

Sanoma

Laaja raportti

01.5.2023 21:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ilmakuoppia opintopolulla

Sanoman tavanomaisesti vakaa ja ennustettava tuloskehitys ottaa lyhyellä tähtäimellä iskuja tulosta kolhivasta kustannusinflaatiosta. Odotamme yhtiön onnistuvan kompensoimaan tätä vahvan markkina-asemansa ansiosta etenkin oppimisliiketoiminnassa, mutta ennusteissamme marginaalien palautuminen vie aikaa useamman vuoden. Ennusteillamme lähivuosien tuotto-odotus rakentuu osinkotuotosta sekä lievästä arvostuksen nousuvarasta ja kipuaa hienoisesti tuottovaateen yläpuolelle. Ennustemuutoksien myötä laskemme tavoitehinnan 8,5 euroon (aik. 9,5 euroa) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Oppimisliiketoiminta määrittää tahdin

Sanoman liiketoiminnan painopisteen muutos kohti oppimisliiketoimintaa on edennyt viime vuosina sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti. Euroopassa huomattavasti laajentuneen oppimisliiketoiminnan kasvun seurauksena sen tuotot muodostivat hieman yli puolet Sanoman liikevaihdosta, mutta korkeamman kannattavuuden ansiosta niiden osuus yhtiön tuloksesta oli reilu 2/3 (2022). Näin ollen medialiiiketoiminnan rooli on kutistunut ja etenkin taantuvan painetun median merkitys yhtiön liiketoiminnalle on laskenut (2022: 23 %). Odotamme tulovirtojen painopisteen muutoksen jatkuvan lyhyellä tähtäimellä medialiiiketoiminnan kannattavuuspaineiden seurauksena, mutta myös pitkällä tähtäimellä epäorgaanisen kasvun painottaessa yritysostoja oppimisliiketoiminnassa myös tulevaisuudessa.

Kannattavuus kokee kolauksen kuluvana vuonna, odotamme asteittaista palautumista

Oppimisliiketoiminnan kasvupotentiaali asettuu arviomme mukaan 0-5 %:n haarukkaan, kun taas medialiiiketoiminnan kasvunäkymä on suhteellisen vakaa. Siten ennustamme yhtiön keskipitkän aikavälin kasvuvauhdiksi noin 2 %, mutta arvioimme yhtiön vauhdittavan kasvua yritysostoilla etenkin oppimisliiketoiminnassa jatkossakin. Lyhyellä tähtäimellä inflaatio painaa Sanoman kannattavuutta, joten odotamme kuluvan vuoden operatiivisen tuloksen (ilman PPA-poistoja) laskevan edellisvuodesta selvästi. Lähivuosina odotamme yhtiön kuitenkin pystyvän hintojen korotuksien ansiosta kampeamaan kannattavuuden uudelleen nousukäyrällä, minkä ansiosta odotamme lähivuosien tuloskehityksen olevan nousujohteista. Keskeisenä lyhyen ja keskipitkän tähtäimen riskinä pidämme marginaalipainetta, joka voi osoittautua odotuksiamme voimakkaammaksi, jos yhtiö ei onnistu hintojen korotuksissa ja/tai inflaatio säilyy korkeana. Pidemmän tähtäimen keskeiset riskit ovat mielestämme eritoten tavanomaisia yritysostoihin liittyviä riskejä.

Nykyhinta ei aseta odotusrimaa turhan korkealle

Kuluvan vuoden matalalla tulostasolla osakkeen arvostus on korkeahko (2023e oik. P/E 19x ja EV/EBITA 12x). Asteittain paraneva tulos ja velkaantuneisuutta sulattava kassavirta painavat arvostuksen kuitenkin maltillisiksi vuoden 2025 ennusteillamme (oik. P/E 12x ja EV/EBITA-kerroin 11x). Siten arvostuksen nousuvara taipuu lievästi positiiviseksi kurssiajuriiksi lähivuosina, kun taas lähes 5 %:n osinkotuotto muodostaa tuotto-odotuksen rungon. Kaiken kaikkiaan osakkeen tuotto/riski-suhde taipuu mielestämme positiiviseksi, vaikkakin lähivuosien tuotto-odotus on takapainotteinen ennusteissamme asteittain paranevan tuloksen ja laskevan velkaantuneisuuden vuoksi. Myös kassavirtamallin ja osien summa-laskelman muodostama arvostuksen viitekehys (7,7-10,2 e/osake) kuvastaa osakkeen hinnoittelun asettavan odotusriman maltilliselle tasolle.

Suositus

Lisää

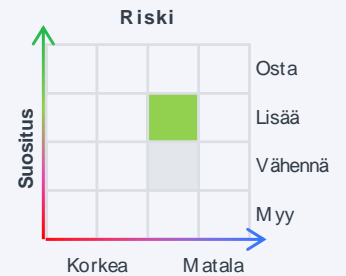
(aik. Vähennä)

8,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

7,88



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1298	1383	1427	1458
kasvu-%	4 %	7 %	3 %	2 %
EBIT oik. ilman PPA	189	171	185	194
EBIT-% oik.	14,6 %	12,4 %	12,9 %	13,3 %
Nettotulos	76,2	54,3	85,4	105,0
EPS (oik.)	0,65	0,42	0,52	0,63
P/E (oik.)	15,3	18,7	15,1	12,5
P/B	2,3	1,5	1,5	1,5
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	16,4	16,4	13,8	12,1
EV/EBITDA	7,5	6,5	5,8	5,6
EV/Liikevaihto	1,9	1,5	1,4	1,4

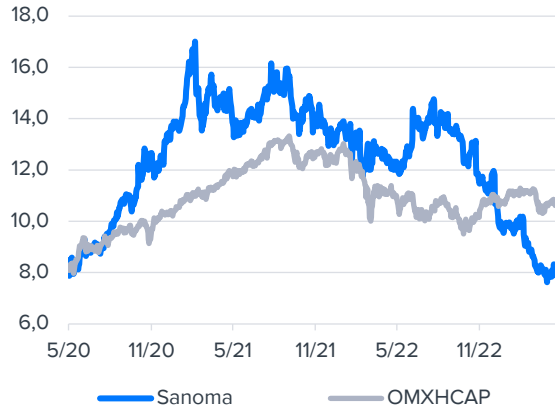
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

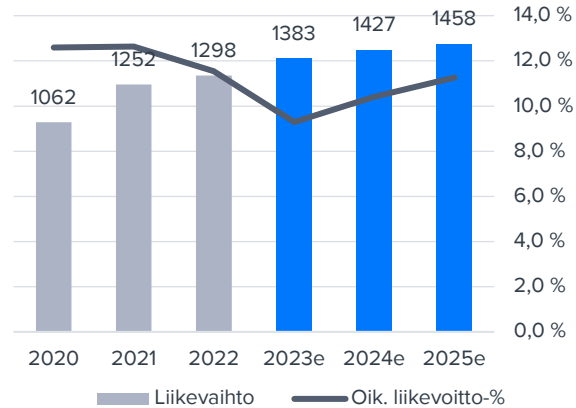
Vuonna 2023 Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,35–1,4 miljardia euroa (2022: 1,3) ja operatiivisen liikevoiton ilman PPA-poistoja odotetaan olevan 150-180 MEUR (2022: 189 MEUR).

Osakekurssi



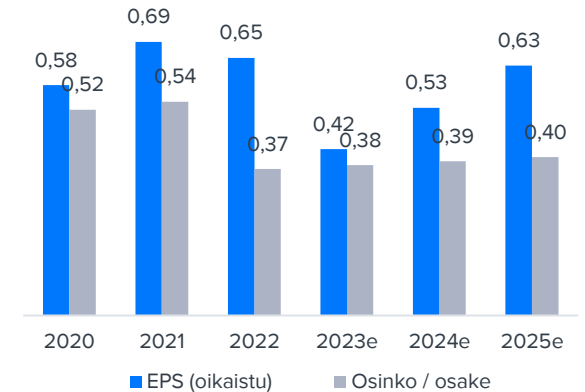
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digtuottojen ja palveluiden kasvu
- Liikevaihdon rakenteen parantuminen digituottojen ja oppimisliiketoiminnan kasvun myötä
- Oppimisliiketoimintojen hintojen korotuksien ja tehostuspotentiaalin marginaalipotentiali
- Toteutettujen yritysostojen tuomat synergiahädyt



Riskitekijät

- Painetun median trendinomainen supistuminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Talouskehitykseen liittyvät riskit
- Poliittiset riskit ja sääntelyyn liittyvät riskit

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,88	7,88	7,88
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163
Markkina-arvo	1287	1287	1287
Yritysarvo (EV)	2105	2050	1991
P/E (oik.)	18,7	15,1	12,5
P/E	27,3	17,0	13,5
P/B	1,5	1,5	1,5
P/S	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA (oik.)	6,5	5,8	5,6
EV/EBIT (oik.)	16,4	13,8	12,1
Osinko/tulos (%)	131,6 %	84,0 %	68,4 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,9 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - Learning	13-14
Learning	15-17
Toimialakatsaus - Media Finland	18-21
Media Finland	22-24
Taloudellinen tilanne ja kehitys	25-27
Ennusteet konsernitasonla	28-29
Sijoitusprofiili	31-32
Arvonmääritys	33-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Sanoma lyhyesti

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

1298 MEUR

Liikevaihto 2022

14,6 %

Operatiivinen liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja 2022

52 % / 70 % Learningin osuus liikevaihdosta ja operatiivisesta liikevoitosta ilman PPA-poistoja, 2022

18 % / 23 %

Mainosmyynnin/painetun median osuus liikevaihdosta, 2022

2016-2019

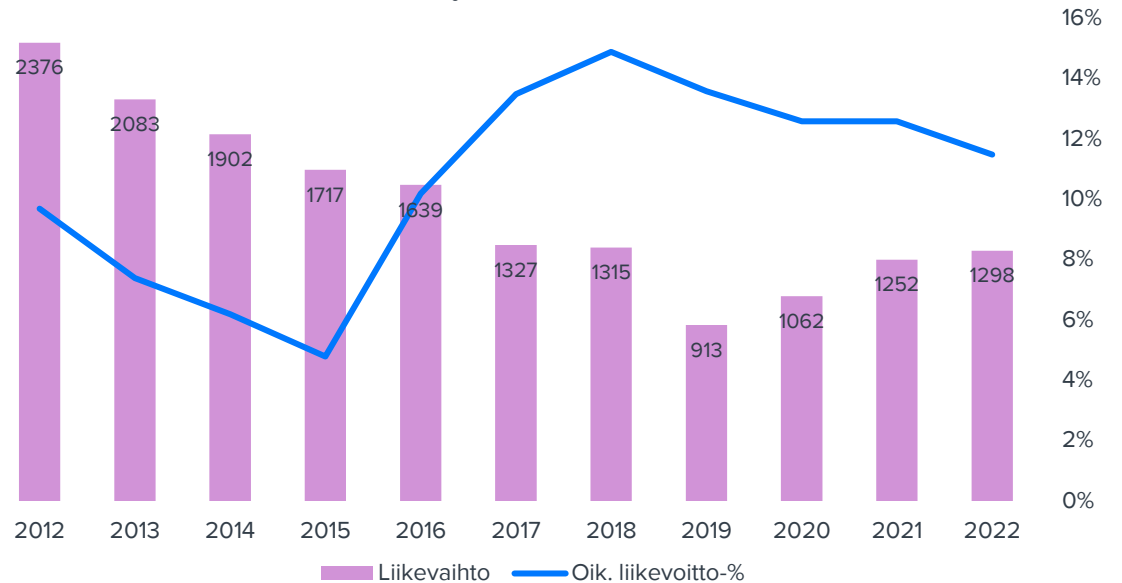
- Liiketoiminnan fokuoiminen, ei-synergisten liiketoimintojen myynti
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kannattavuus kääntyy huomattavaan nousuun
- Kassavirta paranee, velkaisuus laskee ja tase vahvistuu merkittävästi

2020-2022

- Liiketoiminnan painopiste siirtyy vahvemmin oppimisen liiketoimintaan Santillana- ja Pearson-yritysostojen myötä
- Alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan hankinta ja Oikotien myynti
- Pandemia rokotti medialiiketoimintaa hetkellisesti, kustannusinflaation voimakas nousu alkaa heijastua kannattavuuteen

2023-

- Toimintaympäristö on haastava etenkin voimakkaan kustannusinflaation vuoksi
- Lyhyellä tähtäimellä fokus operatiivisessa tehokkuudessa, Pearson-yritysoston integroinnissa ja oppimisliiketoiminnan digikehityksessä
- Yritysostojat jatketaan lähivuosina oppimisliiketoiminnassa pitkän aikavälin tavoitteiden mukaisesti



Sanoman liiketoimintamalli 1/3

Oppimiskokous ja medialiikeyrittämistä

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liikeyrittämisestä Learningista ja Media Finlandista koostuva oppimis- ja media-alan konserni. Yhtiöllä on oppimisen liikeyrittämiä 12 maassa, kun taas medialiikeyrittämistä harjoitetaan vain Suomessa.

Konsernin liikeyrittäminen oli 1298 MEUR vuonna 2022. Operatiivinen liikeyrittäminen ilman PPA-poistoa (jatkoissa operatiivinen liikeyrittäminen) oli 189 MEUR eli 14,6 % liikeyrittämisestä. Vastaavasti vuoden 2022 raportoitu liikeyrittäminen oli 112 MEUR, mikä vastaa 8,6 %:n liikeyrittämisessä.

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

Kaksi itsenäistä liikeyrittämistä

Learning-liikeyrittäminen koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liikeyrittäminen muodosti 52 % konsernin liikeyrittämisestä ja 70 % operatiivisesta liikeyrittämisestä vuonna 2022.

Sanoman toinen liikeyrittäminen, **Media Finland** on Suomen johtava media-yhtiö. Segmentin tuotot syntyvät pääasiassa sanoma-, uutis- ja aikakauslehtimedioiden tilaus-, sisältö- ja mainostuotoista, TV:n, radion ja niihin liittyvien

verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista. Lisäksi siihen lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista, markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysjulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2022 liikeyrittämisestä oli 48 % ja 30 % operatiivisesta liikeyrittämisestä.

Lisäksi yhtiö raportoi Muut toiminnot segmentin alla konsernin muut, liikeyrittäminen-segmenteille allokoimattomat kulut.

Neljä tuotokomponenttiä

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

1) Oppimisen tuotot (2022: 52 % liikeyrittämisestä) koostuvat kokonaan Learning-segmentin digitaalisten ja painettujen oppimateriaalien (sis. jakelun) sekä digitaalisten oppimis- ja opetuslustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori, ja erityisesti peruskoulut, lukiot sekä ammattikoulut (K12). Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtämällä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä Q2:lle ja etenkin Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoma-konsernin tuottoihin ja kassavirtaan voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti maakohtaisesti. Tämän taustalla on

Sanoman liikeyrittämistarakenne 2022

Sanoma-konserni	
Liikeyrittäminen 1298 MEUR	
Liikeyrittäminen (oik. ilman PPA-poistoa) 189 MEUR	
Media Finland	Learning
Lv. 618 MEUR EBIT* 66 MEUR EBIT-% 10,7 %	Lv. 681 MEUR EBIT* 132 MEUR EBIT-% 19,4 %
<ul style="list-style-type: none">• Sanomalehdet• Verkkomedia• TV & Radio• Aikakauslehdet• Festivaalit• Muut palvelut	<ul style="list-style-type: none">• Oppimateriaalit• Digitaaliset oppimis- ja opetuslustoat• Oppimateriaalien jakelu

Liikeyrittämisjärjelyn jakautuma 2022



Liikeyrittäminen* jakautuma 2022



* Operatiivinen liikeyrittäminen ilman PPA-poistoa

Sanoman liiketoimintamalli 2/3

oppimiskorjausten kysyntä, jota ohjaa tyypillisesti 5-10 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetusuunnitelmauudistukset. Learningin kasvun ja maantieteellisen laajentumisen ansiosta tuottojen vuosien välinen heilunta on koko liiketoiminnan tasolla maltillista, sillä maiden opetusuunnitelmien uudistukset eivät ajoitu samoille vuosille.

2) Median sisältötuotot (2022: 22 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu+) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 19 % ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vain 3 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

3) Media mainostuotot (2022: 18 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtien, tv- ja radiokanavien ja niihin liittyvien verkkopalvelujen mainos- ja ilmoitustuotoista. Digitaalisen median sekä TV- ja radiomainonnan osuus mainostuotoista oli arviomme mukaan noin 75 % vuonna 2022 ja siten se on selkeästi painettua mediaa suuremmissa roolissa. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

4) Muut tuotot (2022: 7 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen

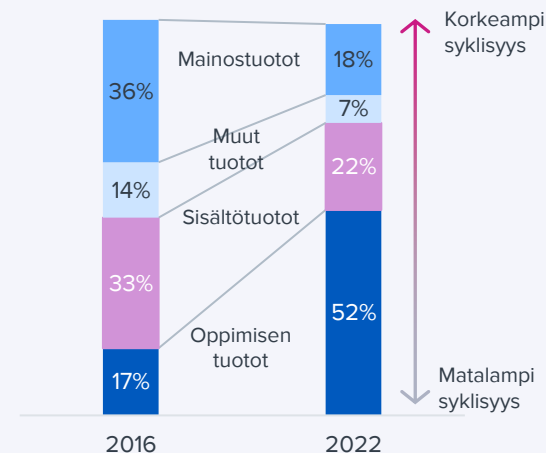
asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta merkittävän osan Muista tuotoista muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista pääosa tulee kuluttajilta. Muut tuotot olivat vuonna 2022 edellistä kahta koronapandemian rasittamaa vuotta suuremmat, mutta ymmärryksemme mukaan historiallista tasoa hieman pienemmät.

Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli 23 % vuonna 2022. Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Muun kuin painetun median median tuottojen osuus (sis. lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta oli 25 % vuonna 2022.

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

Sanoman liikevaihdon jakauma, 2022



Trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

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

Sanoman liiketoimintamalli 3/3

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen, vaikka lyhyellä tähtämellä voimakas inflaatio onkin osoittanut äkillisten hintojen korotusten haastavuuden.

Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen syklisten tuottojen osuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä yli ajan varsin hyvä ja ennustettava operatiivinen kassavirta. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

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

Ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista muodostuvien tulojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2022 72 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaina ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja

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

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvän hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoitavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine ovat kuitenkin heikentäneet paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan muutosvauhti on kuitenkin jossain määrin tasoittunut, kun suuremmat mediatilat ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta. Hinnoitteluvoimaa on kuitenkin viime aikoina testannut erityisellä tavalla korkealle kohonnut kustannusinflaatio, minkä vieminen hintoihin on toistaiseksi ollut haastavaa.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävä osin kiinteää. Painetun median taantumisen johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun

median osalta arviomme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaansa. Arviomme mukaan tätä heijastellen Sanoma luopui Savon sanomalehtipainosta alkuvuodesta 2022.

Voimakkaasti kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus korkeampi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia.

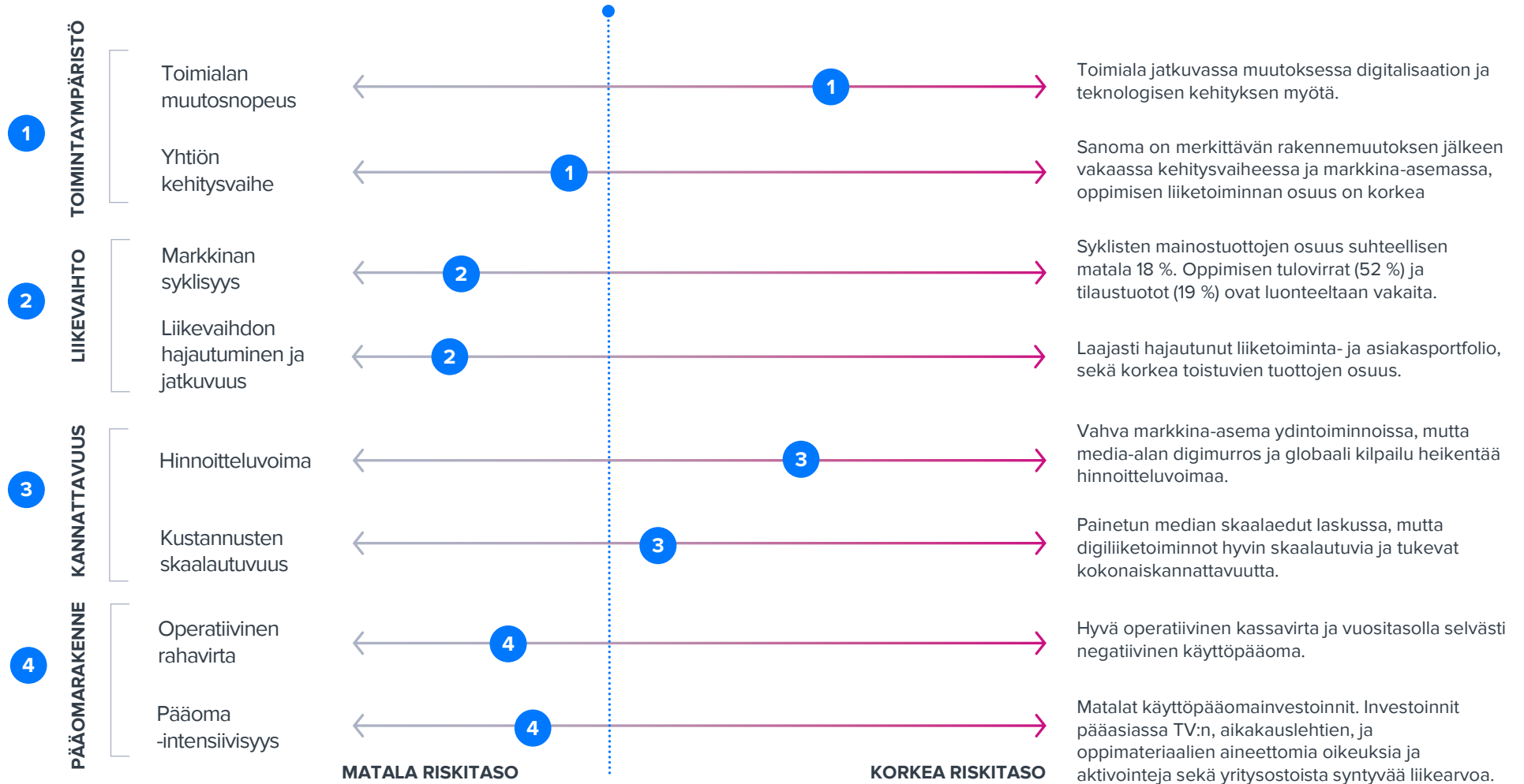
Käyttöpääoma vahvistaa operatiivista rahavirtaa

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen. Näiden lisäksi liiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa.

Liiketoiminnan painottuminen aiempaa voimakkaammin oppimisliiketoimintaan kuitenkin laskee negatiivista käyttöpääomaa suhteellisesti ja tällä hetkellä investoinnit oppimisliiketoimintaan ovat hieman koholla. Näin ollen Sanoman vapaa rahavirta suhteessa operatiiviseen tulokseen laskee vuonna 2022 tavanomaista heikommalle tasolle. Lyhyellä tähtämellä se myös pysyy arviomme mukaan matalammalla tasolla, sillä operatiivinen tulos on paineessa ja hybridilainaa kohottaa muutenkin nousussa olevia rahoituskustannuksia.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Sanoman liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sanoman strategia

Ei erillistä konsernitason strategiaa

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

Konsernitason kehityssuunnat

Sanoma-konsernin kehitystä on ohjattu viime vuodet strategisiin tavoitteisiin verrattavissa olevien kehityssuuntien kautta. Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö sai päätökseen vuonna 2015 alkaneen merkittävän rakennemuutosvaiheen, jonka aikana Sanoma fokusoitui markkinoidensa johtavissa asemissa oleviin ydinliiketoimintoihin, yksinkertaisti liiketoimintarakennetta sekä toteutti mittavat kustannussäästö- ja tehostusohjelmat. Kehitysvaihetta voi pitää voimakkaasta liikevaihdon laskusta huolimatta onnistuneena, sillä se paransi merkittävästi yhtiön kannattavuutta ja kassavirtaa. Tämän ansiosta yhtiö on myös voinut allokoida pääomaa merkittävästi liiketoiminnan rakennetta muokkaaviin yritysostoihin ja etenkin oppimisen liiketoimintaan. Tämä on kasvattanut liikevaihdon toistuvuutta, mikä on selvästi laskenut liiketoiminnan riskiprofiilia ja kysynnän riippuvuutta talouskehityksestä.

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on

näkemyksemme mukaan ydinliiketoimintojen skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, kustannusinflaation vaikutusten hallinnassa ja kassavirran vahvistamisessa. Toteutettujen yritysostojen osalta yhtiö on saanut integraatiot valmiiksi ja kustannussynergiat valtaosin ulosmitattua, mutta tämä prosessi on vielä kesken Pearson-yritysoston osalta.

Yritysostot ovat olennainen osa strategiaa

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

Kohonnut velkaantuneisuus huomioiden emme odota lyhyellä tähtämellä yritysostoja vuonna 2023. Mutta jatkossakin yritysostot painottuvat arviomme mukaan erityisesti Learning-segmenttiin, jossa pyritään laajentumaan uusille markkinoille niin maantieteellisesti kuin myös palvelutarjonnan osalta, vahvistamaan skaalaetuja ja markkina-asemaa. Media Finland taas voisi arviomme mukaan toteuttaa pääasiassa pieniä, arvoketjua ja skaalaetuja vahvistavia yrityskauppoja.

Taloudelliset tavoitteet

Sanoman pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka ovat:

1. Velkaantuneisuus: Nettovelan ja oik.

käyttökatteen suhdeluku alle 3,0x.

2. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste 35-45 %.

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

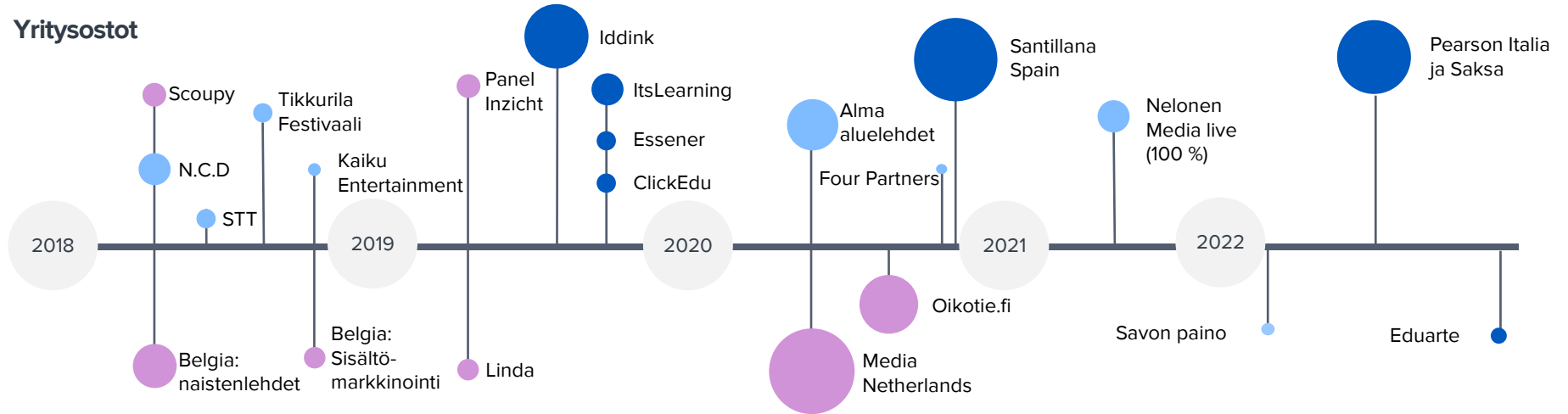
Lisäksi Sanoma tavoittelee konserniliikevaihdon kasvattamista yli 2 miljardiin vuoteen 2030 mennessä siten, että yli 75 % sen liikevaihdosta tulee oppimisliiketoiminnasta.

Viimeisten raportoitujen lukujen (Q4'22) valossa velkaantuneisuus (3,2x) ylitti tavoitetason ja vakavaraisuus (36 %) oli tavoitehaarukan alarajalla. Yhtiö laski liikkeeseen 150 MEUR:n hybridilainan maaliskuussa 2023, minkä ansiosta odotamme yhtiön täyttävän molemmat tavoitetasot kuluvan vuoden lopussa.

Sanoma on painottanut osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Kasvavan osingon ura kuitenkin katkeaa keväällä 2023, sillä heikentyneen vapaan rahavirran ansiosta yhtiö leikkaa osinkoaan. Vuodelta 2022 jaettava osinko on 93 % Pearson-yritysostolla ja kertaluonteisella erällä oikaistusta vapaasta rahavirrasta.

Kaiken kaikkiaan pidämme Sanoman taloudellisia tavoitteita perusteltuina ja vakaana kehitystä painottavina, ja ne sopivat hyvin yhtiön nykyiseen liiketoimintaprofiiliin, jossa taantuva perinteinen media tuottaa edelleen hyvää kassavirtaa ja yritysostot, kasvavat digitaaliset tuotot sekä synergiat tuovat tuloskasvua. Yhtiö on myös antanut segmenteille omat taloudelliset tavoitteet, joita käsittelemme erillisissä segmenttikohtaisissa osioissa.

Sanoman yrityskaupat 2018-2022 ja segmenttien M&A-strategia



Yritysmyyntit

● Learning ● Media Finland ● Lopetetut liiketoiminnot

Lähde: Sanoma
Pallon väri ilmentää, mihin liiketoiminta-alueeseen yhtiö lukeutuu/lukeutui

Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Learning

- M&A:n merkitys korkea
- Yritysostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytännöt (K12) ja niihin liitännäiset markkinat
- Skaalaetujen ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoiminnoissa
- Arvoketjussa laajentuminen nykyisillä markkina-alueilla
- Laajentuminen maantieteellisesti uusiin kohtamaitiin Euroopassa

Media Finland

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus arvoketjun täydentämisessä ja kasvun vahvistamisessa
- Mahdollisesti pieniä täydentäviä yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Portfolion kehittämiseksi voidaan tehdä pieniä yritysmyyntejä

Sanoman strateginen kehitys

2017
-
2019

2020
-
2022

2023-

Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

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

Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liikevaihto laskenut rakennejärjestelyjen myötä merkittävästi, mutta myös riskitaso maltillisempi
- Liiketoimintarakenne fokuoituneempi ja kannattavampi, painopiste siirtynyt Oppimisliiketoimintaan
- Kannattavuus noussut hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2022: oper. EBIT-% 14,6 %)
- Yritysostojen myötä velkaantuminen on kohonnut selvästi ja on tavoitetason yläreunalla

Merkittäviä yritysjärjestelyjä molemmissa liiketoiminnoissa

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa pandemiasta huolimatta
- Oikotien divestointi
- Median rakennemurros jatkui, ja pandemia kiihdytti digitaalisen median kasvua samalla voimistaen printin laskua
- Santillana- ja Pearson-yrityskaupat oppimisliiketoiminnassa ja medialiiketoiminnoissa Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto
- Voimakas kustannusinflaatio alkoi purra kannattavuuteen

Lähtulevaisuus 1-2v

- Fokus Pearson-yritysoston integroimisessa, operatiivisessa tehokkuudessa, hintojen korotuksissa ja kustannusten nousun hillitsemisessä
- Investoinnit oppimisliiketoiminnan digitaaliseen kehitykseen jatkuvat ja kohottavat orgaanisia investointeja lievästi
- Oppimisliiketoiminnan epäorgaaninen kasvu jatkuu, vaikkakin optimitalanteessa vasta taseaseman vahvistuttua nykyisestä

Kannattavuuden ja taseaseman vahvistamista ennen seuraavia yritysostoja

- Kannattavuuden ja kassavirran vahvistamista ja kustannusinflaatiota vastaan kamppailua
- Maantieteellinen sekä tuote- ja palveluportfolion laajentaminen Learningissa jatkuu
- Median rakennemurros jatkuu ja näin ollen myös medialiiketoiminnan painopisteen siirtyminen kohti digitaalisia tuotteita ja palveluita jatkuu
- Learning liikevaihdon konvertointi tilausmallia kohti

Pitkä aikaväli

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

Toimialakatsaus - Learning 1/2

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

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

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

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja koulutusjärjestelmien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 5-10 vuoden sykleissä. Näiden syklien muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkän aikavälin trendikasvu on maltillista.

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

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

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

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

Oppimateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimisyhtiöiden liikevaihdon muodostavien oppimateriaalimarkkinoiden ja digitaalisten oppimateriaalien osuus opetuksen kokonaismenoista on Sanoman mukaan vain noin

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus - Learning 2/2

3 % yhtiön markkina-alueilla. Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä painettujen oppimateriaalien käyttö vähenee ja ikäluokat pienenevät. Oppimateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista sen pohjalta, mitkä toimijat kykenevät investoimaan digitaalisiin ratkaisuihin. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja kyky investoida tänne.

Oppimisolustojen näkymät

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

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

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, mikä hajauttaa päätöksenteon laajalle joukolla. Tästä syystä markkinalle tulon kynnyks on erittäin korkea ja kilpailu käydään pitkälti paikallisten toimijoiden kesken. Lisäksi alan toimijoiden määrä on tyypillisesti melko pieni, sillä kannattava oppimateriaalien kustannustoiminta vaatii suhteellisen suurta mittakaavaa.

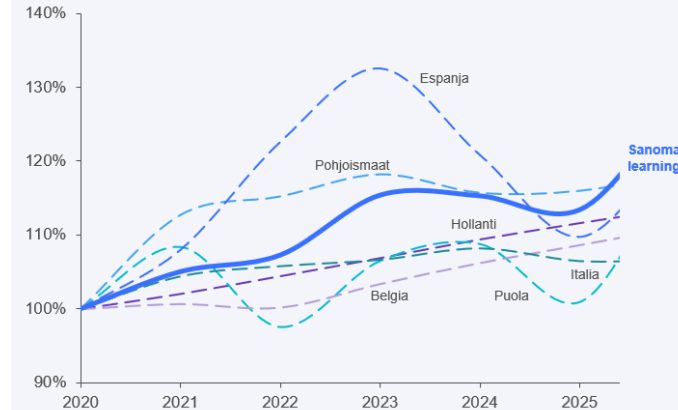
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta.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

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

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

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

Oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



Sanoma Learning 1/3

Learning on Sanoman suurempi segmentti

Yrityskauppojen seurauksena Learning-segmentistä on kasvanut liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti. Sanoma Learningin liikevaihto vuonna 2022 oli 681 MEUR eli 52 % Sanoman liikevaihdosta. Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti (2022 operatiivinen liikevoitto 132 MEUR eli 70 % Sanoman operatiivisesta liikevoitosta).

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

Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen oppimateriaali- ja oppimiskäsitteemarkkinoilta.

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta 70 % syntyi vuonna 2022 sisällöstä, mikä kattaa sekä painetun että digitaalisen sisällön. Tämä on Learningin tuottolähteistä myös kannattavinta liiketoimintaa, sillä sen kannattavuus on Sanoman mukaan segmenttitaso kannattavuuden yläpuolella. Vastaavasti 15 % liikevaihdosta tuli vuonna 2022 materiaalien jakelusta ja toinen 15 % jakaantui opetusalojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken. Jakelun- ja digitaalisten alustojen kannattavuus taas on keskimääräistä kannattavuutta matalampi ja arviomme mukaan

etenkin jakeluliiketoiminnan kannattavuus on kärsinyt merkittävästi kustannusinflaatiosta.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminnasta yli 90 % tulee markkinoilta, joissa sillä on laaja palvelutarjonta ja joissa se on markkinan kolmen suurimman toimijan joukossa. Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan oppimateriaalien kustantajana, kehittäjänä sekä jakelijana ja alalle tulon esteisiin.

Sanoma Learningin yhtiöitä ovat mm. Sanoma Pro Suomessa, Nowa Era Puolassa, Van In Belgiassa, Malmberg Hollannissa, Sanoma Utbildning Ruotsissa, Iddink Hollannissa, Belgiassa sekä Espanjassa, Santillana Espanjassa, Sanoma Italia Italiassa ja STARK Saksassa.

Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat vertailukelpoisen liikevaihdon 2-5 %:n vuotuinen kasvu sekä oikaistu liikevoitto-% ilman PPA-poistoja yli 23 %. Lisäksi konsernitason yli 2 miljardin liikevaihtotavoitteesta vuonna 2030. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiön tavoitteena on yli kaksinkertaistaa Learningin kokoluokka kuluva vuosikymmenen loppuun mennessä.

Kasvu Learning tavoittelee organisesti opetus suunnitelmien uudistuksien myötä sekä kasvavan digitaalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa kohdennettuja investointeja sisältöön ja digitaalisiin alustoihin. Oluennaisena kasvun ajurina tulee arviomme mukaan toimimaan myös jatkossa yritysostot.

Learning lyhyesti, 2022

681 MEUR (2021: 637 MEUR)

Liikevaihto 2022

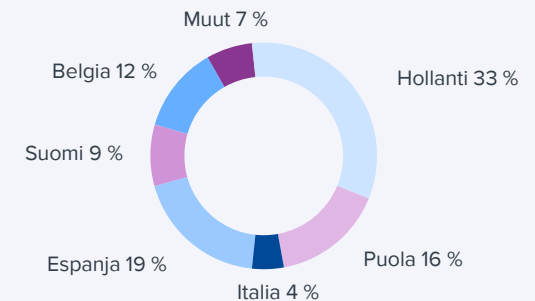
19,4 % (2020: 21,0 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%*

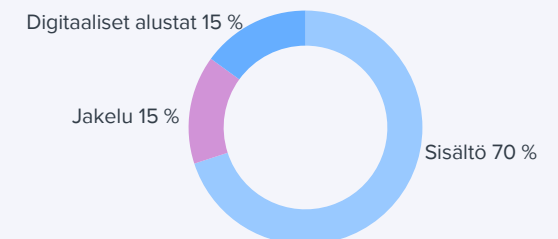
~ 17 %:n markkinaosuus

Euroopan 4-5 miljardin K12-markkinoilla

Liikevaihto maittain, 2022



Liikevaihto tuotelajeittain, 2022



Lähde: Inderes, Sanoma

*Operatiivinen liikevoitto ilman hankintamenojen poistoja

Sanoma Learning 2/3

Opetusyksien vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästikin segmentin liikevaihdon kehitykseen (ks. s. 14 graafi). Esimerkiksi Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen odotetaan kasvattavan liikevaihtoa edelleen kuluvana vuonna ja myös Puolan markkina palaa kasvuun uuden opetussuunnitelmauudistuksen myötä vuonna 2023.

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

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

Lähi vuosien ennusteet

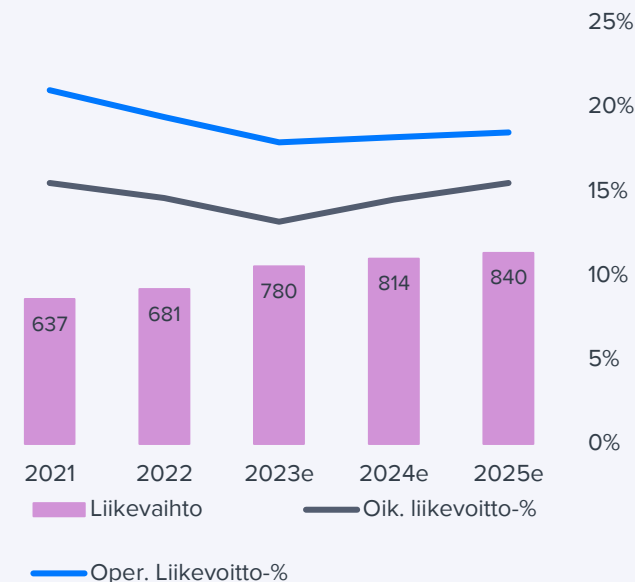
Ennustamme Learning-segmentin raportoidun liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 14 %, mistä

valtaosa muodostuu ostettujen Pearson-liiketoimintojen tuomasta kasvusta Italiassa. Orgaanista kasvua odotamme avittavan etenkin Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen tuoma kasvu sekä myös hintojen korotukset, kun taas korkean inflaation myötä heikosti kannattavammasta Hollannin jakeluliiketoiminnan kilpailutuksista pois jättäytyminen hidastaa orgaanista kasvua lievästi. Näitä tekijöitä heijastellen odotamme liikevaihdon orgaanisen kasvun yltävän 4 %:iin. Siten ennusteemme vuoden 2023 liikevaihdoksi on 784 MEUR (2022: 681 MEUR).

Vuonna 2024 odotamme liikevaihdon kasvun saavan tukea edelleen hintojen korotuksista, sillä Sanoma on kertonut, että viime aikaisen hintojen nousun vieminen hintoihin vaatii 1-2 vuotta. Näin ollen suhteellisen vakaasta volyyminäkymästä huolimatta vuoden 2024 liikevaihto kasvaa ennusteissamme reilu 4 % 814 MEUR:oon. Edelleen vuonna 2025 odotamme liikevaihdon kasvavan reilu 3 % 852 MEUR:oon, minkä taustalla on niin ikään jokseenkin kokonaisuutena vakaa markkinanäkymä, mutta oletus edelleen inflaation myötä tehtävistä hintojen korotuksista.

Ennustamme Learningin vuoden 2023 operatiivisen liikevoiton kasvavan 6 % kohoavaa kustannustasoa mukailen. Tuloskasvua ajaa epäorgaaninen kasvu eli Pearson-yritysosto, kun taas orgaanisesti odotamme operatiivisen tuloksen laskevan laaja-alaisen kustannusinflaation seurauksena. Näin ollen vuoden 2023 operatiivinen liikevoitto nousee ennusteissamme 139 MEUR:oon, mikä vastaa 17,9 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia. Vastaava vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton

Learningin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	637	681	780	814	858
Operatiivinen liikevoitto	133,9	131,8	139,2	148	155
Liikevoitto oik.	101,6	99,4	103,2	118	130,2
Liikevoitto	90,5	67,2	85,2	112	126,2
Kertaluonteiset erät	-11,1	-32,2	-18	-6	-4
Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	27,3 %	6,9 %	14,5 %	4,4 %	3,2 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	39,6 %	-1,6 %	5,6 %	6,3 %	4,8 %
Oper. Liikevoitto-%	21,0 %	19,4 %	17,9 %	18,2 %	18,5 %
Oik. Liikevoitto-%	15,5 %	14,6 %	13,2 %	14,5 %	15,5 %
Liikevoitto-%	14,2 %	9,9 %	10,9 %	13,8 %	15,0 %

Sanoma Learning 3/3

ennusteemme on 18,2 %, mikä vastaa 148 MEUR:n operatiivista liikevoittoa. Vuoden 2024 kannattavuusennusteessamme odotamme hintojen korotuksien tuovan tulokuntoon operatiivista vipua, mikä tarkoittaa että 6 %:n tuloskasvuvauhti ylittää volyymikasvun. Näin ollen odotamme Learningin saavan kurottua kustannusinflaation aiheuttamaa tulospudotusta kiinni vuonna 2024. Näitä tekijöitä mukailen myös vuoden 2025 operatiivisen kannattavuuden ennusteemme kohoaa 18,5 %:iin ja siten operatiivinen vipu toimii oikeaan suuntaan myös vuoden 2025 ennusteissamme.

Ennusteiden epävarmuustekijät

Positiivisena riskinä ennusteillemme pidämme kasvua kiihdyttäviä yritysostoja ja odotuksiamme voimakkaammin kohoavaa kannattavuutta, mikä arviomme mukaan edellyttäisi odotuksiamme voimakkaammin kasvua tuovia hintojen nousua tai selkeitä tehostustoimia. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta tuo opetussuunnitelmauudistuksien ajoitukset ja korkean inflaation jatkuminen, mikä taas voisi pitää yllä odotuksiamme suurempaa painetta Learningin kannattavuuteen.

Learning arvostus

Olemme identifioineet Learning -segmentille seitsemän listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei mielestämme kokonaisuutena toimi tällä hetkellä relevanttina mittatikkuna Learningille. Arviomme mukaan vertailuryhmän toimijoista Pearson, John Wiley & Sons Inc ja Wilmington soveltuvat arvostuksen vertailuun parhaiten ja olemmekin haarukoineet Learningin hyväksyttävän arvostuskertoimen näiden vuosien 2023 ja 2024

keskimääräisestä EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat 13 ja 11x. Learningin vuosien 2023 ja 2024 operatiivisen liikevoiton ennusteillamme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi noin 1538-1803 MEUR. Pidämme verrokkiyhtiöiden kuluvaan vuoden absoluuttisia arvostuskertoimia perusteltuina, mutta ensi vuoden arvostuskerroin painuu mielestämme jo maltilliseksi, kun huomioidaan Sanoman oppimisliiketoiminnan vakaa ja ennustettava kysyntä sekä kannattavuustaso.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös peilata Santillana Spain ja Pearson -yritysostojen arvostuskertoimiin. Santilla-kaupan yritysarvo (EV) oli 465 MEUR ja ostetun kohteen keskimääräinen operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja vuosina 2018-2020 oli 34,6 MEUR. Näin ollen kaupan EV/EBITA-kerroin oli 13,4x. Ennustamme Learningin vuoden 2023 operatiivisen liikevoiton olevan 139 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1865 MEUR. Pearson-kaupan EV oli 190 MEUR ja vuosien 2020-2021 keskimääräinen operatiivinen liikevoitto (ilman PPA-poistoja) oli 17,5 MEUR, mikä tarkoittaa noin 10,9 EV/EBITA-kerrointa. Tämä antaisi Learningin arvoksi 1511 MEUR.

Learningin arvo on edellä esiteltyjen menetelmien keskiarvolla laskettuna 1691 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus ei ole muuttunut olennaisesti edellisestä laajasta päivityksestä (2022 arvio: 1696 MEUR). Tämän taustalla on se, ettei ennusteissamme tai verrokkien arvostuskertoimissa ole tapahtunut merkittävää muutosta, kun epäorgaaninen kasvu on paikannut kustannusinflaation aiheuttamaa tulospainetta.

Learning verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		23e	24e	23e	24e
Bloomsbury Publishing PLC	389	11,3	10,6	1,3	1,3
Pearson PLC	7642	12,4	11,1	1,8	1,8
John Wiley & Sons Inc	2648	16,7	11,0	1,4	1,3
Wilmington PLC	254	9,8	9	1,9	1,8
Koninklijke Brill NV	47	7,9	7,9	0,9	0,9
2U Inc	1048	15,6	14,4	0,9	0,9
Chegg Inc	2087	14,6	13,4	3,0	2,9
Keskiarvo		12,6	11,1	1,6	1,6
Mediaani		12,4	11,0	1,4	1,3

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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

muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta. Mainonnan kokonaisuutena kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologioiden käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaisuudesta (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2022.

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

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Digitalisaatio



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

Suhdannekehitys



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

Teknologinen kehitys



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

Sääntely ja kulttuuri



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

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus - media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa ja vuonna 2022 kasvu ylsi 10 %:iin. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut pitämään Helsingin Sanomien kokonaistilaajamäärän lievässä kasvussa viime vuosina ja tällä hetkellä Helsingin Sanomien tilaajia on yli 430 tuhatta. Digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut noin 85 %:iin kokonaistilaajien määrästä.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten

digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vauhdittanut liittynyt keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitaustuottojen kehitys on ollut käsitteemme mukaan suhteellisen vaisua.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

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

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

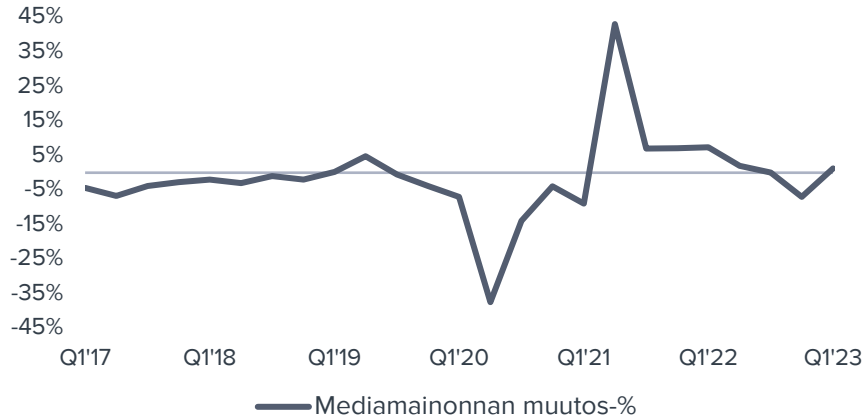
Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

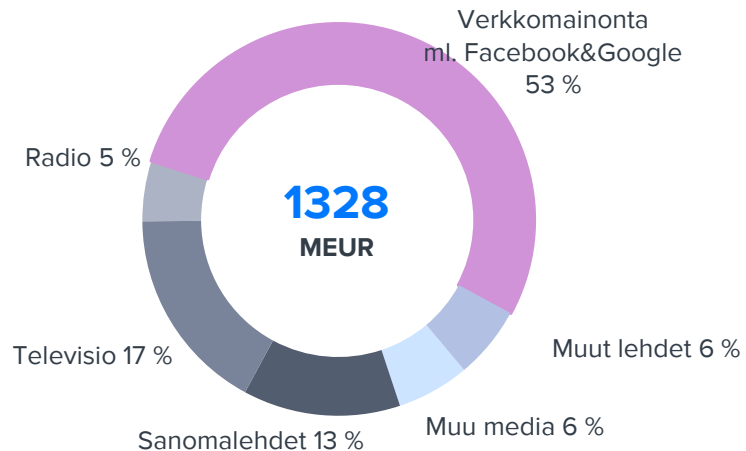
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

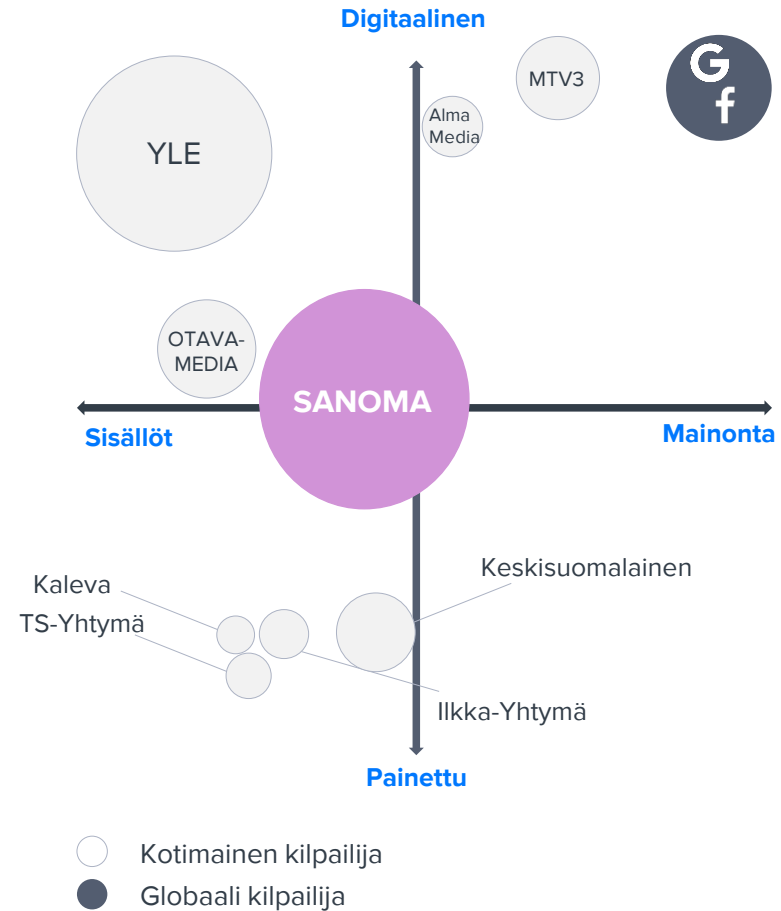
Suomen mediamainonnan kehitys



Suomen mediamainonnan jakauma, 2022



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä *



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

* Havainnollistava kuvio perustuen Inderesin arvioihin niiltä osin, kun tietoja ei ole saatavilla

Media Finland 1/3

Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 618 MEUR vuonna 2022, mikä vastasi 48 % Sanoman liikevaihdosta. Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (operatiivinen liikevoitto 66 MEUR eli 30 % Sanoman operatiivisesta liikevoitosta).

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

Media Finland on Suomen suurimpia kaupallisia mediayhtiötä sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,33 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 18 % koko markkinasta.

Tuotot laajasti hajautuneet - painetun median painoarvo edelleen melko suuri

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

Sisältötuotot ovat nousseet Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2022 noin 48 % (2021: 47 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä 86 % ja irtonumeromyynnin vain vajaa 14 %. Arviomme mukaan tällä hetkellä sisältötuotoista merkittävä osa syntyy painettujen ja digitaalisten sanomalehtien sisältötuotoista, vaikka videopalveluiden (Ruutu.fi ja Supla) tilaustuotot ovat olleet myös pidemmällä tähtäimellä kasvussa.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2022 38 % segmentin liikevaihdosta (2020: 40 %). Arviomme mukaan mainostuotoista karkeasti 75 % tuli vuonna 2022 vakaammin kehittyvistä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui noin 25 % tuotoista.

Muut liiketoiminnan tuotot muodostivat vuonna 2022 segmentin liikevaihdosta lähes 16 % (2021: 13%). Koronapandemia painoi voimakkaasti muita tuottoja vuosina 2020-2021, eikä tämä käsityksemme mukaan yltänyt täysin koronapandemiaa edeltäneelle tasolle myöskään vuonna 2022. Siten muut-liiketoiminnan suhteellinen osuus olisi normaalissa toimintaympäristössä vielä lievästi suurempi. Muista tuotoista osan muodostavat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisu- ja painopalvelut.

Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

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

Media Finland lyhyesti, 2022

618 MEUR (2021: 615 MEUR)

Liikevaihto 2022

10,6 % (2021: 11,9 %)

Kannattavuus 2022, operatiivinen liikevoitto-%

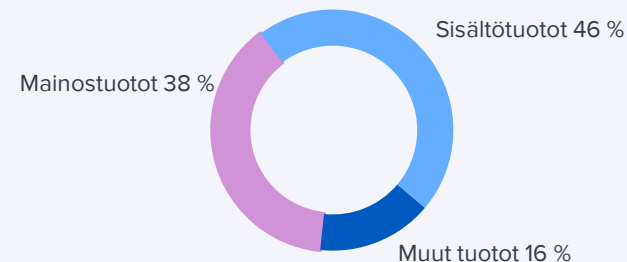
52 % / 48 %

Muun kuin painettujen median tuottojen osuus/
painetun median tuottojen osuus, 2022

#1 ja #2 markkina-asema

Uutismedia, aikakauslehdet, TV & Radio, tapahtumat

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2022



Media Finland 2/3

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

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

Lähivuosien ennusteet

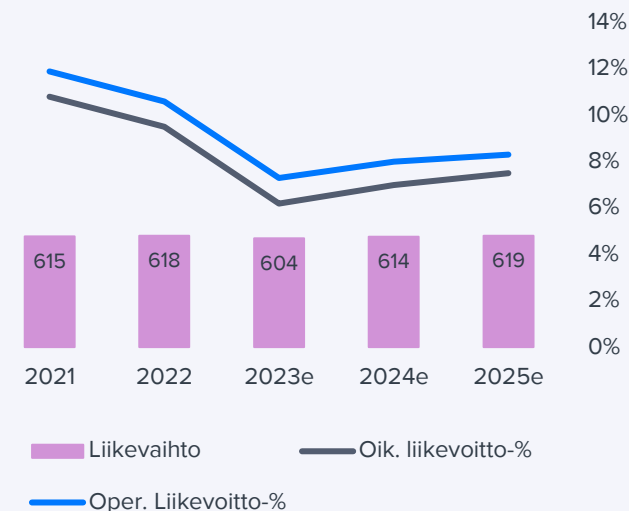
Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon laskevan vuonna 2023 2 % 604 MEUR:oon heijastellen odottamaamme mainonnan, irtonumeromyynnin ja tilaustuottojen laskua. Vastaavasti vuonna 2024 odotamme mainosmyynnin elpävän talouskasvukuvan piristymisen seurauksena.

Odotamme myös tilaustuottojen yltävän lievään kasvuun vuonna 2024, kun taas irtonumeromyynnin lasku edelleen jarruttaa kasvua. Siten vuoden 2024 ennusteissamme liikevaihto kasvaa 1,5 % 614 MEUR:oon. Vuoden 2025 liikevaihdon ennustamme kasvavan vajaan 1 %:n 619 MEUR:oon, mikä heijastelee nykyisen liiketoimintaportfolion pidemmän tähtäimen kasvukuvaa.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2023 operatiivisen liikevoiton laskevan noin kolmanneksen ja yltävän 44,2 MEUR:oon, mikä vastaa 7,3 %:n operatiivista liikevoittoa. Kannattavuutta painaa sekä korkeakatteisen mainosmyynnin liikevaihdon lasku, että laaja-alainen kustannusinflaatio, mikä heikentää etenkin painetun median kannattavuutta. Tämän taustalla on jakelu- ja painokustannusten merkittävä nousu. Vuonna 2023 odotamme kannattavuuden nousevan piirun verran (operatiivisen liikevoiton kasvu 2 %), ennustamaamme kustannuspaineen hellittämistä heijastellen.

Vuoden 2024 operatiivisen liikevoitto-%:n odotamme kipuavan 8 %:iin ja siten operatiivisen liikevoiton yltävän 48,9 MEUR:oon. Kannattavuusparannuksen ajurina toimii mainonnan kasvu, minkä ansiosta ennustamamme kasvu valuu hyvällä vivulla tulokseen vuonna 2024. Lähihistorian tasolle emme odota kannattavuuden kuitenkaan kipuavan, minkä taustalla on edelleen kustannuksia nostava inflaatio (etenkin palkat). Samaa kokonaiskuvaa sekä asteittain digitalisoituvia tilaustuottoja mukailien odotamme vuoden 2025 operatiivisen tuloksen kasvavan 8 % ja yltävän 51,4 MEUR:oon. Tämä vastaa 8,3 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia.

Media Finlandin ennusteet



Media Finland ennusteet

Tuloslaskelma (MEUR)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	615	618	604	614	619
Oper. Liikevoitto	73,5	65,8	44,2	48,9	51,4
Liikevoitto oik.	66,7	58,9	37,4	42,9	46,4
Liikevoitto	60,6	54,3	33,9	-39,4	42,9
Kertaluonteiset erät	-6,1	-4,6	-3,5	-3,5	-3,5
Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	9,3 %	0,5 %	-2,2 %	1,5 %	0,8 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	10 %	-10,5 %	-32,9 %	10,8 %	5 %
Oper. Liikevoitto-%	11,9 %	10,6 %	7,3 %	8,0 %	8,3 %
Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	9,5 %	6,2 %	7,0 %	7,5 %
Liikevoitto-%	9,9 %	8,8 %	5,6 %	6,4 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Media Finland 3/3

Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia ripeämmän digitaalisen mainonnan kasvun lähivuosina ja/tai tehostustoimet. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti odota Media Finlandissa olevan merkittävää potentiaalia tehostuksille historiassa tehtyjen tuntuvien toimenpiteiden jälkeen. Negatiivisena riskinä pidämme Suomen talouskasvuun ja sitä kautta mainonnan kehitykseen liittyviä tekijöitä. Lisäksi pidämme Media Finlandin kuluttajavetoisten liiketoimintojen mahdollisuuksia hintojen nostolle rajallisena. Näin ollen korkean inflaation jatkuminen arviomme mukaan voisi heikentää odottamamme asteittaisen lähivuosien kannattavuusparannuksen edellytyksiä.

Media Finland arvostus

Määritämme Media Finland segmentin arvoa laajan kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskertoimien kautta. Olemme haarukoineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 15 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kohtuullisen hyvin Media Finlandin liiketoimintamallia ja toimialan kasvuodotuksia, vaikkakin toimijoiden keskuudessa on eroa siinä, kuinka pitkälle niiden tuotot ovat digitalisoituneet.

Käytämme arvonnäilyksessä verrokkiryhmän vuosien 2023-2024 EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2023 EV/S-kerrointa. Käyttämämme

verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2023-2024 ovat 12x ja 10x, kun taas vastaavat mediaani arvostuskertoimet ovat 13x ja 11x. Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/S-kerroin vuodelle 2023 on puolestaan 1,2x, mediaanin ollessa 1,4x.

Verrokkien vuoden 2022-2023 mediaani arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 532-635 MEUR keskiarvon ollessa 580 MEUR.

Media Finlandin arvo on siten laskenut reilun kolmanneksen edellisestä laajasta raportistamme (2022 arvio: 940 MEUR). Tämä on valtaosin seurausta tulosennusteiden laskusta, kun taas arvostuskertoimissa on nähty suhteellisen lievää muutosta.

Media Finland verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	23e	24e	23e	24e
Alma Media	870	12,9	11,9	2,8	2,8
Future PLC	2057	7,1	6,7	2,2	2,2
Gannett	1213	17,2	17,1	0,5	0,5
ITV PLC	4417	8,2	7,3	1,1	1,0
Lagardere	6764	14,1	13,0	0,9	0,8
Arnoldo Mondadori Editore	680	7,6	7,3	0,7	0,7
News Corp	11320	18,7	14,0	1,3	1,2
New York Times	5536	21,8	18,9	2,5	2,4
Promotora de Informaciones	1187	14,0	10,9	1,3	1,3
Prosiebensat 1 Media	3924	9,8	8,5	1,0	0,9
Rizzoli Corriere	587	6,4	6,1	0,7	0,7
Roularta Media Group	163	-	-	0,6	0,5
TX Group	1194	13,0	-	1,2	1,1
Keskiarvo		11,6	10,1	1,2	1,2
Mediaani		13,0	11,0	1,4	1,3

Taloudellinen tilanne ja kehitys 1/2

Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli vuoden 2022 lopussa 2104 MEUR. Taseen varat muodostuvat suurelta osin aineettomasta omaisuudesta. Nämä taas koostuvat 812 MEUR:n liikearvosta (39 % taseesta) ja 739 MEUR:n muusta aineettomasta omaisuudesta (35 % taseesta). Liikearvo ja aineeton omaisuus on seurausta valtaosin yritysostoista, kun taas muu aineeton omaisuus on esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeja. Liikearvosta 86 % kohdistuu Learning-liiketoimintaan, mikä heijastelee sen viime vuosien suuria yritysostoja.

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta liiketoiminta sitoo kohtuullisesti ja muodostuu valtaosin rakennuksista eli toimitiloista. Aineellista omaisuutta taseessa oli vuoden 2022 lopussa 205 MEUR eli 10 % taseen loppusummasta. Pidämme taseen omaisuuseriä kuranteina, emmekä odota mittavan aineettoman omaisuuden johtavan olennaisiin alaskirjauksiin. Tämän taustalla on se, että liikearvo kohdistuu valtaosin oppimisliiketoimintaan, joka on hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Myös yhtiön tekemät arvonalentumistestaukset, jotka ovat mielestämme tehty järkevillä parametreilla, tukevat tätä näkemystämme.

Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2022 lopussa käyttöpääoma oli 145 MEUR negatiivinen eli -% 11 liikevaihdosta (2021: -17 %). Tämä on yhtiön omaan historialliseen

tasoon nähden matala, mikä arviomme mukaan osin selittyy liiketoiminnan painopisteen muutoksella, kun oppimisliiketoiminnan suhteellinen osuus on kasvanut. Siten emme odota, että nykyrakenteella käyttöpääoma laskee historialliselle noin -20 %:n tasolle.

Velkataso on kohonnut

Korollista velkaa yhtiöllä oli 2022 vuoden lopussa 864 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat), rahavaroja 41 MEUR ja näin ollen korollista nettovelkaa oli 823 MEUR. Sanoma laski liikkeelle Q1'23:lla 150 MEUR:n hybridin (korko 8 %). Tämä tarkoittaa korollisen nettovelan laskeneen 714 MEUR:oon, sillä hybridi luetaan omaksi pääomaksi. Loppuen lopuksi hybridin pääomat eivät kuitenkaan ole osakkeenomistajien pääomia, ja näin pidämme tätä nettovelan laskua vain teknisenä. Se tulee laskemaan yhtiön raportoimia velkaantuneisuuden tunnuslukuja, mikä taas todennäköisesti vaikuttaa positiivisesti tulevien velkojen uudelleen rahoituksen hintaan.

Yhtiöllä on erääntymässä 200 MEUR:n jvk-laina vuonna 2024 (kiinteä korko on 0,625 %), joten rahoituksen uudelleen järjestelyä joudutaan tekemään lähiaikoina lisää. Nykyisellä korkotasolla tämä tulee arviomme mukaan kohottamaan nettorahoituskuluja.

Yritysostojen myötä Sanoman velkaantuneisuus on siis kohonnut nettovelka/käyttökate – kertoimella tasolle 3,2x vuoden 2022 lopussa. Hybridin ansiosta tämä laski tasolle 2,6x. Alkuvuoden aikana liiketoiminnan rahavirta on kuitenkin kausiluonteisuuden vuoksi selvästi negatiivinen, minkä ansiosta H1'23:lla velkaantuneisuus on korkeampi, kuin mitä

vuoden lopun ja hybridilainan huomioiminen antaisi olettaa.

Vapaa rahavirta on hyvällä tasolla

Sanoman vuosien 2018-2022 liiketoiminnan rahavirta on ollut 141-181 MEUR:n tasolla ja vuonna 2022 se ylsi 165 MEUR:oon. Keskimäärin liiketoiminnan rahavirta on ollut vajaan 14 %:n eli varsin hyvällä tasolla suhteessa liikevaihtoon.

Huomioitavaa on kuitenkin, että vuodesta 2019 alkaen vertailtavuutta aikaisempaan heikensi IFRS16-standardin vaikutus, joka siirsi vuokravastuut rahoituksen rahavirtaan (aik. operatiivista rahavirtaa). Standardin muutoksella on ollut viime vuosina noin 30 MEUR:n positiivinen vaikutus liiketoiminnan rahavirtaan.

Yhtiön käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet lähihistoriassa kohtuullisia ja ne ylsivät vuonna 2022 53 MEUR:oon. Viimeisen kolmen vuoden aikana investoinnit (2021: 42 MEUR) ovat nousseet digitaalisten alustojen ja tietojärjestelmien kehitystyöhön liittyvien panostusten sekä Learningin viimeaikaisten yritysostojen eli kasvun seurauksena. Investointien kasvu on luonnollista liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa ja kokonaisuutena pidämme orgaanisia investointitarpeita maltillisina.

Matalan investointitarpeen ansiosta yhtiön raportoitu vapaa rahavirta on ollut historiallisesti hyvällä tasolla. Se ylsi vuonna 2022 112 MEUR:oon (2021 140 MEUR:oon) ja laskua edellisestä vuodesta selittää hieman laskenut operatiivinen tulos, kohonneet verot sekä investoinnit. Vastaavasti vapaata rahavirtaa

Taloudellinen tilanne ja kehitys 2/2

vahvasti merkittävästi (47 MEUR) Pearson-yrityskaupan ajoitus ja sen myötä ostetusta liiketoiminnasta saatu vahva rahavirta.

Vuoden 2022 vapaa rahavirta oli 0,68 euroa/osake (2021: 0,86 euroa/osake). Vuoden 2022 vapaa rahavirta vuokravastuiden lyhennykset huomioiden oli 81 MEUR (2021: 109 MEUR) eli 0,50 euroa/osake (2021: 0,67 euroa/osake).

Kohoavat korkokulut syövät rahavirtaa, joka määrää osinkotason

Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % raportoidusta vapaasta rahavirrasta osinkoina. Vuoden 2022 osinko on 0,37 euroa (2021: 0,54 euroa osakkeelta) eli 54 % raportoidusta vapaasta rahavirrasta. Tämä kuitenkin vastaa 93 % kertaluonteisesta ALV-ennakkomaksusta ja Pearson-yritystoston tuomasta operatiivisesta rahavirrasta oikaistusta vapaasta rahavirrasta.

Sanoman vapaata rahavirtaa syö jatkossa hybridilainan korkokulut, jotka ovat 12 MEUR vuositasona. Lisäksi muun velkarahoituksen korkotaso on noussut, mikä pienentää liiketoiminnan rahavirtaa ja osinkokapasiteettia.

Learningin epäorgaaninen kasvu on sitonut pääomaa, joka kuitenkin tuottaa

Vuosina 2016-2019 tehtyjen ydinliiketoimintaan kuulumattomien toimintojen karsimisen ja siitä seuranneen taseen pienentymisen jälkeen Sanoman tase ja sijoitettu pääoma on kasvanut

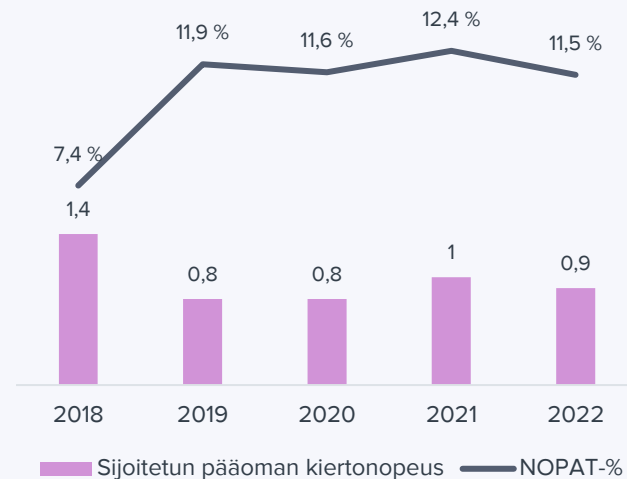
viime vuosina jälleen reippaasti, minkä taustalla on etenkin Learningissa toteutettu epäorgaaninen kasvu. Merkittävästi paisuneesta taseesta huolimatta yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on yltänyt varsin hyvälle tasolle, sillä viimeisen viiden vuoden aikana se on ollut keskimäärin 11 %. Näin ollen liiketoiminta on luonut arvoa, sillä saavutettu sijoitetun pääoman tuotto ylittää mielestämme yhtiölle perustellun pääoman tuottovaateen.

Sijoitetun pääoman tuottoa tarkasteltaessa on huomioitava, että viime vuosien operatiiviset tulokset eivät heijastele kesken tilikauden tehtyjen yritysostojen tulosta täysimääräisesti kokonaiselta vuodelta. Tämä heikentää sijoitetun pääoman tuottoa, sillä järjestelyihin käytetyt pääomat näkyvät täysimääräisesti taseessa sitoutuneena pääomana. Näin ollen arvioimmekin, että yli ajan nykyisten liiketoimintojen sijoitetun pääoman tuotto on hieman viimeisen viiden vuoden tasoa korkeampi, mikäli yhtiö onnistuu palaamaan historialliselle kannattavuustasolle, eikä kuluvan vuoden kannattavuustaso heijastele nykyisen liiketoimintakokonaisuuden tavanomaista tasoa.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Sijoitetun pääoman tuoton komponentit

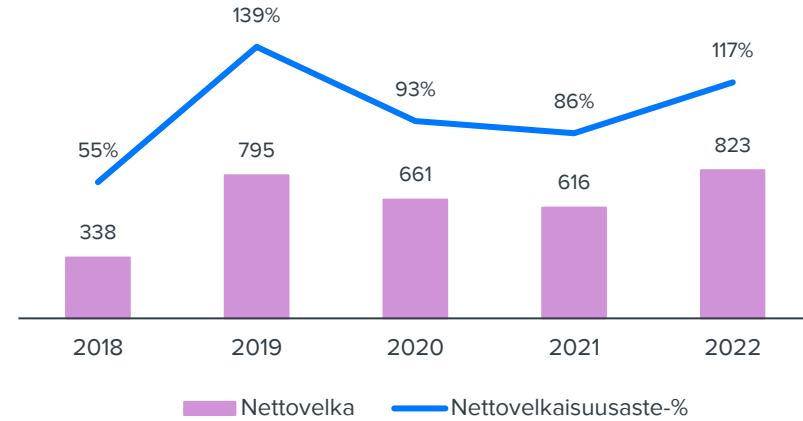


Taloudellinen tilanne

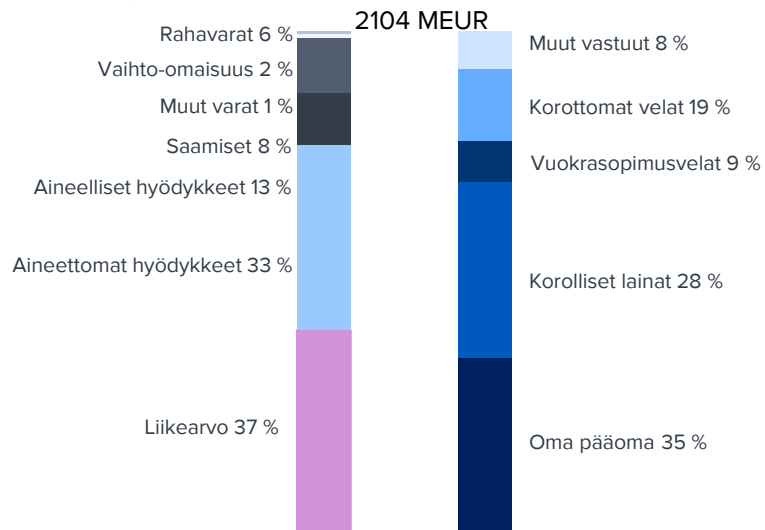
Liikevaihto ja operatiivinen EPS



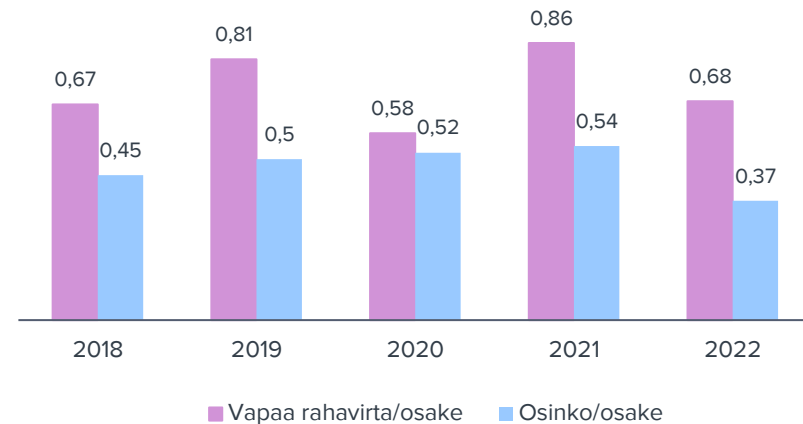
Nettovelka (MEUR) ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2022



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Ennusteet konsernitason

Kuluvana vuonna kamppaillaan kustannusinflaation kanssa

Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,35-1,4 miljardia euroa (2022: 1,3 mrd.) ja operatiivisen liikevoiton ilman hankintamenojen poistoja olevan 150-180 MEUR vuonna 2023 (2022: 189 MEUR). Ennusteemme vuoden 2023 liikevaihdoksi on 1383 MEUR, mikä vastaa 6 %:n kasvua. Kasvu rakentuu Learningin kasvusta, joka on etenkin epäorganista. Konsernin kasvua taas jarruttaa Media Finlandin liikevaihdon lasku.

Ennustamme operatiivisen liikevoiton laskevan noin 9 % 171 MEUR:oon ja siten ennusteemme on yhtiön ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Olemme tehneet kuluvan vuoden operatiivisiin tulosenusteisiin vain marginaalisia tarkistuksia, mutta oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme laski 0,42 euroon, kun sisällytimme hybridilainan ennusteisiimme. Kuluvan vuoden veroasteen odotamme olevan tavanomaisella tasolla, kun taas nettorahoituskulujen odotamme kohoavan selvästi korkotason nousua mukaillen. Ennustamme yhtiön kohottavan vuodelta 2023 maksettavaa osinkoa 0,38 euroon (2022: 0,37 euroa/osake) huolimatta siitä, että kuluvan vuoden vapaa rahavirta on paineessa tuloksen laskun ja kohonneiden investointien ansiosta.

Vuosien 2024-2025 ennusteet: marginaalin parantamista

Vuosina 2024-2025 odotamme Sanoman liikevaihdon kasvavan 3 % ja 2 %. Vuoden 2024 kasvu heijastelee korkean inflaation seurauksena tehtyjä hintojen korotuksia Learningissa, kun taas Media Finlandissa odotamme mainosmarkkinan

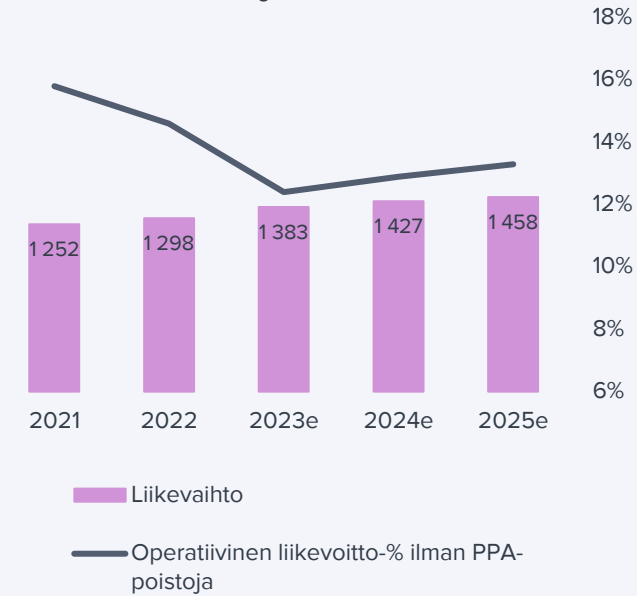
toipumisen kääntävän sen liikevaihdon kasvuun. Vuonna 2025 odotamme taas molempien segmenttien kasvun olevan linjassa pitkän aikavälien keskimääräisen kasvun kanssa.

Vuosien 2024 ja 2025 konsernitason operatiivisen liikevoiton marginaalit ovat ennusteillamme 12,9 % ja 13,3 %. Siten odotamme segmenttien tulosparannusten kohottavan konsernitason kannattavuutta, mutta keskipitkänaikavälin ennusteissamme yhtiön kannattavuus jää kuitenkin vuoden 2022 kannattavuutta matalammaksi (2022: operatiivinen liikevoitto-% 14,6 %). Operatiivista tuloskasvua mukaillen odotamme lähivuosien osakekohtaisen tuloksen kasvavan, kun velkaantuminen laskee ja pienentää rahoituskustannuksia. Pidämme kuitenkin yritysstoja keskipitkällä aikavälillä varsin todennäköisenä, mikä voi muuttaa tätä kokonaiskuvaa. Operatiivisen tuloskasvun myötä odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan ensin 0,39 euroon osakkeelta vuonna 2024 ja edelleen 0,40 euroon osakkeelta vuonna 2025.

Pitkän aikavälin tulosenusteet

Ennustamme muiden kuin painetun median tuottojen kasvavan pitkällä aikavälillä 2-5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti 23 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan 5-10 % vuodessa. Tämä painaa liikevaihdon kokonaiskasvun maltilliseksi (2026e-2031e 1,5-2 %). Liikevaihdon jakauman ja tehokkuuden parantuminen sekä poistojen pienentyminen nostaa ennusteissamme liikevoittomarginaalia (2030e: 14,0 %) ja myös tuloskasvun hieman liikevaihdon kasvua korkeammaksi.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2023e-2025e

- Vuosien 2023 ja 2024 lievästi laskeneiden liikevaihdon ennusteiden taustalla on tekemämme tarkistukset Learningin liikevaihdon ennusteisiin, kun taas Media Finlandin liikevaihdon ennusteemme ovat käytännössä ennallaan
- Nämä liikevaihdon ennusteiden laskut valuivat myös operatiivisen tuloksen ennusteisiimme, jotka laskivat hieman niin ikään Learningissa
- Vuoden 2025 osalta myös Learningin liikevaihdon ennusteemme laski marginaalisesti, mutta tarkistimme kuitenkin samalla liiketoiminta-alueen marginaaliennustetta hieman ylöspäin. Näin ollen ennustemuutosten kokonaisvaikutus operatiiviseen tulokseen oli lievästi positiivinen
- Huomioimme ennusteissamme myös Sanoman hiljattain liikkeeseen laskeman 150 MEUR:n hybridilainan, jonka korko oli 8 %. Tämä heijastui osakekohtaisen tuloksen ennusteisiimme negatiivisesti
- Tarkastimme vuoden 2023 osinkoennustettamme lievästi ylöspäin ja odotamme yhtiön käyttävän tasettaan saadakseen osingon uudelleen kasvuun. Olemme samalla kuitenkin laskeneet lähivuosien osingon kasvun odotuksiamme lievästi

Ennustemuutokset	2023e	2023	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1388	1383	0 %	1440	1427	-1 %	1463	1458	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	129	129	0 %	151	149	-1 %	161	164	2 %
Liikevoitto	108	107	-1 %	145	139	-4 %	155	157	1 %
Tulos ennen veroja	71,0	70,1	-1 %	111	110	-1 %	130	135	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,42	-10 %	0,57	0,53	-7 %	0,66	0,63	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,35	0,38	9 %	0,40	0,39	-3 %	0,42	0,40	-5 %

Lähde: Inderes

Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1252	211	313	515	260	1298	218	341	572	252	1383	1427	1458	1482
Media Finland	615	142	164	155	158	618	137	159	152	156	604	613	619	624
Learning	637	69	150	360	102	681	81	182	420	96	780	814	840	858
Käyttökate	349	26	87	177	38	329	15	91	194	26	326	352	358	370
Poistot ja arvonalennukset	-207	-48	-49	-61	-59	-217	-55	-55	-55	-55	-219	-213	-201	-198
Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA	197	-10	65	147	-5	189	-24	52	156	-12	171	185	194	204
Liikevoitto ilman kertaeriä	158	-19	44	137	-13	150	-35	41	145	-23	129	149	164	179
Liikevoitto	142	-22	38	116	-21	112	-40	36	140	-28	107	139	157	172
Media Finland	67	8	16	19	16	59	5	10	11	11	37	43	46	50
Learning	102	-27	33	120	-27	99	-37	35	137	-31	103	118	130	142
Muut ja eliminoinnit	-10	-1	-5	-2	-2	-8	-3	-3	-3	-3	-12	-12	-12	-12
Nettorahoituskulut	-9	-3	0	-4	-6	-13	-8	-9	-10	-10	-37	-29	-22	-22
Tulos ennen veroja	134	-25	39	112	-27	99	-48	27	130	-38	70	110	135	149
Verot	-32	7	-8	-27	6	-22	11	-6	-29	8	-15	-24	-30	-33
Vähemmistöosuudet	-1	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	100	-18	31	85	-21	76	-37	18	99	-32	47	76	95	114
EPS (oikaistu)	0,69	-0,09	0,22	0,65	-0,13	0,65	-0,20	0,15	0,64	-0,16	0,42	0,52	0,63	0,74
EPS (raportoitu)	0,62	-0,11	0,19	0,52	-0,13	0,47	-0,23	0,11	0,60	-0,20	0,29	0,46	0,58	0,70

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	17,9 %	0,2 %	3,4 %	5,9 %	2,9 %	3,7 %	3,5 %	8,9 %	11,2 %	-3,0 %	6,5 %	3,2 %	2,2 %	1,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	18,3 %	0,2 %	-18,3 %	0,7 %	-6,0 %	-5,2 %	80,9 %	-6,8 %	5,5 %	82,4 %	-14,2 %	15,6 %	10,5 %	9,1 %
Käyttökate-%	27,9 %	12,4 %	27,8 %	34,4 %	14,7 %	25,3 %	6,7 %	26,6 %	34,0 %	10,4 %	23,6 %	24,7 %	24,5 %	24,9 %
Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistot	15,8 %	-4,7 %	20,7 %	28,6 %	-2,0 %	14,6 %	-11,0 %	15,2 %	27,2 %	-4,8 %	12,4 %	12,9 %	13,3 %	13,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,6 %	-9,1 %	14,1 %	26,7 %	-4,8 %	11,5 %	-15,9 %	12,1 %	25,3 %	-9,1 %	9,3 %	10,4 %	11,3 %	12,1 %
Nettotulos-%	8,0 %	-8,7 %	9,8 %	16,5 %	-8,2 %	5,9 %	-17,2 %	5,4 %	17,2 %	-12,9 %	3,4 %	5,3 %	6,5 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

Oppimisliiketoiminnan suhteellisen kasvun myötä Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut huomattavasti viime vuosina. Merkittävin muutos on mielestämme syklisten mainonnan tulovirtojen osittainen korvaantuminen vakailla ja ennustettavilla oppimisliiketoiminnan tulovirroilla.

Osana toteutettua liikevaihdon ja tuloksen rakennemuutosta osakkeen pidemmän tähtäimen riskiprofiili on arviomme mukaan laskenut ja myös yhtiön kassavirtaprofiili on vahvistanut, vaikkakin lyhyellä tähtäimellä voimakas inflaatio näitä profiileja asettaakin voimakkaaseen testiin.

Yrityskaupat suuressa roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa Sanoman strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi myös jatkossa.

Sanoman yritysostojen kokoluokka voi vaihdella merkittävästi myös jatkossa, mutta mielestämme on todennäköistä, että suurelta osin yrityskaupat eivät muuta yhtiön operatiivista riskiprofiilia merkittävästi tulevaisuudessakaan. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

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

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Sanomalla on suurin potentiaali tuloskasvun kiihdyttämiseen yritysostojen kautta. Arviomme mukaan

yritysostojen pääpaino on vakaammassa Learning-liiketoiminnassa. Siten yritysostoilla on mahdollisuus myös muokata liikevaihdon ja tuloksen rakennetta vieläkin vahvemmin kohti vakaampia tuottokomponentteja. Tällä olisi myös riskiprofiilia laskeva vaikutus, joskin pidämme Sanoman riskiprofiilia jo nyt kokonaisuutena maltillisena.

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

Kannattavuuden parantuminen: Näemme Sanomalla potentiaalia kannattavuuden parantamiseen hintojen korotuksien ja myynnin rakenteen parantumisen (mm. Learningin kasvu) kautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Vahva kassavirta: Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on varsin hyvä, mikä mahdollistaa yli ajan sekä kasvavan osingon että orgaaniset ja epäorgaaniset investoinnit ja velan lyhentämisen.

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

Painetun median tuottojen hiipuminen: Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja hidastaa kykyä tuottaa kasvavaa kassavirtaa.

Kilpailuaseman heikentyminen: Mediatulojen

kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatulojen 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.

Toimintaympäristöön liittyvät riskit: Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikko suhdanne ja korkea inflaatio laskee tulosodotuksia etenkin Median Finlandissa, missä hintojen korottaminen on arviomme mukaan haastavampaa. Tämä riski korostuu etenkin lyhyellä tähtäimellä, sillä inflaatio on poikkeuksellisen korkealla ja myös syklisten käänteiden ennustaminen on haastavaa. Pitkässä juoksussa talouden pitkän aikavälin trendikasvu kuitenkin antaa pohjan maltilliselle kasvuille koko konsernitasolla.

Yrityskauppariskit: Sanomalla on historiassaan useita epäonnistuneita yrityskauppoja, jotka ovat tuhonneet omistaja-arvoa ja toimivat muistutuksena niihin liittyvistä riskeistä. Pidämme yrityskauppoihin liittyviä riskejä kuitenkin aiempaa pienempinä nykyjohdon näyttöjen ollessa hyvät.

Sijoitusprofiili

1.

Vakaat, kannattavat ja hyvää kassavirtaa yli ajan tuottavat ydintoiminnot

2.

Median rakennemuutos jarruttaa orgaanista kasvua, kasvua haetaan yritysostoin

3.

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

4.

Velkaantuneisuus on koholla, mikä nousseen velan kustannuksen kanssa syö kassavirtaa

5.

Kustannusinflaatio testaa hinnoitteluvoimaa ja tehostuskeinoja

Potentiaali



- Tuottojen defensiivisyyden parantaminen liiketoiminnan painopisteen kallistuessa kasvavissa määrin Learning -liiketoimintaan
- Digituottojen ja -palveluiden kasvu
- Hyvä kassavirta ja kasvava osinko yli ajan tarkasteltaessa
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen

Riskit



- Yritysostojen ja integraation epäonnistuminen
- Median rakennemurroksen ja painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Teknologiaan ja sääntelyyn liittyvät riskit
- Voimakas kustannusinflaatio ja vaiheittain etenevät hintojen korotukset

Arvostus 1/2

Arvonmäärittäminen

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

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa näkemyksemme mukaan lähivuosina tuntuvasti osinkotuottoon, joka on ennusteillamme keskimäärin lähes 5 %:n tasolla lähivuosina.

Ennustamme Sanoman tuloksen laskevan kuluvaan vuonna selvästi, mutta lähivuosien liikevaihdon kasvun, operatiivisen kannattavuuden nousun ja hybridilainan korkojen tulosrasituksen seurauksena odotamme vuosien 2022-2025 oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehittyvän käytännössä vakaasti. Näin ollen tulokasvu ei mielestämme muodosta tuotto-odotukselle olennaista ajuria, mikäli yhtiön kannattavuus ei kohene odotuksiamme ripeämmin kohti lähihistorian selvästi korkeampaa tasoa.

Kuluvan vuoden ennusteilla Sanoma arvostetaan oikaistulla P/E-kertoimella 19x ja vastaava EV/EBITA-kerroin on 13x. Mielestämme nämä arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena korkeat, etenkin kun huomioidaan hybridilainan korot

huomioiva nettotulospohjainen arvostus. Odottamamme tuloksen elpymisen painaa vastaavat vuoden 2025 arvostuskertoimet selvästi maltillisemmaksi, kun vuoden 2025 oikaistu P/E-kerroin on 12x ja EV/EBITA-kerroin on 11x. Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi edellisen viiden vuoden mediaani arvostuskertoimien alapuolella (2018-2022 oik. P/E 19x ja EV/EBITA ~ 15x). Emme pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa perusteltuna nyt, kun korkojen nousun myötä tuottovaateet ovat selvästi kohonneet. Mielestämme arvostuskertoimien muutos kuitenkin muodostaa osakkeelle positiivisen tuotto-odotuksen ajurin. Näin ollen osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus muodostuu olennaiselta osin osinkotuotosta ja lievistä arvostuksen nousuvarasta ja kampeaa mielestämme lievästi tuottovaateen yläpuolelle.

Kassavirtalaskelma (DCF)

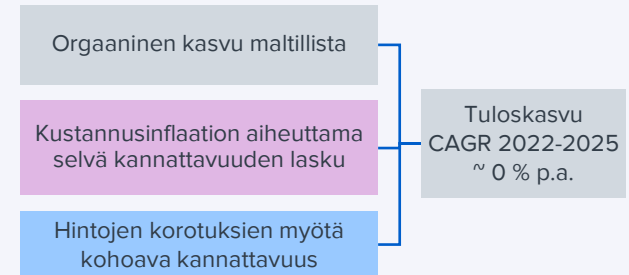
Sanoman arvonmäärittäksessä kassavirtalaskelmalle (DCF) voi mielestämme antaa painoarvoa, koska etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat pidemmällä tähtäimellä vakaat ja ennustettavat. Toisaalta kassavirtamallin luotettavuutta lyhyellä tähtäimellä mielestämme heikentää epävarmuus liittyen siihen, miten yhtiö onnistuu kohottamaan kannattavuuttaan, joka on lyhyellä tähtäimellä voimakkaassa paineessa kustannusinflaation myötä. Siten emme pohjaa tavoitehintaamme suoraa DCF-malliin, jonka mukainen osakkeen arvo on 10,2 euroa.

Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää mallissa lievään kasvuun keskipitkän aikavälin ennustejaksolla (2025-2030).

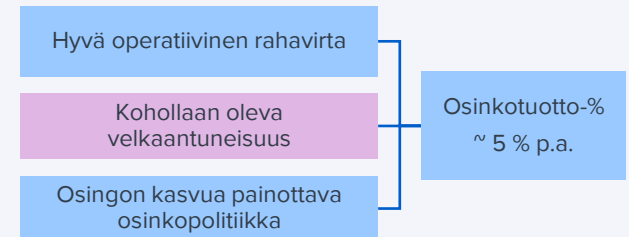
Osaketuoton ajurit 2022-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

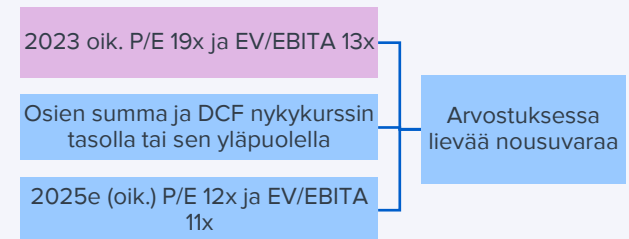
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto/riski-suhde taipuu positiiviseksi

Arvostus 2/2

Vastaavasti EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2022 11,5 %:n tasolta keskimäärin 13,7 %:iin pidemmällä aikavälillä ja terminaalissa 14,0 %:iin, mikä heijastelee oppimisliiketoiminnan korkeampaa kannattavuutta ja suhteellisesti suurempaa osuutta liikevaihdosta. Lähistoriassa yhtiö on myös yltänyt näitä tasoja korkeampaan operatiiviseen kannattavuuteen (ilman PPA-poistoja), joten turhan vaativana emme näitä pitkän tähtäimen kannattavuusodotuksia pidä. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,6 % ja oman pääoman kustannus on 8,4 %. Olemme huomioineet hybridilainan kassavirtamallissa ikään kuin vieraana pääomana ja vähentäneet sen osakekohtaisesta omasta pääomasta.

Osien summa -laskelma

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

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on segmenttikatsauksissa esittelemiemme suhteellisten arvonmääritysten pohjalta 2071 MEUR. Learningin vastaa noin 3/4 osasta koko konsernin yritysarvosta, mikä on noussut selvästi edellisestä laajasta raportistamme. Tämän taustalla on Learningin suhteellisen vakaasti kehittynyt arvo, kun taas Media Finlandin arvostus on laskenut tuntuvasti pääasiassa sen merkittävästi laskeneiden tulosennusteiden seurauksena.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään

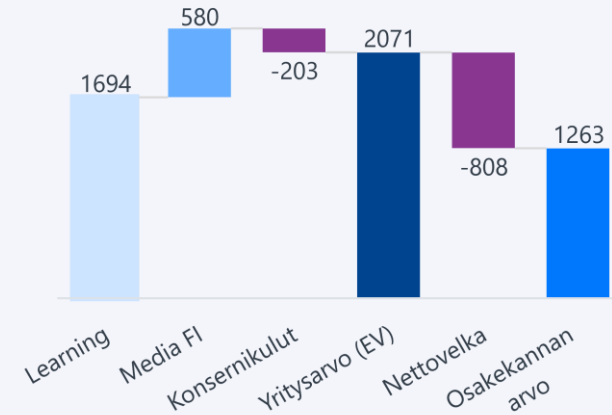
konsernikulujen nykyarvo (- 203 MEUR) sekä korollinen nettovelka (ml. 150 MEUR hybridi) vuoden 2023 lopussa (- 808 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan arvoksi osien summan perusteella 1263 MEUR tai noin 7,7 euroa per osake.

Mielestämme osien summa -laskelma toimii Sanoman arvonmäärittelyn viitekehyksen muodostamisessa, mutta suoraan tavoitehintamme emme siihen pohjaa. Tämän taustalla on se, että emme odota erillisten osien arvon realisoituvan yritysjärjestelyiden kautta, sillä emme odota Sanoma-konsernia pilkottavan osiin. Myös oppimisliiketoiminnan verrokkien arvostustasot ovat mielestämme painuneet varsin mataliksi ja mielestämme liiketoiminnalle voitaisiin perustella korkeampi arvostus.

Arvostuksen yhteenveto

Nostamme Sanoman suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja laskemme tavoitehintamme 8,5 euroon (aik. 9,5 euroa) ennustemuutoksia mukaillen. Osien summa -laskelma viitoittaa arvostuksen olevan neutraali, kun taas pidemmän tähtäimen kassavirtamalli viitoittaa osakkeelle selvästi nykykursia korkeampaa arvoa. Siten arvostuksen kokonaiskuva ei ole täysin yhtenäinen käyttämillämme menetelmillä. Kokonaistuotto-odotus taas mielestämme kipuaa hieman tuottovaadetta korkeammalla tasolle. Lähivuosien ennusteidemme asettama rima ei ole mielestämme kuitenkaan erityisen korkealla ja pidämme myös mahdollisena, että Sanoma onnistuu kannattavuuden nostamisessa odotuksiamme ripeämmin. Nämä tekijät mielestämme kääntävät tuotto/riski-suhteen positiiviseksi ja puoltavat lisää-suositusta.

Arvio Sanoman osien summasta, 5/2023



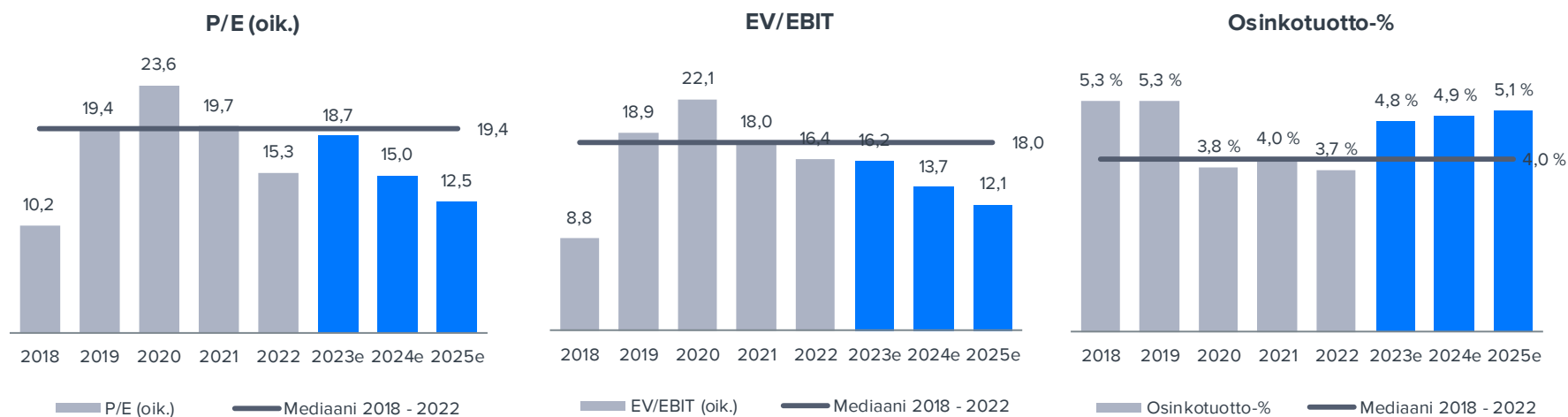
Yritysarvon jakautuminen, 5/2023



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	8,49	9,45	13,7	13,6	9,96	7,88	7,88	7,88	7,88
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Markkina-arvo	1380	1536	2240	2219	1625	1287	1287	1287	1287
Yritysarvo (EV)	1729	2348	2951	2842	2453	2086	2032	1980	1918
P/E (oik.)	10,2	19,4	23,6	19,7	15,3	18,7	15,0	12,5	10,6
P/E	12,4	25,0	9,5	22,1	21,3	27,3	16,9	13,4	11,3
P/B	2,3	2,9	3,2	3,1	2,3	1,5	1,5	1,5	1,7
P/S	1,0	1,7	2,1	1,8	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	2,6	2,8	2,3	1,9	1,5	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	5,8	9,3	6,6	8,1	7,5	6,4	5,8	5,5	5,2
EV/EBIT (oik.)	8,8	18,9	22,1	18,0	16,4	16,2	13,7	12,1	10,7
Osinko/tulos (%)	65,7 %	132,3 %	35,8 %	87,6 %	79,2 %	131,6 %	83,5 %	68,3 %	60,1 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,3 %	3,8 %	4,0 %	3,7 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Alma Media	738	870	12,9	11,9	10,3	9,6	2,8	2,8	14,5	13,2	4,9	5,3	3,3
Future PLC	1502	2057	7,1	6,7	6,1	5,9	2,2	2,2	7,4	6,9	0,3	0,4	1,1
Gannett Co	242	1213	17,2	17,1	4,8	5,0	0,5	0,5	95,8	50,6			0,4
ITV PLC	3665	4417	8,2	7,3	6,8	6,1	1,1	1,0	9,1	8,2	6,0	6,2	1,7
Lagardere SA	2929	6764	14,1	13,0	9,2	8,1	0,9	0,8	10,8	9,7	6,3	6,1	2,5
Arnoldo Mondadori Editore	512	680	7,6	7,3	4,9	4,7	0,7	0,7	8,3	7,9	5,6	5,5	1,8
News Corp	8893	11320	18,7	14,0	9,1	7,9	1,3	1,2	40,4	23,9	1,2	1,2	1,2
New York Times	5851	5536	21,8	18,9	16,4	14,8	2,5	2,4	31,0	27,0	1,1	1,1	3,9
Promotora de Informaciones SA	283	1187	14,0	10,9	7,5	6,4	1,3	1,3		15,3			
Prosiebensat 1 Media	2297	3924	9,8	8,5	6,5	5,7	1,0	0,9	8,7	7,3	5,9	7,2	1,4
Rizzoli Corriere	409	587	6,4	6,1	4,2	4,1	0,7	0,7	7,8	7,1	7,7	7,7	1,0
Roularta Media Group	237	163			3,5		0,6	0,5	7,1	7,0	5,6	5,6	
TX Group AG	1117	1191	13,0		6,5	5,4	1,2	1,1	12,1	9,7	6,2	4,1	0,4
Bloomsbury Publishing PLC	423	389	11,3	10,6	9,4	8,9	1,3	1,3	16,2	15,8	2,5	2,6	
Pearson PLC	6886	7642	12,4	11,1	8,7	8,2	1,8	1,8	15,3	13,9	2,7	2,8	1,4
John Wiley & Sons Inc	1902	2648	16,7	11,0	7,0	6,7	1,4	1,3	10,2	9,8	3,7	3,8	1,7
Wilmington PLC	269	254	9,8	9,0	7,8	7,2	1,9	1,8	13,4	12,5	3,3	3,6	
Koninklijke Brill NV	39	47	7,9	7,9	5,2	5,2	0,9	0,9	9,2	9,1	6,0	6,1	1,4
2U Inc	361	1048	15,6	14,4	7,4	6,1	1,2	1,1	19,6	9,3			0,9
Chegg Inc	1968	2087	14,6	13,4	9,4	8,5	3,0	2,9	15,1	13,3			2,3
Sanoma (Inderes)	1287	2105	16,4	13,8	6,5	5,8	1,5	1,4	18,7	15,1	4,8	4,9	1,5
Keskiarvo			12,6	11,1	7,5	7,1	1,4	1,4	18,5	13,9	4,3	4,3	1,7
Mediaani			12,9	10,9	7,2	6,4	1,2	1,2	12,1	9,8	5,2	4,7	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			27 %	26 %	-10 %	-9 %	26 %	23 %	55 %	54 %	-8 %	5 %	10 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

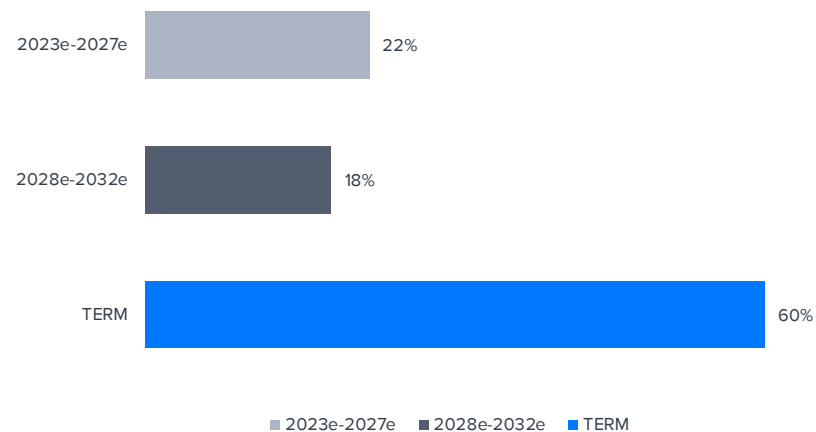
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	6,5 %	3,2 %	2,2 %	1,6 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,6 %	7,7 %	9,7 %	10,7 %	11,6 %	13,0 %	13,5 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Liikevoitto	112	107	139	157	172	196	207	219	223	228	233	
+ Kokonaispoistot	217	219	213	201	198	175	177	178	178	179	180	
- Maksetut verot	-30	-15	-24	-30	-33	-38	-41	-44	-45	-46	-47	
- verot rahoituskuluista	-2,5	-8,1	-6,4	-4,8	-4,9	-5,0	-4,8	-4,6	-4,4	-4,2	-4,0	
+ 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	-69	1	9	8	3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Operatiivinen kassavirta	227	303	330	331	335	328	339	349	353	358	362	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-324	-189	-180	-182	-184	-185	-182	-182	-183	-183	-183	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-100	114	151	149	152	142	157	167	171	174	179	
+/- Muut	-36	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-136	114	151	149	152	142	157	167	171	174	179	3261
Diskontattu vapaa kassavirta		108	133	123	116	101	104	102	97,2	92,4	88	1605
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2669	2561	2428	2305	2189	2088	1985	1882	1785	1693	1605
Velaton arvo DCF		2669										
- Korolliset velat		-864										
+ Rahavarat		41,0										
-Vähemmistöosuus		-11										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1835										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,2										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	1597	1673	1687	1689	1700
Liikearvo	753	812	812	812	812
Aineettomat hyödykkeet	578	611	632	641	655
Käyttöomaisuus	212	211	203	197	193
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	4	4	4	4
Muut sijoitukset	9	4	4	4	4
Muut pitkäaikaiset varat	32	21	21	21	21
Laskennalliset verosaamiset	9	11	11	11	11
Vaihtuvat vastaavat	241	302	308	309	308
Vaihto-omaisuus	36	71	62	61	61
Muut lyhytaikaiset varat	17	11	11	11	11
Myyntisaamiset	136	179	191	191	190
Likvidit varat	52	41	44	45	46
Taseen loppusumma	1932	2104	2080	2047	2027

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	721	702	837	851	884
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	210	205	191	205	237
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	150	150	150
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	433	419	418	418	418
Vähemmistöosuus	7	7	7	7	8
Pitkäaikaiset velat	706	850	672	620	566
Laskennalliset verovelat	127	121	121	121	121
Varaukset	1	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	566	719	541	489	436
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	9	9	9	9
Lyhytaikaiset velat	506	552	571	576	577
Lainat rahoituslaitoksilta	103	145	161	158	153
Lyhytaikaiset korottomat velat	224	252	256	264	270
Muut lyhytaikaiset velat	179	154	154	154	154
Taseen loppusumma	1933	2104	2080	2047	2027

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	1062	1252	1298	1383	1427	EPS (raportoitu)	1,45	0,62	0,47	0,29	0,46
Käyttökate	446	349	329	326	352	EPS (oikaistu)	0,58	0,69	0,65	0,42	0,52
Liikevoitto	270	142	112	107	139	Operat. kassavirta / osake	5,44	1,86	1,39	1,86	2,02
Voitto ennen veroja	260	134	99	70	110	Vapaa kassavirta / osake	1,25	0,87	-0,83	0,70	0,92
Nettovoitto	250,6	100,5	76,2	47,1	75,8	Omapääoma / osake	4,23	4,38	4,26	5,09	5,17
Kertaluontoiset erät	135,9	-15,8	-37,9	-21,5	-9,5	Osinko / osake	0,52	0,54	0,37	0,38	0,39
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	2048	1932	2104	2080	2047	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	18 %	4 %	7 %	3 %
Oma pääoma	710	721	702	837	851	Käyttökatteen kasvu-%	76 %	-22 %	-6 %	-1 %	8 %
Liikearvo	753	753	812	812	812	Liikevoiton oik. kasvu-%	8 %	18 %	-5 %	-14 %	16 %
Nettovelat	661	616	823	658	602	EPS oik. kasvu-%	20 %	19 %	-6 %	-35 %	24 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	42,0 %	27,9 %	25,3 %	23,6 %	24,7 %
Käyttökate	446	349	329	326	352	Oik. Liikevoitto-%	12,6 %	12,6 %	11,5 %	9,3 %	10,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	404	-6,7	-69,1	0,8	8,7	Liikevoitto-%	25,4 %	11,4 %	8,6 %	7,7 %	9,7 %
Operatiivinen kassavirta	887	303	227	303	330	ROE-%	38,8 %	14,3 %	10,8 %	6,2 %	9,1 %
Investoinnit	-692	-159	-324	-189	-180	ROI-%	19,0 %	9,8 %	7,4 %	6,9 %	9,2 %
Vapaa kassavirta	204	142	-136	114	151	Omavaraisuusaste	37,2 %	40,2 %	35,8 %	43,2 %	44,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e	Nettovelkaantumisaste	93,1%	85,5 %	117,3 %	78,6 %	70,7 %
EV/Liikevaihto	2,8	2,3	1,9	1,5	1,4						
EV/EBITDA (oik.)	6,6	8,1	7,5	6,5	5,8						
EV/EBIT (oik.)	22,1	18,0	16,4	16,4	13,8						
P/E (oik.)	23,6	19,7	15,3	18,7	15,1						
P/B	3,2	3,1	2,3	1,5	1,5						
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,0 %	3,7 %	4,8 %	4,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.7.2020	Lisää	10,00 €	9,30 €
20.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,84 €
30.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,48 €
9.12.2020	Vähennä	13,00 €	13,38 €
11.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,95 €
12.4.2021	Vähennä	15,00 €	14,56 €
3.5.2021	Lisää	15,00 €	14,44 €
29.7.2021	Vähennä	15,50 €	16,16 €
28.10.2021	Lisää	15,50 €	14,34 €
14.2.2022	Lisää	14,00 €	12,58 €
13.4.2022	Lisää	14,00 €	12,26 €
2.5.2022	Lisää	14,00 €	12,04 €
8.6.2022	Lisää	14,00 €	13,18 €
26.7.2022	Vähennä	14,00 €	14,76 €
28.7.2022	Vähennä	14,00 €	13,80 €
28.10.2022	Vähennä	11,50 €	12,16 €
10.1.2023	Vähennä	10,00 €	9,96 €
13.2.2023	Vähennä	9,50 €	9,48 €
2.5.2023	Lisää	8,50 €	7,88 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**