

Alma Media

Seurannan aloitus

02/2017

inde
res.

Digiliiketoiminta pääroolissa

Aloitamme Alma Median seurannan vähennä-suosituksella ja 5,40 euron tavoitehinnalla. Alma Media on menestynyt voimakkaana jatkuvassa mediamarkkinan murroksessa suhteellisen hyvin ja yhtiön ydintoiminnat ovat kannattavia ja pääosin hyvissä kilpailuasemissa. Odotamme painetun median tuottojen jatkavan kutistumistaan, mutta niiden rooli yhtiön tuloksen tai arvon kannalta ei ole enää kriittinen, sillä suurin osa kasvusta ja arvosta syntyy jo digitaalisista liiketoiminnoista. Pidämme yhtiön tuloskasvunäkymiä lähivuosille hyvinä, mutta osakkeen arvostustaso on lyhyellä tähtäimellä neutraali.

Digitaalisen liiketoimintojen osuus tuloksesta kasvanut ratkaisevaan kokoluokkaan

Alma Median liikevaihdosta n. 38 % ja tuloksesta yli 60 % muodostuu vahvasti kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden ytimen muodostaa digitaalisia markkinapaikkoja kehittävä Alma Markets -segmentti. Vastaavasti pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median tuotot ovat laskussa, mutta ne muodostavat enää alle 40 % tuloksesta. Yritysostojen ja digitaalisten markkinapaikkojen voimakkaan kasvun myötä ulkomaan toimintojen osuus on kasvanut n. 20 %:iin liikevaihdosta ja n. 30 %:iin liikevoitosta, mikä on pienentänyt huomattavasti Alma Median herkkyyttä Suomen talouskasvulle. Digitaalisten liiketoimintojen kasvu on syntynyt pääasiassa verkkomainonnasta ja digitaalisessa sisältömyynnissä yhtiöllä on vielä paljon tehtävää, mikä on lisännyt Alma Median tuloksen suhdanneherkkyyttä. Näemme kuitenkin Almalla kohtuullisen hyvät edellytykset myös sisältömyynnin kasvattamiseen digitaalisissa kanavissa lähivuosina.

Toimialan kasvunäkymät kaksijakoiset - printin lasku jatkuu ja digitaaliset palvelut kasvavat

Toimialan näkymät ovat kaksijakoiset, sillä painetun median tuotot jatkavat kutistumista media-kulutuksen ja mainonnan digitalisoitumisen ja pirstaloitumisen, uusien teknologioiden ja palveluiden, sekä kasvaneen ilmaissisällön ajamana, kun taas digitaaliset palvelut ja mainonta kasvavat voimakkaasti ja ovat merkittävästi kannattavampia. Digiliiketoiminta on kuitenkin kilpailukentältään painettua mediaa haastavampi, sillä kilpailu on osin globaalia ja hintavetoista, liiketoimintamallit teknologiapainotteisia ja alan muutosvauhti nopea. Suomessa mediamurros on edennyt varsin hitaasti, mutta vauhti on kiihtynyt ja odotamme painetun median tuottojen supistuvan murto-osaan tulevaisuudessa, mikä painaa kokonaismarkkinan kasvua. Arvioimme, että Alma Medialla on digitaalisten liiketoimintojen vahvojen kasvunäkymien ja korkean kannattavuuden sekä talous- ja asiantuntijamedian vahvistuneen aseman ansiosta edellytykset kannattavaan kasvuun lähivuosina painetun median laskutrendistä huolimatta, ja myös suhdanteen paraneminen antaa tukea yhtiölle.

Hyvän tuloskasvun ja osingon yhdistelmä tarjoaa kohtuullisen tuotto-odotuksen

Alma Median 2017-2018 arvostuskertoimet (EV/EBITDA 10x ja P/E 16x) ovat hieman neutraalia tasoa korkeammalla, mutta positiivinen markkinakehitys, lähivuosien noin 6 %:n oik. tuloskasvu ja 3-4 %:n osinkotuotto tarjoavat osakkeeseen vielä kohtuullisen tuotto-odotuksen. Myös osien summa ja DCF tukevat nykyistä arvostustasoa. Positiivisina riskeinä arvostukselle näemme odotuksiamme vahvemman suhdannekehityksen ja negatiivisina toimialan murroksen ja suhdanneherkkyyden.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

Edellinen: Ei suositusta

5,40 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



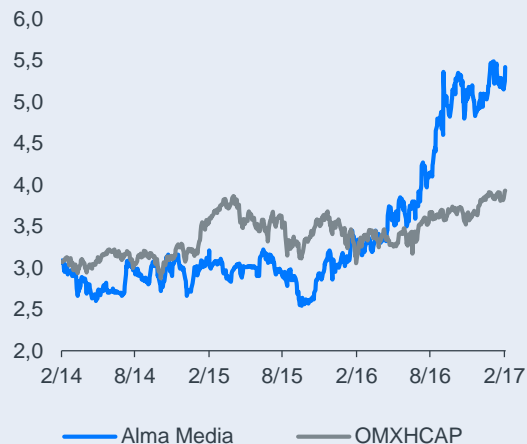
Osakekurssi: 5,42 EUR

Potentiaali 12kk: 0 %

Avainluvut

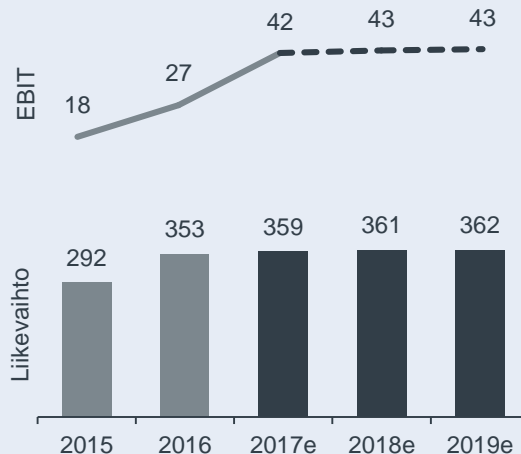
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	353	359	361
<i>kasvu-%</i>	21,2 %	1,5 %	0,7 %
Liikevoitto (oik.)	35,2	41,8	42,6
<i>liikevoitto-%</i>	10,0 %	11,7 %	11,8 %
Tulos ennen veroja	25,4	40,5	41,3
EPS (oik.)	0,31	0,34	0,35
Osinko	0,16	0,22	0,26
EV/Liikevaihto	1,6x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	9,9x	9,8x	8,5x
EV/EBIT	15,8x	13,7x	12,0x
P/E (oik.)	16,4x	16,0x	15,6x
P/B	3,5x	3,4x	3,1x
Osinko-%	3,2 %	4,1 %	4,8 %

Kurssikehitys



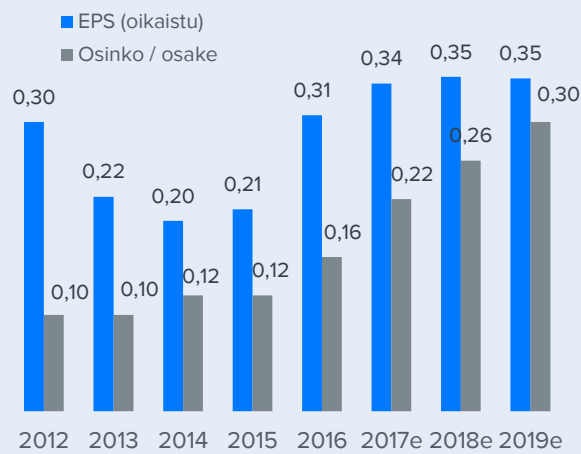
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

16x

2017e

EV/EBITDA

10x

2017e

EV/S

1,6x

2017e

Osinko-%

4,1

2017e



Arvoajurit

- Digitaalisen liiketoiminnan vahva ja kannattava kasvu
- Mediamarkkinan elpyminen
- Talentin ja News& Life noussut kannattavuus
- Regionsin (alue- ja paikallislehdet) taantuminen
- Yritysostot



Riskitekijät

- Kilpailuaseman heikentyminen ja uudet kilpailijat
- Painetun median sisältötuottojen heikentyvä kehitys
- Uudet teknologiat
- Korkeahko suhdanneherkkyys



Arvostus

- Tulokasvunäkymä positiivinen
- Vahva operatiivinen kassavirta mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet hieman neutraalia tasoa korkeammat
- Osien summa ja DCF tukee arvostusta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 11-13
Yritysjärjestelyt	s. 14-15
Toimiala	s. 16-17
Liiketoimintasegmentit	s. 18-35
Taloudellinen tilanne	s. 37-38
Ennusteet yhteenveto	s. 39-40
Arvonmääritys ja suositus	s. 41-44
Taulukot	s. 45-48
Vastuuvapauslauseke	s. 49

Yhtiöesittely

Mediabrändejä ja digitaalisia palveluita

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

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

Viime vuosina voimakkaasti kasvaneiden digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median liikevaihdosta on jo n. 40 %, painetun median arviomme mukaan n. 50 % ja ei-digitaalisten palveluiden arviomme mukaan n. 10 %. Maantieteellisesti Alma Median liiketoiminnasta syntyy n. 80 % Suomesta ja noin 20 % Ruotsista sekä itäisen Keski-Euroopan ja Baltian maista.

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

Liiketoimintarakenne

- 1. Alma Markets**iin kuuluu useita verkkopalveluita: asumiseen liittyvät palvelut (mm. Etuovi.com, Vuokraovi.com), rekrytointiin (mm. Monster, Jobs.cz, Prace.cz ja Jobote.com), autoihin (mm. Autotalli.com ja Autosofta.fi) ja matkailuun (Gofinland.fi). Osuudet konsernista vuonna 2016: 19 % liikevaihdosta, 46 % oik. liikevoitosta ja 52 % digitaalisesta liiketoiminnasta.
- 2. Alma Talent** julkaisee 20 ammatti- ja talouslehteä sekä kirjoja. Lisäksi segmentti tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille palveluja, kuten tapahtumia, koulutusta, tietopalveluja. Osuudet konsernista vuonna 2016: 32 % liikevaihdosta, 29 % oik. liikevoitosta ja 27 % digitaalisesta liiketoiminnasta.
- 3. Alma News & Life** -segmenttiin kuuluvat valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle -sisällöt. Lisäksi segmenttiin kuuluvat Telkku.com, Kotikokki.net ja E-kontakti.fi. Osuudet konsernista vuonna 2016: 13 % liikevaihdosta, 17 % oik. liikevoitosta ja 15 % digitaalisesta liiketoiminnasta.
- 4. Alma Regions** -segmentti sisältää Aamulehden, Satakunnan Kansan, Lapin Kansan/Pohjolan Sanomien sekä useiden paikallis- ja kaupunkilehtien kustannustoiminnan sekä printissä että verkossa. Myös konsernin paino- ja jakeluyksikkö Alma Manu sisältyy segmenttiin. Osuudet konsernista vuonna 2016: 36 % liikevaihdosta, 8 % oik. liikevoitosta ja 7 % digitaalisesta liiketoiminnasta.

Yritysosot ja digitaaliset palvelut kääntäneet liikevaihdon ja tuloksen laskutrendin

Alma Median kehitys on ollut tällä vuosikymmenellä kaksijakoista. Yhtiön digitaalisen liiketoiminnan kasvu on ollut vahvaa (2010-2016: keskimäärin +19 % vuodessa) sekä orgaanisen kasvun että yritysostojen tukemana, kun taas painetun median liikevaihto ilman yrityskauppoja on laskenut selvästi toimialan murroksen seurauksena. Alma Media on tehnyt vuodesta 2010 alkaen kaikkiaan 27 yrityskauppaa tai omistusjärjestelyä, joista merkittävimmät ovat olleet vuosina 2011-2012 toteutetut rekrytointipalveluiden hankinnat itäisen Keski-Euroopan alueelta sekä vuoden 2015 lopussa toteutettu mediayhtiö Talentumin hankinta.

Alma Median liikevaihto oli vuonna 2016 353 MEUR, missä oli kasvua 21 % vuodesta 2015 ja 15 % vuodesta 2009. Pääosa viime vuoden kasvusta selittyi Talentum-yritysosotolla, mutta yhtiön orgaaninen kasvu on ollut myös digitaalisten liiketoimintojen vetämänä lievästi positiivista vuoden 2015 alusta lähtien. Negatiivisimmin liikevaihdon kehitykseen on vaikuttanut kuluvalle vuosikymmenellä painetun median mainosmyynnin lasku, joka laski vuosina 2011-2016 39 %.

Heikko liikevaihdon kehitys, tehostus- ja rakennejärjestelykulut sekä Talentumin integraatiokulut heikensivät Alma Median kannattavuutta voimakkaasti vuosina 2010-2016, mutta trendi on kääntynyt selvästi positiiviseksi vuodesta 2015 alkaen. Vuonna 2016 Alma Median oikaistu liikevoitto oli 35,2 MEUR, missä oli kasvua 50 % vuodesta 2015.

Alma Media lyhyesti

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

n.62 % lv:sta
PAINETTU MEDIA
JA PALVELUT

n.38 % lv:sta
DIGITAALISTA
LIIKETOIMINTAA

yli 50 tunnettua media- ja verkkopalvelu brändiä

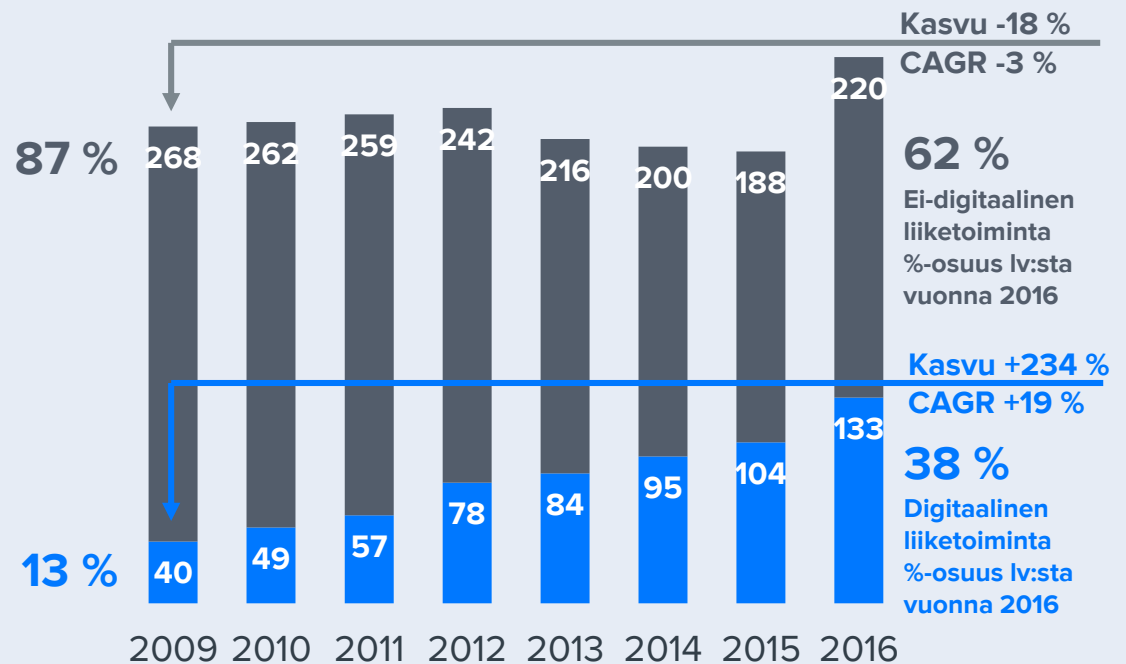
353 MEUR (+21 % vs. 2015)
LIIKEVAIHTO 2016

35,2 MEUR (+50 % vs. 2015)
LIIKEVOITTO OIK. 2016

n.20 % lv:sta
ULKOMAAN
LIIKETOIMINNAT

12
TOIMINTAMAATA

Liikevaihto & digitaalinen liiketoiminta vuosina 2009-2016



■ Ei-digitaalinen liiketoiminta ■ Digitaalinen liiketoiminta

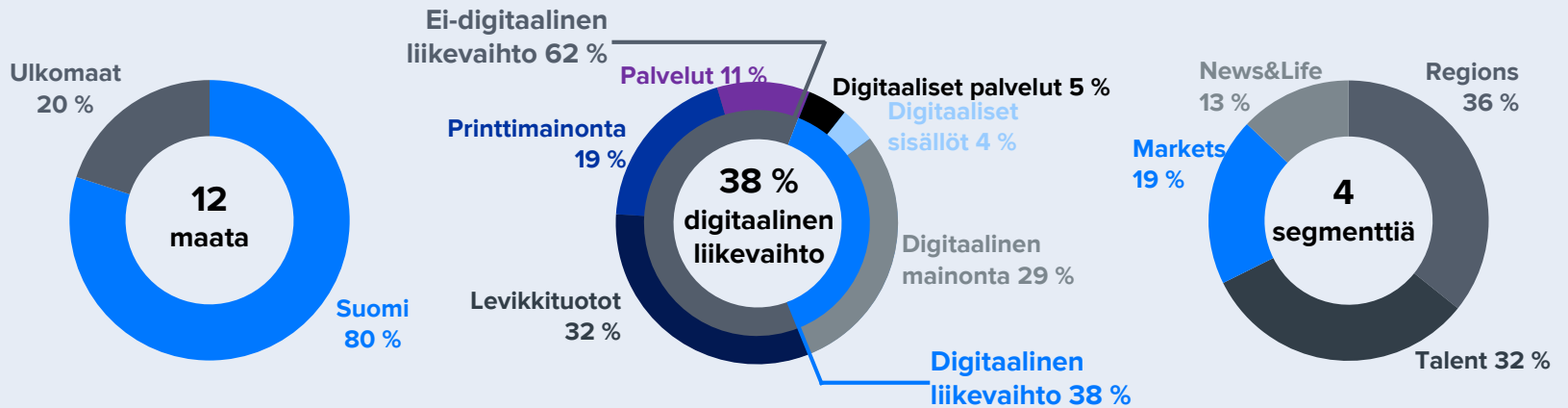
Alma Median liiketoimintamalli, 2016

Maantieteellinen

Tuottolajeittain

Segmenteittäin

Liikevaihto
353 MEUR



Maantieteellinen

Tuottolajeittain

Segmenteittäin

Liikevoitto (oik.)
35,2 MEUR



Sijoitusprofiili

Kasvu- ja osinko-osakkeen yhdistelmä

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

Toimialan murros kasvattaa tuloksen vaihteluja

Mediayhtiöiden tuloskehitys vaihtelee vahvasti yleisen talouskehityksen mukana, sillä merkittävä osa toimialan ja Alman tuotoista syntyy mainonnasta. Toimialan murros painettujen medioiden sisältötuottojen lasku tulee arviomme mukaan kasvattamaan suhdanneherkkien tuottojen osuutta Alma Median liikevaihdosta. Lisäksi painetun median laskutrendin kulmakerroin voi vaihdella voimakkaasti yli ajan ja synnyttää odotuksia merkittävämpiä tulosvaihteluita ja kertaeriä.

Yrityskauppojen tekijä ja potentiaalinen kohde

Yritysjärjestelyt ovat keskeinen osa Alma Median strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yritysjärjestelyt näkyvät Alma Mediassa kolmea kautta: 1) Yhtiö pyrkii itse aktiivisesti kiihdyttämään kasvua, luomaan synergiaetuja ja/tai laajentumaan yritysostoin; 2) Yhtiö muokkaa tarvittaessa liiketoimintarakennettaan sopimalla heikosti kannattavia sekä strategiaan sopimattomia osia; 3) Mediayhtiöiden ristiinomistusten ja Alma Median merkittävän

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

Osien summa -laskelma keskeisessä roolissa

Alma Median segmenttien tuotto- ja kasvuprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat selvästi toisistaan, joten osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan hyvä mittari arvonmäärityksessä. Lisäksi, vaikka segmenttien välillä on selkeitä synergiaetuja mm. liikenteen ohjauksen, ristiin myynnin ja tukitoimintojen kautta, ovat segmentit lopulta hyvin itsenäisiä ja siten potentiaalisia yritysostokohteita.

Positiiviset arvo-ajurit

- **Digitaalisen liiketoiminnan kasvu:** Digitaalisten liiketoimintojen kasvunäkymät ovat vahvat ja kannattavuus korkea, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten liiketoimintojen osuus yhtiön tuloksesta on jo n. 2/3-osaa.
- **Suhdanteen parantuminen:** Talouskasvun pirstyminen heijastuu positiivisesti erityisesti mainonnan kysyntään ja kasvattaa liiketoimintamalliltaan hyvin skaalautuvien mediayhtiöiden kannattavuutta.
- **Synergiaedut ja toiminnan tehostaminen:** Alma Median ja Talentumin yhdistämisestä saatavat kustannussynergiat, Ruotsin toimintojen tehostuminen ja integraatio-kulujen poistuminen nostavat merkittävästi Alma Talentin kannattavuutta vuonna 2017.
- **Vahva kassavirta:** Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa sekä korkean

osingonjakosuhteen, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös merkittäviä yritysostoja.

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

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Painetun median tuottojen lasku:** Odotamme Alma Median painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön tuloskasvua ja heikentää kassavirtaa.
- **Suhdanneherkkyyks:** Merkittävä ja kasvava osa yhtiön tuotoista syntyy suhdanneherkistä mainos- ja ilmoitustuotoista, kun taas yhtiön kustannusrakenne on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä.
- **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 yleistyminen ja sosiaalisen median teknologia-alustojen aseman voimistuminen.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Suhdanteen parantuminen
- Synergiaedut ja toiminnan tehostuminen
- Yritysjärjestelyoptio

Riskit

- Painetun median tuottojen lasku ja sisältöjen hidas digitalisaatio
- Suhdanneherkkyys
- Kilpailuaseman heikentyminen
- Teknologiamuutokset

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys

1

Syklisten mainonnan tuottojen osuus n. 50 % ja kasvava

Liikevaihdon jatkuvuus

1

Sisältöliikevaihto ja palvelut (50 %) hyvin ennustettavia.

Kilpailu- ja markkinatrendit

1

Vahva markkina-asema, globaali kilpailu, painetun median tuotot laskevat

2 Kannattavuus

Kasvun kannattavuus

2

Sekä painetun, että eritoten digitaalisen median kasvu erittäin kannattavaa

Kustannusten skaalautuvuus

2

Painetussa mediassa korkeat kiinteät kulut, digissä matalat

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen rahavirta

3

Vahva operatiivinen kassavirta ja negatiivinen nettokäyttöpääoma

Pääoma-intensiivisyys

3

Matalat ylläpitoinvestoinnit. Investoinnit pääasiassa aineettomia / liikearvoa.

Inderesin arvio Alma Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian taustalla media-alan murros ja kilpailun kiristyminen

Alma Media median strategian taustaoletuksina on, että mediakulutuksen muutostrendit, kuten painetun median sisältötuottojen pienentyminen ja mobiilikäytön lisääntyminen, voimistuvat ja kilpailu mainonnan investoinneista kiristyy Suomessa mm. Facebookin, Googlen ja muiden kansainvälisten toimijoiden kasvun sekä teknologisen kehityksen kautta. Muissa Alma Median toimintamaissa markkinakehitys on yhtiön liiketoimintaportfolion rakenteen ja yleisen talouskehityksen näkökulmasta Suomea suotuisampaa.

Strategia ja strategiset kehitysalueet

Alma Median strategiana on kasvattaa kannattavasti ja kestävästi digitaalista liiketoimintaa ja varmistaa painetun median kannattavuus kehitys- ja tehostamistoimin. Liiketoiminnan kehittämisen tämän hetken strategisia kehitysalueita ja tavoitteita ovat:

- 1) Sisällöt:** Sisällöistä saatavan liikevaihdon pitäminen nykyisellä tasolla. Alma tavoittelee eri mediatuotteidensa digitaalisen sisältömyynnin merkittävää kasvua korvaamaan painetun median pieneneviä tilaustuottoja. Myös sisällöntuotannon tuottavuuden kasvu, laadun varmistaminen ja sisältöjen käyttökokemuksen parantaminen ovat tärkeässä roolissa.
- 2) Markkinointiratkaisut:** Markkinointiratkaisuisissa yhtiö pyrkii olemaan mainostajan paras kumppani. Alma tuo markkinoille uusia tuotteistuksia mainonnan ja muiden markkinointiratkaisujen alueelle

hyödyntämällä käyttäytymisdatan ja analytiikan mahdollisuudet.

- 3) Palveluliiketoiminta:** Vahvaa kasvua palveluista. Digitaalisissa palveluissa Alma tavoittelee etenkin ulkomaisen, digitaalisen rekrytointiliiketoiminnan jatkuvaa kasvua, mutta myös Suomen markkinapaikka-liiketoiminnan sekä tietopalveluiden liikevaihdon kasvua. Muita tärkeitä kehitettäviä palvelualueita ovat jakelun ja painamisen palvelut sekä erilaiset koulutus- ja markkinointipalvelut.
- 4) Voimavarat ja tapa toimia:** Alma Media tiivistää edelleen sisäistä yhteistyötään konsernina, jolla on tehokkaat, digitalisoitumista tukevat yhteiset taustajärjestelmät ja -prosessit, strategiset kumppanuudet sekä kyky hyödyntää henkilöstön kehittyvää osaamista eri liiketoiminnoissa tarpeen mukaan. Alma vahvistaa sekä konsernin Alma-brändin että kärkituotteidensa tunnettuutta kuluttajien ja mainostajien piirissä.

Myös yritysjärjestelyt ovat olennainen osa Alma Median strategiaa. Alma Medialla on vahva rahoitusasema, joten yhtiö hakee nykyisiin liiketoiminta-alueisiin tukeutuen mahdollisuuksia laajentua uusiin tuotteisiin ja palveluihin, uusille markkinoille etenkin yritysjärjestelyin.

Taloudelliset tavoitteet

Alma Median pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Digitaalisen liiketoiminnan kasvu yli 15 % vuodessa.

- **Kannattavuus:** Sijoitetun pääoman tuotto (ROI), yli 15 % vuositasolla
- **Voitonjako:** Osinko yli 50 % osakekohtaisesta tuloksesta (sis. pääomanpalautuksen osakkeenomistajille).

Vuonna 2016 yhtiö ylitti 2/3 taloudellista tavoitteistaan: Digitaalisen liiketoiminnan kasvu oli 28 %, sijoitetun pääoman tuotto 10 % ja ehdotettu osingonjakosuhte 78 %. Sijoitetun pääoman tuottoa rasittivat kuitenkin yli 8 MEUR:n kertaerät, jotka liittyivät pääasiassa Talentumin integroinnista aiheutuneisiin kuluihin.

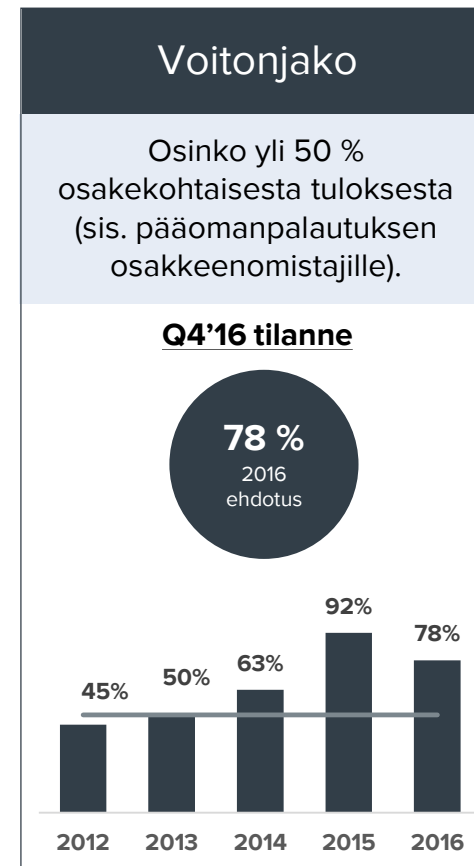
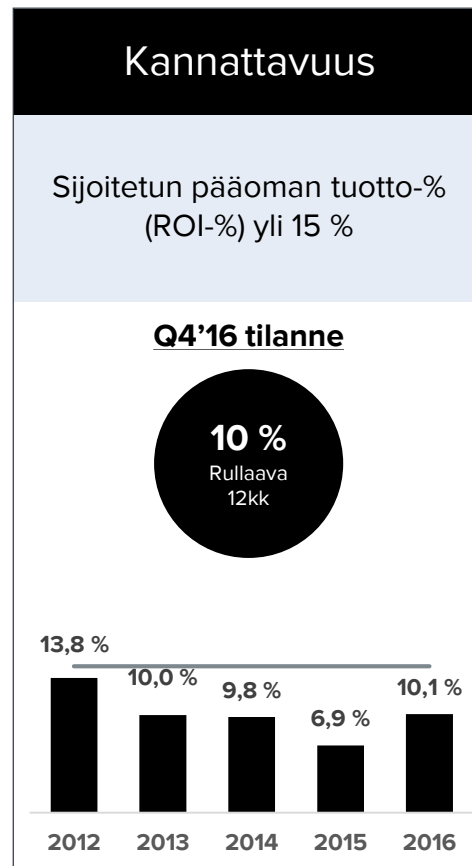
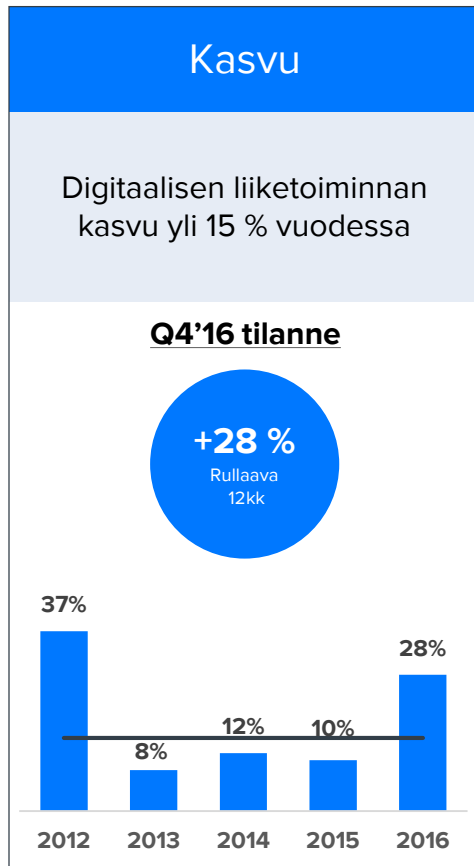
Kuluvalla vuosikymmenellä Alma Media on keskimäärin ylittänyt taloudelliset tavoitteensa digitaalisen liiketoiminnan kasvun ja osingonjaon osalta. Sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen yhtiö ei ole kuitenkaan ylittänyt, mikä johtuu tehostus-, integraatio-rakennejärjestelyjen myötä heikentyneestä kannattavuuskehityksestä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

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3



Yritysjärjestelyt

Useita yritysjärjestelyjä lähihistoriassa

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

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

Suomalaisilla mediayhtiöillä paljon ristiinomistuksia

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

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

Yritysostot ja investoinnit luoneet omistajiarvoa heikosta talustilanteesta huolimatta

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

Seuraavat yritysjärjestelyt todennäköisesti ostopuolella ja digitaalisessa liiketoiminnassa

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

paikallis- ja aluemedioissa (Alma Regions).

Alma Marketsissa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja arviomme segmentin etsivän ostokohteita jatkuvasti. Arviomme Alma Marketsin pyrkivän yrityskauppojen avulla laajentamaan joko maantieteellistä peittoaan (itäinen Keski-Eurooppa) tai portfoliotaan. Portfolion laajennukset tapahtuvat todennäköisesti samassa arvoketjussa (esim. rekrytoijia tukevat palvelut). Yritysostojen liikevaihtoluokka on arviomme mukaan 2-20 MEUR välillä ja toteutuessaan niillä voi olla merkittävä positiivinen vaikutus Alma Marketsin tuloskasvuun. Olisimme yllättyneitä mikäli Alma Media ei toteuttaisi Marketsissa yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana.

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

Alma Regions on mielestämme pitkälti yritysjärjestelyjen ulkopuolella ja ne kohdistunevat pääosin pienten lehtien tai osien divestointeihin tai lopetuksiin. Pitkällä aikavälillä pidämme todennäköisenä, että Alma Regions tulee kuitenkin olemaan osa isoa toimialajärjestelyä.

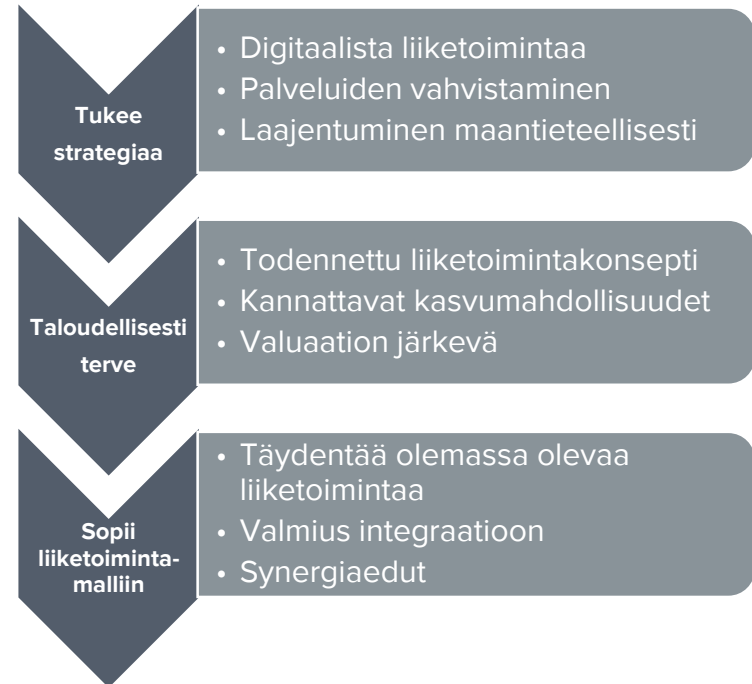
Alma News&Life segmentissä näemme pienet digitaalisia palveluita tai sisältötarjontaa laajentavat yritysostot melko todennäköisinä.

Yritysjärjestelyt

Alma Median yritysjärjestelyjä 2010-2016

Alma Median yritysstokriteeristöä

Yritysstotot



Toimialan kehitys

Pääajureina kuluttajien mediakäytön muutokset ja yleinen taluskehitys

Mediatoimialan kysynnän pääajureita ovat tällä hetkellä digitalisaation synnyttämä kuluttajien mediakulutuksen muuttuminen, joka ohjaa vahvasti sekä sisältö- että mainostuottojen jakautumista eri medioiden kesken, ja yleinen taluskehitys (BKT), jolla on ollut historiallisesti vahva korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen. Lyhyellä aikavälillä mediayhtiöiden kysyntää ohjaa tyypillisesti voimakkaimmin BKT:n muutokset, mutta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä kuluttajien mediakäytön muutoksilla on merkittävin vaikutus kysyntään.

Digitalisoituminen muokkaa median kulutusta ja tarjontaa sekä muuttaa mainosmarkkinaa

Digitalisoituminen on muokannut globaalisti mediamarkkinan kehitystä jo pitkään ja murros tulee jatkumaan vielä pitkälle tulevaisuuteen. Näkemyksemme mukaan keskeiset digitalisaatiosta syntyvät markkinatrendit ovat:

1. Kuluttajien median käyttö siirtyy entistä vahvemmin perinteisistä medioista (sanoma- ja aikakauslehdet, kirjat ja TV) internetiin ja mobiiliin pohjautuviin verkkopalveluihin. Samalla median kulutus pirstaloituu ja mm. sosiaalisten medioiden, videoiden ja uutisagregaattoreiden käyttö lisääntyy, eli kulutus monikanavaistuu.
2. Verkkopalvelut kasvavat arvoltaan suurimmiksi medioiksi ohi television ja painetun median, ja kasvattavat edelleen osuuttaan voimakkaasti sekä sisältö- että mainostuotoista.

3. Median tarjonnan määrä kasvaa, kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti paikallisesti toimivien, perinteisten medioiden asemaa, laskee sisältötuottojen hintoja ja kiristää kilpailua mainosinvestoinneista.
4. Mainonta siirtyy verkkoon ja automatisoituu, mikä kasvattaa mainonnan määrää ja laskee hintoja. Mainonnan esto-ohjelmien käyttö lisääntyy, joka heikentää erityisesti display-mainonnan toimivuutta.
5. Datan määrä ja arvo kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja lisäarvopalveluita.

Suomen mainosmarkkinoiden kehitys

Suomen mainosmarkkinan kehitys on ollut viime vuosina kokonaisuutena negatiivista ja mainonnan arvon kehitys on jäänyt jälkeen BKT:n kehityksestä. Heikkoa kokonaiskehitystä selittää vaisun talousympäristön ohella eritoten digitalisoitumisen aiheuttama painetun median mainosinvestointien lasku. Osa selittäjä on myös, että mainonnan määrää kuvaavan tilaston kattavuus on heikentynyt, sillä merkittävä osa mainosinvestoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Nämäkin huomioiden on mainosmarkkina kokonaisuudessa kutistunut viime vuosina.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Perinteisistä medioista mainonta on supistunut eniten aikakausi- ja sanomalehdillä (yht. n. -40 % vrt. vuosi 2011), mutta myös TV-mainonnan määrä on

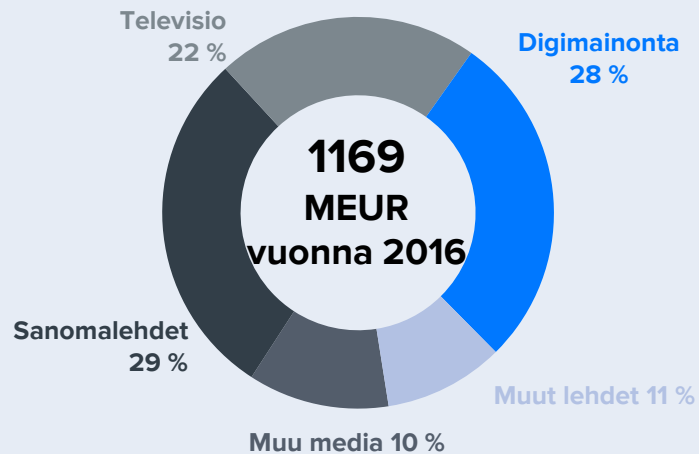
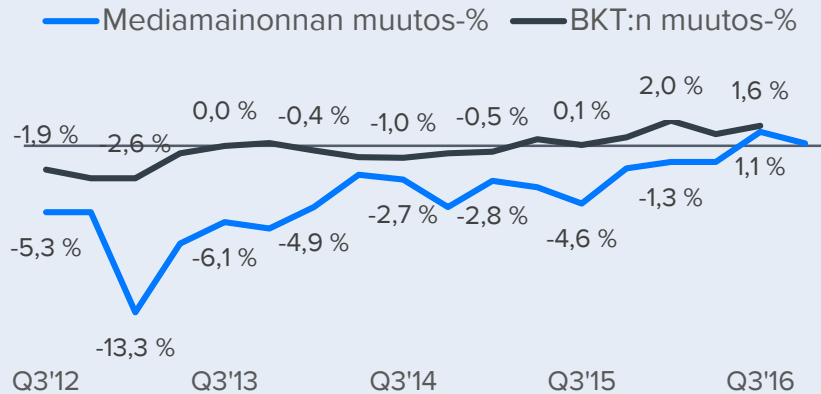
laskenut (-10 % vrt. vuosi 2011). Sen sijaan digimainonnan määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (+55 % vrt. 2011) ja sen osuus mainonnasta on noussut jo 28 %:iin, eli toiseksi suurimmaksi sanomalehtimainonnan (29 %) jälkeen. Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet Facebook ja mobiilimarkkinointi. Odotamme mainosmarkkinan trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan, mutta piristyvän talouskasvun myötä ennakoimme painetun median laskun olevan myös viime vuosia maltillisempaa ja kääntävän kysynnän kokonaisuutena plussalle.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arviomme, että sisältötuotot ovat lehtien levikkien laskusta huolimatta laskeneet vain hieman vuosina 2012-2016. Sisältötuottojen laskua on käsityksemme mukaan hillinnyt sekä levikkihintojen korotukset että digitaalisen sisältömyynnin selvä kasvu. Digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on kuitenkin edelleen matala. Mm. Alma Median sisältömyynnistä digitaalisen liiketoiminnan osuus oli noin 12 % vuonna 2016. Arviomme sisältötuottojen kokonaiskehityksen jatkuvan negatiivisena lähivuodet, mutta digitaalisen sisältötuottojen kasvavan nopeasti.

Toimialan kehitys

Mainonnan kehitys ja jakauma, 2016



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 some-kanavien osuus tuotoista vahvistuu

Sisältöjen hinta laskee

Kilpailu kasvaa ja globalisoituu

Painetun median kysynnän lasku

Alma Markets 1/2

Rekrytointiportaaleja sekä asumisen ja autoilun markkinapaikkoja ja palveluita

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

Segmentillä on liiketoimintaa Suomen lisäksi 10 maassa Baltian ja itäisen Keski-Euroopan alueella.

Alma Marketsin liikevaihto oli vuonna 2016 69,4 MEUR ja osuus konsernin liikevaihdosta 19 %. Segmentti on Alma Median kannattavin ja sen käyttökate oli vuonna 2016 24,5 MEUR (35 % liikevaihdosta) ja liikevoitto 19,3 MEUR (28 % liikevaihdosta). Alma Marketsin osuus Alma Median oikaistusta liikevoitosta oli 46 %.

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

Alma Media omistaa Alma Careersista 83,3 % ja Monster Worldwide 16,7 %. Alma Median omistusosuus Alma Mediapartners Oy:stä on puolestaan 65 % ja loput 35 % omistaa Arena Partners Oy, joka on Keski-suomalainen Oyj:n ja

Ilkka Yhtymä Oyj:n pääosin omistama yhtiö.

Voimakkaasti skaalautuva liiketoimintamalli

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

Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin tärkeää, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti muita toimijoita selvästi paremman kannattavuuden. Myös laajasta maantieteellisestä peitosta on usein merkittävää hyötyä, koska se mahdollistaa palveluiden monistamisen, sekä osaamisen ja kehityskustannusten jakamisen suuremmalle massalle.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

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

Johtava markkina-asema rekrytointipalveluissa

Alma Marketsin rekrytointipalvelu-liiketoiminnoilla (Alma Career) on useimmilla päämarkkina-alueillaan markkinajohtajan asema. Rekrytointipalveluissa suurimmat tulovirrat syntyvät markkinajohtajan asemassa olevista Tsekin ja Suomen rekrytointiportaaleista, sekä markkina-alueellaan neljänneksi suurimmista Puolan toiminnoista. Näiden lisäksi Alma Careerin palveluilla on markkinajohtajan asema myös kooltaan pienemmällä Baltian maiden, Slovakian, Kroatian, Serbian ja Bosnian markkinoilla. Unkarissa Alma Markets on tällä hetkellä kolmanneksi suurin toimija rekrytointiportaaleissa. Alma Careerin pääkilpailijoita ovat Suomessa Oikotie.fi (#2), Puolassa Pracuj.pl (#1) ja muilla markkinoilla kilpailijoina on lähinnä pieniä paikallisia toimijoita. Esim. Microsoftin omistaman, globaalisti toimivan uratietopalvelu LinkedIn markkinaosuus on Alma Median päämarkkinoilla käsityksemme mukaan vielä matala ja Facebook ja Google eivät kilpaile suoraan Marketsin palveluiden kanssa.

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

Alma Markets 2/2

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Alma Marketsin kasvu on ollut kuluvalle vuosikymmenellä vahvaa ja segmentin (aik. Digitaaliset kuluttajapalvelut (2013-2015) ja Markkinapaikat (-2012) liikevaihto kasvoi vuosina 2009-2016 keskimäärin 14 % vuodessa. Nopeimmillaan segmentin kasvu on ollut vuonna 2012 (+34 %), jolloin segmentti teki useita yritysostoja rekryointipalveluiden laajentamiseksi. Vuonna 2013 kasvu hidastui selvästi, kun yhtiö keskittyi rekryointi- ja asuntoportaaleihin ja myi raskaiden vaihtokoneiden ja ajoneuvojen markkinapaikka Mascuksen sekä useita pienempiä autoilun ja asumisen portaaleja. Lisäksi kasvua heikensi heikko talouskehitys Suomessa. Vuodesta 2014 eteenpäin kasvu jälleen kiihtyi keskimäärin noin 10 %:iin vuodessa. Vuosien 2014-2016 liikevaihdon kasvusta (+33 %) valtaosa oli orgaanista kasvua.

Alma Marketsin kannattavuuskehitys on ollut nopeasta kasvusta huolimatta erinomaisella tasolla vuosina 2010-2016 (liikevoitto-% yli 20 %), mikä heijasteli toiminnan skaalaetuja, onnistuneita yritysostoja ja vahvistunutta markkina-asemaa. Vuonna 2016 Alma Marketsin käyttökatemarginaali oli 35,3 % ja liikevoittomarginaali 27,8 %, kun vuoden 2015 vastaavat luvut olivat 31,9 % ja 23,3 %. Kannattavuutta nosti viime vuonna erityisesti itäisen Keski-Euroopan talouksien hyvä kehitys, joka nosti rekryointipalveluiden kasvun yli 15 %:iin.

Talousoikeus ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

Digitaalisten markkinapaikkojen kasvua tukee nähdäksemme kolme pääajuria: 1) Luokiteltujen ilmoitustuottojen siirtyminen painetusta

mediasta, kustannustehokkaampaan, paremmin kohdennettavaan, palvelultaan monipuolisempaan ja joustavampaan verkkopohjaiseen markkinapaikkaan, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen arvoketjussa, sekä 3) yleinen talouskehitys.

Arvioimme digimainonnan markkinakasvuun, Alma Marketsin historialliseen kasvuun ja yhtiön johdon arvioihin perustuen, että Alma Marketsin liikevaihdon kasvupotentiaali on normaalissa, lievästi kasvavassa talousoikeudessa noin 10-20 % vuodessa ja nollakasvuolosuhteissa noin 0-10 % vuodessa. Isot arvohaarukat kuvaavat sitä, että Alma Marketsin tuotot ovat pääosin sidoksissa voimakkaasti syklisiin työpaikka-, asunto- ja autoilmoituksiin ja näihin vahvasti sidoksissa oleviin display-mainostuottoihin.

Ennusteet

Lähdemme segmentin tulosten ennusteissamme oletuksesta, että sekä Suomen että itäisen Keski-Euroopan talouskasvu tulee olemaan selvästi positiivista vuonna 2017 (+1-3 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2018-2019 (+1-2 %). Tähän perustuen ennustamme segmentin liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 12 % 77,6 MEUR:oon, vuonna 2018 10 % 85,3 MEUR:oon ja vuonna 2019 9 % 92,8 MEUR:oon. Pidämme todennäköisenä, että Alma Markets tulee kiihdyttämään kasvuaan myös yritysostoin, mutta ennusteemme perustuu pelkästään orgaaniseen kasvuun. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme segmentin liikevaihdon kasvuksi 5-8 %.

Ennustamme Alma Marketsin vuoden 2017 liikevoiton nousevan 28 % 24,5 MEUR:oon (2016: 19,3 MEUR) ja liikevoitto-%:n paranevan 31,6 %:iin (2016: 27,8 %). Vuoden 2017

liikevoittoa kasvattaa ennusteissamme selvästi kuluja nopeammin kasvava liikevaihto ja aineettomien oikeuksien poistojen lasku. Vuonna 2018 ennustamme liikevoiton kasvavan 12 % 27,3 MEUR:oon ja vuonna 2019 9 % 30 MEUR:oon. Pitkällä aikavälillä oletamme konservatiivisesti liikevoiton kasvun olevan hiukan tuottojen kasvua hitaampaa ja liikevoittomarginaalin laskevan n. 30 %:n tasolle.

Alma Marketsin arvonnäyttö

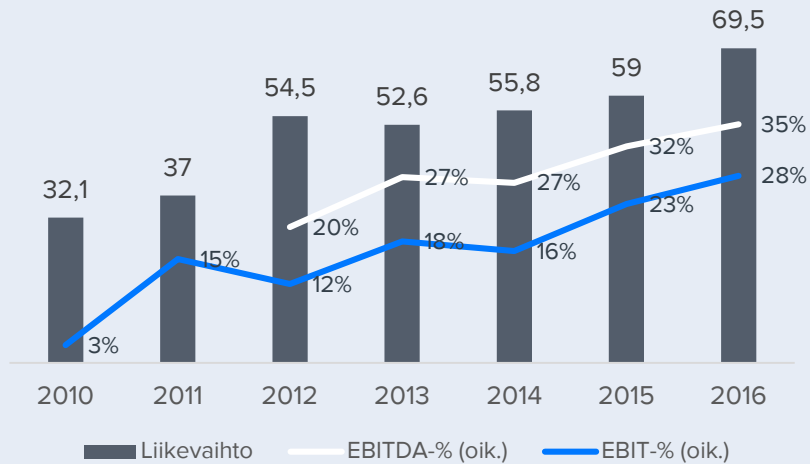
Segmentin arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on verrokkiryhmän arvostustaso. Marketsin tapaista, vähän pääomaa sitovaa ja voimakkaasti kasvavaa liiketoimintaa tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella EV/EBITDA-kertoimien kautta, jossa EBITDA:sta on vähennetty Alma Marketsin vähemmistöomistajille kuuluva osuus tuloksesta (n. 20 %).

Olemme identifioineet 11 verrokkia (sivu 22), joiden liiketoimintamalli ja ennustettu kasvu vastaavat hyvin Alma Marketsia Verrokkiryhmän. 2018e EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x-21x välillä ja keskiarvo 15,5x. Näillä kertoimilla ja Alma Marketsin 2018e EBITDA-ennusteella 30 MEUR segmentin yritysarvon (EV) haarukka vaihtelee noin 250-500 MEUR välillä ja keskiarvo on n. 380 MEUR.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin noin 10x Marketsia suurempia, käytämme Alma Median osien summaa laskettaessa Marketsille 10 % keskiarvoa alemmaa kerrointa, millä Alma Markets omistuksen arvoksi saadaan 340 MEUR. Verrokkiarvostuksen tukena käytämme myös yksinkertaistettua DCF-mallia, joka indikoi Alma Markets omistukselle 362 MEUR:n yritysarvoa. DCF-arvo vastaa EV/EBITDA'18-kerrointa 12x

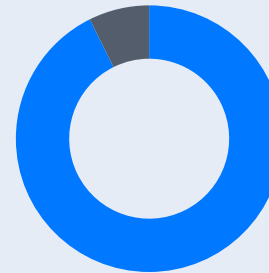
Alma Markets yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



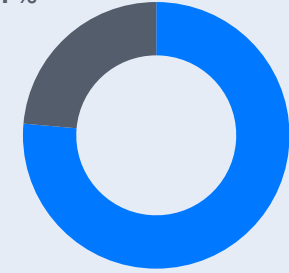
Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2016

Palveluliikevaihto
7 %



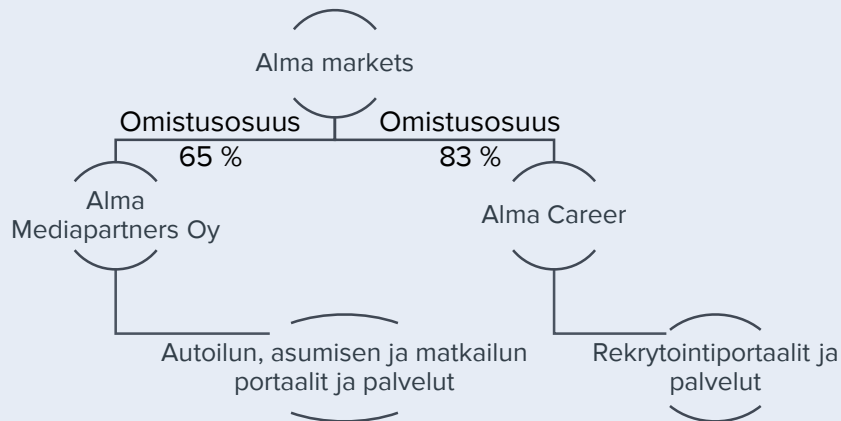
Mainosmyynti
93 %

Muut palvelut
24 %

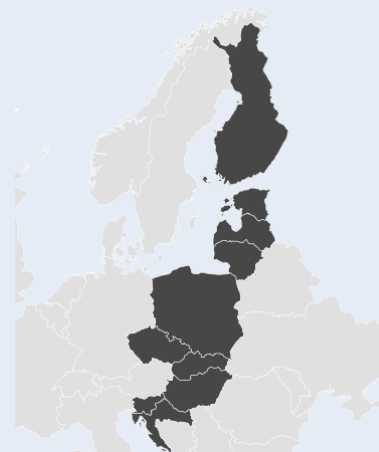


Rekrytointi-
palvelut 76 %

Segmentin yhtiörakenne



Toiminta-alueet ja markkina-asema



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

Alma Markets ennusteet

Tuloskehitys	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	52,6	55,8	59	16,7	17,6	17,2	18,0	69,5	18,8	19,8	19,1	19,8	77,6	85,3	92,8
Kulut ilman kertaeriä	-43	-47	-45	-12	-13	-12	-14	-50	-13	-13	-12	-15	-53	-58	-63
<i>%-liikevaihdoista</i>	-83 %	-84 %	-77 %	-71 %	-71 %	-69 %	-78 %	-72 %	-67 %	-67 %	-65 %	-74 %	-68 %	-68 %	-68 %
Käyttökate ilman kertaeriä	14,4	14,8	18,8	6,1	6,4	6,6	5,3	24,4	6,9	7,3	7,5	5,9	27,7	30,3	32,8
Käyttökate	23	16,5	18,8	6,1	6,4	6,6	5,3	24,4	6,9	7,3	7,5	5,9	27,7	30,3	32,8
Poistot	-13,6	-7,3	-5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,375	-5,275	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3	-3
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,4	9,2	13,8	4,8	5,1	5,3	4,0	19,2	6,1	6,5	6,7	5,1	24,5	27,3	29,8
Liikevoitto	17,7	10,7	13,8	4,8	5,1	5,3	4,0	19,2	6,1	6,5	6,7	5,1	24,5	27,3	29,8
Tunnusluvut	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>		6,1 %	5,7 %	21,0 %	19,7 %	17,0 %	13,9 %	17,8 %	12,9 %	12,2 %	11,2 %	10,2 %	11,6 %	10,0 %	8,8 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		-2,1 %	50,0 %	65,5 %	24,4 %	26,2 %	51,9 %	38,8 %	28,0 %	26,6 %	27,1 %	30,1 %	27,8 %	11,7 %	9,1 %
<i>Oikaistu käyttökate-%</i>	27,4 %	26,5 %	31,9 %	36,5 %	36,4 %	38,4 %	29,6 %	35,1 %	36,9 %	36,7 %	39,4 %	29,9 %	35,7 %	35,5 %	35,4 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	17,9 %	16,5 %	23,4 %	28,7 %	29,0 %	30,8 %	21,9 %	27,6 %	32,6 %	32,7 %	35,2 %	25,9 %	31,6 %	32,0 %	32,1 %
<i>Liikevoitto-%</i>	33,7 %	19,2 %	23,4 %	28,7 %	29,0 %	30,8 %	21,9 %	27,6 %	32,6 %	32,7 %	35,2 %	25,9 %	31,6 %	32,0 %	32,1 %

Lähde: Inderes

Alma Markets arvostus

Vertailuyhtiöt

Verrokkiyhtiöt	Markkina-arvo (EUR)	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
Axel Springer SE	5231	11	10
Auto Trader Group PLC	4610	20	18
Carsales.Com Ltd	1910	15	14
HolidayCheck Group AG	151	34	20
REA Group Ltd	5257	19	15
Rightmove PLC	4621	23	21
Schibsted ASA	5327	19	15
Scout24 AG	3578	9	7
Seek Ltd	3911	14	12
Trade Me Group Ltd	1382	14	13
Zillow Group Inc	6036	32	20
ZPG PLC	1970	19	16
Keskiarvo	3665	19	15
Mediaani	3911	19	15

Yksinkertaistettu DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Käyttökate	24,4	27,7	30,3	32,8	35,2	37,3	39,3	41,0	42,7	43,9	
- Maksetut verot	-5,1	-5,8	-6,4	-6,9	-7,4	-7,8	-8,3	-8,6	-9,0	-9,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,1	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	18,2	21,1	23,2	25,2	27,1	28,8	30,3	31,7	33,0	34,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,1	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,1	20,3	22,3	24,2	26,1	27,7	29,2	30,5	31,7	32,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,1	20,3	22,3	24,2	26,1	27,7	29,2	30,5	31,7	32,7	574,1
Diskontattu vapaa kassavirta		18,9	19,3	19,4	19,3	18,9	18,4	17,8	17,1	16,3	286,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		18,9	19,3	19,4	19,3	18,9	18,4	17,8	17,1	16,3	286,6
Velaton arvo DCF		452									
Velaton arvo ilman vähemmistöosuutta		362									

Lähde: Inderes

Alma Markets arvostus

Muuttuja	Arvo 2017	Arvo 2018
Alma Markets EBITDA 2018e, MEUR	28	30
Vähemmistöosuus 20 % (arvio)	-6	-6
EBITDA'18e (oik. vähemmistöllä), MEUR	22,1	24,3
EV/EBITDA, verrokkit keskiarvo	19	15
-10 % verrokkit keskiarvo	17,2	13,7
EV/EBITDA, verrokkit minimi	9	7
EV/EBITDA, verrokkit maksimi	34	21
Alman omistuksen yritysarvo (EV) Marketsista, MEUR	380	332

Kassavirtalaskelman oletukset:

- Terminaalikasvu 3 %
- WACC 8,7 %
- Nettokäyttöpääoma - 10 % liikevaihdosta
- Ei korollista nettovelkaa
- Veroaste 21 %
- Investoinnit 1 % liikevaihdosta

Alma Talent 1/2

Ammatti- ja talousmedian ja kirjojen julkaisija

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

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

Segmentin liikevaihto oli vuonna 2016 114 MEUR ja osuus konsernin liikevaihdosta 32 %. Liikevaihdosta muodostui arviomme mukaan noin 70 % Suomesta, 20 % Ruotsista ja noin 10 % Virosta ja Latviasta. Talentin oikaistu käyttökate oli vuonna 2016 16,4 MEUR (14,4 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 12,4 MEUR (10,9 % liikevaihdosta). Segmentin osuus koko konsernin oikaistusta liikevoitosta oli vuonna 2016 29 %.

Tuottotyyppittäin katsottuna segmentin liikevaihdosta hieman yli 43 % muodostui sisältömyynnistä (esim. lehtitilaukset, kirjat ja digitilaukset), 27 % mainostuotoista, (printti- ja verkkomainonta) sekä loput n. 30 % palveluista. Digitaalisen liiketoiminnan osuus Alma Talentin liikevaihdosta on noin 31 %, joka jakautuu arviomme mukaan melko tasaisesti sisältö-, mainostuottojen, sekä digipalveluiden kesken.

Painetun median, verkkopalveluiden ja palveluliiketoiminnan yhdistelmä

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

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

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

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

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

Johtava asema talous- ja ammattimediassa

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

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

Vahvojen brändien, ostovoimaisen kohderyhmän sekä B2B-painotteisen tuote-, palvelutarjoaman ja asiakasjakauaman ansiosta Talentilla on näkemyksemme mukaan vahva kilpailuasema Suomessa, ja segmentillä on siksi hyvät edellytykset siirtää painetun median sisältötuotot digitaalisiin kanaviin sekä säilyttää vahva markkinaosuus ja kannattavuus myös tulevaisuudessa. Tästä on hyvänä osoituksena Talentin jo nyt suhteellisen korkea digitaalisten liiketoimintojen osuus liikevaihdosta (31 %).

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

Alma Talent 2/2

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

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

Segmentin kannattavuuskehitys oli liikevaihdon tapaan myös melko tasaista vuosina 2010-2016 ja segmentin oikaistu liikevoitto-% vaihteli 10-14 %:n välillä, ollen keskimäärin 12,6 %. Segmentin kannattavuus oli heikommillaan vuosina 2016 ja 2012, jolloin tulosta heikensi pääasiassa rakennejärjestelyistä aiheutuneet kertaerät. Vuonna 2016 Alma Talentin kertaeristä oikaistu käyttökatemarginaali oli 14,4 % ja oikaistu liikevoittomarginaali 10,9 %, sekä vastaavat raportoidut luvut 12,1 % ja 7,7 %. Raportoitua kannattavuutta rasitti vuonna 2016 erityisesti Talentumin toimintojen integrointiin ja Ruotsin toimintojen tehostamiseen liittyneet kertaerät.

Talousoikeus ja digitalisaatio keskeisinä liikevaihdon ajureina

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

palveluiden kysynnän kasvu ja 3) yleinen talousoikeus.

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

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Suomen talousoikeus tulee olemaan selvästi positiivinen vuonna 2017 (1-2 %) ja hieman väisumpaa vuosina 2018-2019 (1 %). Talousoikeusennusteisiin ja segmentin sisältö- ja palvelutuottojen kehitysennusteisiin perustuen ennustamme Alma Talentin liikevaihdon laskevan vuonna 2017 0,7 % 113,2 MEUR:oon, nousevan vuonna 2018 0,4 % 113,6 MEUR:oon ja pysyvän suunnilleen ennallaan vuonna 2019. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi 0-2 %.

Ennustamme Alma Talentin vuoden 2017 raportoidun liikevoiton nousevan 43 % 12,6 MEUR:oon (2016: 8,8 MEUR) ja liikevoitto-%:n paranevan 11,1%:iin (2016: 7,7 %). Oikaistun liikevoiton odotamme pysyvän lähes ennallaan 12,6 MEUR:ssa. Vuoden 2017 raportoitu

liikevoittoa parantaa ennusteissamme kertaerien poistumisen myötä merkittävästi aleneva kulumassa. Ennustamme suhteellisen vakaata liikevoiton kehitystä myös vuodelle 2018 ja 2019. Pitkällä aikavälillä oletamme kannattavuuden säilyvän suunnilleen nykytasolla.

Alma Talentin arvonmääritys

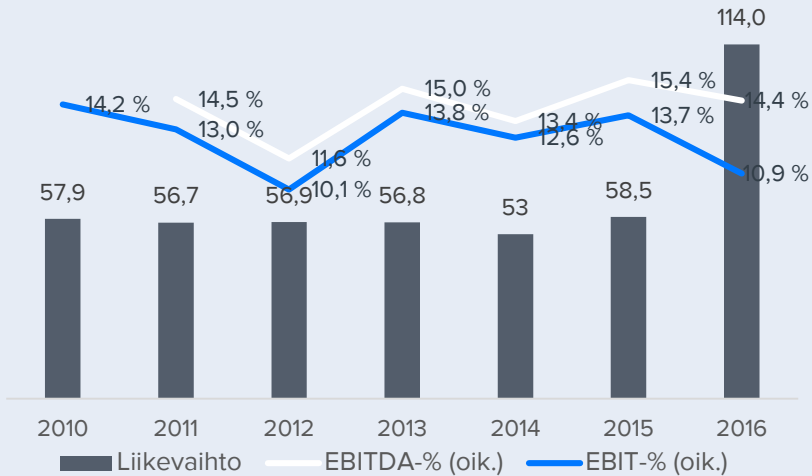
Alma Talentin arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on verrokkiryhmän arvostustaso. Alma Talentin liiketoiminnan kaltaista, vähän pääomaa sitovaa liiketoimintaa tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella EV/EBITDA-kertoimien kautta.

Alma Talentilla on melko uniikki ja moniulotteinen liiketoimintarakente sekä vahva fokus ja markkina-asema Suomen mediamarkkinalla, joten segmentille on vaikea identifioida täysin sopivia verrokkeja. Käytämme arvonmäärityksessä Talentille identtistä vertailuryhmää News&Life-segmentin kanssa, joka koostuu 7 kansainvälisestä mediayhtiöstä. Vertailuryhmästä tekemämme analyysin perusteella verrokkiyhtiöiden kasvuodotukset, kannattavuus ja digitaalisen liiketoiminnan määrä vastaavat varsin hyvin Talentin liiketoimintaa.

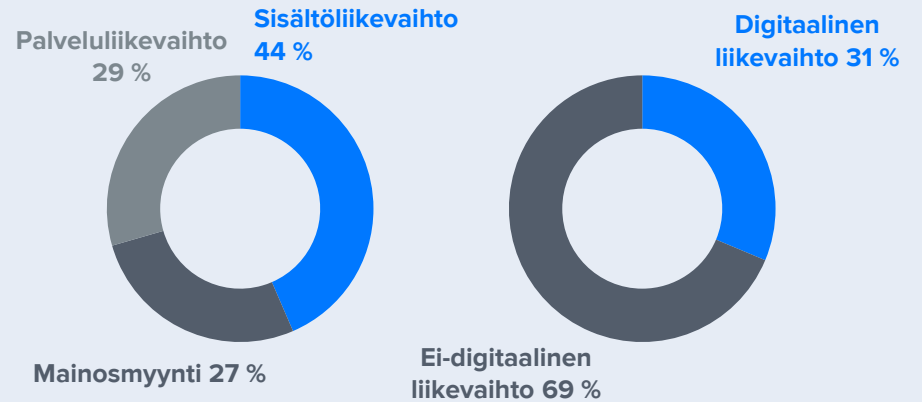
Verrokkien 2018e EV/EBITDA-kertoimet vaihtelevat 5x-9x välillä, keskiarvon ollessa 6,9x. Näillä kertoimilla ja Alma Talentin 2018 EBITDA-ennusteella 16,5 MEUR, vaihtelee segmentin yritysarvo (EV) 84-147 MEUR:n välillä ja keskiarvo on 112 MEUR. Verrokkiarvostukselle antaa myös tukea toissavuonna tehty Talentum yrityskauppa, jonka EV/EBITDA-kerroin oli synergiat huomioiden noin 6x tasolla.

Alma Talent yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2016



Segmentin tunnetuimpia brändejä



Alma Talent ennusteet

Tuloskehitys	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	49,0	46,9	58,5	29,3	30,5	23	31,2	114,0	28,7	30,3	22,9	31,3	113,2	113,6	113,4
Kulut ilman kertaeriä	-44	-47	-51	-27	-27	-21	-26	-102	-26	-27	-21	-27	-101	-101	-102
<i>%-liikevaihdosta</i>	-90 %	-100 %	-87 %	-93 %	-89 %	-91 %	-85 %	-89 %	-92 %	-89 %	-92 %	-85 %	-89 %	-89 %	-90 %
Käyttökate ilman kertaeriä	4,8	14,8	9	3,2	4,4	3,1	5,7	16,4	3,4	4,5	2,9	5,8	16,6	16,5	15,8
Käyttökate	4,8	16,5	9,1	1,8	2,9	2,8	6,3	13,8	3,4	4,5	2,9	5,8	16,6	16,5	15,8
Poistot	-0,1	-5,8	-2,2	-1	-1	-1	-2	-5	-1	-1	-1	-1	-4,0	-4	-4
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	9,2	8	2,2	3,4	2,1	4,7	12,4	2,4	3,5	1,9	4,8	12,6	12,5	11,8
Liikevoitto	4,7	10,7	6,9	0,8	1,9	1,8	4,3	8,8	2,4	3,5	1,9	4,8	12,6	12,5	11,8
Tunnusluvut	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>		-4,3 %	24,7 %	112,3 %	117,9 %	84,0 %	71,4 %	94,9 %	-2,1 %	-0,8 %	-0,3 %	0,2 %	-0,7 %	0,4 %	-0,1 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		95,7 %	-13,0 %	15,8 %	78,9 %	0,0 %	123,8 %	55,0 %	8,8 %	2,0 %	-8,2 %	1,3 %	1,2 %	-0,7 %	-5,1 %
<i>Oikaistu käyttökate-%</i>	9,8 %	31,6 %	15,4 %	10,9 %	14,4 %	13,5 %	18,3 %	14,4 %	11,8 %	14,8 %	12,8 %	18,4 %	14,6 %	14,5 %	14,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	9,6 %	19,6 %	13,7 %	7,5 %	11,1 %	9,1 %	15,1 %	10,9 %	8,3 %	11,5 %	8,4 %	15,2 %	11,1 %	11,0 %	10,4 %
<i>Liikevoitto-%</i>	9,6 %	22,8 %	11,8 %	2,7 %	6,2 %	7,8 %	13,8 %	7,7 %	8,3 %	11,5 %	8,4 %	15,2 %	11,1 %	11,0 %	10,4 %

Lähde: Inderes

Alma Talent arvostus

Vertailuyhtiöt

Verrokkiyhtiöt	Markkina-arvo (EUR)	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
Arnoldo Mondadori Editore SpA	362	7,2	6,3
Future PLC	74	7,5	5,4
New York Times Co	2344	9,6	8,9
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	435	6,7	5,1
Daily Mail and General Trust PLC	2852	8,1	7,8
Tamedia AG	1537	8,0	7,1
Telegraaf Media Groep NV	276	10,8	6,9
Keskiarvo	1126	8,3	6,8
Mediaani	781	8,1	6,9

Alma Talent arvostus

Muuttuja	2017	2018
Alma Talent EBITDA 2018e, MEUR	16,6	16,5
EV/EBITDA, verrokit keskiarvo	8,3	6,8
EV/EBITDA, verrokit minimi	7	5
EV/EBITDA, verrokit maksimi	10	9
Alman Talentin yritysarvo (EV)	137	112

Alma News&Life 1/2

Iltaapäivälehdien ja verkkopalvelun julkaisija

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

Alma News&Lifen liikevaihto oli vuonna 2016 46,1 MEUR ja osuus konsernin liikevaihdosta 13 %. Oikaistu käyttökate oli vuonna 2016 7,4 MEUR (16 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 7,0 MEUR (15,1 % liikevaihdosta). Segmentin osuus konsernin liikevoitosta oli 17 %.

Tuottotyypeittäin katsottuna segmentin liikevaihdosta hieman alle 50 % muodostuu sisältömyynnistä (Iltalehden irtonumeromyynnistä), noin 10 % painetun lehden ilmoitustuloista (printtimainonta), noin 40 % digitaalisesta mainonnasta (esim. Iltalehti.fi), sekä muutama prosentti digitaalisista palveluista (esim. Rantapallo.fi). Digitaalisen liiketoiminnan osuus Alma News&Lifen liikevaihdosta oli vuonna 2016 noin 43 %, joka koostuu puolestaan yli 90 %:sti digimainostuotoista.

Segmentin liikevaihto muodostuu 100 %:sti Suomen markkinoilta.

Painetun median ja verkkopalveluiden yhdistelmä

Alma News&Lifen liiketoimintamalli rakentuu 1) irtonumerolehden (Iltalehti) sisältö- ja ilmoitustuottoihin perustuvasta painetun median julkaisutoiminnasta sekä 2) lehden kanssa saman brändin ja toimituksen jakavasta verkkopalvelusta, jonka tuotot perustuvat

pääosin verkkomainontaan ja pieneltä osin digitaaliseen sisältömyyntiin, sekä 3) Iltalehden verkkopalveluja täydentävistä kuluttajille suunnatuista digitaalisista palveluista.

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

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

Iltalehti.fi on kaiken kaikkiaan erittäin tärkeä liikenteen lähde Alma Median muiden segmenttien verkkopalveluille.

Kannattavuus ottanut digiloikan

Alma News&Lifen liikevaihdon kehitys on ollut viime vuodet kokonaisuutena melko tasaista, mutta segmentin sisällä tuottojen kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Samalla kun painetun median sisältö- ja erityisesti ilmoitustuottojen

lasku on ollut voimakasta, ovat digitaaliset mainostuotot kompensoineet menetyksiä mm. ohjelmallisen mainonnan ostamisesta syntyneellä vahvalla kasvulla. Segmentin painetun median tuotot laskivat vuosina 2014-2016 noin 32 %, kun taas digitaalisen liiketoiminnan (lähinnä mainostuottojen) liikevaihto kasvoi noin 92 %. Lisäksi liikevaihdon kehitykseen on vaikuttanut positiivisesti aiemmin Markets-segmentin alla raportoidut pienehköjen digitaalisten palveluiden siirto Life&News -segmenttiin ja Rantapallo.fi -digipalvelun hankinta.

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

Alma News&Life 2/2

Talousoikeutus ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

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

Arviomme verkkomainonnan viime vuosien markkinakasvuun ja painetun median sisältömyynnin historialliseen kehitykseen perustuen, että News&Lifen liikevaihdon kasvupotentiaali on lähivuosina normaalissa, lievästi kasvavassa talousoikeutuksessa noin 0-2 % vuodessa ja nollakasvuoympäristössä noin -3-0 % vuodessa. Isot ennustehaarukat kuvaavat sekä segmentin tuottojen suurta suhdanneherkkyyttä (valtaosa tuotoista mainonnasta), että painetun lehden myynnin voimakasta supistumista.

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme siitä oletuksesta, että Suomen talousoikeutus tulee olemaan lievästi positiivista vuonna 2017 (1-2 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2018-2019 (1 %). Tähän ja yllä mainittuihin muihin kysyntätrendeihin perustuen ennustamme Alma News&Life liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 1 %:n 46,5 MEUR:oon, mutta laskevan painetun median tuottojen laskun myötä vuonna 2018 -1 %:n 45,9 MEUR:oon ja vuonna 2019 edelleen -1 %:n 45,2 MEUR:oon. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän

aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi -1- -5 %, sillä ennustamme Iltalehden painetun sisältö- ja mainosmyynnin hiipuvan lähes nolnaan ennusteperiodin (-2025) lopulla.

Ennustamme Alma News&Lifen vuoden 2017 oikaistun liikevoiton kasvavan 7 % 7,5 MEUR:oon (2016: 7,0 MEUR) ja liikevoitto-%:n paranevan 16,1 %:iin (2016: 15,1 %). Oikaistua liikevoittoa nostaa ennusteissamme pääasiassa hyvin kannattavien digitaalisten mainos- ja palvelutuottojen kasvu sekä vakaana säilyvät kulut. Vuonna 2018 ennustamme liikevoiton säilyvän vuoden 2017 tasolla.

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

Alma News&Lifen arvonnääritys

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

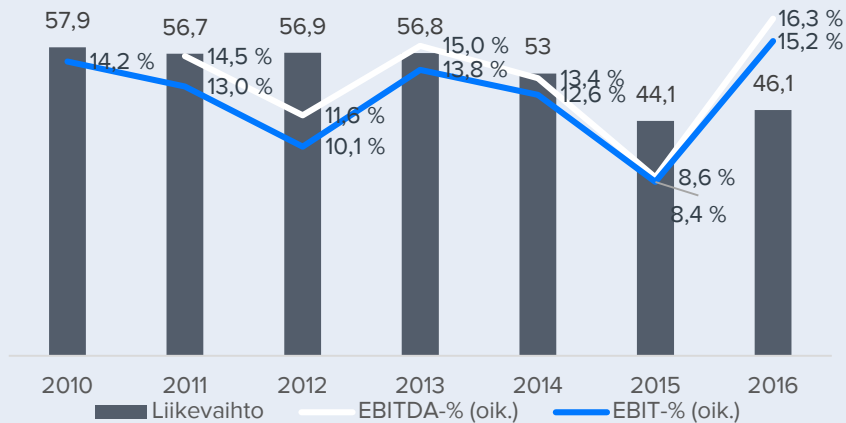
News&Lifella on vahva fokus Suomen mediamarkkinalla, joten segmentille on vaikea identifioida suoria verrokkeja. Käytämme siksi vertailuryhmänä samaa vertailuryhmää Talent segmentin kanssa, joka koostuu 7 kansainvälisestä mediayhtiöstä. Verrokkiryhmän digitaalisen liiketoiminnan osuus ja kannattavuusluvut vastaavat melko hyvin News&Lifen liiketoimintaa, joten pidämme vertailuryhmän arvostustasoa hyvänä mittarina

segmentin arvostukseen.

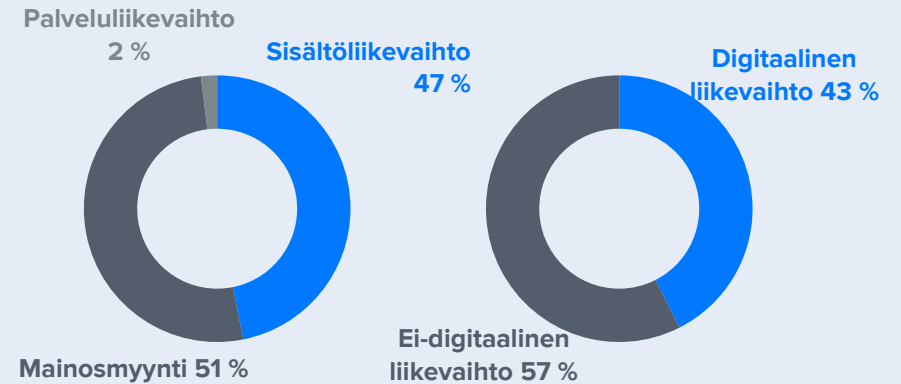
Verrokkien 2018e EV/EBITDA-kertoimet vaihtelevat 5x-9x välillä, keskiarvon ollessa 6,9x. Näillä kertoimilla ja Alma News&Lifen 2018 EBITDA-ennusteella 8,0 MEUR, vaihtelee segmentin yritysarvo (EV) 41-72 MEUR:n välillä ja keskiarvo on 54 MEUR.

Alma News&Life yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2016



Segmentin tuotteita

ILTALEHTI

Rantapallo

MatkaPonssi.com

E-kontakti.fi

kotikokki.net

ilona

PIPPURI.FI

TERVEYS

Alma News&Life ennusteet

Tuloskehitys	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	49,0	46,9	44,1	10,9	12,1	11,1	12,0	46,1	11,1	12,3	11,0	12,1	46,5	45,9	45,2
Kulut ilman kertaeriä	-44	-47	-43	-9	-10	-9	-10	-39	-10	-10	-9	-10	-39	-38	-38
<i>%-liikevaihdosta</i>	-90 %	-100 %	-98 %	-86 %	-85 %	-84 %	-85 %	-85 %	-86 %	-84 %	-83 %	-83 %	-84 %	-83 %	-84 %
Käyttökate ilman kertaeriä	4,8	14,8	3,8	1,6	2	1,9	2,0	7,5	1,7	2,1	1,9	2,2	7,9	8,0	7,6
Käyttökate	4,8	16,5	3,2	1,6	2,9	1,9	2,0	8,4	1,7	2,1	1,9	2,2	7,9	8,0	7,6
Poistot	-0,1	-5,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	9,2	3,7	1,5	1,9	1,8	1,8	7,0	1,6	2,0	1,8	2,1	7,5	7,6	7,2
Liikevoitto	4,7	10,7	3,1	1,5	2,8	1,8	1,8	7,9	1,6	2,0	1,8	2,1	7,5	7,6	7,2
Tunnusluvut	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>		-4,3 %	-6,0 %	2,8 %	6,1 %	6,7 %	9,1 %	4,5 %	1,5 %	1,5 %	-0,6 %	0,9 %	0,8 %	-1,2 %	-1,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		95,7 %	-59,8 %	-475,0 %	111,1 %	200,0 %	38,5 %	89,2 %	4,3 %	4,2 %	2,0 %	17,1 %	7,0 %	1,7 %	-5,2 %
<i>Oikaistu käyttökate-%</i>	9,8 %	31,6 %	8,6 %	14,7 %	16,5 %	17,1 %	16,7 %	16,3 %	15,0 %	16,9 %	17,5 %	18,2 %	17,0 %	17,5 %	16,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	9,6 %	19,6 %	8,4 %	13,8 %	15,7 %	16,2 %	15,0 %	15,2 %	14,1 %	16,1 %	16,6 %	17,4 %	16,1 %	16,6 %	16,0 %
<i>Liikevoitto-%</i>	9,6 %	22,8 %	7,0 %	13,8 %	23,1 %	16,2 %	15,0 %	17,1 %	14,1 %	16,1 %	16,6 %	17,4 %	16,1 %	16,6 %	16,0 %

Lähde: Inderes

Alma News&Life arvostus

Vertailuyhtiöt

Verrokkiyhtiöt	Markkina-arvo (EUR)	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
Arnoldo Mondadori Editore SpA	362	7,2	6,3
Future PLC	74	7,5	5,4
New York Times Co	2344	9,6	8,9
Rizzoli Corriere della Sera			
Mediagroup SpA	435	6,7	5,1
Daily Mail and General Trust PLC	2852	8,1	7,8
Tamedia AG	1537	8,0	7,1
Telegraaf Media Groep NV	276	10,8	6,9
Keskiarvo	1126	8,3	6,8
Mediaani	781	8,1	6,9

Alma News&Life arvostus

Muuttuja	Arvo 2017	Arvo 2018
Alma News&Life EBITDA 2018e, MEUR	7,9	8,0
EV/EBITDA, verrokkit keskiarvo	8,3	6,8
EV/EBITDA, verrokkit minimi	7	5
EV/EBITDA, verrokkit maksimi	10	9
Alman News&Life yritysarvo (EV)	65	54

Alma Regions 1/2

Alue- ja paikallislehtien julkaisija

Alma Regions julkaisee 4 aluelehteä, 14 paikallislehteä ja 6 kaupunkilehteä, sekä näihin liittyviä verkkopalveluita. Lisäksi segmenttiin kuuluu konsernin paino- ja jakeluyhtiö Alma Manu. Alma Regionin levikiltään merkittävimmät lehdet ovat Aamulehti (Tampere), Satakunnan Kansa (Pori), Lapin Kansa (Rovaniemi) / Pohjolan Sanomat (Kemi). Regions on omilla toiminta-alueillaan sanomalehtimediassa johtava toimija ja yksi suurimmista ja moderneimmista painotaloista Suomessa.

Alma Regions on liikevaihdoltaan Alma Median suurin segmentti. Regionin liikevaihto oli vuonna 2016 128 MEUR ja osuus konsernin liikevaihdosta 36 %. Käyttökate oli vuonna 2016 11 MEUR (8,6 % liikevaihdosta), oikaistu liikevoitto 8,5 MEUR (6,6 % liikevaihdosta) ja liikevoitto 5,5 MEUR (4,3 % liikevaihdosta). Segmentin osuus koko konsernin oikaistusta liikevoitosta oli vuonna 2016 18 %.

Tuottotyyppittäin katsottuna Regionsin liikevaihdosta noin 45 % muodostuu sisältömyynnistä (esim. lehtitilauksista ja digitilauksista), noin 40 % ilmoitustuloista (printtimainonta ja verkkomainonta) sekä noin 15 % palveluista (paino ja jakelu). Digitaalisen liiketoiminnan osuus Alma Regionsin liikevaihdosta oli vuonna 2016 7 % (8,9 MEUR), josta digisisältötuottojen osuus on hieman verkkopalveluiden ilmoitus- ja mainostuloja suurempi.

Pääosa liiketoiminnasta perinteistä lehtijulkaisutoimintaa

Alma Regionsin liiketoimintamalli koostuu tällä hetkellä pitkälti perinteisestä sisältö- ja ilmoitustuottoihin perustuvasta painetun median julkaisutoiminnasta ja niihin liitännäisistä palvelutuotoista, kuten painotoiminnasta ja jakelusta. Mainos- ja digitilautuottoihin perustuvien verkkopalveluiden osuus segmentin liikevaihdosta on kasvussa, mutta sen rooli on vielä pieni (yhteensä noin 7 % liikevaihdosta).

Segmentin tuottovirrat ovat pääosin hyvin ennustettavia, sillä noin 50 % liikevaihdosta syntyy tyypillisesti jaksotilauksina myytävistä lehtitilauksista ja noin 15 % näihin tilauksiin ja muiden kustantajien lehti- ja painotilauksiin liittyvistä paino- ja jakelupalveluista. Myös ilmoitustulot ovat suhteessa muihin Alman segmentteihin nähden kohtuullisen vakaita, sillä ne koostuvat pitkälti paikallisen ja alueellisen vähittäiskaupan ilmoitustuloista. Viimeisten vuosien aikana kiihtynyt mediakulutuksen murros on kuitenkin heikentänyt merkittävästi tuottojen ennustettavuutta, sillä erityisesti alue- ja paikallislehtien sisältö- ja mainostuotot ovat laskeneet voimakkaasti.

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

Vahva kassavirta ja matala investointitarve

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

Talousoikeus ja digitalisaatio keskeisinä markkina-ajureina

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

Arvioimme sanomalehtimainonnan viime vuosien markkinakehitykseen ja painetun median sisältömyynnin historialliseen kehitykseen perustuen, että Regionsin liikevaihdon kehitys on normaalissa, lievästi kasvavassa talousoikeudessa noin -1 - -5 % vuodessa ja nollakasvuolosuhteissa noin -4 - -8 % vuodessa. Isot ennustehaarukat kuvaavat sekä segmentin tuottojen suhdanneherkkyyttä (n. 40 % tuotoista syntyy mainonnasta), että painetun median taantumisen etenemistä.

Alma Regions 2/2

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys ollut laskutrendillä viime vuosina

Alma Regionsin (aik. Alueellinen media) liikevaihdon kehitystrendi on laskeva viime vuosina. Alueellinen media (2013-2015) ja Regions (2016-) –segmenttien liikevaihto laski vuosina 2014-2016 keskimäärin 5 % vuodessa. Liikevaihdon laskuun on vaikuttanut sekä painetun median tuottojen lasku että yritys- ja liiketoimintakaupat.

Alma Regionsin operatiivinen kannattavuuskehitys on ollut myös lievästi laskevalla trendillä, sillä yhtiö ei ole pystynyt kompensoimaan tehostustoimilla tai digitaalisten tuottojen kasvulla painetun median tuottojen laskun vaikutuksia täysimääräisesti. Heikosta liikevaihdon kehityksestä huolimatta segmentin kertaeristä oikaistu käyttökate-% ja liikevoitto-% olivat kuitenkin kohtuullisella 8,8-10,4 %:n ja 6,2-6,7 %:n tasoilla vuosina 2013-2016. Tehostustoimien kulut ja tasearvojen alaskirjaukset ovat kuitenkin rasittaneet lähes joka vuosi segmentin liikevoittoa, mistä johtuen raportoitu liikevoitto-% liikkui vuosien 2013-2016 2,9-5,7 %:n haarukassa, eli selvästi oikaistuja lukuja alempana.

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Suomen talouskasvu tulee olemaan lievästi positiivinen vuonna 2017 (1-2 %) ja hieman vaisumpaa vuosina 2018-2019 (1 %). Tähän ja aiemmin mainittuihin kysyntätrendeihin, vaalivuoden antamaan lievään mainonnan pirstustarpeeseen ja digitaalisen sisältö- ja mainosmyynnin kasvuun perustuen

ennustamme Alma liikevaihdon laskevan vuonna 2017 -1,8 % 125,5 MEUR:oon (2016: 127,8 MEUR).

Ennustamme liikevaihdon laskun kuitenkin kiihtyvän -4 %:iin vuonna 2018 painetun median tuottojen laskun myötä ja vuonna 2019 edelleen -5 %:n tasolle. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon laskuksi -5- -7 % vuodessa, sillä ennustamme painetun median sisältö- ja mainosmyynnin laskevan kumulatiivisesti noin 60 % jakson loppuun mennessä. Liikevaihdon kokonaislaskua hidastaa kuitenkin ennusteessamme digitaalisen sisältö- ja mainostuottojen keskimäärin kaksinumeroisen kasvu.

Ennustamme Alma Regionsin vuoden 2017 oikaistun liikevoiton laskevan 12 % 7,4 MEUR:oon (2016: 8,4 MEUR) ja liikevoitto-%:n heikkenevän 6,6 %:sta 5,9 %:iin. Vuoden 2017 liikevoittoa heikentää ennusteessamme pääasiassa painetun median tuottojen lasku ja kulujen liikevaihtoa hitaampi lasku, jota digitaalisten mainos- ja sisältötuottojen prosentuaalisesti vahva kasvu ei pysty korvaamaan. Vuonna 2018 ennustamme segmentin liikevoiton laskevan 12 % ja vuonna 2019 13,6 %. Pitkällä aikavälillä oletamme segmentin liikevoitto-%:n laskevan 3 %:n tasolle painetun median liikevaihdon laskun myötä.

Alma Regionin arvonmääritys

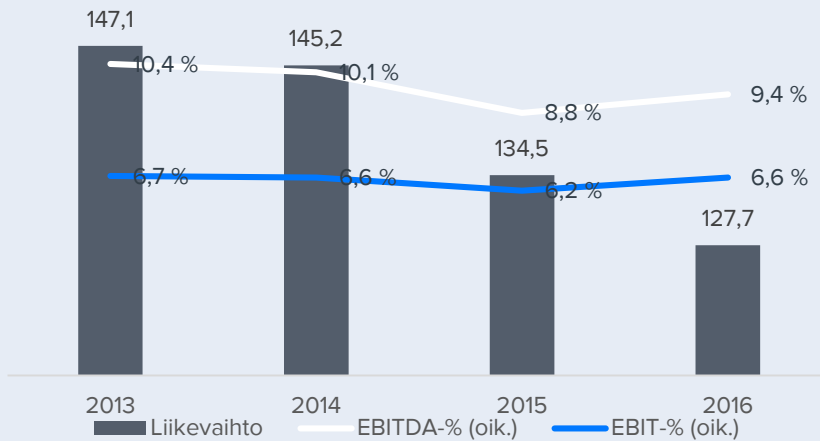
Käytämme Alma Regionin arvonmäärityksen pohjana sekä segmentin parhaalle suomalaiselle listatulle verrokkille (Keskisuomalainen Oyj) laskemiamme arvostuskertoimia että muutaman

kansainvälisen listatun sanomalehti-yhtiön kertoimia. Emme käytä verrokkiryhmässä Ilkka Yhtymän kertoimia, sillä yhtiö on Alman suurin osakkeenomistaja ja valtaosa sen arvosta syntyy Alma-omistuksesta. Kuten edellä, käytämme myös Regionsin arvonmäärityksen pohjana EV/EBITDA-kertoimia.

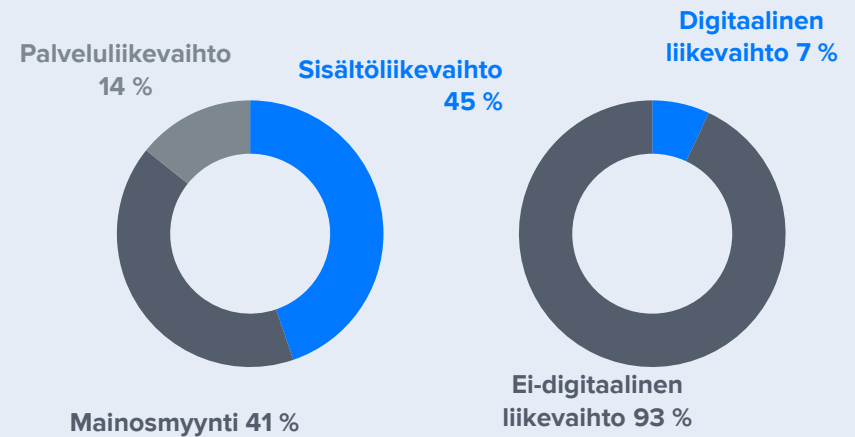
Olemme identifioineet Regionsille kaikkiaan 4 verrokkia, joiden 2018e EV/EBITDA-kertoimet ovat 5,1x-6,2x välillä, keskiarvon ollessa 5,7x. Näillä kertoimilla, Alma Regionsin vuoden 2018 EBITDA-ennusteella 10,1 MEUR laskettu yritysarvo (EV) vaihtelee 52-63 MEUR välillä ja keskiarvo on 57 MEUR.

Alma Regions yhteenveto

Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain, 2016



Alma Regions ennusteet

Tuloskehitys	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	147,1	145,2	134,5	30,8	33	30,5	33,5	127,8	30,6	33,4	29,4	32,0	125,5	120,5	114,6
Kulut ilman kertaeriä	-137	-136	-126	-30	-31	-29	-30	-120	-30	-31	-28	-30	-118	-114	-109
<i>%-liikevaihdosta</i>	-93 %	-94 %	-94 %	-97 %	-93 %	-94 %	-91 %	-94 %	-96 %	-91 %	-96 %	-93 %	-94 %	-95 %	-95 %
Käyttökate ilman kertaeriä	15,3	14,7	11,8	1,8	3,1	2,9	4,2	12,0	2,0	3,8	2,1	3,0	11,0	10,1	9,2
Käyttökate	14,5	14,7	9,3	0,7	2,9	2,9	4,5	11,0	2,0	3,8	2,1	3,0	11,0	10,1	9,2
Poistot		-6,4	-4,5	-0,9	-0,9	-0,9	-2,9	-5,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-3,6	-3,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,8	9,6	8,3	1	2,2	2	3,3	8,5	1,1	2,9	1,2	2,1	7,4	6,5	5,6
Liikevoitto	4,3	8,3	4,8	-0,2	2	2	1,6	5,4	1,1	2,9	1,2	2,1	7,4	6,5	5,6
Tunnusluvut	2013	2014	2015	Q1'2016	Q2'2016	Q3'2016	Q4'2016	2016	Q1'2017e	Q2'2017e	Q3'2017e	Q4'2017e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>		-1,3 %	-7,4 %	-11,7 %	-3,2 %	-3,5 %	-1,2 %	-5,0 %	-0,5 %	1,3 %	-3,7 %	-4,3 %	-1,8 %	-4,0 %	-4,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		-2,0 %	-13,5 %		-12,0 %	-23,1 %	1,6 %	1,8 %	14,7 %	33,3 %	-41,1 %	-34,1 %	-12,4 %	-12,0 %	-13,6 %
<i>Oikaistu käyttökate-%</i>	10,4 %	10,1 %	8,8 %	5,8 %	9,4 %	9,5 %	12,5 %	9,4 %	6,7 %	11,5 %	7,1 %	9,5 %	8,8 %	8,4 %	8,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,7 %	6,6 %	6,2 %	3,2 %	6,7 %	6,6 %	9,7 %	6,6 %	3,7 %	8,8 %	4,0 %	6,7 %	5,9 %	5,4 %	4,9 %
<i>Liikevoitto-%</i>	2,9 %	5,7 %	3,6 %	-0,6 %	6,1 %	6,6 %	4,8 %	4,2 %	3,7 %	8,8 %	4,0 %	6,7 %	5,9 %	5,4 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Kokonaisuutena vahva taloudellinen tilanne

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

Yritysostojen aineeton omaisuus ja painotalo kasvattaneet muuten kevyttä tasetta

Alma Median taseen loppusumma oli Q4'16 lopussa 327 MEUR (Q4'15: 328 MEUR). Tase on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2010 (2010: 185 MEUR) yrityskauppojen ja painokone-investointien myötä. Tase sisältää siksi myös paljon liikearvoa (120 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta (68 MEUR), joista valtaosa liittyy Marketsin vuonna 2012 tekemiin rekrytointiportaalien ostoihin ja vuoden 2015 lopussa toteutettuun Talentumin hankintaan. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on noin 70 MEUR. Pääosa näistä liittyy vuonna 2012 valmistuneen uuden painotalon investointeihin.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan

luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy ennakko-maksuja ja ostovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q4'16 lopussa käyttöpääoma oli n. 53 MEUR negatiivinen.

Alman oma pääoma oli Q4'16 lopussa 138 MEUR. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli 19,3 MEUR, eli noin 14 %. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'16 65 MEUR ja lyhytaikaista velkaa 16 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'16 lopussa 23 MEUR ja nettovelkaa 57 MEUR.

Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautuu noin 33 % Alma Talentille, noin 24 % Alma Marketsille, noin 5 % Alma News&Lifelle, noin 17 % Alma Regionsille ja loput noin 20 % konsernille. Talentin ja Marketsin pääomista merkittävä osa on aineetonta omaisuutta ja Regionsin puolestaan aineellista omaisuutta.

Pidämme Alma Median tase-eriä valtaosin kuranttina, mutta Alma Talentin ja Regionsin osalta pidämme aineettomien omaisuuserien osittaisia alaskirjauksia mahdollisena. Kokonaisuutena alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat pienet ja Alma Median kokoluokassa vaikutukset omavaraisuusasteeseen ja tulokseen olisivat varsin rajallisia.

Velkaisuus taittunut selvään laskuun

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

Alma Median nettovelan ja käyttökateen suhdeluku laski vuoden 2016 lopussa 1,2x tasolle, joka on hyvin maltillinen ja antaa tilaa merkittävillekin yritysostoille. Arvioimme, että nettovelan/käyttökateen suhdeluvun kestävä taso on noin 2x.

Pääoman tuotto pysynyt kohtuullisella tasolla

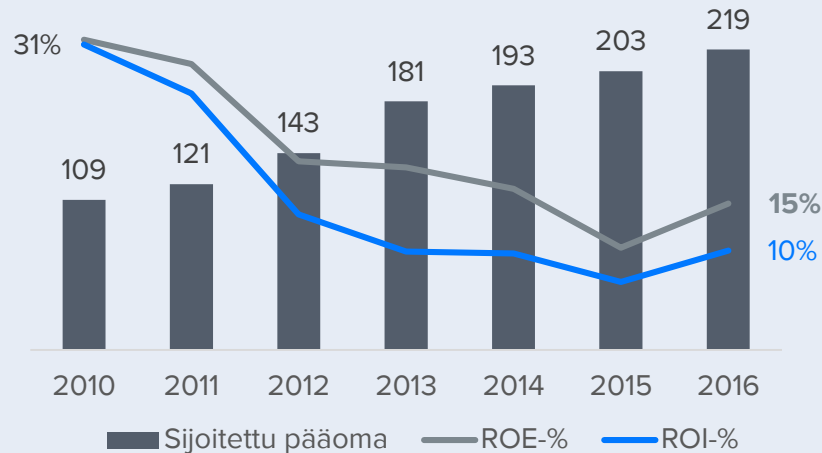
Taseen paisumisesta ja kannattavuuden laskusta huolimatta Alma Median sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) on pysynyt suhteellisen hyvällä tasolla viime vuosina ja ennakoimme, että yhtiö ylittää yli 15 %:n ROI-% tavoitteen jälleen tänä vuonna. Vuosina 2013-2016 Alma Median ROI-% oli keskimäärin noin 10 %.

Kassavirta ja osinko

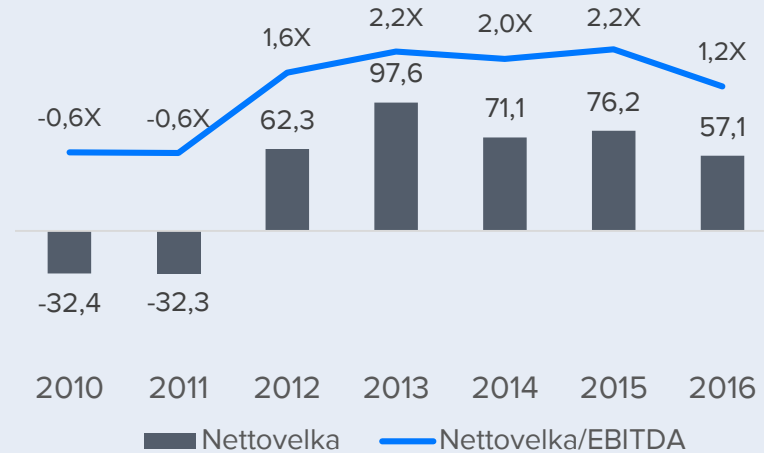
Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä noin 11-12 % liikevaihdosta tasolla (2016: 42,3 MEUR). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, noin 3-5 MEUR vuodessa. Viime vuosina tehtyjen yritysostojenkin jälkeen (Talentum, Nettikoti, Rantapallo, Uusi Suomi) rahavirta ennen rahoituseriä on ollut selvästi positiivinen (2016 +31,4 MEUR ja 2015 +11,1 MEUR) ja riittänyt kattamaan maksetut osingot. Arvioimme, että Alma Median kassavirrat tulevat säilymään myös jatkossa hyvällä tasolla.

Taloudellinen tilanne

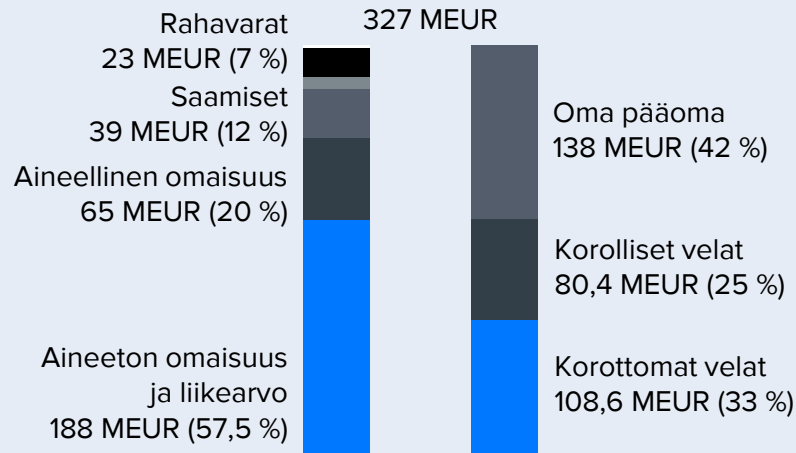
Sijoitettu pääoma, ROI % ja ROE-%



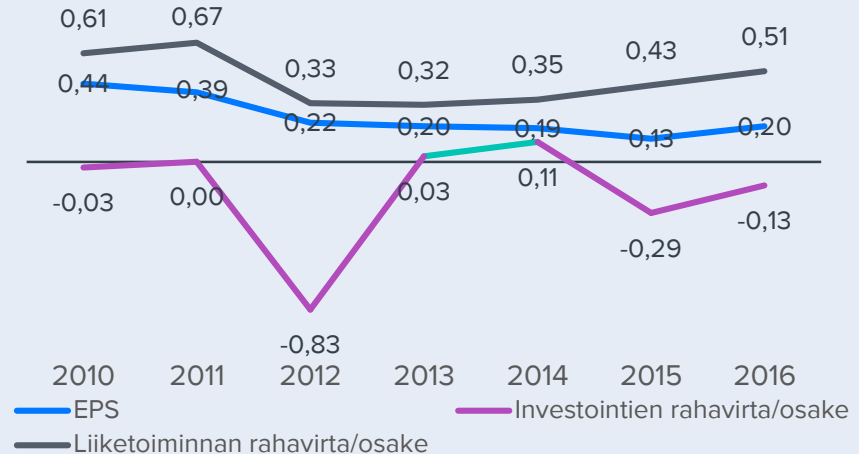
Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



Taserakenne, 2016



Liiketoiminnan rahavirta ja EPS



Ennusteet

Vuoden 2017 ennusteet

Alma Media ohjeistaa vuodelle 2017 vakaata liikevaihtoa (2016: 353 MEUR) ja kasvua oikaistuun liikevoittoon (2016: 35,2 MEUR).

Ennustamme Alma Median liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 hieman 359 MEUR:oon (+1,5 % v/v) ja oikaistun liikevoiton merkittävästi (+18,5 %) 41,8 MEUR:oon.

Liikevaihdon osalta odotamme Alma Median jatkavan kaksijakoista kehitystä. Markets jatkaa vahvaa kasvua (+12 %) itäisen Keski-Euroopan maiden vahvan talouskehityksen sekä Suomen talouden piristyvän kasvun ajama ja News&Life kasvaa +1 % verkkomainonnan tukemana. Talentin liikevaihto jää ennusteessamme 1 %:n vertailukauden alle, liiketoimintarakenteen muutosten ja lievästi laskevan sisältömyynnin vetämänä. Vaalit ja piristynvä talous lieventävät arviomme mukaan Regionsin liikevaihdon pudotusta -2 %:iin.

Ennusteessamme oikaistua liikevoittoa nostaa Marketsille odottamamme 27 %:n vertailukelpoisen liikevoiton kasvu. Lisäksi kannattavuutta nostaa laskevat konsernierät (-15 %), News&Lifen tuloskasvu (+7 %) ja Talentin lievä operatiivinen kannattavuusparannus (+1 %). Regionin liikevoiton odotamme laskevan 13 % vertailukaudesta.

Osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 0,34 euroa (2016: raportoitu 0,20 euroa ja oikaistu 0,31 euroa) ja osingon nousevan kuudella sentillä 0,22 euroon.

Vuosien 2017-2018 ennusteet

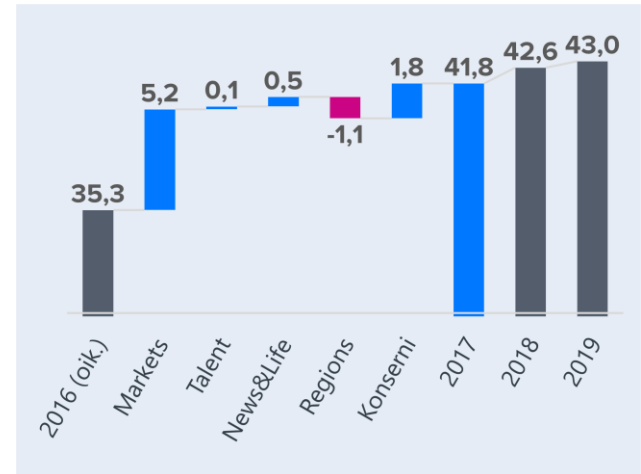
Ennustamme Alma Median tuloskasvun loiventuvan vuosina 2018 ja 2019. Tuloskasvun moottorina toimii ennusteissa edelleen Markets, missä vahva orgaaninen kasvu ja lievä kannattavuusparannus nostavat tulosta selvästi. Myös News&Lifen hyvällä tasolla säilyvä kannattavuus tukevat tulosta. Talentin tuloskehitys on ennusteessamme vakaata. Regionsin osalta odotamme painetun median liikevaihdon laskun kiihtyvän jälleen vuosina 2018-2019, mikä painaa segmentin liikevaihtoa ja liikevoittoa.

Kokonaisuutena ennustamme Alma Media-konsernin liikevoiton paranevan 43 MEUR:oon vuonna 2019. EPS ennusteemme vuosille 2018-2019 ovat 0,35 euroa. Osingon odotamme pysyvän lievällä kasvu-uralla (0,26e ja 0,30e).

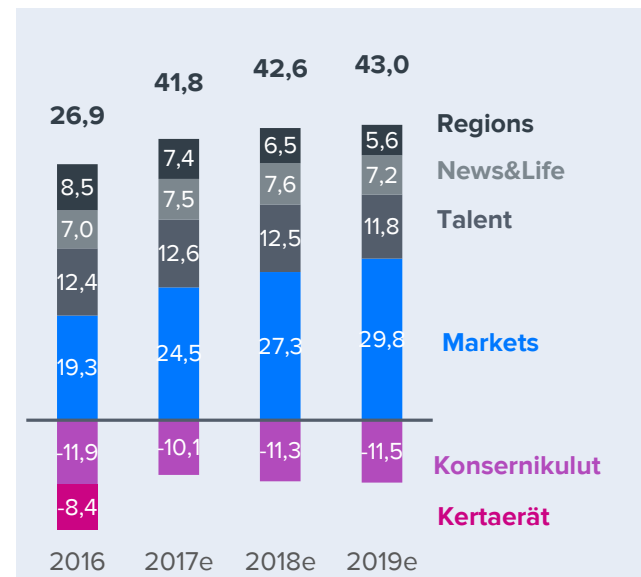
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen Alma Median tulosennusteisiin vaikuttava tekijä on hyvin kannattavan digitaalisen liiketoiminnan kasvu sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys. Olemme digitaalisen median kasvuennusteiden suhteen optimistisia ja odotamme niihin noin 5-10 %:n vuosikasvua, mistä pääosa syntyy Alma Markets segmentistä. Alma Regionsin ja News&Lifen painetun median sisältö- ja mainosmyynnin kasvuodotuksemme ovat varsin varovaisilla tasoilla johtuen painetun median taantumasta. Tästä epävarmuudesta johtuen emme anna pitkän aikavälin tulosennusteille (2020 eteenpäin) oleellista painoarvoa ja keskitymme lähivuosien arvostuskertoimiin.

Liikevoittoennusteet 2017-2019e



Liikevoitto segmenteittäin 2017-2019e



Ennusteet

Tuloskehitys	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	291,5	86,7	92,0	80,9	93,7	353,3	88,3	94,5	81,7	94,2	358,7	361,2	361,9
<i>Alma Markets</i>	59,0	16,7	17,6	17,2	18,0	69,4	18,8	19,8	19,1	19,8	77,6	85,3	92,8
<i>Alma Talent</i>	58,5	29,3	30,5	23,0	31,2	114,0	28,7	30,3	22,9	31,3	113,2	113,6	113,4
<i>Alma News & Life</i>	44,1	10,9	12,1	11,0	12,1	46,1	11,1	12,3	11,0	12,1	46,5	45,9	45,2
<i>Alma Regions</i>	134,5	30,8	33,0	30,5	33,4	127,7	30,6	33,4	29,4	32,0	125,5	120,5	114,6
<i>Muut ja eliminoinnit</i>	-4,6	-0,9	-1,2	-0,8	-1,0	-3,9	-0,9	-1,2	-0,8	-1,0	-4,0	-4,1	-4,1
Käyttökate	34,5	6,9	13,7	13,3	14,1	48,0	12,9	16,4	13,6	15,6	58,4	60,0	59,2
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-16,8	-4,4	-4,5	-4,5	-7,7	-21,1	-4,0	-4,0	-4,3	-4,3	-16,6	-17,4	-16,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	5,5	10,0	9,0	10,8	35,3	8,9	12,4	9,3	11,3	41,8	42,6	43,0
Liikevoitto	17,7	2,5	9,2	8,8	6,4	26,9	8,9	12,4	9,3	11,3	41,8	42,6	43,0
<i>Alma Markets</i>	13,8	4,8	5,1	5,4	4,0	19,3	6,1	6,5	6,7	5,1	24,5	27,3	29,8
<i>Alma Talent</i>	8,0	2,2	3,4	2,1	4,7	12,4	2,4	3,5	1,9	4,8	12,6	12,5	11,8
<i>Alma News & Life</i>	2,8	1,5	1,9	1,7	1,9	7,0	1,6	2,0	1,8	2,1	7,5	7,6	7,2
<i>Alma Regions</i>	8,3	1,0	2,2	2,0	3,3	8,5	1,1	2,9	1,2	2,1	7,4	6,5	5,6
<i>Muut ja eliminoinnit</i>	-9,5	-4,0	-2,6	-2,2	-3,1	-11,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,9	-10,1	-11,3	-11,5
<i>Kertaluonteiset erät</i>	-5,7	-3,0	-0,8	-0,2	-4,4	-8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-2,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,3	-2,4	-0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-2,3	-2,3	-2,2
Tulos ennen veroja	16,7	2,1	9,0	8,2	6,1	25,4	8,6	12,2	8,7	11,0	40,5	41,3	41,8
<i>Verot</i>	-4,7	-0,5	-2,1	-1,6	-1,3	-5,5	-1,8	-2,6	-1,8	-2,4	-8,6	-8,9	-9,0
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-2,1	-0,8	-1,1	-1,1	0,0	-3,0	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8	-3,9	-3,9	-4,4
Nettotulos	9,9	0,8	5,8	5,5	4,8	16,9	5,8	8,6	5,8	7,8	28,0	28,6	28,5
EPS (oikaistu)	0,21	0,05	0,08	0,07	0,11	0,31	0,07	0,10	0,07	0,09	0,34	0,35	0,35
EPS (raportoitu)	0,12	0,01	0,07	0,07	0,06	0,21	0,07	0,10	0,07	0,09	0,34	0,35	0,35

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-1,3 %	20,6 %	26,0 %	18,8 %	19,4 %	21,2 %	1,9 %	2,7 %	0,9 %	0,6 %	1,5 %	0,7 %	0,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	9,3 %	205,6 %	44,9 %	18,4 %	52,1 %	50,9 %	61,0 %	24,3 %	3,1 %	4,2 %	18,5 %	1,9 %	0,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	11,8 %	8,0 %	14,9 %	16,4 %	15,0 %	13,6 %	14,6 %	17,4 %	16,6 %	16,5 %	16,3 %	16,6 %	16,4 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	8,0 %	6,3 %	10,9 %	11,1 %	11,5 %	10,0 %	10,0 %	13,2 %	11,4 %	11,9 %	11,7 %	11,8 %	11,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,4 %	0,9 %	6,3 %	6,8 %	5,1 %	4,8 %	6,6 %	9,1 %	7,1 %	8,2 %	7,8 %	7,9 %	7,9 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

Osien summa luo pohjan arvostukselle

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

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 555 MEUR. Alma Markets on konsernin osista vahvan kasvun ja kannattavuutensa näkökulmasta arviomme mukaan selvästi arvokkain osa ja arviomme sen nettoarvolle on (bruttoarvo-vähemmistöosuus) on 332 MEUR. Alma Talent on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arviomme sen nettoarvoksi 112 MEUR. Alma News&Life arvo on laskelmassamme 54 MEUR ja Alma Regionin arvo on arviomme mukaan 57 MEUR. Kun nettoarvoihin lisätään muut varallisuuserät (+5 MEUR) ja vähennetään konsernin kulut (-70 MEUR) ja nettovelat (-57 MEUR) saadaan osien nettoarvoksi 433 MEUR tai noin 5,3 euroa per osake.

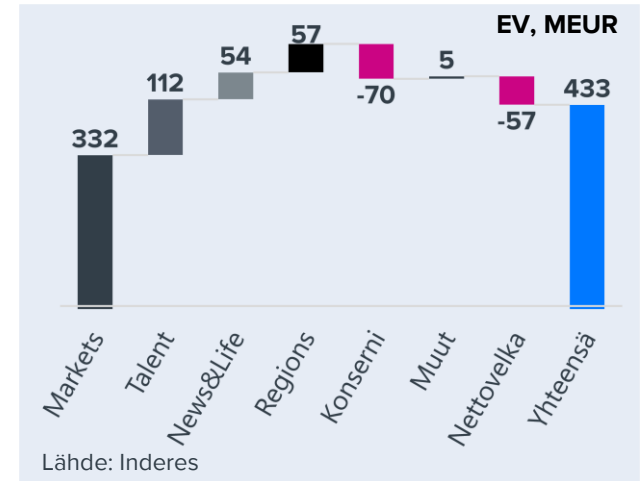
Alman osien summassa on nähtävissä selkeä kahtiajako kannattavasti kasvavien (Markets) ja taantuvien osien (Regions) välillä. Talent ja News&Life ovat vakiinnuttaneet kehityksensä ja molemmat luovat strategiallaan omistaja-arvoa.

Suurin potentiaali Alma Talentissa

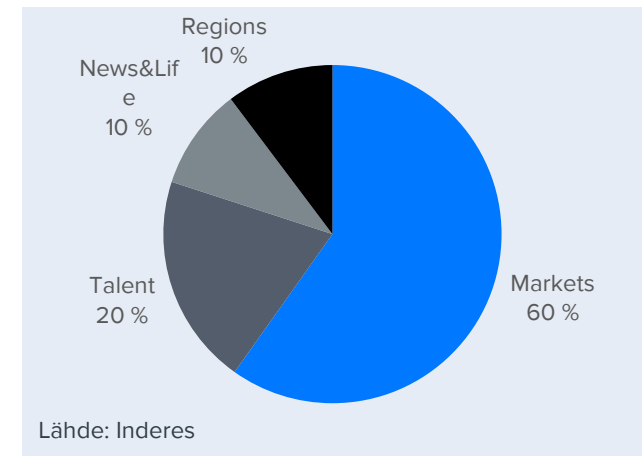
Alma Median arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemysmme mukaan Alma Talentiin. Segmentin arvostus voisi saada merkittävää nostetta (20-30 %), jos nykyisin heikosti kannattavat osat (Ruotsi ja Tapahtumat) saataisiin nostettua lähelle 10 %:n EBITDA-marginaalitasoa ja digitaaliset liiketoiminnot kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan kasvuun. Ennusteissamme odotamme kuitenkin Talentiin lähivuosina vakaata liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta.

Sijoittajien kannalta myös Alma Marketsin kasvun kehityksen seuraaminen on erittäin kriittistä, sillä segmentti vastaa noin 60 % Alma Median bruttoarvosta ja sillä on ylivoimaisesti korkeimmat arvostuskertoimet. Olemme ladanneet segmentille ennusteissamme mielestämme suhteellisen realistiset kasvuodotukset, mutta niiden pettäminen esim. syklin kääntymisen vuoksi olisi iso isku segmentin arvostukselle. News&Lifen arvo on myös hyvin riippuvainen syklisen mainosmarkkinan kehityksestä, ja mikäli segmentin verkkomainonnan kasvu jatkuu vuoden 2016 tasolla (+32 %) lähivuosina, on arvostuksessa selvää nousuvaraa. Ennustamme kuitenkin News&Lifelle maltillisempaa kasvua. Regionsin arvon merkittävä absoluuttinen nousu vaatisi arviomme mukaan rakennejärjestelyjä tai digitaalisen liiketoiminnan odotuksia nopeampaa kasvua. Regionsin arvoa tarkasteltaessa tärkeintä on se, että yhtiö ei enää muodosta merkittävää osaa Alma Median kokonaisarvosta.

Osien summa 2/2017



Arvon jakautuminen 2/2017



Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme ison painoarvon edellä esitetyille osien summa laskelmallemme, mutta lisäksi tarkastelemme arvostusta myös konsernin lähivuosien arvostuskertoimien ja DCF:n pohjalta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Huomioiden Alma Median hyvä tuloskasvunäkymä ja vahva kassavirta, voidaan Alma Mediaa mielestämme hinnoitella neutraalissa skenaariossa kertoimilla P/E 15-16x ja EV/EBITDA 9-10x, jotka vastaavat suunnilleen myös yhtiön historiallisia 10 vuoden keskimäärisiä 12kk eteenpäin katsovia P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia 14x ja 9x.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvomäärityksessä rahavirtamallille (DCF) melko pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 5,4 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 nousee FY'17e noin 11 %:n tasolta noin 13,6 %:iin vuonna 2025. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea 52 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,1 % ja oman pääoman kustannus on 8,7 %.

Nykyinen arvostustaso

Alma Median nykyinen arvostus on kuluvan vuoden kertoimilla mitattuna hieman neutraalin tason yläpuolella (P/E 16x ja EV/EBITDA 9,8x). Ensi vuoden kertoimilla osakkeen arvostustaso laskee ennustamallamme tuloskasvulla hieman houkuttelevammalle tasolle, kun Markets vetää konsernia edelleen lievästi tuloskasvuun (P/E 15,6x ja EV/EBITDA 8,5x). Osake saa vain kohtuullisesti vuoden 2016 osingosta (osinkotuotto 3,2 %), mutta ennusteillamme vuoden 2017 osinkotuotto nousee jo hyvälle 4 %:n tasolle.

Suhteessa vertailuryhmään kokonaisuutena ja Suomen osakemarkkinaan, on Alma Median arvostustaso vuoden 2017e P/E-kertoimella noin 28 % verrokkeja ja 6 % markkinaa matalampi. Verrokkiryhmän kertoimien keskiarvoa nostaa kuitenkin voimakkaasti pääsääntöisesti digitaalisia palveluita tarjoavien yhtiöiden suuri kappalemääräinen osuus, joka ei täysin vastaa Alma Median nykyistä liiketoimintarakennetta.

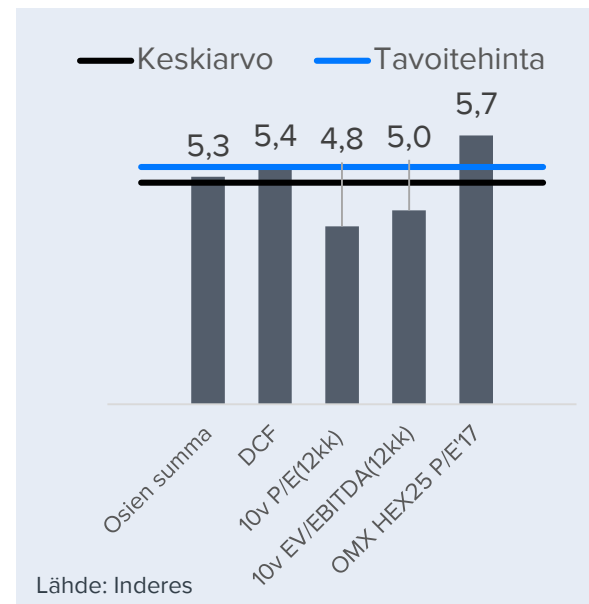
Tavoitehintaa ja suositus

Asetamme Alma Median 12kk:n tavoitehinnan 5,40 euroon. Perustelemme tavoitehintaa osien summa -laskelmalla, 10 vuoden keskimäärisillä arvostuskertoimilla ja noin 10 %:n tuloskasvuun ja osinkoon perustuvalla tuotto-odotuksella. Neutraaliin nousupotentiaaliin perustuen annamme osakkeelle vähennä-suosituksen.

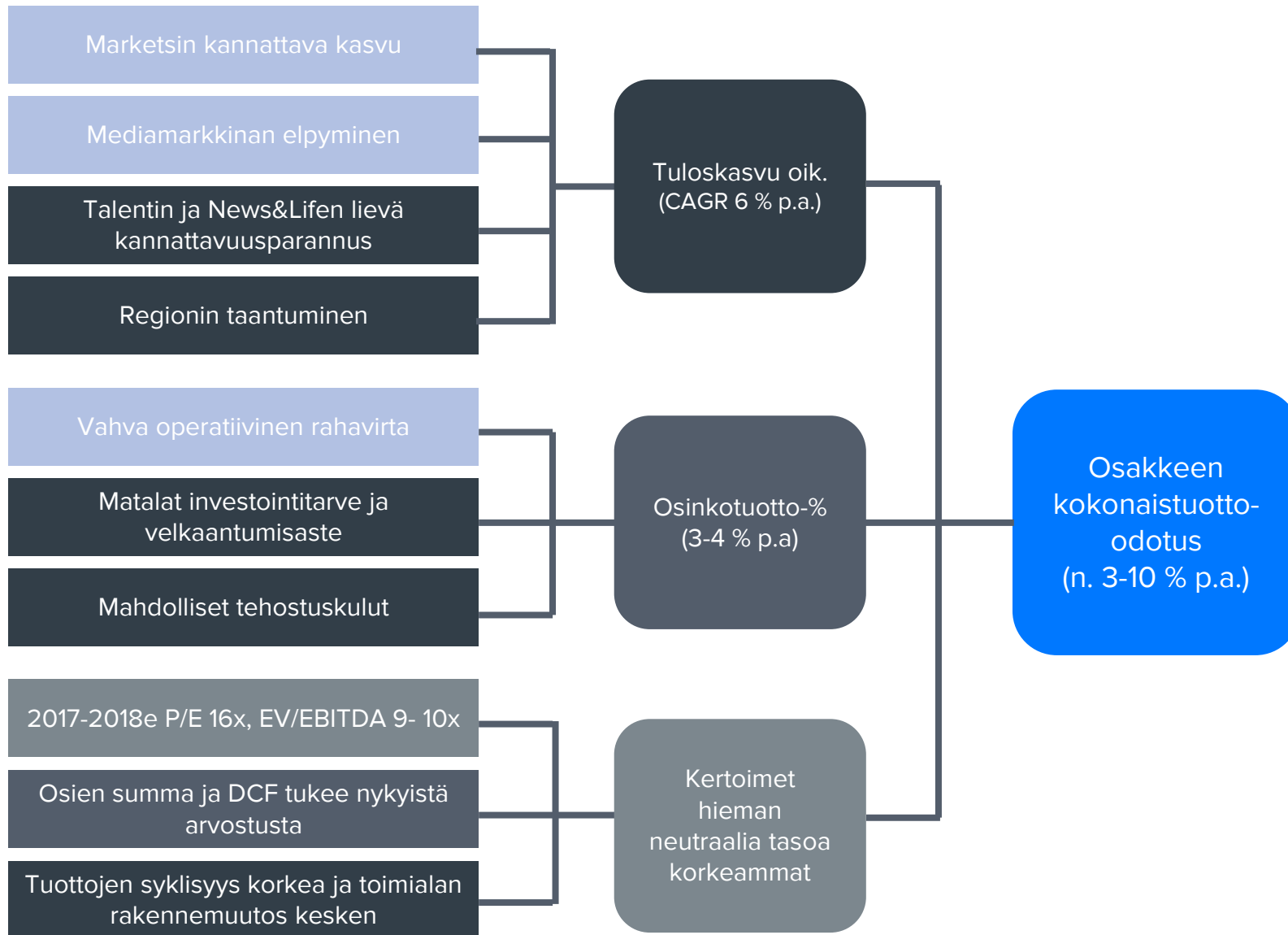
Lyhyellä tähtäimellä näemme tavoitehintaamme nähden enemmän positiivisia riskejä kuin negatiivisia, sillä talouskasvun odotetaan olevan kuluvana vuonna selvästi positiivista Alma

Median keskeisillä markkina-alueilla, mikä voi johtaa arvioimaamme kovempaan liikevaihdon ja tuloksen kasvuun. Keskipitkällä aikavälillä ennusteriskejä alaspäin aiheuttaa painetun median taantuman kiihtyminen sekä suhdanteen heikentyminen. Odotamme kuitenkin digitaalisten liiketoimintojen kasvun olevan media-alan toimialamurroksen johdosta selvästi positiivista myös nykyistä heikommassakin suhdanteessa.

Tavoitehinnat eri arvomäärityksillä



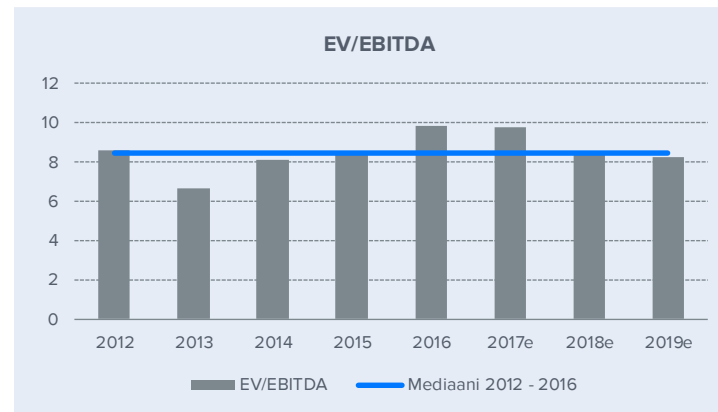
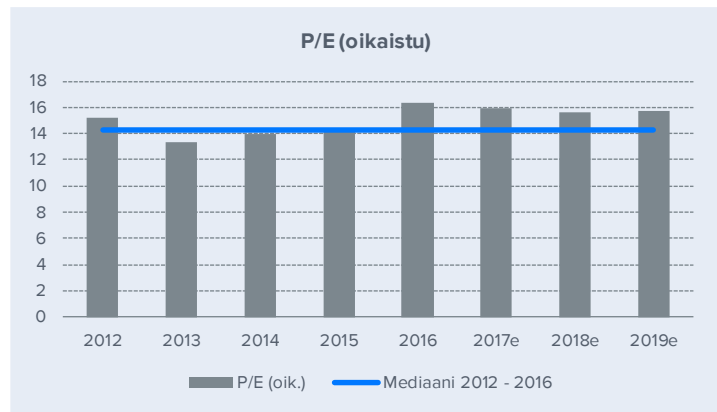
Alma Median arvoajurit 2017-2018



Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,55	2,96	2,75	3,00	5,03	5,42	5,42	5,42
Markkina-arvo	344	223	208	240	414	447	447	447
Yritysarvo (EV)	400	317	302	340	557	572	512	491
P/E (oik.)	15,2	13,3	13,9	14,3	16,4	16,0	15,6	15,7
P/E	19,7	15,3	14,6	24,2	24,5	16,0	15,6	15,7
P/Kassavirta	-5,2	-9,3	8,9	-6,7	13,6	14,3	9,4	9,9
P/B	4,2	2,5	2,3	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0
P/S	1,1	0,7	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,0	1,2	1,6	1,6	1,4	1,4
EV/EBITDA	8,6	6,7	8,1	8,5	9,9	9,80	8,5	8,3
EV/EBIT	12,0	10,9	14,1	14,5	15,8	13,7	12,0	11,4
Osinko/tulos (%)	43,4 %	51,7 %	63,8 %	96,9 %	78,0 %	64,8 %	75,0 %	86,9 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,4 %	4,4 %	4,0 %	3,2 %	4,1 %	4,8 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

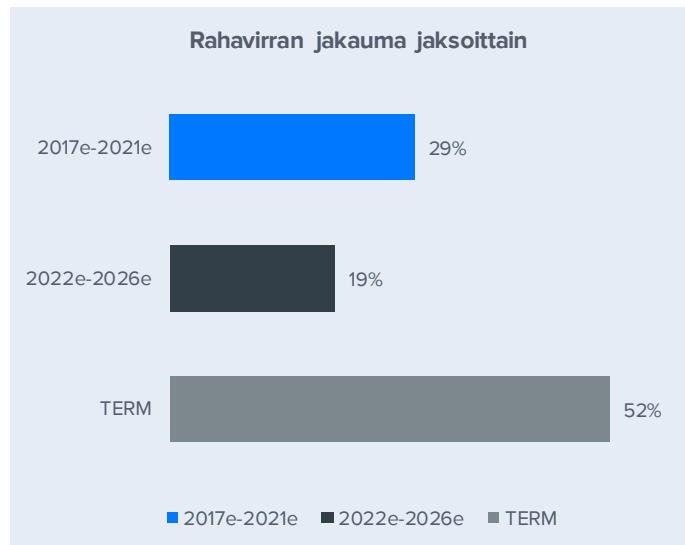
Vertailuryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
AXEL SPRINGER SE	47,5	5122	6607	14,9	13,2	10,5	9,5	1,9	1,9	19,0	17,2	4,0	4,1	2,3
AUTO TRADER GROUP PLC	408,3	4704	5104	21,6	19,3	20,6	18,6	14,0	13,1	26,5	23,2	1,2	1,4	
CARSALES.COM LTD	11,0	1925	2046	16,8	15,1	16,1	14,5	7,8	7,2	22,7	20,3	3,6	4,0	9,5
HOLIDAYCHECK GROUP AG	2,4	140	106	86,0	17,9	15,0	8,6	0,9	0,9	184,6	32,0	0,2	0,4	0,8
REA GROUP LTD	53,5	5086	5302	20,9	17,3	18,4	15,5	10,5	9,2	29,2	23,9	1,8	2,2	7,5
RIGHTMOVE PLC	4237,0	4634	4611	22,5	20,3	21,9	19,7	16,6	15,1	27,5	24,4	1,3	1,5	309,3
SCOUT24 AG	31,8	3416	4045	18,1	15,0	15,4	13,1	8,3	7,6	24,4	20,4	1,3	1,6	3,2
SEEK LTD	14,7	3698	4161	18,5	15,8	15,2	13,3	5,6	5,1	25,3	21,8	2,8	3,2	3,6
TRADE ME GROUP LTD	5,1	1382	1447	16,1	14,8	13,8	12,5	8,9	8,3	22,3	19,9	3,6	4,1	2,8
ZPG PLC	384,4	1982	2148	23,8	19,8	20,5	17,5	8,0	7,2	27,5	23,4	1,5	1,8	7,0
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1,5	389	749	9,1	8,1	6,5	6,0	0,6	0,6	12,6	10,3	1,4	2,6	1,2
FUTURE PLC	179,0	77	76			8,1	5,6	0,9	0,9	17,0	9,5		8,4	
NEW YORK TIMES CO-A	15,5	2339	1879	13,7	12,7	11,1	10,4	1,2	1,2	28,1	28,5	1,0	1,0	
RCS MEDIAGROUP SPA	0,8	435	812	12,0	7,9	6,7	5,1	0,8	0,8	13,0	7,5			3,0
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	739,0	3101	4074	13,4	13,0	10,5	10,2	2,0	2,0	13,8	12,9	3,1	3,3	5,3
TAMEDIA AG-REG	154,7	1537	1861	12,0	10,4	8,0	7,1	2,0	2,0	16,4	15,1	2,9	2,9	1,1
TELEGRAAF MEDIA GROEP NV-CV.	6,0	276	275	9,4	9,8	10,8	6,9	0,7	0,7	42,5	17,0	1,0	3,0	1,1
ILKKA-YHTYMA OYJ-II	2,9	75	114	9,3	8,8	8,3	7,9	3,0	3,1	7,2	6,8	7,0	8,7	1,0
INDEPENDENT NEWS & MEDIA PLC	0,1	168	105	1,6	1,0	1,4	0,8	0,3	0,3	5,0	5,0			1,6
JOHNSTON PRESS PLC	16,5	21	185	6,2	6,6	4,8	5,1	0,7	0,8	1,1	1,5			
Alma Media (Inderes)	5,42	447	572	13,7	12,0	9,8	8,5	1,6	1,4	16,0	15,6	4,1	4,8	3,4
Keskiarvo				17,9	12,9	12,0	10,3	4,6	4,2	27,7	16,9	2,4	3,2	21,4
Mediaani				14,3	13,1	10,8	9,5	2,0	2,0	22,3	17,2	1,8	3,0	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-8 %	-9 %	-11 %	-19 %	-28 %	-28 %	-9 %	131 %	62 %	12 %

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	26,9	41,8	42,6	43,0	43,6	45,6	45,8	45,8	46,4	49,2	50,0	
+ Kokonaispoistot	21,1	16,6	17,4	16,3	15,2	12,6	11,6	10,8	10,1	9,5	9,0	
- Maksetut verot	-6,3	-7,3	-8,9	-9,0	-9,1	-9,7	-9,8	-9,8	-10,0	-10,6	-10,9	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	-1,2	1,1	0,1	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,1	0,8	
Operatiivinen kassavirta	42,0	49,4	51,7	49,9	49,3	48,6	47,9	46,4	46,4	47,8	48,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-12,6	-17,4	-4,4	-4,6	-4,8	-4,9	-5,1	-5,3	-5,6	-5,8	-5,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,5	31,3	47,3	45,3	44,5	43,6	42,8	41,0	40,8	42,0	43,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	30,5	31,3	47,3	45,3	44,5	43,6	42,8	41,0	40,8	42,0	43,0	656,8
Diskontattu vapaa kassavirta			29,3	40,9	36,2	32,9	29,8	27,0	24,0	22,1	19,9	303,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		586,8	557,6	516,6	480,4	447,5	417,7	390,6	366,6	344,5	323,5	303,7
Velaton arvo DCF		586,8										
- Korolliset velat		-81,2										
+ Rahavarat		23,3										
-Vähemmistöosuus		-85,9										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		448,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,44										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tuloslaskelma

Lyhennetty tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	320	300	295	292	353	359	361	362
Käyttökate (EBITDA)	39,5	45,2	36,4	34,5	48,0	58,4	60,0	59,2
Oikaistu liikevoitto (EBIT)		29,1	21,4	23,4	35,3	41,8	42,6	43,0
Oik. liikevoitto-%		9,7 %	7,2 %	8,0 %	10,0 %	11,7 %	11,8 %	11,9 %
Liikevoitto (EBIT)	26,5	26,9	20,7	17,7	26,9	41,8	42,6	43,0
Tulos ennen veroja	23,7	22,3	19,7	16,7	25,4	40,5	41,3	41,8
Nettotulos	17,4	14,6	14,2	9,9	16,9	28,0	28,6	28,5
Osakekohtainen tulos (oik.)		0,22	0,20	0,21	0,31	0,34	0,35	0,35
Vapaa kassavirta	-65,5	-24,1	23,2	-35,9	30,5	31,3	47,3	45,3

Lähde: Inderes

Avainluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	1,2 %	-6,2 %	-1,7 %	-1,3 %	21,2 %	1,5 %	0,7 %	0,2 %
Käyttökate-%	12,3 %	15,1 %	12,3 %	11,8 %	13,6 %	16,3 %	16,6 %	16,4 %
Liikevoitto-%	8,3 %	9,0 %	7,0 %	6,1 %	7,6 %	11,7 %	11,8 %	11,9 %
ROE-%	19,8 %	17,1 %	16,0 %	9,9 %	14,7 %	22,2 %	20,6 %	19,3 %
ROI-%	15,8 %	12,6 %	11,5 %	9,4 %	12,7 %	19,2 %	18,8 %	18,6 %
Omavaraisuusaste	36,7 %	35,3 %	43,0 %	41,1 %	45,7 %	48,2 %	49,7 %	52,3 %
Nettovelkaantumisaste	73,6 %	108,0 %	71,7 %	61,1 %	42,0 %	29,4 %	12,5 %	0,9 %

Osakelukuja	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
EPS (oikaistu)	0,30	0,22	0,20	0,21	0,31	0,34	0,35	0,35
Kassavirta / osake	-0,87	-0,32	0,31	-0,45	0,37	0,38	0,57	0,55
Osinko / osake	0,10	0,10	0,12	0,12	0,16	0,22	0,26	0,30
Omapääoma / osake	1,08	1,17	1,17	1,39	1,44	1,62	1,74	1,83

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	215	274	264	264	251	Oma pääoma	89	112	119	133	144
Liikearvo	70	119	120	120	120	Osakepääoma	45	45	45	45	45
Aineettomat oikeudet	38	72	68	62	56	Kertyneet voittovarot	38	41	48	63	74
Käyttöomaisuus	76	71	65	72	65	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	26	7	5	5	5	Uudelleenarvostusrahasto	-3	-2	-2	-2	-2
Muut sijoitukset	4	5	4	4	4	Muu oma pääoma	8	27	27	27	27
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	Vähemmistöosuus	15	17	19	19	19
Laskennalliset verosaamiset	1	2	2	1	1	Pitkäaikaiset velat	81	79	80	75	75
Vaihtuvat vastaavat	41	54	63	72	96	Laskennalliset verovelat	7	14	13	14	14
Varastot	1	2	3	3	2	Varaukset	0	0	0	1	1
Muut lyhytaikaiset varat	1	2	0	2	2	Lainat rahoituslaitoksilta	71	63	65	60	60
Myyntisaamiset	26	35	37	38	38	Vaihtovelkakirjalainat	3	2	0	0	0
Likvidit varat	12	14	23	30	55	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	1	0	0
Taseen loppusumma	256	328	327	337	348	Lyhytaikaiset velat	72	120	109	109	110
						Lainat rahoituslaitoksilta	13	29	16	15	15
						Lyhytaikaiset korottomat velat	46	64	90	91	92
						Muut lyhytaikaiset velat	13	28	3	3	3
						Taseen loppusumma	256	328	327	337	348

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen 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/>

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.2.2017	Vähennä	5,40 €	5,42 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**