114	114,0	111,8
Poistot		-38,4	-10,2	-9,9	-9,9	-14,3	-44,3	-14	-14	-14,0	-14	-56,0	-57,0	-58,0	-55,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	44,6	56,9	-15,0	34,0	62,5	-24,5	57,0	-15,8	40,1	52,7	-22,8	54,1	56,6	56,0	56,8
kertaerät	-11,4	10,6	-0,5	-9,0	0,0	-2,2	-11,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	33,2	67,5	-15,5	25,0	62,6	-26,7	45,3	-15,8	40,1	52,7	-22,8	54,1	56,6	56,0	56,8
Tunnusluvut	2015	2016	Q1'2017	Q2'2017	Q3'2017	Q4'2017	2017	Q1'2018e	Q2'2018e	Q3'2018e	Q4'2018e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,1 %	0,9 %	-3,4 %	3,5 %	22,5 %	25,3 %	13,2 %	4,8 %	2,6 %	-13,1 %	-3,0 %	-5,2 %	4,4 %	-0,6 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,4 %	27,6 %	37,6 %	-17,3 %	23,8 %	2,9 %	0,2 %	5,1 %	17,8 %	-15,7 %	-6,8 %	-5,0 %	4,6 %	-1,1 %	1,4 %
Oikaistu käyttökate-%	0,0 %	33,7 %	-15,1 %	43,7 %	47,4 %	-29,0 %	31,7 %	-5,3 %	52,5 %	50,3 %	-25,9 %	36,3 %	35,9 %	36,2 %	35,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,9 %	20,1 %	-47,3 %	33,9 %	40,9 %	-69,6 %	17,8 %	-47,4 %	38,9 %	39,7 %	-66,9 %	17,9 %	17,9 %	17,8 %	17,8 %
Liikevoitto-%	11,8 %	23,9 %	-48,9 %	24,9 %	41,0 %	-76,0 %	14,2 %	-47,4 %	38,9 %	39,7 %	-66,9 %	17,9 %	17,9 %	17,8 %	17,8 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmä

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Bloomsbury Publishing PLC	142	123	0,7	0,7	7,4	6,8	9,1	8,5
Houghton Mifflin Harcourt Co	777	1207	1,1	1,0	7,2	6,8		
John Wiley & Sons Inc	3022	3237	2,3	2,3	10,2	9,8	15,4	14,8
Pearson PLC	6697	7336	1,6	1,6	9,8	8,9	12,7	11,4
Scholastic Corp	1067	763	0,6	0,6	9,4	7,0	17,3	10,4
Wilmington PLC	238	289	2,0	1,9	9,0	8,4	10,1	9,4
K12 Inc	496	366	0,5	0,5	3,6	3,5	16,5	13,6
Koninklijke Brill NV	59	58	1,5	1,4	8,9	8,1	10,3	9,3
Mediaani	637	564	1,3	1,2	8,9	7,5	12,7	10,4
Keskisarvo	1562	1672	1,3	1,2	8,2	7,4	13,1	11,1

Arvonnääritys

Muuttuja	Arvo
Learning EBIT 2018e	54
Learning EBIT 2019e	57
Learning EBIT keskiarvo	55
Verrokkit EV/EBIT 2018-2019e	12,0
Yritysarvo (EV)	665

Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Taloudellinen kehitys 1/2

Rakennemuutokset heikentävät historiallisen taloudellisen kehityksen vertailua

Sanoman taloudellisen kehityksen vertailu useita vuosia taaksepäin on haasteellista vuoden 2010 jälkeen toteutetuista merkittävistä rakennemuutoksista, yrityskaupoista ja tehostusohjelmista johtuen.

Täysin nykyisen liiketoimintarakenteen kanssa vertailukelpoiset taloudelliset tiedot ovat saatavilla vain vuosilta 2016-2017. Erityisesti Sanoman orgaanisen kasvun ja operatiivisen tulostason määrittäminen pitkälle taaksepäin on tästä johtuen haastavaa.

Liikevaihto lähes puolittunut 2010-luvulla

Sanoman liikevaihto on laskenut 2010-luvulla voimakkaasti yhtiön tekemien merkittävien rakennemuutosten, mediamarkkinan rakenteellisten muutosten ja vaisun taloussuhdanteen seurauksena. Vuonna 2017 Sanoman jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto oli 1327 MEUR, missä oli laskua 52 % vuoden 2010 raportoituaan 2761 MEUR:n liikevaihtoon verrattuna.

Suurin Sanoman liikevaihdon laskua vuosina 2010-2017 selittävä tekijä on yhtiön toteuttamat rakennemuutokset, jotka selittävät karkean arviomme mukaan noin 4/5 osaa jakson liikevaihdon laskusta.

Sanoma on myi vuosien 2010-2017 aikana mm. 1) kioski kauppaa, lehtijakelua, kirjakauppaa ja elokuvateatteriliiketoimintaa harjoittaneen Sanoma Trade –segmentin liiketoiminnot (2010: liikevaihto 726 MEUR), 2) kaapelitelevisio- ja laajakaistaoperaattori Welhon (2010: liikevaihto n. 30 MEUR), 3) WSOY Yleinen kirjallisuus -

yksikön ja kielipalvelut (2010: liikevaihto yhteensä noin 60 MEUR), 4) Venäjän ja CEE:n mediayksiköt (vuonna 2010 liikevaihto 215 MEUR), 5) Hollannin ja Belgian televisioliiketoiminta SBS:n (ostettu vuonna 2011, myyty 2017), 6) Belgian naistenlehtiliiketoiminnot (myyty 2018, liikevaihto noin 80 MEUR), sekä lukuisia muita pienempiä yhtiöitä.

Mediamarkkinan rakenteelliset muutokset (erityisesti painetun median myynnin lasku) sekä vuosien 2010-2017 vaisu talouskehitys selittävät arviomme mukaan karkeasti noin 1/5 osaa vuosien 2010-2017 liikevaihdon laskusta. Segmentteittäin katsottuna suurin osa orgaanisen liikevaihdon laskusta syntyi arviomme mukaan medialiiiketoiminnoista, ja erityisesti Suomesta. Sen sijaan Learningin orgaaninen kehitys on ollut melko vakaata.

Rakennemuutos ja tehostustoimet rasittivat merkittävästi kannattavuutta

Merkittävä liikevaihdon lasku, rakennejärjestelyt, yrityskaupat ja tehostusohjelmien kulut heikensivät huomattavasti Sanoman kannattavuutta vuosina 2010-2017.

Sanoman raportoitu osakekohtainen tulos vaihteli vuosina 2010-2017 -1,89 eurosta (vuonna 2013) 1,85 euroon (vuonna 2010), ollen keskimäärin vain 0,05 euroa osakkeelta. Raportoituun tulokseen vaikutti erityisen negatiivisesti SBS:n hankinnasta syntyneen liikearvon alaskirjaus vuonna 2013 ja myyntitappio vuonna 2017.

Myös yhtiön operatiivisen tuloskehityksen trendi oli lievästi negatiivinen vuosina 2010-2017, ja osakekohtainen operatiivinen tulos vaihteli 0,94 eurosta (vuonna 2010) 0,13 euroon osakkeelta

(vuonna 2015). Keskimäärin operatiivinen osakekohtainen tulos oli vuosina 2010-2017 0,59 euroa osakkeelta, eli merkittävästi raportoitua tulosta korkeammalla.

Operatiivinen kehitys oli heikkoa erityisesti vuosina 2013-2015, kun yhtiö ei pystynyt kompensoimaan kulusäästöillä voimakkaasti laskeneita printti- ja TV-mainonnan volyymien laskua.

Operatiivisen tuloskehityksen ja suhteellisen kannattavuuden trendi kääntyi kuitenkin tehostustoimien ja rakennejärjestelyjen myötä jälleen selvästi positiiviseksi vuosina 2016-2017, ja operatiivinen osakekohtainen tulos nousi 0,74 euroon osakkeelta.

Suuret rakennejärjestelyjen päättyminen parantaa raportoinnin läpinäkyvyyttä

Sanoma sai merkittävän rakennejärjestely- ja tuloskäännenvaiheen käytännössä päätökseen vuoden 2017 aikana, kun yhtiö myi Hollannin TV-toiminnot (SBS) ja sopi Belgian naistenlehtiliiketoimintojen myynnistä.

Vuoden 2017 rakennejärjestelytoimista aiheutui vielä merkittävät kertaerät raportoituun tulokseen (-417 MEUR) ja suuria muutoksia taseeseen, mutta jatkossa kertaerien, rakennejärjestelykulujen, arvomuutosten voi odottaa vähenevän merkittävästi aiemmasta, mikä parantaa näkyvyyttä ja ennustettavuutta.

Lisäksi tuloksen ja arvostustason vertailukelpoisuutta kilpailijoihin nähden parantaa jatkossa huomattavasti liiketoimintojen vähemmistöomistusten pienentyminen.

Taloudellinen kehitys 2/2

Taloudellinen tilanne vahva

Sanoman taloudellinen tilanne on parantunut viimeisten vuosien aikana merkittävästi, ja on nyt kokonaisuutena vahva ja vakaa. Yhtiö on saanut käännettyä kannattavuuden jälleen kasvuun ja kompensoitua painetun median tuottojen laskua digitaalisten tuottojen ja palveluiden kasvun kautta. Sanoman tase on pienentynyt rakennemuutosten myötä merkittävästi, ja taseen riskit ja velkaisuus ovat laskeneet maltilliselle tasolle.

Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle vahvan kassavirran ja digitaalisten palveluiden kasvu ei sido käytännössä lainkaan pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotammekin Sanoman jatkavan lähivuosina osinkojen kasvattamista. Taseen ja rahoitusaseman vahvistuminen mahdollistavat yhtiölle myös merkittävän kokoiset yritysostot.

Yritysostojen, tuotekehityksen ja ohjelmaoikeuksien aineeton omaisuus kasvattaa muuten kevyttä tasetta

Sanoman taseen loppusumma oli Q4'17 lopussa 1589 MEUR (Q4'16: 2606 MEUR). Tase on supistunut voimakkaasti vuodesta 2011 (2011: 4328 MEUR) yritysjärjestelyjen, alaskirjausten ja omaisuuserien myyntien myötä. Kokonaisuutena Sanoman varoista jakautuu noin 46 % Media BeNelle, noin 14 % Media Finlandille ja noin 40 % Learningille.

Tase sisältää yritysmyynneistä huolimatta edelleen merkittävästi liikearvoa (935 MEUR, 59 % taseesta) ja muuta aineetonta omaisuutta (251 MEUR, 16 % taseesta). Valtaosa aineettomasta omaisuudesta liittyy aikakauslehti- ja oppimisen liiketoimintojen liikearvoihin sekä

aikakauslehtien ja oppimismateriaalien tuotekehityspanostusten ja TV:n ohjelmaoikeuksien hankintojen aktivointeihin. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on vain noin 83 MEUR, eli noin 5 % taseesta.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen (2017 -20 %), sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamiaisia korkeammat. Q4'17 lopussa käyttöpääoma oli n. 255 MEUR negatiivinen.

Sanoman oma pääoma oli Q4'17 lopussa 554 MEUR, eli 3,39 euroa osakkeelta. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli matala, noin 1,7 MEUR. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'17 lopussa 196 MEUR ja lyhytaikaista velkaa 216 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'17 lopussa 21 MEUR ja nettovelkaa 392 MEUR.

Pidämme Sanoman tase-eriä merkittävien rakennejärjestelyjen ja vahvan tuloskäänteen johdosta pääosin kuranttina. Kokonaisuutena myös liikearvon alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat lähitulevaisuudessa pienet. Emme voi kuitenkaan täysin pois sulkea Media BeNen osalta merkittävän liikearvon alaskirjauksen mahdollisuutta, jos segmentin liiketoiminnan kehitys alkaa heikentyä. Sanoman rahoitusasemaan suurellakaan alaskirjauksella ei olisi kuitenkaan kriittistä vaikutusta.

Velkaisuus taittunut selvään laskuun

Sanoma nettovelkaantumisasaste oli Q4'16 lopussa 71 % (Q4'16: 78 %). Vahvistunut operatiivinen kassavirta ja yritysjärjestelyt ovat kääntäneet velkaantumisen selvään laskuun.

Sanoman nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhdeluku laski vuoden 2017 lopussa 1,7x tasolle, joka on maltillinen ja antaa tilaa merkittävillekin yritysostoille. Sanoman taloudellisena tavoitteena on pitää nettovelan/käyttökateen suhdeluku alle 2,5x.

Raportoitu pääoman tuotto alaskirjauksista johtuen negatiivinen

Sanoman sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) painuivat vuonna 2017 selvästi negatiiviseksi (ROE -47 % ja ROI -17 %), kun yhtiö teki SBS:n myynnin seurauksena merkittävän myyntitappion. Operatiivisesta tuloksesta laskettu ROE ja ROI ovat kuitenkin palautuneet hyvällä tasolle viime vuosina (2017: operatiivinen ROE-% 18,8 %) ja ennakoimme, että yhtiön oman pääoman tuotto ylittää lähivuosina 20 %:n tason.

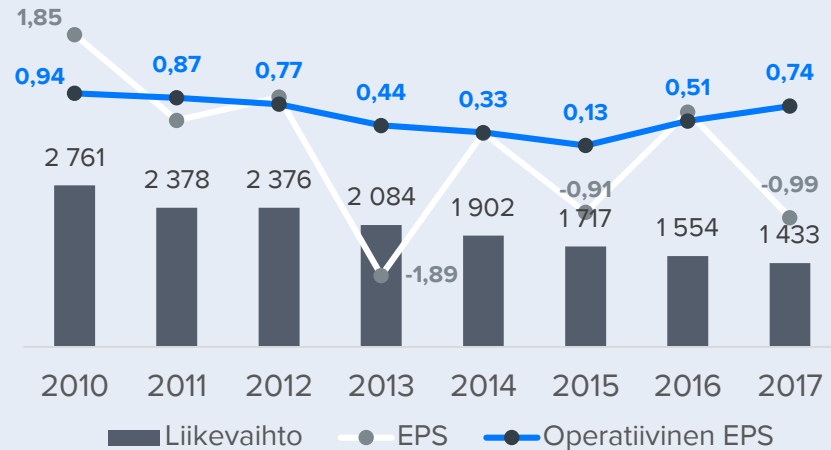
Kassavirta ja osinko

Sanoman liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä noin 10 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (2017: 141 MEUR), kun yhtiön operatiivinen käyttökate on parantunut merkittävästi (2017: 330 MEUR). Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on tyypillisesti hyvin matala, noin 35-40 MEUR vuodessa, mutta investoinnit esitysoikeuksiin ja sisältötuotantoon ovat nykyisellä liiketoimintarakenteella vuositasolla arviolta noin 90-100 MEUR.

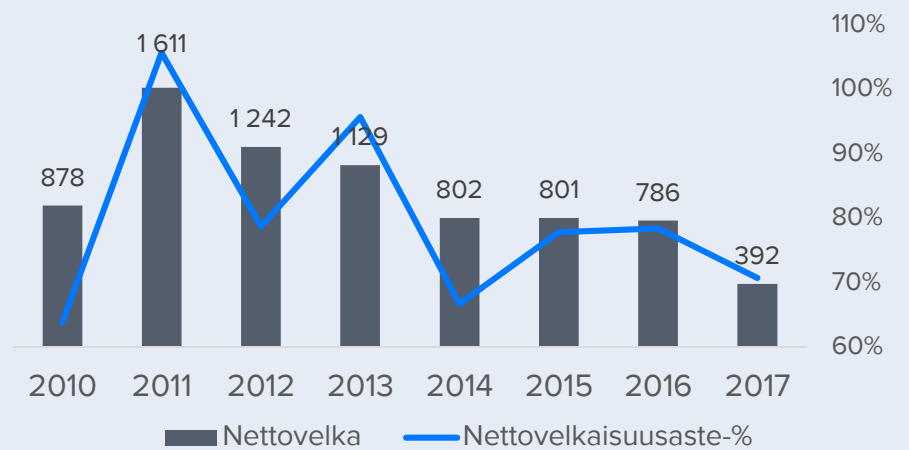
Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % liiketoiminnan rahavirrasta ilman käyttöomaisuusinvestointeja osinkoina. Vuoden 2017 osinkoehdotus on 0,35 euroa osakkeelta ja 55 % osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta.

Taloudellinen tilanne

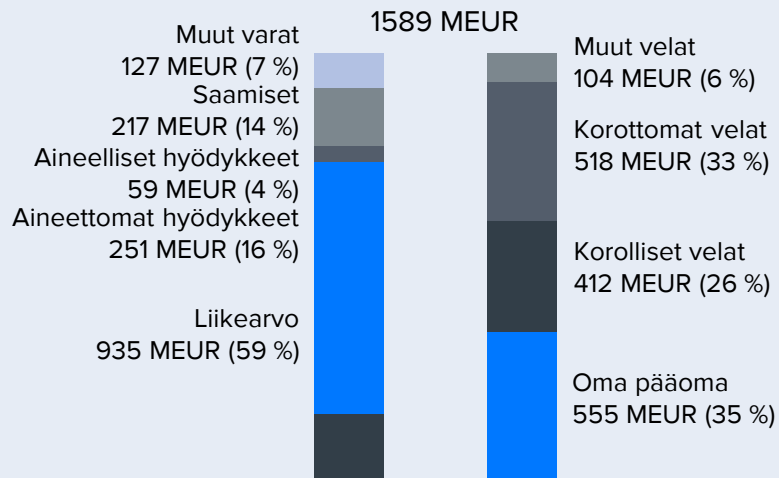
Liikevaihto, EPS ja operatiivinen EPS



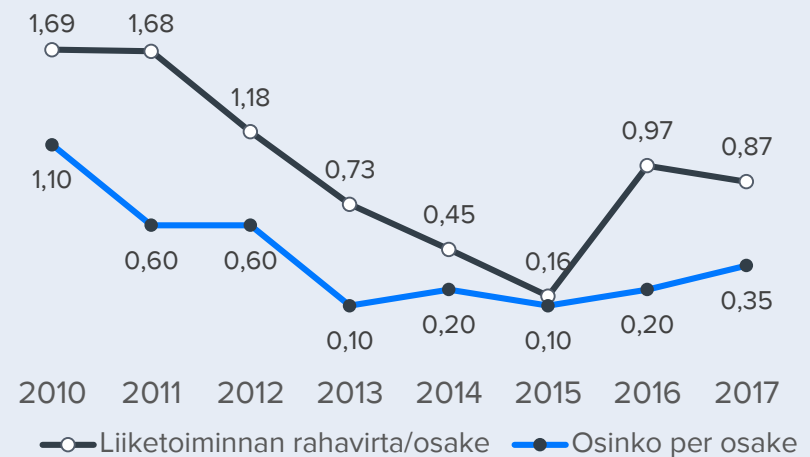
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2017



Liiketoiminnan rahavirta ja osinko per osake



Ennusteet konsernitasolla

Vuoden 2018 ennusteet: Liikevaihto laskee hieman, mutta tulos kasvaa selvästi

Sanoma ohjeisti vuodelle 2018 hieman laskevaa rakennemuutoksilla oikaistua liikevaihtoa (2017: 1327 MEUR) ja noin 14 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia (2017: 13,6 %).

Ennustamme Sanoman vuoden 2018 vertailukelpoisen liikevaihdon laskevan noin 3 % ja raportoidun liikevaihdon laskevan noin 8 % 1295 MEUR:oon. Vertailukelpoisen liikevaihdon osalta odotamme Media Finlandin ja Media BeNen liikevaihtoihin lievää laskua (-1-3 %), jota ajaa painetun median lasku sekä Media BeNessä myös yritysmyynnit. Learningin vertailukelpoisen liikevaihdon odotamme laskevan 5 %, sillä vuonna 2017 Puolassa alkanut siirtymä uuteen opetussuunnitelmaan aiheutti vertailukaudelle kertaluonteisen hyppäyksen liikevaihtoon. Raportoitua liikevaihtoa laskee lisäksi merkittävästi Media BeNen liikevaihtoon vielä H1'17 sisältynyt SBS:n liiketoiminta.

Oikaistun liikevoiton ennustamme kasvavan noin 6 % 189 MEUR:oon (2017: 181 MEUR, oikaistuna SBS:n myynnillä) ja liikevoitto-%:n nousevan 14,3 %:iin. Ennusteessamme Sanoman oikaistua liikevoittoa nostaa kaikkien segmenttien liikevoittomarginaalien parantuminen, jota ajaa medialiiiketoimintojen osalta kasvavat digituottojen osuudet, laskevat poistot ja toiminnan tehostuminen, sekä Learningin osalta laskevat kehityspanostukset ja toiminnan tehokkuuden kasvu. Lisäksi tulokasvua tukee lievästi Media Finlandin yritysosto.

Osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan vuonna 2018 noin 11 % 0,79 euroon (2017: raportoitu -1,84, oik. 0,71 euroa). Liikevoittoa vahvempaa tuloksen kasvua ajaa

ennusteessamme nettorahoituskulujen noin 20 %:n lasku. Odotamme vahvistuvan operatiivisen kehityksen ja kassavirran myötä jälleen selvää korotusta osinkoon, ja ennustamme osingon osakkeelta nousevan 0,10 eurolla 0,45 euroon (2017: 0,35), mikä vastaa noin 47 %:n jakosuuhdetta liiketoiminnan rahavirrasta vähennettynä käyttöomaisuusinvestoinneilla (2018e: 156 MEUR, 0,96 euroa per osake).

Vuosien 2019-2020 ennusteet: Maltillista tulokasvua digin vedolla

Ennustamme Sanoman tulokasvun loiventuvan +2-7 %:iin vuosina 2019 ja 2020, mutta vahvan kassavirran myötä ennakoimme osingon kasvavan noin 10 % vuodessa. Lievän tulokasvun moottorina toimii ennusteissamme digitaalisten tuottojen kasvu, mikä kääntää Sanoman liikevaihdon lievälle kasvu-uralle ja parantaa konsernin suhteellista kannattavuutta. Segmentteittäin katsottuna pääosasta vuosien 2019-2020 tulokasvusta vastaa ennusteessamme Media Finland. Muiden segmenttien tuloskehityksen odotamme olevan jaksolla melko vakaata.

Vuonna 2019 ennustamme Sanoman liikevaihdon kasvavan noin 1 %:n 1330 MEUR:oon ja liikevoiton noin 5 % 199 MEUR:oon (liikevoitto-% 14,9 %). Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan noin 7 % 0,85 euroon ja osingon osakkeelta 11 % 0,50 euroon, mikä vastaa noin 51 %:n jakosuuhdetta osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta.

Vuonna 2020 odotamme liikevaihdon säilyvän vakaana 1331 MEUR:n tasolla ja liikevoiton kasvavan noin 1 %:n 200 MEUR:oon. Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan noin 2 % 0,87 euroon ja osingon osakkeelta 10

% 0,55 euroon, mikä vastaa 55 %:n jakosuuhdetta osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta.

Pitkän aikavälin tulosten ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen Sanoman tulosten ennusteisiin vaikuttava tekijä on hyvin kannattavan digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys.

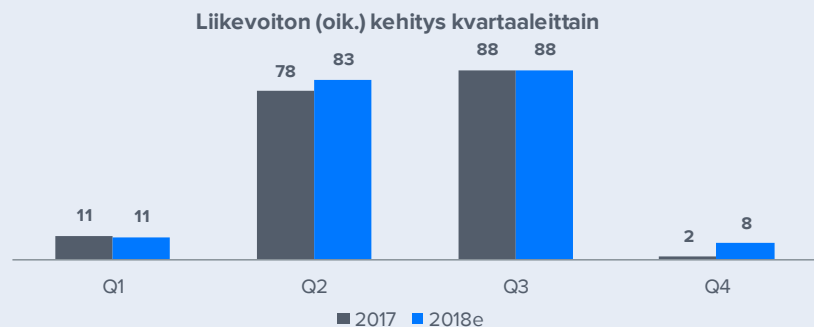
Olemme digitaalisen median kasvuennusteiden suhteen optimistisia ja odotamme niihin noin 5-10 %:n vuosikasvua, mistä pääosa syntyy Media Finland segmentistä. Media BeNen painetun kasvuodotuksemme ovat varovaisempia, sillä liiketoiminnan tuottojen jakauma ja skaala ei ole yhtä hyvä kuin Media Finlandissa. Learningin osalta odotamme pitkän aikavälin tuloskehityksen olevan lievästi nousujohteista.

Painetun median rakennemuutokseen liittyvästä epävarmuudesta ja mediamarkkinan syklisestä luonteesta johtuen emme anna pitkän aikavälin tulosten ennusteille (2021 eteenpäin) vielä oleellista painoarvoa ja keskitymme arvostusta tarkastellessa lähivuosien ennusteisiin.

Ennusteet konsernitilasolla 2018-2021

	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	1639	325	420	387	302	1433	272	366	374	302	1313	1330	1331	1332
Media BeNe	776	149	176	103	116	543	95,9	112	101	115	424	420	416	410
Media Suomi	581	144	145	131	151	571	143	150	140	153	586	594	600	603
Oppiminen	283	31,7	100	153	35,2	320	33,2	103	133	34,2	303	317	315	320
Kertaluonteiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Käyttökate	496	-346	115	120	63	-48	50	119	120	49	338	347	349	344
Poistot ja arvonalennukset	-300	-71	-41	-35	-44	-191	-39	-35	-32	-42	-149	-148	-149	-146
Liikevoitto ilman kertaeriä	168	11	78	88	2	179	11	83	88	8	189	199	200	198
Liikevoitto	197	-416	74	85	18	-239	11	83	88	8	189	199	200	198
Media BeNe	86	9	24	14	19	66	14	20	15	19	67	68	69	66
Media Suomi	50	19	23	14	10	66	16	26	23	14	79	85	87	87
Oppiminen	57	-15	34	63	-25	57	-16	40	53	-23	54	57	56	57
Kertaluonteiset erät	29	-427	-4	-3	17	-417	0	0	0	0	0	0	0	0
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	-24	-2	-2	-3	-3	-10	-3	-3	-3	-3	-11	-11	-11	-12
Nettorahoituskulut	-37	-7	-4	-5	-8	-23	-5	-5	-4	-5	-18	-17	-16	-14
Tulos ennen veroja	157	-423	70	81	11	-261	6	79	84	3	172	183	185	185
Verot	-41	0	-22	-20	3	-39	-2	-19	-20	-1	-41	-43	-42	-41
Vähemmistöosuudet	-5	0	-1	0	0	-1	0	0	-1	0	-1	-1	-1	-1
Nettotulos	111	-423	47	60	14	-302	5	60	63	2	130	139	142	144
EPS (oikaistu)	0,51	0,03	0,32	0,39	0,00	0,71	0,03	0,37	0,39	0,01	0,79	0,85	0,87	0,88
Tunnusluvut														
Liikevaihdon kasvu-%	-4,5 %	-8,0 %	-6,5 %	-11,7 %	-24,3 %	-12,5 %	-16,3 %	-13,0 %	-3,3 %	0,1 %	-8,4 %	1,3 %	0,0 %	0,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	102 %	484 %	-10,2 %	13,1 %	17,5 %	6,4 %	-4,6 %	6,6 %	0,0 %	359 %	5,9 %	5,0 %	0,6 %	-0,8 %
Käyttökate-%	30,3 %	-106,4 %	27,3 %	31,0 %	20,8 %	-3,4 %	18,3 %	32,4 %	32,1 %	16,4 %	25,7 %	26,1 %	26,2 %	25,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,2 %	3,4 %	18,6 %	22,7 %	0,5 %	12,5 %	3,9 %	22,7 %	23,5 %	2,5 %	14,4 %	14,9 %	15,0 %	14,9 %
Nettotubs-%	6,8 %	-130,3 %	11,3 %	15,5 %	4,7 %	-21,0 %	1,7 %	16,3 %	17,0 %	0,7 %	9,9 %	10,5 %	10,7 %	10,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

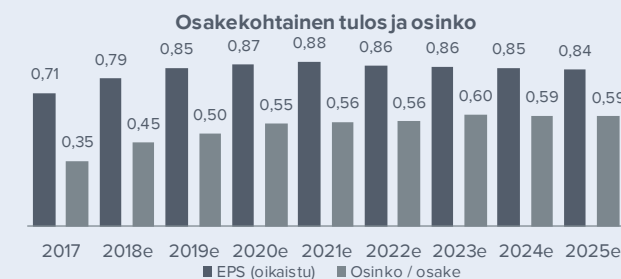
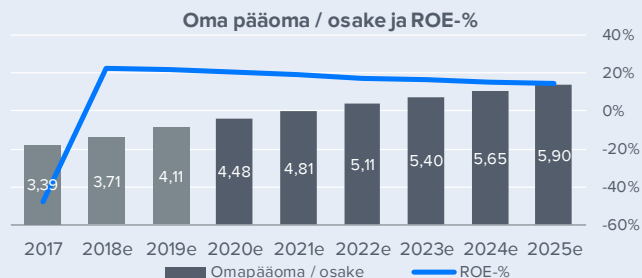
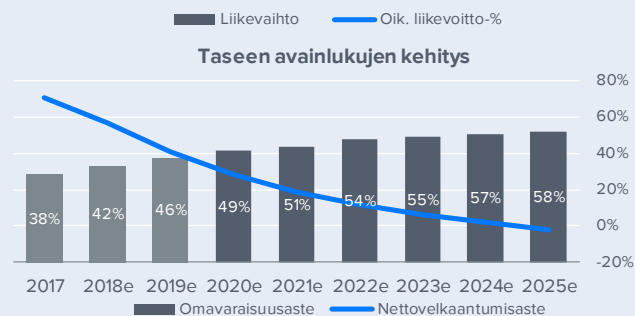
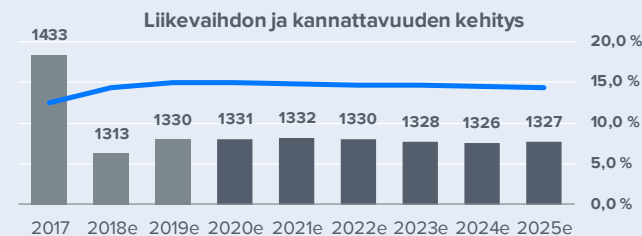
Ennusteet konsernitasolla, pitkä aikaväli

Lyhennetty tuloslaskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1433	1313	1330	1331	1332	1330	1328	1326	1327
Käyttökate (EBITDA)	-48	338	347	349	344	339	341	341	342
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	179	189	199	200	198	195	194	192	190
Liikevoitto (EBIT)	-239	189	199	200	198	195	194	192	190
Tulos ennen veroja	-261	172	183	185	185	182	180	179	177
Nettotulos	-302	130	139	142	144	141	140	139	138
Osakekohtainen tulos (oik.)	0,71	0,79	0,85	0,87	0,88	0,86	0,86	0,85	0,84
Vapaa kassavirta	469	136	156	161	157	150	148	146	145

Avainluvut	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-12,5 %	-8,4 %	1,3 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	0,1 %
Käyttökate-%	-3,4 %	25,7 %	26,1 %	26,2 %	25,8 %	25,5 %	25,7 %	25,7 %	25,7 %
Oik. liikevoitto-%	12,5 %	14,4 %	14,9 %	15,0 %	14,9 %	14,6 %	14,6 %	14,5 %	14,3 %
Liikevoitto-%	-16,7 %	14,4 %	14,9 %	15,0 %	14,9 %	14,6 %	14,6 %	14,5 %	14,3 %
ROE-%	-47,6 %	22,4 %	21,8 %	20,2 %	18,9 %	17,4 %	16,3 %	15,3 %	14,6 %
ROI-%	-17,1 %	19,4 %	20,1 %	19,7 %	18,9 %	18,2 %	17,7 %	17,0 %	16,3 %
Omavaraisuusaste	38,5 %	42,4 %	46,0 %	49,0 %	50,7 %	54,0 %	55,4 %	56,6 %	57,6 %
Nettovelkaantumisaste	70,6 %	56,8 %	40,8 %	28,1 %	18,9 %	12,0 %	6,2 %	1,8 %	-2,2 %

Osakelukuja	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS (oikaistu)	0,71	0,79	0,85	0,87	0,88	0,86	0,86	0,85	0,84
Kassavirta / osake	2,87	0,83	0,95	0,99	0,96	0,92	0,90	0,89	0,89
Osinko / osake	0,35	0,45	0,50	0,55	0,56	0,56	0,60	0,59	0,59
Omapääoma / osake	3,39	3,71	4,11	4,48	4,81	5,11	5,40	5,65	5,90

Lähde: Inderes



Osien summa -laskelma

Osien summa antaa mittatikun arvostukselle

Sanoman segmentit ovat hyvin itsenäisiä liiketoimintoja, joiden välillä on vain vähän synergioita, joten näkemyksemme mukaan osien summa -laskelma antaa hyvän mittatikun arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä liiketoimintojen arvonluontikykyyn. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet segmentit erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 2409 MEUR. Media Finland on suhteellisen kokonsa ja merkittävästi parantuneen tuloksetekokyvyn näkökulmasta arviomme mukaan Sanoman selvästi arvokkain osa ja arviomme sen yritysarvoksi on 1204 MEUR. Learning on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arvioimme sen yritysarvoksi 665 MEUR. Media BeNe yritysarvo on laskelmassamme 646 MEUR.

Kun segmenttien yritysarvoihin lisätään muut varallisuuserät (+33 MEUR) ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (-137 MEUR) ja nettovelat (-369 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 2040 MEUR tai noin 12,5 euroa per osake.

Suurin arvonluontipotentiaali Media Finlandilla

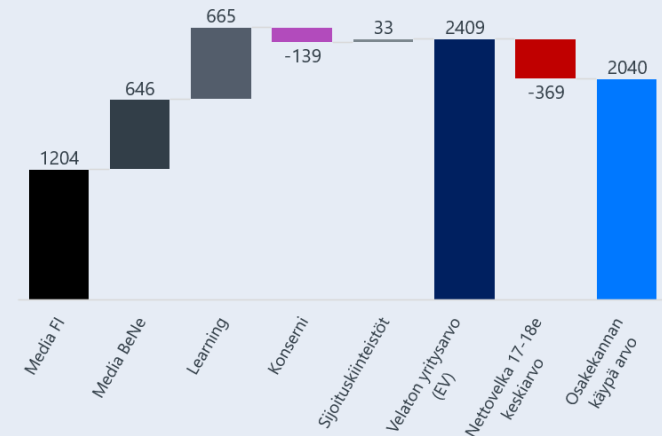
Sanoman osien arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Media Finlandiin, vaikka se on jo nyt arvioimme mukaan Sanoman arvokkain osa. Segmentin arvostus voisi saada arviomme huomattavaa nostetta (20-30 %), jos erityisesti digitaalisten liiketoiminnat kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan

kasvuun, ja yhtiöitä alettaisiin arvottaa toimialan vahvimmin menestyvien yhtiöiden, kuten Daily Mailin, New York Timesin ja Schibstedin arvostuskertoimin. Toisaalta Media Finlandin arvostustaso on myös tuottorakenteessa ja verokkiryhmänsä puolesta herkin syklisille muutoksille kasvuodotuksissa ja arvostuskertoimissa. Ennusteissamme odotamme Media Finlandiin lähivuosina melko vakaata liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta, joten emme odota eron alan parhaiden yhtiöiden kannattavuuteen kaventuvan lähivuosina merkittävästi.

Learningin arvoa voisi nostaa merkittävästi korkeita synergioita tarjoavat pienet yritysostot, sillä ne voisivat kiihdyttää selvästi yksikön tuloskasvua ja samalla luoda arvoa ostettavia kohteita korkeampien arvostuskertoimien kautta. Odotammekin Sanoman aktivoituvan yritysostoissa erityisesti Learningin osalta, mutta nykyiset ennusteemme perustuvat puhtaasti orgaaniseen kasvuun.

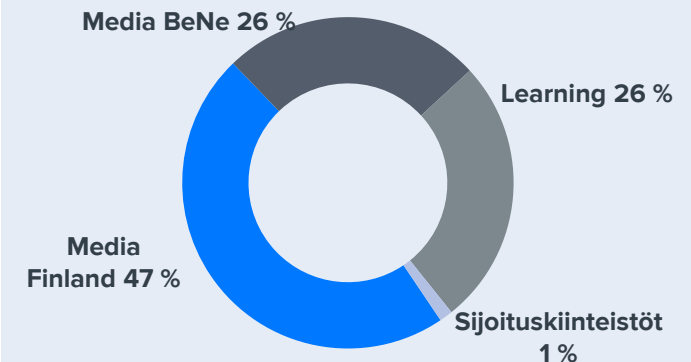
Sijoittajien kannalta myös Media BeNen kannattavuuden kehityksen seuraaminen on kriittistä, sillä segmentti vastaa nyt noin 25 % Sanoman arvioidusta yritysarvosta, ja sillä on heikko kasvu, mutta korkea kannattavuus.

Sanoman osien summa 3/2018



Lähde: Inderes

Yritysarvon jakautuminen 3/2018



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostusmenetelmät

Sanoman osaketta arvostettaessa annamme edellä esitetyn osien summa laskelman ohella painoarvoa yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu+osingot), kassavirtamallille (DCF), sekä arvostukselle suhteessa Sanoman pitkän aikavälin arvostuskertoimiin ja verrokkiryhmän arvostuskertoimiin. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomio parhaiten erilaiset rahoitusrakenteet ja aktivoituid investoinnit.

Osakkeen arvostus eri näkökulmista

Edellisessä kappaleessa esitetty osien summa -laskelma indikoi Sanoman osakkeen käyväksi arvoksi 12,5 euroa osakkeelta, mikä indikoi yli 20 %:n nousupotentiaalia Sanoman nykykurssiin (10,1 euroa) nähden. Emme odota Sanoman osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä yhtiölle tullaan painetun median korkean osuuden vuoksi todennäköisesti hyväksymään matalammat kertoimet.

Ennustamme Sanoman osakkeen tarjoavan lähivuosina keskimäärin noin 10-12 %:n kokonaistuoton, 6-7 %:n tulokasvun ja 4-5 %:n osinkotuoton yhdistelmänä. Yhdistetty yhtiön maltilliseen riskitasoon (oman pääoman arvioitu kustannus 8,5 %) näemme osakkeessa kokonaistuoton kautta osakkeessa arvonnousupotentiaalia 11,2 euroon saakka.

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) normaalia suuremman painoarvon, koska Sanoman taloudellinen tilanne on vakiintunut ja liiketoimintojen asema on vakaa. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 11 euroa. Painetun

median laskusta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme melko vakaana koko ennusteperiodin (2017-2025) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä kannattavuus ja pääomatuotto paranevat. EBIT-marginaali laskee FY'18e noin 14,3 %:n tasolta noin 14 %:iin vuonna 2025. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea 52 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,4 % ja oman pääoman kustannus on 8,5 %.

Huomioiden Sanoman lähivuosien positiivinen tulokasvunäkymä ja vahvistuvan operatiivisen kassavirran mahdollistama kasvava osinkotuotto, voidaan Sanomaa mielestämme hinnoitella kertoimilla P/E 13-14x ja EV/EBIT 11-12x. Hyväksymämme arvostuskertoimet ovat noin 10-15 % alle Sanoman 10 vuoden keskimääräisten arvostuskertoimien (EV/EBIT 13,2x) ja noin 5-10 % verrokkiryhmän keskimääräistä pitkän aikavälin arvostustasoa korkeammat (EV/EBIT 10,5x). Pidämme lievää alennusta Sanoman pitkän aikavälin arvostustasoon perusteltuna, sillä historialliset kertoimet heijastavat osittain rakennemuutokseen liittyntä merkittävää tulokasvuodotusta, jollaista ei ole odotettavissa lähivuosille.

Sanoman verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2018 on noin 12,3x tasolla, mikä indikoi noin 11,8 euron arvostustasoa Sanoman osakkeelle.

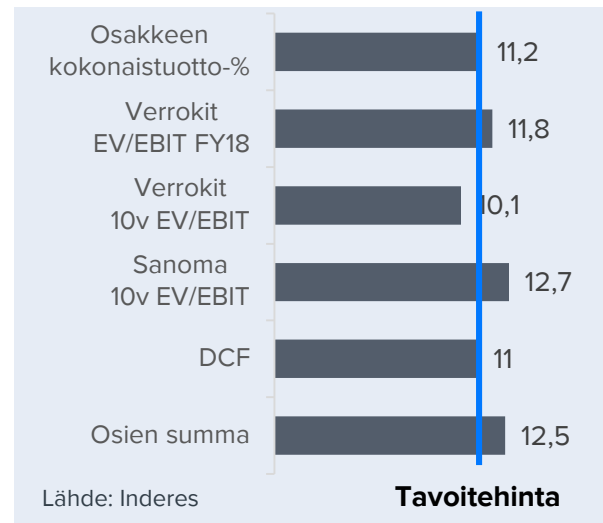
Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja nostamme osakkeen tavoitehinnan 11,0 euroon (aik. 10,20 euroa) lievästi nousseiden ennusteiden, positiivisten näkymien ja maltillisen arvostuksen myötä. Osake tarjoaa mielestämme

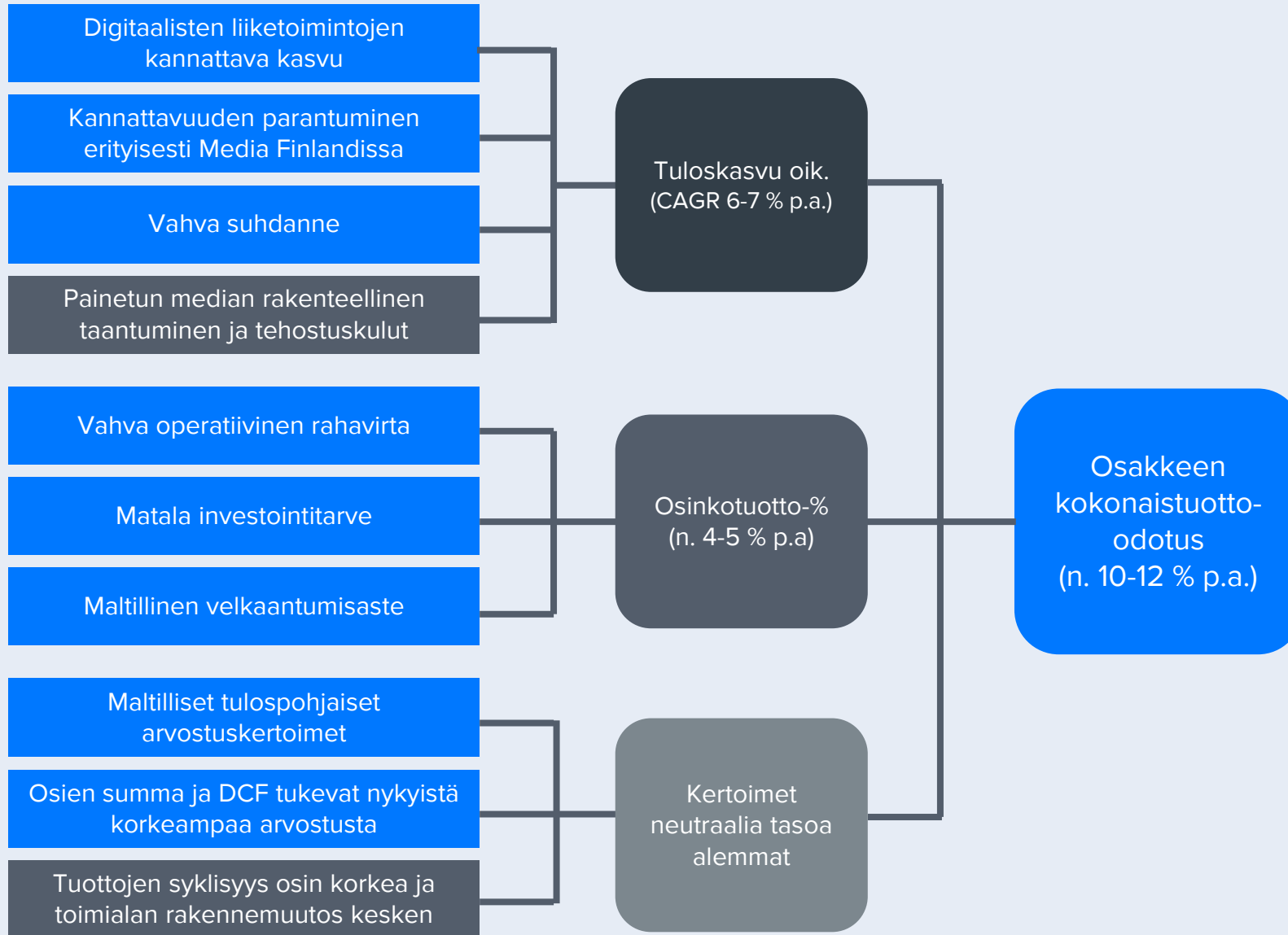
houkuttelevan tuotto-odotuksen maltillisella riskitasolla.

Positiivista näkemystä tukee myös verrokkien arvostukseen suhteutettu osien summa (12,5 euroa) ja maltillisiin kasvuoletuksiin nojaava kassavirtalaskelma (11,0 euroa).

Osakkeen käypä arvo eri menetelmillä



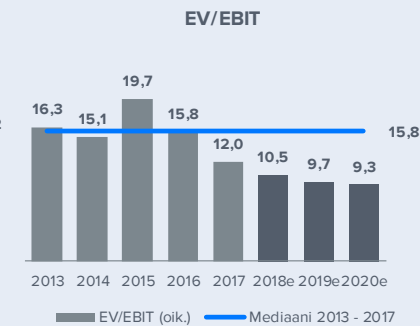
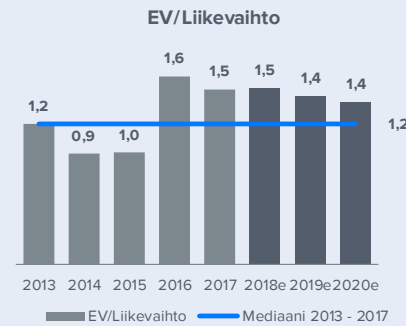
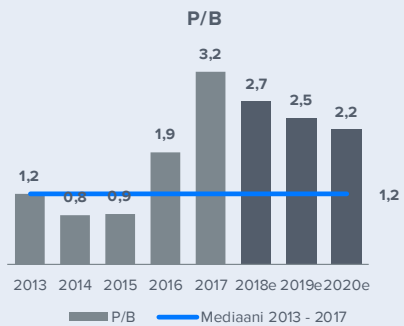
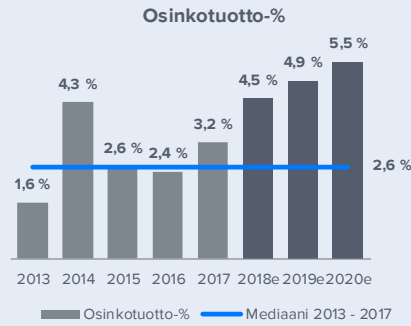
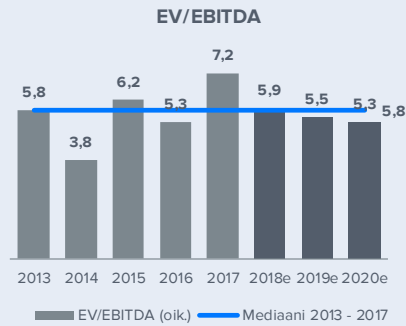
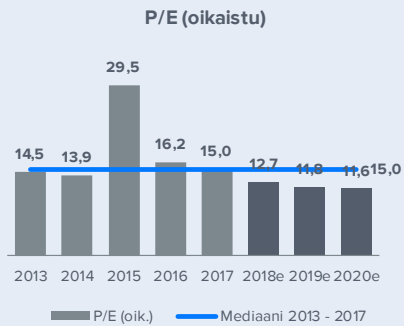
Sanoman osakkeen tuottoajurit 2018-2020



Arvostuskertoimet

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	6,39	4,60	3,91	8,25	10,9	10,1	10,1	10,1
Osakemäärä, milj. kpl	162,8	162,8	162,1	162,1	163,2	163,4	163,4	163,4
Markkina-arvo	1040	749	634	1337	1775	1645	1645	1645
Yritysarvo (EV)	2518	1800	1645	2645	2150	1986	1917	1850
P/E (oik.)	14,5	13,9	29,5	16,2	15,0	12,7	11,8	11,6
P/E	neg.	14,2	neg.	12,1	neg.	12,7	11,8	11,6
P/Kassavirta	2,7	3,1	11,5	7,6	3,8	12,1	10,6	10,2
P/B	1,2	0,8	0,9	1,9	3,2	2,7	2,5	2,2
P/S	0,5	0,4	0,4	0,8	1,2	1,3	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	1,0	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA (oik.)	5,8	3,8	6,2	5,3	7,2	5,9	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	16,3	15,1	19,7	15,8	12,0	10,5	9,7	9,3
Osinko/tulos (%)	neg.	61,8 %	neg.	29,3 %	neg.	56,6 %	58,6 %	63,4 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	4,3 %	2,6 %	2,4 %	3,2 %	4,5 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Vertailuryhmän arvostustaso

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	163	161	0,6	0,6	5,3	5,2	22,8	20,1
Alma Media Oyj	645	710	1,9	1,8	9,9	9,5	13,0	12,4
Axel Springer SE	7813	9345	2,8	2,7	12,5	11,4	17,7	16,2
Daily Mail and General Trust P L	2499	3010	1,8	1,8	12,0	11,3	17,7	16,9
Gannett Co Inc	907	1088	0,5	0,5	4,0	3,9	8,7	8,8
GEDI Gruppo Editoriale SpA	273	389	0,6	0,6	6,5	6,3	10,0	9,8
Impresa Sociedade Gestora de	40	218	1,1	1,1	10,5	8,9	12,5	10,5
ITV PLC	6763	7863	2,2	2,1	8,2	8,0	9,2	9,0
Johnston Press PLC	13	146	0,7	0,7	3,3	3,3	4,1	4,1
Keskisuomalainen Oyj	61	107	0,9	0,9	6,8	6,7	10,2	10,0
Lagardere SCA	2951	4763	0,7	0,6	7,3	7,2	12,2	12,0
New York Times Co	3351	3103	2,2	2,2	13,6	12,3	17,1	15,0
News Corp	7745	6729	1,0	1,0	8,6	8,3	15,3	14,4
Promotora de Informaciones SA	967	2574	2,0	2,1	9,6	9,8	14,1	15,7
Prosiebensat 1 Media SE	6227	8610	2,0	1,9	8,0	7,6	10,0	9,4
Rizzoli Corriere della Sera Media	613	986	1,1	1,1	6,3	6,2	9,3	9,0
Schibsted ASA	5252	5552	3,0	2,8	15,6	13,1	19,5	15,4
Tamedia AG	1156	1333	1,5	1,5	7,1	6,6	10,3	9,6
Vocento SA	187	290	0,7	0,7	6,4	6,1	10,0	9,5
ZPG PLC	1664	1879	5,5	5,0	14,0	12,5	15,9	14,1
Mediaani	1061	1606	1,3	1,3	8,1	7,8	12,3	11,3
Keskiarvo	2464	2943	1,6	1,6	8,8	8,2	13,0	12,1
Future PLC	190	202	2,0	1,9	10,7	9,9	12,7	12,1
Meredith Corp	2070	2605	1,9	1,9	9,9	9,2	12,1	10,5
Arnoldo Mondadori Editore SpA	487	773	0,6	0,6	7,3	6,9	11,2	10,2
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Mediaani	985	1689	1,5	1,5	8,6	8,0	12,1	10,5
Keskiarvo	1058	1579	1,4	1,4	8,7	8,1	12,0	10,9
Bloomsbury Publishing PLC	142	123	0,7	0,7	7,4	6,8	9,1	8,5
Houghton Mifflin Harcourt Co	777	1207	1,1	1,0	7,2	6,8		
John Wiley & Sons Inc	3022	3237	2,3	2,3	10,2	9,8	15,4	14,8
Pearson PLC	6697	7336	1,6	1,6	9,8	8,9	12,7	11,4
Scholastic Corp	1067	763	0,6	0,6	9,4	7,0	17,3	10,4
Wilmington PLC	238	289	2,0	1,9	9,0	8,4	10,1	9,4
K12 Inc	496	366	0,5	0,5	3,6	3,5	16,5	13,6
Koninklijke Brill NV	59	58	1,5	1,4	8,9	8,1	10,3	9,3
Mediaani	637	564	1,3	1,2	8,9	7,5	12,7	10,4
Keskiarvo	1562	1672	1,3	1,2	8,2	7,4	13,1	11,1

Lähde: Inderes, Thomson Reuters, Capital IQ

Kassavirtalaskelma

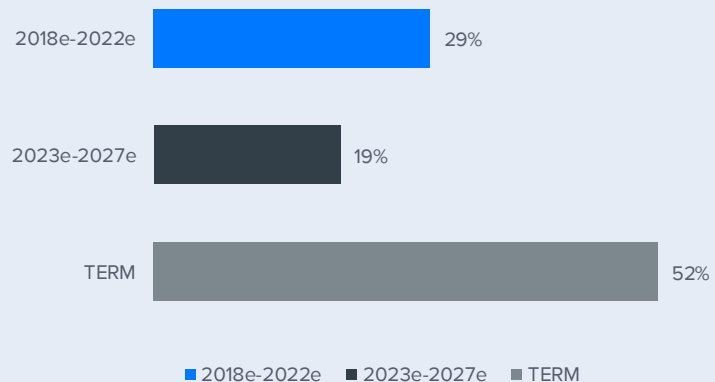
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-239,0	189	199	200	198	195	194	192	190	186	188	
+ Kokonaispoistot	191	149	148	149	146	145	147	149	152	154	156	
- Maksetut verot	-48,6	-39,2	-42,7	-42,4	-40,5	-39,7	-39,5	-39,1	-38,8	-38,2	-38,8	
- verot rahoituskuluista	3,6	-4,5	-4,2	-4,1	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7	-4,7	-4,8	
+ verot rahoitusuotoista	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,8	1,0	1,1	1,4	1,7	1,9	2,2	
- Käyttöpääoman muutos	-45,7	-3,5	5,4	2,7	3,0	2,3	0,7	1,0	1,6	3,4	2,8	
Operatiivinen kassavirta	-139,0	291	306	306	303	299	299	300	301	303	306	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-43,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	750	-155,0	-150,0	-144,2	-146,5	-148,9	-151,3	-153,7	-156,2	-158,7	-161,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	567	136	156	161	157	150	148	146	145	144	145	
+/- Muut	-97,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	469	136	156	161	157	150	148	146	145	144	145	2284
Diskontattu vapaa kassavirta		128	137	132	120	106	97,6	90,0	83,3	76,8	71,9	1136
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2179	2050	1913	1781	1662	1555	1457	1367	1284	1207	1136
Velaton arvo DCF		2179										
- Korolliset velat		-412,4										
+ Rahavarat		20,6										
- Vähemmistöosuus		-7,1										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1792										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,97										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	2351	2263	1309	1313	1315	1310
Liikearvo	1665	1663	935	951	951	951
Aineettomat hyödykkeet	458	433	251	246	251	248
Käyttöomaisuus	101	82,3	58,6	54,2	51,2	49,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	33,1	21,3	20,8	20,8	20,8	20,8
Muut sijoitukset	14,5	11,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Muut pitkäaikaiset varat	37,6	21,8	22,7	22,7	22,7	22,7
Laskennalliset verosaamiset	41,3	29,9	17,3	15,0	15,0	15,0
Vaihtuvat vastaavat	414	343	280	270	302	344
Vaihto-omaisuus	39,5	41,4	40,5	38,1	37,2	35,9
Muut lyhytaikaiset varat	5,0	2,2	2,4	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	271	256	217	213	215	214
Likvidit varat	98,5	43,4	20,6	18,9	49,6	93,4
Taseen loppusumma	2765	2606	1589	1584	1617	1654

Lähde: Inderes

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	1029	1003	555	608	675	736
Osakepääoma	71,3	71,3	71,3	71,3	71,3	71,3
Kertyneet voittovarot	373	441	210	262	328	389
Oman pääomanehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	299	201	272	272	272	272
Vähemmistöosuus	286	290	1,7	2,6	3,6	4,6
Pitkäaikaiset velat	733	382	273	285	277	277
Laskennalliset verovelat	62,0	60,1	38,3	38,3	38,3	38,3
Varaukset	28,2	25,7	9,0	9,0	9,0	9,0
Lainat rahoituslaitoksilta	507	239	196	209	200	200
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	136	56,6	29,4	29,4	29,4	29,4
Lyhytaikaiset velat	1003	1222	762	690	666	641
Lainat rahoituslaitoksilta	392	591	216	156	125	100,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	601	622	518	516	523	523
Muut lyhytaikaiset velat	9,4	9,0	27,6	18,0	18,0	18,0
Taseen loppusumma	2765	2606	1589	1584	1617	1654

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehinnan väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.3.2016	Vähennä	4,20 €	4,25 €
4.5.2016	Lisää	5,20 €	4,65 €
30.5.2016	Vähennä	5,20 €	5,21 €
28.7.2016	Vähennä	7,00 €	7,08 €
31.10.2016	Vähennä	8,50 €	9,17 €
8.2.2017	Lisää	8,40 €	7,62 €
28.3.2017	Vähennä	8,30 €	8,45 €
10.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,09 €
26.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,09 €
25.7.2017	Lisää	8,40 €	7,66 €
7.9.2017	Lisää	9,00 €	8,43 €
26.10.2017	Lisää	10,20 €	9,69 €
12.2.2018	Lisää	10,20 €	9,95 €
15.3.2018	Lisää	11,00 €	10,09 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi