

Sanoma

Laaja raportti

12.4.2022 21:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kansien sisällä vakautta ja voimaa

Toistamme Sanoman lisää-suosituksemme ja 14,0 euron tavoitehintamme. Oppimisliiketoiminta muodostaa Sanoman tuloksesta reilu 2/3, minkä ansiosta suuri osa tulovirroista ovat defensiivisiä ja niiden riskitaso on matala. Arvioimme näiden ominaisuuksien vahvistuvan tulevaisuudessa, sillä odotamme yhtiön jatkavan yritysostovetoista kasvua oppimisliiketoiminnassa. Arvioimme mukaan lähivuosien tuotto-odotus rakentuu houkuttelevasta osinkotuotosta ja maltillisesta tuloskasvusta. Tämä yhdessä Sanoman matalan riskitason kanssa muodostaa näkemyksemme mukaan hyvän riski/tuotto-suhteen.

Vakaa ja korkean kannattavuuden oppimisliiketoiminta toimii arvonajurina

Viime vuosien epäorgaanisen kasvun johdosta Sanoman tuloksen merkittävimäksi ajuriksi on muovautunut oppimisliiketoiminta. Sijoittajan kannalta arvokkaammat, vakaammat sekä korkean kannattavuuden omaavat oppimisliiketoiminnot muodostavat reilu 2/3 Sanoman operatiivisesta tuloksesta. Tämän muutoksen seurauksena medialiiketoiminnan osuus liikevaihdosta on laskenut, minkä lisäksi sisältö- ja mainostuottojen houkuttelevuus on noussut korkeamman kannattavuuden digitaalisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvun ansiosta. Odotamme tulovirtojen painopisteen muutoksen jatkuvan epäorgaanisen kasvun painottaessa yritysostoja oppimisliiketoiminnassa myös jatkossa. Arvioimmekin liiketoiminnan riskitason jatkavan trendinomaista laskua.

Kasvua maltillisesti ja harkiten

Sanoman liikevaihdon orgaaninen kasvupotentiaali on arvioimme mukaan keskipitkällä aikavälillä 0-5 %:n tasolla. Kasvuvauhtia määrittää oppimisliiketoiminnassa opetussuunnitelmauudistuksien ajoitukset ja medialiiketoiminnoissa vakaasti kehittyvät tilaustuotot sekä syklisemmät mainostuotot. Tätä taustaa vasten ennustamme yhtiön keskipitkän aikavälin kasvuvauhdiksi noin 2 %. Samalla odotamme yhtiön kannattavuuden kohoavan lievästi tuottojen rakennemuutoksen ansiosta, mikä kohottaa tuloskasvuvauhtia lievästi. Edellisten yritysostojen integrointien ollessa takanapäin odotamme Sanoman aktivoituvan yritysostoissa jälleen seuraavan vuoden tähtäimellä. Liiketoiminnan hyvän kassavirran ansiosta yhtiön rahoitusasema mahdollistaa kevyesti yhtiön arviomien 300-400 MEUR:n varojen allokoimien kasvuun samalla, kun yhtiö jakaa kasvavaa osinkoa omistajilleen. Keskeisenä lyhyen tähtäimen riskinä pidämme kustannusinflaatiota, kun taas pidemmän tähtäimen keskeiset riskit ovat eritoten tavanomaisia yritysostoihin liittyviä riskejä.

Tuotto-odotus rakentuu osinkotuotosta ja ennustamastamme tuloskasvusta

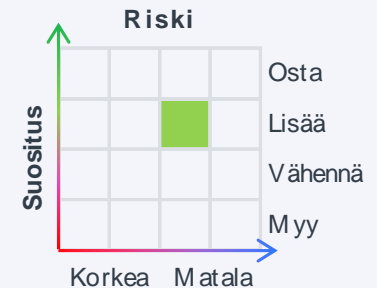
Sanoman lyhyen tähtäimen tulos pohjainen arvostus on mielestämme melko neutraali (2022e P/E oik. 17x ja EV/EBIT 16x), mutta ennustamamme lähivuosien tuloskasvu painaa arvostuskertoimet maltilliselle tasolle pidemmälle katsottaessa. Pitkän tähtäimen arvonluontia painottava kassavirtamallimme viitoittaa osakkeen olevan aliarvostettu, kun taas osien summa -mallimme pohjalta arvioituna osake on oikein hinnoiteltu. Osien summa -mallin mukaista arvoa painaa mielestämme perusteettoman matalaksi painuneet Learningin verrokkien arvostukset. Kokonaisuutena pidämme arvostusta melko neutraalina, joten lähivuosien tuotto-odotus rakentuu ennustamastamme lähes 5 %:n osinkotuotosta sekä maltillisesta tuloskasvusta. Odotamme Sanoman jatkavan jo lyhyellä tähtäimellä arvonluontia epäorgaanisella kasvulla oppimisliiketoiminnassa, mistä yhtiölle on kertynyt hyvät näytöt viime vuosilta.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

14,00 EUR
(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:
12,24



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	1252	1293	1335	1356
kasvu-%	18 %	3 %	3 %	2 %
EBIT oik. ilman PPA	197	202	215	222
EBIT-% oik.	15,8 %	15,6 %	16,1 %	16,4 %
Nettotulos	100,6	111,5	128,0	133,5
EPS (oik.)	0,71	0,72	0,82	0,86

P/E (oik.)	19,1	17,0	14,9	14,3
P/B	3,1	2,7	2,6	2,5
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	18,0	15,6	13,6	12,6
EV/EBITDA	8,1	7,0	6,4	6,1
EV/Liikevaihto	2,3	2,0	1,8	1,8

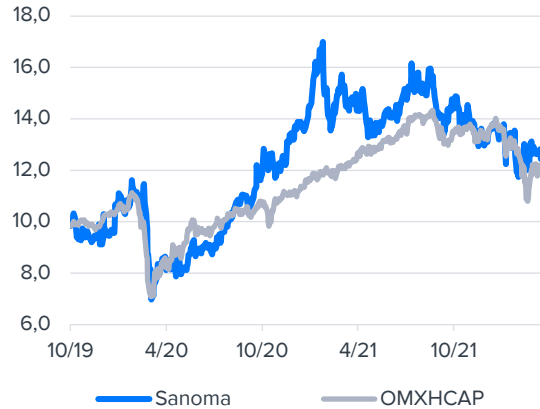
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

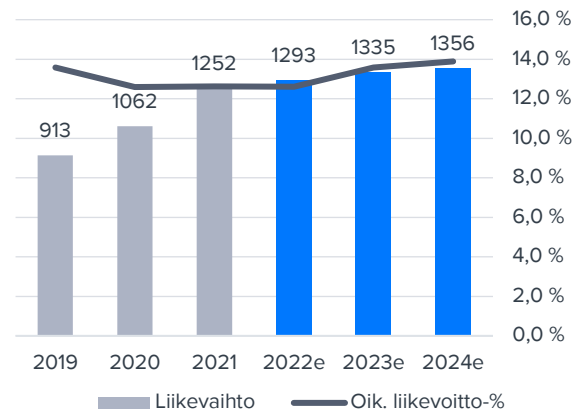
Vuonna 2021 Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,25–1,3 mrd. euroa (2021: 1,25) ja operatiivisen liikevoitto-%:n ilman hankintamenojen poistoja olevan 15-16 % (2020: 15,8 %)

Osakekurssi



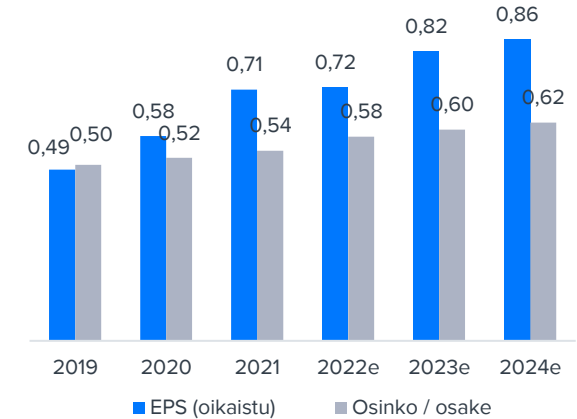
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema mahdollistaa merkittävien kokoisten ja arvoa luovavien yritysostojen
- Toteutettujen yritysostojen tuomat synergiahädyt



Riskitekijät

- Painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostojen liittyvät tavanomaiset riskit
- Suhdanneriskit
- Poliittiset riskit ja sääntelyyn liittyvät riskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	162,9	162,9	162,9
Markkina-arvo	1997	1997	1997
Yritysarvo (EV)	2541	2456	2375
P/E (oik.)	17,0	14,9	14,3
P/E	17,9	15,6	15,0
P/Kassavirta	11,5	10,7	10,7
P/B	2,7	2,6	2,5
P/S	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,8	1,8
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,4	6,1
EV/EBIT (oik.)	15,6	13,6	12,6
Osinko/tulos (%)	84,7 %	76,4 %	75,6 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	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	22-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet konsernitasolla	28-29
Sijoitusprofiili	30-31
Arvonmääritys	32-33
Taulukot	34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Sanoma lyhyesti

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

2016-2019

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

2020-2021

- Liiketoiminnan painopiste siirtyy vahvemmin oppimisen liiketoimintaan Santillana-yritysoston jälkeen
- Aluemedialiiketoiminnan hankinta ja Oikotien myynti
- Pandemia rokottaa medialiiketoimintaa, mutta se elpyy nopeasti, ja kannattavuus säilyy hyvällä tasolla

2022-

- Takaisin normaaliin toimintaympäristöön maltillisin orgaanisin kasvuodotuksin
- Aiempien yritysostojen integraatiot on tehty
- 300-400 MEUR liikkumavara yritysostoihin mahdollistaa epäorgaanisen kasvun jatkamisen

1252 MEUR

Liikevaihto 2021

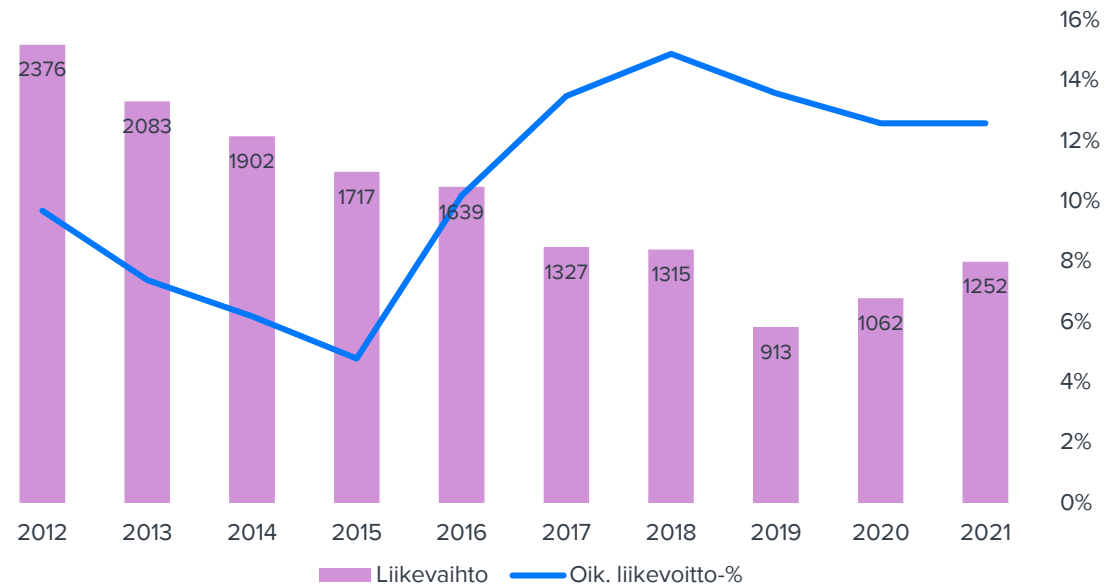
15,8 %

Operatiivinen liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja 2021

51 % / 68 % Learningin osuus liikevaihdosta ja operatiivisesta liikevoitosta ilman PPA-poistoja, 2021

20 %

Mainostuottojen osuus liikevaihdosta, 2021



Sanoman liiketoimintamalli 1/3

Oppimiskokous ja medialiiketoimintaa

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liiketoiminnosta Learningista ja Media Finlandista koostuva oppimis- ja media-alan konserni. Yhtiöllä on oppimisen liiketoimintoja 11 maassa, kun taas medialiiketoimintaa harjoitetaan vain Suomessa.

Konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 1252 MEUR vuonna 2021. Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja (jatkossa operatiivinen liikevoitto) oli 197 MEUR eli 15,8 % liikevaihdosta. Vastaavasti vuoden 2021 raportoitu liikevoitto oli 142 MEUR, mikä vastaa 11,4 %:n liikevoittomarginaalia.

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

Kaksi itsenäistä liiketoimintaa

Learning -liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminta muodosti vuonna 2021 51 % konsernin liikevaihdosta ja 68 % operatiivisesta liikevoitosta.

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

verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista. Lisäksi siihen lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista, markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2021 liikevaihdosta oli 49 % ja 32 % operatiivisesta liikevoitosta.

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

Neljä tuottokomponenttia

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

1) Oppimisen tuotot (2021: 51 % liikevaihdosta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin digitaalisten ja painettujen oppimateriaalien (sis. jakelun) sekä digitaalisten oppimis- ja opetuslustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori, ja erityisesti peruskoulut, lukiot sekä ammattikoulut (K12). Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtämellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä Q2 ja etenkin Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoma-konsernin liikevaihtoon ja -tulokseen voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti maakohteisesti. Tämän taustalla on

Sanoman liiketoimintarakenne 2021

Sanoma-konserni	
Liikevaihto 1252 MEUR	
Liikevoitto (oik. ilman PPA-poistoja) 197 MEUR	
Media Finland	Learning
Lv. 615 MEUR EBIT* 74 MEUR EBIT-% 11,9 %	Lv. 637 MEUR EBIT* 134 MEUR EBIT-% 21,0 %
<ul style="list-style-type: none">• Sanomalehdet• Verkkomedia• TV & Radio• Aikakauslehdet• Festivaalit• Muut palvelut	<ul style="list-style-type: none">• Oppimateriaalit• Digitaaliset oppimis- ja opetuslustoja• Oppimateriaalien jakelu

Liikevaihdon jakauma 2021



Liikevoiton* jakauma 2021



* Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja

Sanoman liiketoimintamalli 2/3

oppimiskurssien 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 (2021: 23 % 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 20 % ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vain vajaa 3 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

3) Median mainostuotot (2021: 20 % 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 reilu 75 % vuonna 2021 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 (2021: 6 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen

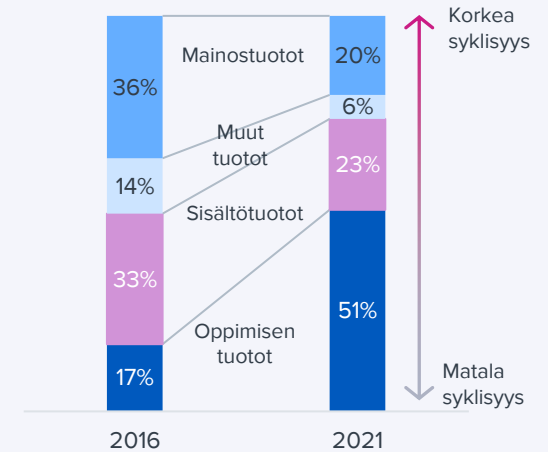
asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta noin 40 % (vuonna 2019 eli ennen koronapandemiaa) muista tuotoista tavanomaisesti muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista pääosa tulee kuluttajilta. Muut tuotot olivat vuonna 2021 vielä tavanomaista pienemmät koronapandemian seurauksena. Sanoma kasvatti vuonna 2021 aikana omistusosuutensa festivaali- ja tapahtumajärjestäjä Nelonen Media Live Oy:stä 60 %:sta 100 %:iin.

Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi useat, 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 on 25 % (2021). Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Muun kuin painetun median median tuottojen osuus (sis. lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta on 23 % (2021).

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.

Sanoman liikevaihdon jakauma, 2021



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 lievä lasku - 0-3 %/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

Samalla liiketoiminnan tuottojen riippuvuus yleisestä talouskehityksestä eli suhdanneherkkyys on laskenut.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen (kts. graafi seuraavalla sivulla). Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen syklisten tuottojen osuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä vahva ja ennustettava operatiivinen kassavirta. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa lähinnä media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

Hyvin ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista muodostuvien tulojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2021 noin 71 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja mediasisältöjen tilausmyynnistä. Vastaavasti voimakkaasti kulutuskysynnän ja taloussykliden mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on laskenut merkittävästi viime vuosien rakennejärjestelyjen myötä.

Samalla, kun mainostuottojen osuus on pienentynyt, ovat toistuvaan tilausmyyntiin perustuvat sisältötuotot ottaneet jalansijaa ja ne muodostivat 20 % liikevaihdosta vuonna 2021.

Tilausmyynnin ja oppimisen tuottojen ansiosta noin 3/4 tuotoista on luonteeltaan jatkuvia ja varsin ennustettavia. Tämän kehityksen seurauksena ei-toistuvien sisältötuottojen (irtonumerot) osuus on laskenut hyvin pieneksi noin 3 %:iin. Tuottojen suhteellisten osuuksien ja etenkin mainostuottojen sekä muiden tuottojen osalta on huomioitava, että vuonna 2020 koronapandemia heijastui näihin voimakkaasti, ja toimintaympäristö oli vielä vuonna 2021 tavallisesta poikkeava. Esimerkiksi vain noin puolet ohjelmistossa olleista festivaaleista ja tapahtumista järjestettiin vuoden 2021 aikana.

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvin vahvan hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan muutosvauhti on kuitenkin tasoittunut, kun suuremmat mediatalot ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta. Arviomme mukaan tätä paikallisen markkinan kilpailutilanteen muutosta on voimistanut koronapandemia, jonka jälkeen suhteellisia voittajia on suuremmat toimijat.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

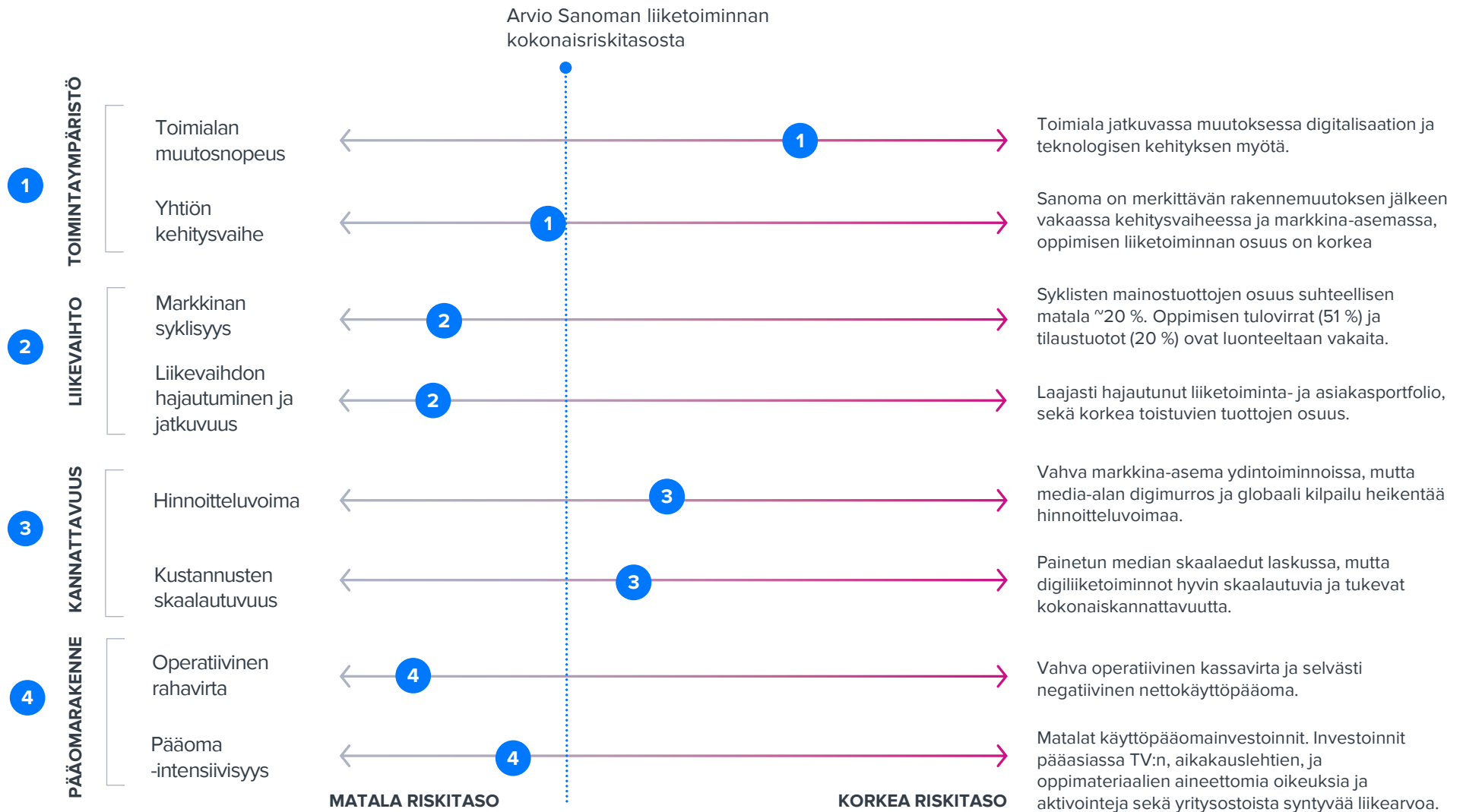
Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävältä osin kiinteää. Painetun median taantumisesta johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun median osalta arviomme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti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

Operatiivinen kassavirta vahva ja investointitarve maltillinen

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena erinomainen, sillä 1) sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, 2) konsernin nettokäyttöpääoma on vuoden lopussa tyypillisesti negatiivinen, 3) liiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa, ja 4) investointitarpeet aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin ovat ohjelmaoikeuksia ja tuotekehityspanostuksia lukuun ottamatta matalat.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili



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. Lisäksi 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 riskiprofilia ja riippuvuutta talouskehityksestä.

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on näkemysemme mukaan ydinliiketoimintojen

skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran vahvistamisessa. Jo toteutettujen yritysostojen osalta yhtiö on saanut integraatiot valmiiksi ja kustannussynergiat valtaosin ulosmitattua, minkä ansiosta niiden osalta fokus kohdistuu kasvaneiden resurssien hyödyntämiseen ja keskinäisten myyntisynergioiden ulosmittaamiseen. Samalla odotamme, että kasvua vauhditetaan myös jatkossa epäorgaanisella kasvulla, mikä tuo mukanaan seuraavat integraatioprosessit.

Yritysostot tärkeä osa strategiaa

Yrityskaupat ovat tärkeässä osassa Sanoman strategiaa, sillä yritysostoja tarvitaan liikevaihdon kasvattamiseksi, arvoketjun vahvistamiseksi, jatkuvan tuloskasvun ja mittakaavaetujen varmistamiseksi sekä painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi. Yritysmyynteillä puolestaan on ohjattu pääomia tehokkaampaan käyttöön.

Yhtiö on itse arvioinut, että sillä on käytettävissä 300-400 MEUR yritysostoihin. Sanoman mukaan sillä on myös selkeä arvio potentiaalisista kohteista.

Yritysostot painottuvat lähivuosina arviomme mukaan erityisesti Learning-segmenttiin, jossa pyritään laajentumaan uusille markkinoille niin maantieteellisesti kuin myös palvelutarjonnan osalta, vahvistamaan skaalaetuja ja markkina-asemaa. Media Finland on lähivuosina arviomme mukaan aktiivinen pääasiassa pienehköjen, arvoketjua ja skaalaetuja vahvistavien yrityskauppojen suhteen.

Taloudelliset tavoitteet

Sanoman vuonna 2020 päivitetty pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka ovat:

1. Velkaantuneisuus: Nettovelan ja oik. käyttökatteen suhdeluku alle 3,0x.

2. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste 35-45 %.

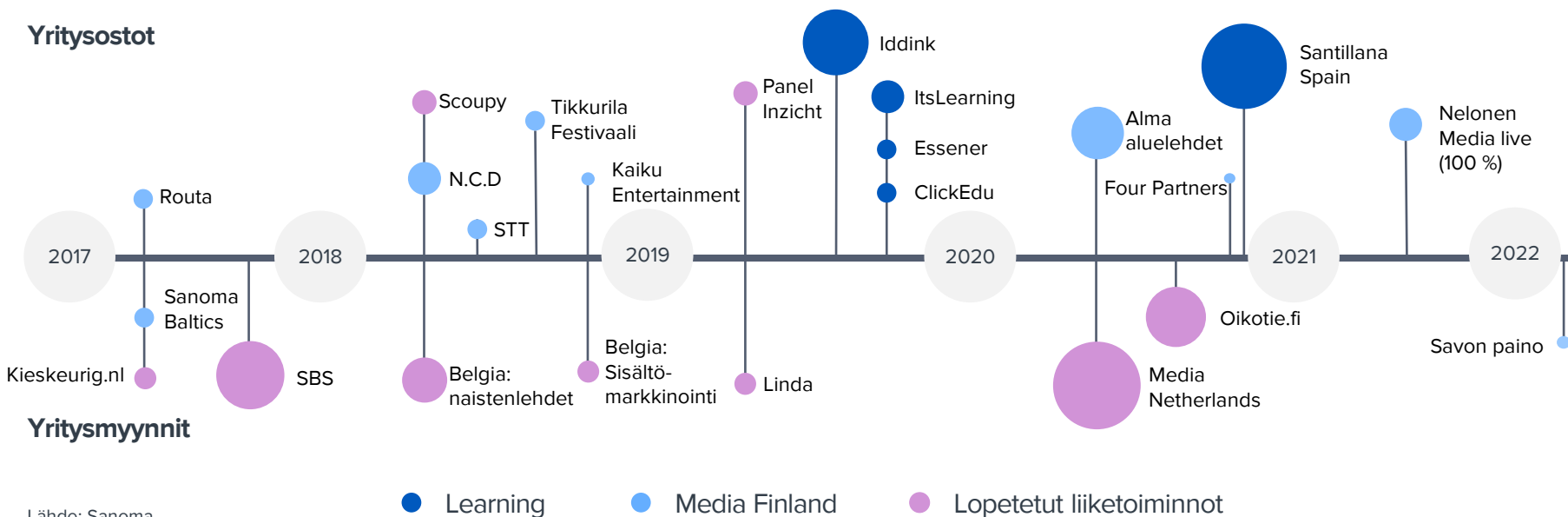
3. Osinkopolitiikka: Kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta.

Viimeisten raportoitujen lukujen (Q4'21) valossa velkaantuneisuus (2,4x) ja vakavaraisuus (41 %) ovat yhtiön pitkän aikavälin taloudellisten tavoitetasojen sisällä. Ennusteissamme odotamme yhtiön olevan tavoitteiden mukaisella tasolla myös kuluvan vuoden lopussa.

Sanoma on painottanut osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Uskomme yhtiön pitävän tästä tavoitteesta kiinni myös pitkässä juoksussa. Osinkoa ohjaava tekijä on arviomme mukaan etenkin tavoite kasvattaa osinkoa vuosittain, kuten nähtiin vuonna 2021. Vuodelta 2021 jaettava osinko on 55 % 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 vahvaa kassavirtaa ja yritysostot, kasvavat digitaaliset tuotot sekä tehostustoimet tuovat tuloskasvua. Yhtiö on myös antanut segmenteille omat taloudelliset tavoitteet, joita käsittelemme segmenttikohtaisissa erillisissä osioissa.

Sanoman yrityskaupat 2017-2022 ja segmenttien M&A-strategia



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 kohteisiin Euroopassa

Media Finland

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus arvoketjun täydentämisessä ja kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa 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
-
2021

2022-

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

Vakaa kannattavuus, vahva kassavirta ja synergiset yritysostot

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa pandemiasta huolimatta
- Oikotien divestointi
- Median rakennemuutos jatkui, ja pandemia kiihdytti digitaalisen median kasvua samalla voimistaen printin laskua
- Pääoman allokoitua yritysostoihin ja kasvavaan osinkoon
- Santillana-yrityskauppa oppimisliiketoiminnassa ja medialiiketoiminnoissa Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto

Pääoman allokoitua yritysostoihin

- Vakaa kannattavuus ja vahva kassavirta
- Ydinliiketoimintojen kehitys vakaata
- Median rakennemuutos jatkuu
- Maantieteellinen sekä tuote- ja palveluportfolion laajentaminen Learningissa
- Medialiiketoiminnan digitaalisen tarjooman kehittäminen
- Learning liikevaihdon konvertoinnin kiihdyttäminen tilausmallia kohti

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne kevyempi, fokuoituneempi ja kannattavampi
- Liikevaihto laski rakennejärjestelyjen myötä merkittävästi, mutta yrityskaupat varsin onnistuneita
- Kannattavuus nousi hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2021: oik EBIT-% lähes 13 %)
- Yhtiön tase pieneni huomattavasti, aineettoman omaisuuden määrä laskenut
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko nousi 0,10 eurosta 0,54 euroon osakkeelta

Lähtulevaisuus 1-2v

- Festivaaliliiketoiminta elpyy pandemian jälkeen ja viihdepalveluiden kasvu tasoittuu
- Liikevaihdon orgaaninen kasvu median rakennemuutoksesta ja maiden opetussuunnitelmien eri vaiheista johtuen maltillista
- Yritysostot nostavat raportoidun kokonaisliikevaihdon kuitenkin selvään kasvuun
- Kannattavuuden vahvistuminen Learningin suhteellisen osuuden kasvun myötä
- Kassavirran ja liiketoiminnan tehokkuuden asteittainen parantaminen

Pitkä aikaväli

- Median rakennemuutoksen hallinta ja kannattavuuden asteittainen vahvistaminen kulutuksen siirtyessä edelleen printistä digiin
- Learning, digitaaliset palvelut ja yritysostot kasvun moottoreina
- Arviomme mukaan Sanoma tavoittelee yritysostoilla selvästi nykyistä 13 % suurempaa markkinaosuutta Euroopan noin 4-5 miljardin oppimisen markkinoilla (K12)
- Optionaalisuus laajentumisessa Euroopan ulkopuolelle oppimisliiketoiminnassa

Toimialakatsaus - Learning 1/2

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkymiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme merkittävää ajuria: digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, jatkuvat opetussuunnitelma- ja koulutusjärjestelmä uudistukset, 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 oppimateriaaleihin 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, mikä lisää 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 3 % yhtiön markkina-alueilla.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus - Learning 2/2

Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä painettujen oppimateriaalien käyttö vähenee ja ikäluokat pienenevät. Oppimateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista digitaalisissa ratkaisuissa kilpailukykyisimpien ja perinteisten, painettuihin materiaaleihin keskittyneiden toimijoiden välillä. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja vahva markkina-asema omilla fokusalueillaan.

Oppimisalustojen näkymät

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

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

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, mikä hajauttaa päätöksenteon laajalle 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.

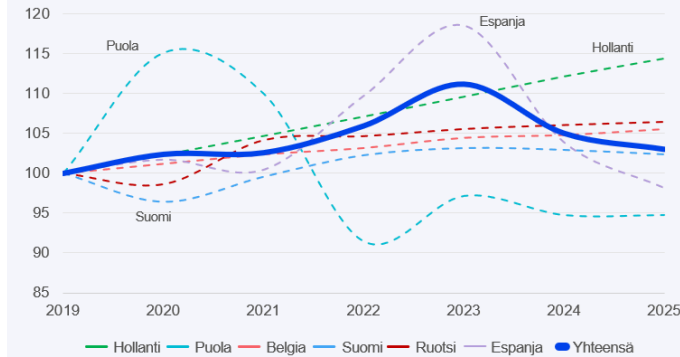
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta. 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 Gleeerups ja Espanjassa Grupo Anaya.

Noordhoff, Plantyn ja Liber ovat Infinitas Learningin omistamia. ThiemeMeulenhoffin omistaa saksalainen Klett. Sanoman mukaan kaikki edellä mainitut yksittäiset maakohtaiset yhtiöt toimivat pääsääntöisesti ainoastaan omalla kotimarkkinallaan, ja yhdelläkään ei olisi merkittävää toimintaa useassa maassa, vaikka niillä olisikin sama omistaja.

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

Sanoma hankki vuoden 2020 lopussa Santillana Spainin, joka on Espanjan johtava perusopetuksen ja toisen asteen koulutuksen oppimateriaalien kustantaja. Yrityskaupan seurauksena segmentistä tuli liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti. Sanoma Learningin liikevaihto vuonna 2021 oli 637 MEUR (51 % Sanoman liikevaihdosta). Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti (2021 operatiivinen liikevoitto 134 MEUR eli 68 % 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 ensimmäisen 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 60 % syntyy sisällöstä, mikä kattaa sekä painetun että digitaalisen sisällön, 25 % materiaalien jakelusta, ja loppu 15 % jakaantuu tasaisesti opetusalojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken. Noin 25 % tästä myynnistä muodostuu koko tarjoaman kattavista tilaustuotoista (subscription sales), kun taas 75 % myynnistä tapahtuu perinteisen tuotepohjaisen hinnoittelun kautta.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminnasta yli 90 % tulee markkinoilta, joissa sillä on laaja palvelutarjonta ja joissa se on joko markkinan suurin tai toiseksi suurin toimija.

Vuoden 2021 raportoidusta liikevaihdosta Hollannin osuus oli 33 %, Puolan 20 % ja Espanjan 19 %. Vastaavasti Belgian osuus oli 12 % ja Suomen 9 %. Noin 7 % liikevaihdosta tuli 2021 pienemmistä osuuksista Ruotsista, Norjasta, Tanskasta, Ranskasta, Saksasta ja Iso-Britanniasta. Sanoma on arvioinut, että hyvin pirstaloituneet Euroopan oppimateriaalien ja -palvelujen markkinat ovat vuositasolla 4-5 mrd. euron suuruiset, joista yhtiön markkinaosuus on siten 13 %.

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

Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan oppimateriaalien kustantajana, kehittäjänä ja jakelijana. Esimerkiksi Learningin Suomen yksiköllä, Sanoma Pro:lla on yli 130 vuoden historia oppikirjojen kustantamisesta. Learning on lisäksi historiallisesti pystynyt nostamaan markkinaosuuttaan opetus suunnitelmamuutoksien yhteydessä.

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 %.

Kasvua Learning tavoittelee organisesti

Learning lyhyesti, 2021

637 MEUR (2020 raportoitu: 500 MEUR)

Liikevaihto 2021

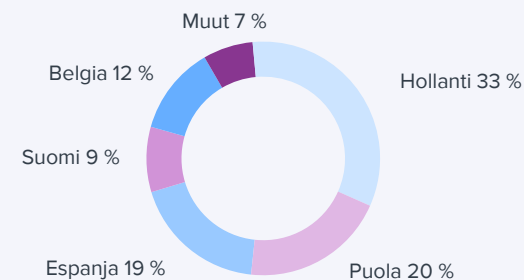
21,0 % (2020: 19,2 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%*

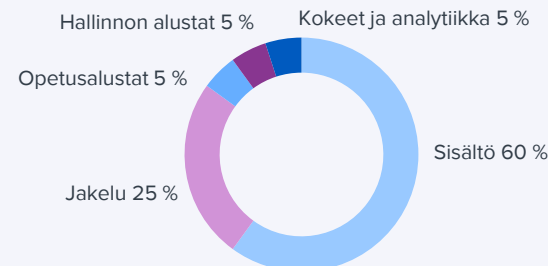
~ 13 %:n markkinaosuus

Euroopan 4-5 miljardin K12-markkinoilla

Liikevaihto maittain, 2021



Liikevaihto tuotelajeittain



Lähde: Inderes, Sanoma

*Operatiivinen liikevoitto ilman hankintamenojen poistoja

Sanoma Learning 2/3

opetussuunnitelmien uudistuksien myötä sekä kasvavan digitaalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa teknologia ja palvelutarjoamansa kasvattamista sekä uusille maantieteellisille alueille laajentumista yritysostoilla.

Opetusyritysten vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästikin segmentin liikevaihdon kehitykseen. Esimerkiksi vuosina 2020 ja 2021 positiivisesti vaikuttaneen Puolan opetussuunnitelmauudistuksen päättyminen vaikuttaa kasvuun heikentävästi vuonna 2022. Puolestaan Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen odotetaan kasvattavan liikevaihtoa vuosina 2022-2023.

Arvioimme mukaan Learning pyrkii vahvistamaan otettaan etenkin eri markkinoiden digitaalisista oppimisalustoista myös jatkossa, sillä strategisesti tämä asema on houkutteleva tuottojen tasaisen luonteen takia. Lisäksi alustapuolella arvioimme ostojen olevan pysyvämpiä, sillä alustan vaihtokynnys on kustannusten ja käyttötottumusten takia korkea, kun taas oppimateriaalien vaihto on kevyempää opetussuunnitelmien vaihtuessa. Tätä laajentumista yhtiö voi tehdä tuomalla sen jo omistamia alustoja markkinoille, joissa digitaalisuusaste on kasvussa tai epäorganisesti ostanalla 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.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä keskipitkältä aikaväliltä nousujohteista, mutta pitkän aikavälin taloudellisen tavoitteen (oper. EBIT-% yli 23 %) alle jäävää kehitystä. Pitkällä aikavälillä odotamme kasvavan digitaalisuusasteen ja suuremman mittakaavan tukevan kannattavuutta ja pitävän sen loivalla nousukäyrällä.

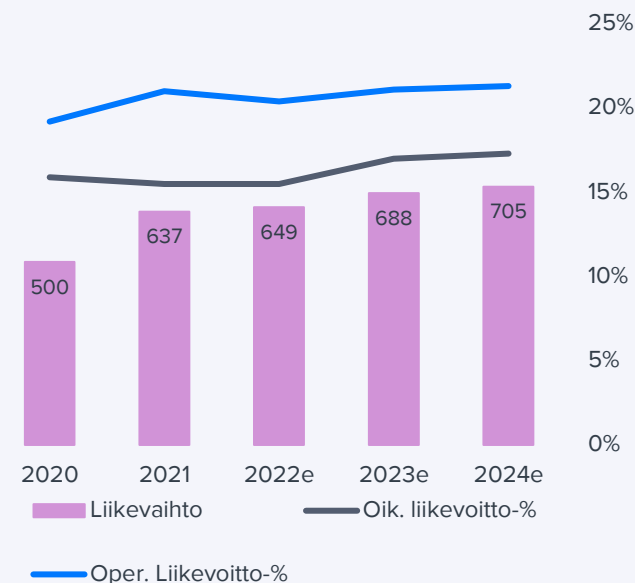
Lähivuosien ennusteet

Ennustamme Learning-segmentin raportoidun liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 hieman Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen vaikutuksesta sekä suurimmasta markkinasta eli Hollannista tulevan kasvun myötä. Vastaavasti Puolan opetussuunnitelmauudistuksen päättyminen jarruttaa kasvua. Tätä taustaa vasten ennustamme vuoden 2022 raportoidun liikevaihdon kasvavan 2 % 649 MEUR:oon (2021: 637 MEUR).

Vuonna 2023 odotamme liikevaihdon kasvun voimistuvan Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen tuoman voimakkaamman kasvun ansiosta ja Puolan liikevaihdon suhteellisen laskun maltillistuessa. Siten odotamme vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan 6 % 688 MEUR:oon. Vuonna 2024 odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan lähemmäs pidemmän aikavälin keskimääräistä kasvuvauhtia ja olevan 2,5 %. Siten ennustamme liikevaihdon kohoavan 705 MEUR:oon.

Ennustamme Learningin vuoden 2022 operatiivisen liikevoiton laskevan lievää lyhyen aikavälin kustannusinflaatiota heijastellen 1 %:n 133 MEUR:oon (2021: 134 MEUR), ja operatiivisen

Learningin ennusteet



Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	500	637	649	688	705
Operatiivinen liikevoitto	95,9	133,9	132,6	145	150
Liikevoitto oik.	79,6	101,6	100,6	117	122
Liikevoitto	66,4	90,5	98,6	115	120
Kertaluonteiset erät	-13,2	-11,1	-2	-2,0	-2,0
Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	48,5%	27,3	1,9%	6%	2,5%
Oper. liikevoiton kasvu-%	18,5%	27,6%	-1%	16,3%	4,3%
Oper. Liikevoitto-%	19,2%	21,0%	20,4%	21,1%	21,3%
Oik. Liikevoitto-%	15,9%	15,5%	15,5%	17%	17,3%
Liikevoitto-%	13,3%	14,2%	15,2%	16,7%	17%

Sanoma Learning 3/3

liikevoitto-%:n laskevan 20,4 %:iin (2021: 21,0 %). Kannattavuuteen vaikuttaa negatiivisesti yleinen kustannusinflaatio ja muun muassa paperin hinnan nousu. Vuosina 2022-2023 ennustamme operatiivisen liikevoiton kasvuksi noin 16,3 % ja 4,3 %. Vastaavat operatiiviset liikevoittomarginaalit ovat 21,1 ja 21,3 %. Vuodesta 2023 alkaen marginaaliparannusta vetää etenkin Espanjan korkeampikatteen liikevaihdon kasvu.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Vuoteen 2025 ulottuvalla keskipitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi keskimäärin 3 % ja operatiivisen liikevoitto-%:n olevan keskimäärin 21 %. Pitkällä tähtäimellä odotamme niin ikään keskimäärin 3 %:n kasvua ja asteittain lievästi kohoavaa kannattavuutta. Positiivisena riskinä ennusteillemme pidämme kasvua kiihdyttäviä yritysostoja, kun taas negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo lähinnä opetus suunnitelmauudistuksien ajoitukset, kustannusinflaation mahdollinen pitkittyminen ja/tai kiihtyminen.

Learning arvostus

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme viitearvona keskeisten verrokkiyhtiöiden vuoden 2022-2023 EV/EBIT-kertoimia.

Olemme identifioineet Learning -segmentille seitsemän listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden heikon tulostason ja erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei kokonaisuutena tällä hetkellä toimi 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 2022 ja 2023 keskimääräisestä EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat 13x. Learningin vuosien 2022 ja 2023 operatiivisen liikevoiton (ilman PPA-poistoja) ennusteillemme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi noin 1695-1824 MEUR. Pidämme verrokkiyhtiöiden absoluuttisia arvostuskertoimia maltillisina, kun huomioidaan liiketoiminnan vakaa ja ennustettava kysyntä sekä kannattavuustaso.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös osittain peilata Santillana Spain-yritysoston arvostuskertoimiin. 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/EBIT-kerroin oli 13,4x. Ennustamme Learningin vuoden 2022 operatiivisen liikevoiton olevan 133 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1777 MEUR. Santillanan pienempi kokoluokka sekä Learningin kattavampi (maantieteellisesti sekä tarjoomaltaan) ja digitaalisempi liiketoimintaportfolio huomioiden Sanoma Learning kokonaisuudelle voidaan mielestämme hyväksyä yrityskaupan arvostusta korkeampi arvostuskerroin.

Learningin arvo on siten käyttämiemme menetelmien keskiarvolla laskettuna 1696 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus on laskenut merkittävästi edellisestä laajasta päivityksestä (2021 arvio: 2342 MEUR). Tähän on vaikuttanut erityisesti Learningin verrokkiyhtiöiden voimakas arvostustason lasku, kun taas ennusteidemme lasku on ollut maltillinen.

Learning verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	22e	23e	22e	23e
Bloomsbury Publishing PLC	367	11,8	11,3	1,4	1,3
Pearson PLC	7595	15,3	14,0	1,8	1,7
John Wiley & Sons Inc	3433	12,6	13,4	1,8	1,7
Wilmington PLC	268	10,5	10,4	1,9	1,8
Koninklijke Brill NV	45	9,1	9,1	0,9	0,9
2U Inc	1430	-	108,6	1,5	1,3
Chegg Inc	4494	25,9	20,6	5,8	5,1
Keskiarvo		14,2	26,8	2,1	2,0
Mediaani		12,2	13,4	1,8	1,7

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 mediayhtiöiden tuottoihin.

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.
- Median 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 tietosuojasetukset (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 hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla, ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaisuudesta (ml. Facebook ja Google) nousi jo puoleen (50 %) kaikesta mainonnasta vuonna 2021 koronapandemian vielä vaikuttaessa perinteisiin mainonnan muotoihin.

Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaisarvon kehityksen olevan painetun mediamainonnan laskun myötä hieman negatiivista Suomessa. Odotamme koronapandemian vauhdittaneen muutosta siten, että painetun median rakenteellinen trendi jatkuu aiempaa matalammalta tasolta.

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Digitalisaatio



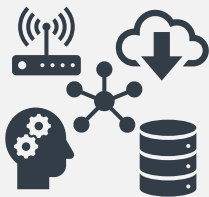
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja “diginatiivien” kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

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. Vuonna 2021 kasvu oli rivakampaa (13,4 %). 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 vain hieman (0-3 %) vuosina 2012-2019. 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 kääntämään viime vuosina Helsingin Sanomien kokonaistilaajamäärän lievään kasvuun ja tällä hetkellä Helsingin Sanomien tilaajia on yli 440 tuhatta. Digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut 70 %:iin kokonaistilaaajien määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

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. Valtaosa digitaalisten palveluiden tilaajista on alle 50-vuotiaita. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut 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 tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa.

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 mediatyhtiöiden välillä. Sisältötuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista, mutta myös sisällöissä TV ja digitaaliset mediat kilpailevat kasvavissa määrin globaalien yhtiöiden ja media-alan ulkopuolisten yhtiöiden kanssa (esim. Apple, teleoperaattorit).

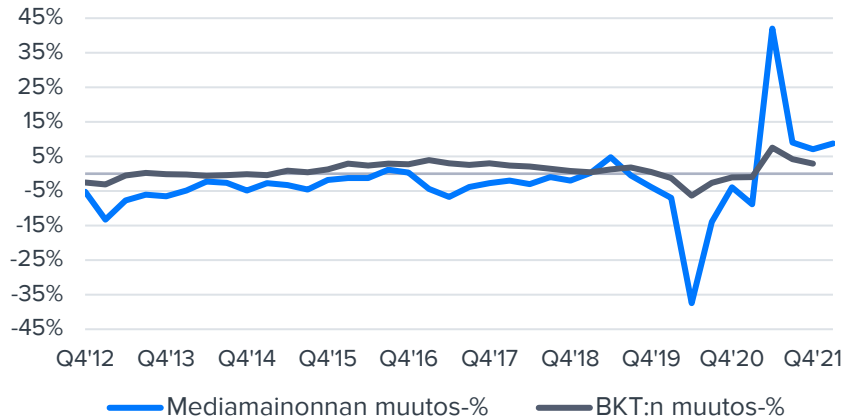
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Regulaatio voi hyödyttää mediatyhtiöitä

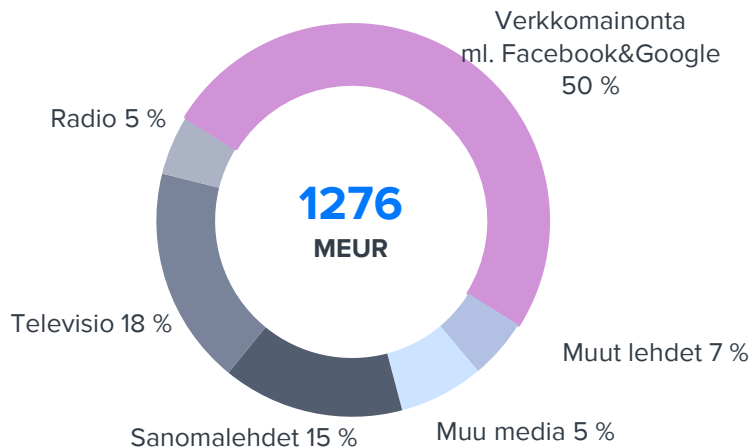
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologyhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdolliset konkreettiset muutokset ovat epävarmoja ja niitä joudutaan odottamaan vielä. Suhteessa nykytilaan voidaan sen kuitenkin arviomme mukaan odottaa pääasiassa vain parantavan paikallisten toimijoiden asemaa.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

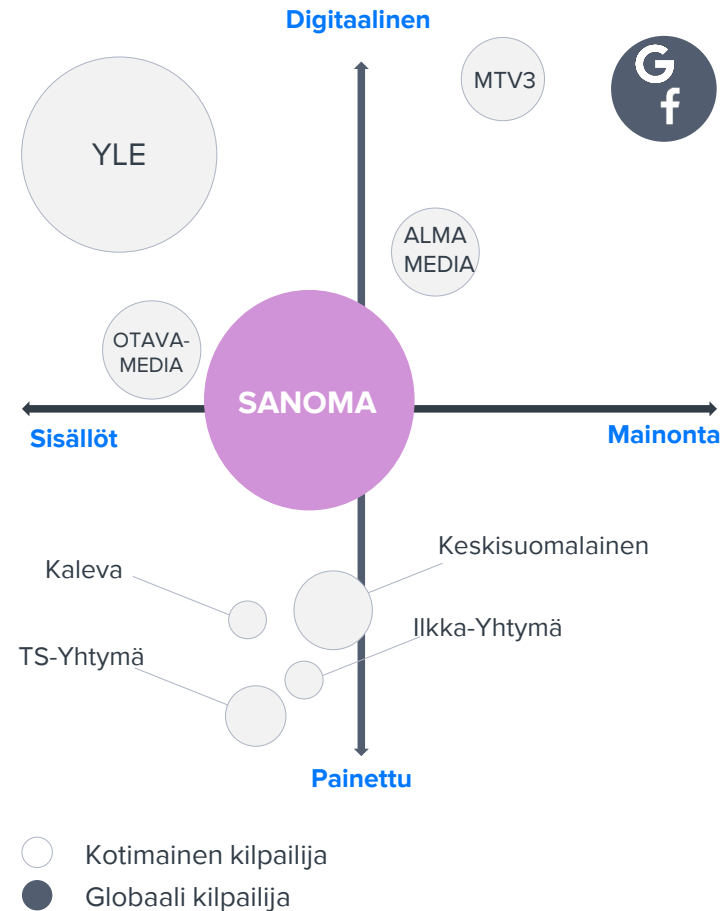
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q4'2021 saakka*



Suomen mediamainonnan jakauma, 2021



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes
*Q1'22 mediamainonnan muutos sisältää tammi-helmikuun luvut

Media Finland 1/4

Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 615 MEUR vuonna 2021, mikä vastasi 49 % Sanoman liikevaihdosta. Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (operatiivinen liikevoitto 74 MEUR eli 32 % 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. Vastaavasti viihteen alle lukeutuu mm. TV- ja radio (Nelonen Media), audiosisältöpalvelu Supla ja live-tapahtumat. B2B-markkinointiratkaisut kattavat mainonnan ja markkinointiratkaisujen myynnin. Lisäksi osa segmenttiä on painettuihin aikakauslehtiin pääasiassa keskittyvä Sanoma Lifestyle (mm. Aku Ankka, ET ja Kodin Kuvalehti).

Media Finland on Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö 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 1,28 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 19 % 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. Vuonna 2021 painetun

median suhteellinen osuus koko konsernin liikevaihdosta oli noin 25 %.

Sisältötuotot ovat nousseet Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2021 noin 47 % (2020: 49 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä lähes 86 % ja irtonumeromyynnin vain noin 14 %. Arviomme mukaan nykyisin sisältötuotoista valtaosa syntyy digitaalisten sanoma- ja aikakauslehtien sisältötuotoista vaikka videopalveluiden (Ruutu.fi) tilaustuotot ovat olleet myös kasvussa.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2021 40 % segmentin liikevaihdosta (2020: 41 %). Mainostuotoista reilu 75 % tuli vuonna 2021 suhteellisen vakaasti kehittyvästä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui vain noin 25 % tuotoista.

Muut liiketoiminnan tuotot muodostivat vuonna 2021 segmentin liikevaihdosta noin 13 % (2020: ~10%). Koronapandemia painoi voimakkaasti muita tuottoja vuonna 2020, sillä normaalioloissa festivaali- ja tapahtumaliiketoiminta on noin 35 MEUR:n kokoluokassa, kun taas vuonna 2020 sen liikevaihto oli lähes nollan tasolla. Vuonna 2021 noin puolet ohjelmistossa olleista festivaaleista ja tapahtumista järjestettiin vuoden aikana, joten muut-liiketoiminnan suhteellinen osuus on normaalissa toimintaympäristössä vielä lievästi suurempi. Muista tuotoista pienen osan muodostavat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisu- ja painopalvelut.

Media Finland lyhyesti, 2021

615 MEUR (2020: 563 MEUR)

Liikevaihto 2021

11,9 % (2020: 11,8 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%

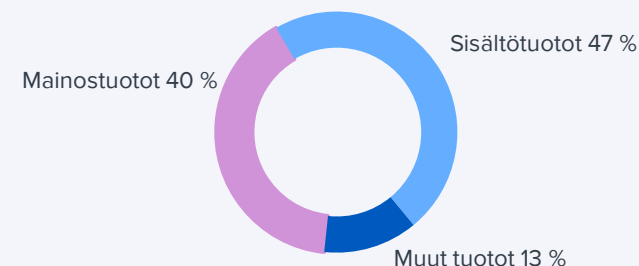
51 % / 49 %

Painetun liiketoiminnan / muun kuin painettujen tuottojen osuus

#1 ja #2 markkina-asema

Uutismedia, aikakauslehdet, TV & Radio, B2B

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2021



Media Finland 2/4

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 Finlandin liikevaihdon kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä vaisut ja kaksijakoiset, sillä noin puolet (2021: 51%) segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan. Painetun median rakenteellisesta laskusta huolimatta yhtiö uskoo digitaalisten sisältötuottojen kysynnän olevan kestäväää ja vahvassa kasvussa, 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.

Painetun median vastapainona on 49 % vuoden 2021 Media Finlandin liikevaihdon kasvuun muun kuin painetun median kasvunäkymät. Sen alle lukeutuvien digitaalisten sisältöjen ja digitaalisen B2B-mainonnan odotetaan kasvavan vuosittain keskipitkällä aikavälillä.

Media Finlandin kasvu- ja kannattavuusnäkymät

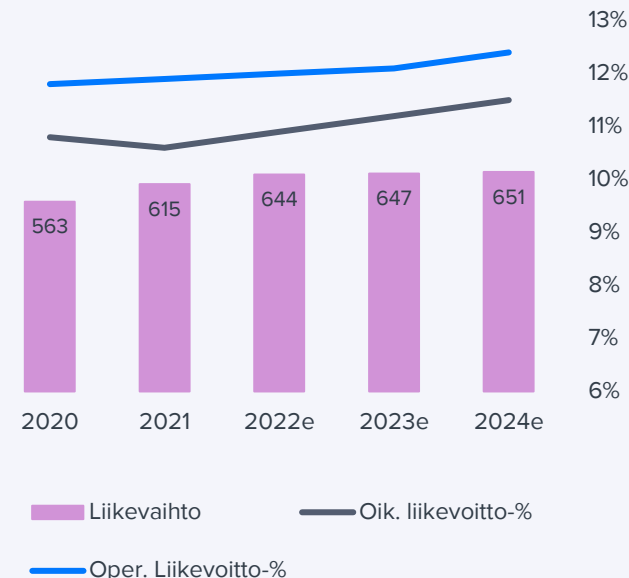
Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Media Finlandin nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme muun kuin painetun median tuottojen kasvavan yhteensä noin 2-5 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu on lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi positiivista ja linjassa taloudellisen tavoitteen kanssa.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä lievästi nousujohteista kehitystä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Kannattavuuteen negatiivisesti vaikuttaa painetun mediamainonnan lasku, kasvupanostukset sekä kustannusinflaatio, joiden vaikutuksen kompensoi korkeampikatteisten digitaalisten tuottojen kasvu. Lisäksi odotamme yhtiön saavuttavan edelleen maltillisia hyötyjä toiminnan tehostamisesta.

Lähivuosien ennusteet

Oletamme ennusteissamme, että koronapandemia ei enää heijastu Media Finlandin liiketoimintaympäristöön eli tapahtumaliiketoiminnan osalta lähivuodet eivät kärsi rajoituksista.

Media Finlandin ennusteet



Media Finland 3/4

Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 lähes 5 % 644 MEUR:oon heijastellen odottamaamme mainonnan ja sisältötuottojen maltillista kasvua ja tapahtumaliiketoiminnan palautumista.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2022 operatiivisen liikevoiton kasvavan noin 5 % 77 MEUR:oon (2021: 74 MEUR) ja operatiivisen liikevoitto-%:n pysyvän noin edellisvuoden tasolla 12,0 %:ssa (2020: 11,9 %).

Kannattavuuteen vaikuttavat positiivisesti aluemedioiden hankinnasta realisoituvat täysimääräiset synergiahyödyt sekä lievästi tapahtumaliiketoiminnan palautuminen normaalille tasolle. Vastaavasti negatiivisesti kannattavuuteen vaikuttaa lyhyen aikavälin kustannusinflaatio, joka heijastuu etenkin paperin hinnan nousuna.

Vuonna 2023 odotamme liikevaihdon pysyvän edellisvuoden tasolla, sillä ennustamme sisältötuotoille matalaa trendinomaista kasvua. Mainonnan kehityksen ennustamme taas olevan lähes vakaata hidastuvaa talouskasvukuvaa mukailten. Siten vuoden 2023 liikevaihtoennusteemme on 647 MEUR, mikä vastaa 0,4 % kasvua edellisvuoteen verrattuna. Vuonna 2023 odotamme kannattavuuden nousevan piirun verran (operatiivisen liikevoiton kasvu 2 %), ennustamaamme kustannuspaineen hellittämistä heijastellen.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Vuonna 2024 ja siitä eteenpäin ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 1 %:n vuodessa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Vuodelle 2024 ennustamme niin ikään lievästi kasvavaa operatiivista liikevoittoa ja hieman nousevaa suhteellista kannattavuutta liikevaihdon paremman jakauman eli digitaalisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvun seurauksena. Pitkällä aikavälillä ennustamme Media Finlandin liikevoittoon lievästi kasvua ja oikaistun liikevoitto-%:n asteittaista nousua digitaalisten tuottojen kasvua heijastellen. Kannattavuuden nousua hidastaa kuitenkin printin kysynnän lasku ja sen johdosta myös sen suhteellisen kannattavuuden heikentyminen.

Ennusteisiin liittyvät riskit

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia ripeämmän digitaalisen mediamainonnan kasvun lähivuosina. Lisäksi tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot voivat vauhdittaa tuloskasvua ennusteitamme nopeammaksi, vaikkakin odotamme yritysostojen pääpainon olevan Learningissa. Epävarmuutta ennusteisiin luo lyhyellä tähtäimellä geopolittisen tilanteen vaikutukset Suomen talouskasvuun ja sitä kautta mainonnan kehityksen. Lisäksi lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä lievästi epävarmuutta ennusteisiin voi luoda yhtiön kyky hallita tilaaja-asiakkaiden poistumaa korona-ajan väistytyä ja mahdollisesti kuluttajakäyttäytymisen muuttuessa. Siten sisältöjen laatu sekä arvo asiakkaan silmissä on sisältötuottojen kehityksen kannalta merkittävä ajuri.

Media Finland ennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	563	615	644	647	651
Oper. Liikevoitto	66,6	73,5	77,1	78,4	80,8
Liikevoitto oik.	60,5	66,7	70,3	72,4	74,8
Liikevoitto	209,6	60,6	66,3	68,4	70,8
Kertaluonteiset erät	149,1	-6,1	-4	-4	-4
Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-2%	9,3 %	4,7%	0,4%	0,6%
Oper. liikevoiton kasvu-%	-3,8%	10%	5%	1,7%	3,1%
Oper. Liikevoitto-%	11,8%	11,9%	12,0%	12,1%	12,4%
Oik. Liikevoitto-%	10,8%	10,8%	10,9%	11,2%	11,5%
Liikevoitto-%	37,3%	9,9%	10,3%	10,6%	10,9%

Media Finland 4/4

Media Finland arvostus

Määritämme Media Finland segmentin arvoa laajan kansainvälisestä 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.

Käytämme arvonnäilyksessä verrokkiryhmän vuosien 2022-2023 EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2022 EV/S-kerrointa. Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2022-2023 ovat 19x ja 12x, kun taas vastaavat mediaani arvostuskertoimet ovat 14x ja 12x. Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/S-kerroin vuodelle 2022 on puolestaan 1,6x, mediaanin ollessa 1,3x.

Verrokkien vuoden 2022-2023 mediaani arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 849-1046 MEUR keskiarvon ollessa 940 MEUR.

Media Finlandin arvo on siten säilynyt käytännössä ennallaan edellisestä laajasta raportistamme (2021 arvio: 936 MEUR). Tämä on seurausta lähes ennallaan säilyneistä tulosodotuksista sekä verrokkiryhmän arvostuskertoimista.

Media Finland verrokkiryhmä

Verrokkit Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	22e	23e	22e	23e
Alma Media	940	13,8	13,1	3,2	3,1
Future PLC	3668	13,3	11,4	3,8	3,6
Gannett	1556	10,2	10,4	0,5	0,6
ITV PLC	4372	5,3	5,9	1,0	1,0
Lagardere	7142	23,3	17,9	1,2	1,0
Arnoldo Mondadori Editore	623	8,2	7,6	0,7	0,7
Nordic Entertainment Group	2823	87,8	28,4	1,8	1,5
News Corp	12461	13,3	11,8	1,3	1,3
New York Times	6344	27,1	22,7	3,0	2,8
Promotora de Informaciones	1346	23,2	14,7	1,7	1,6
Rizzoli Corriere	585	6,2	5,3	0,7	0,7
Roularta Media Group	167	-	-	0,6	0,6
Schibsted	5654	30,8	-	3,5	3,3
TX Group	1603	14,5	14,2	1,9	2,0
Keskiarvo		19,0	12,2	1,6	1,5
Mediaani		13,6	11,8	1,3	1,3

Taloudellinen tilanne

Taloudellinen tilanne vakaa

Sanoman tase on pienentynyt rakennemuutosten myötä merkittävästi, ja taseen riskit ovat laskeneet maltilliselle tasolle. Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja orgaaninen kasvu ei sido juurikaan pääomia. Siksi yhtiön osingonmaksukyky on hyvä, ja odotammekin Sanoman jatkavan lähivuosina osinkojen kasvattamista. Tase ja kassavirrantuottokyky mahdollistavat myös yritysostot.

Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli 2021 lopussa 1933 MEUR. Taseen varat sisältää merkittävästi liikearvoa (753 MEUR, 39 % taseesta) ja muuta aineetonta omaisuutta (673 MEUR, 35 % taseesta). Liikearvo ja aineeton omaisuus on seurausta valtaosin yritysostoista, kun taas muu aineeton omaisuus on esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeja. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta tase on sitonut kohtuullisesti (212 MEUR), ja osakkuuksia sekä sijoituksia yhtiöllä on ~13 MEUR.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2021 lopussa käyttöpääoma oli 214 MEUR negatiivinen eli -17 % liikevaihdosta.

Sanoman oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 721 MEUR, eli 4,38 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 669 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat), rahavaroja 52 MEUR ja näin

ollen korollista nettovelkaa oli 616 MEUR. Korollisesta velasta huomattava osa koostuu vuonna 2023 erääntyvästä pankkilainasta (225 MEUR) ja 200 MEUR:n jvk-lainasta, joka erääntyy vuonna 2024 ja jonka kiinteä korko on 0,625 %. Rahoitus on mielestämme ajallisesti hajautunut riittävästi ja yhtiö saa rahoitusta varsin matalalla korolla. Pidämme tase-eriä merkittävien rakennejärjestelyjen ja vahvan tulostulokäänteen johdosta kuranttina ja liikearvon alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat arviomme mukaan pienet.

Velkaantuneisuus pysynyt hyvin aisoissa

Sanoman velkaantuneisuus on pysynyt alle sen asettaman tavoitetason ja siten tase mahdollistaa yritysostot. Yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q4'21:n lopussa 86 % (Q4'20: 93 %). Nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhdeluku 2,4x oli alle yhtiön tavoitetason (< 3x). Odotamme vuoden 2022 lopun nettovelkaantumisasteen painuvan selvästi matalammalle tasolle 72 %:iin ja nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhteen painuvan noin 1,5x tasolle. Näin ollen yhtiöllä on mielestämme rahoitus- ja taseasemansa puolesta varovaisesti arvioituna 300-400 MEUR:n liikkumavara yritysostoihin.

Vapaa rahavirta on hyvällä tasolla

Liiketoimintarakenteen keventämisen, kannattavuuden parantamisen sekä varsin onnistuneiden yritysjärjestelyiden myötä Sanoma on pystynyt parantamaan operatiivista rahavirtaansa. Tätä heijastellen Sanoman vuosien 2017-2021 liiketoiminnan rahavirta on ollut noin 141-181 MEUR:n tasolla. Keskimäärin liiketoiminnan rahavirta on ollut reilun 13 %:n 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 maltillisia, vaikkakin viimeisen kahden vuoden aikana investoinnit (2021: 42 MEUR) ovat nousseet digitaalisten alustojen ja tietojärjestelmien kehitystyöhön liittyvien panostusten sekä Learningin viimeaikaisten yritysostojen seurauksena lievästi. Investointien kasvu on kuitenkin luonnollista kokoluokan kasvaessa ja kokonaisuutena pidämme orgaanisia investointitarpeita maltillisina.

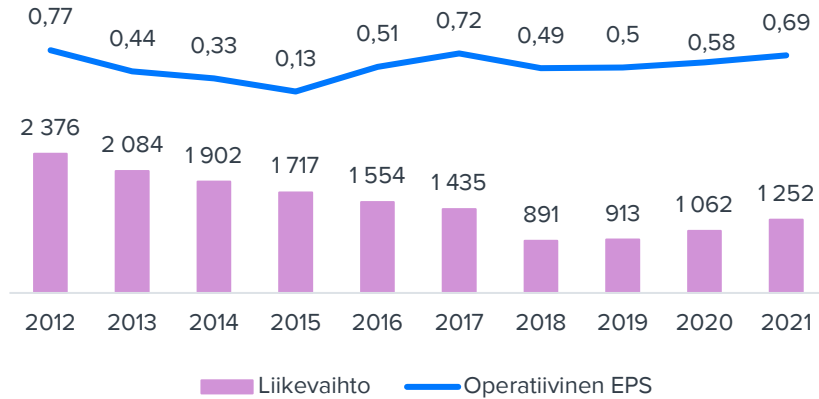
Matalan investointitarpeen ansiosta myös yhtiön vapaa kassavirta on hyvällä tasolla ja se kohosi vuonna 2021 140 MEUR:oon eli 0,86 euroon osakkeelta (2020: 0,58 euroa/osake).

Osinko rahoitetaan vapaalla rahavirralla

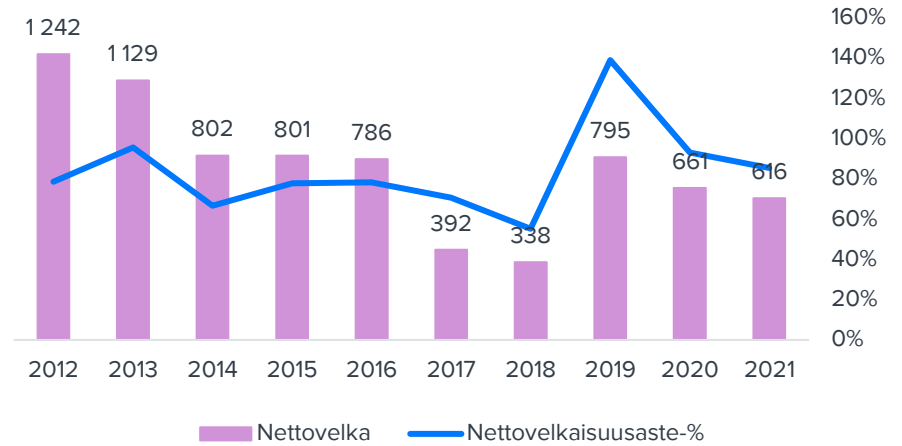
Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % vapaasta rahavirrasta osinkoina. Vuoden 2021 osinko oli 0,54 euroa (2020: 0,52 euroa osakkeelta) eli 63 % vapaasta rahavirrasta. Tämä kuitenkin vastaa 55 % kertaluonteisesta ALV-ennakkomaksusta oikaistusta vapaasta rahavirrasta ja on siten linjassa osingonjakopolitiikan mukainen. Sanoman rahavirta mahdollistaa osingonjakopolitiikan mukaisen osingon kasvattamisen, kun huomioidaan nykyinen jakosuhte ja ennusteiden mukainen tuloskasvu.

Taloudellinen tilanne

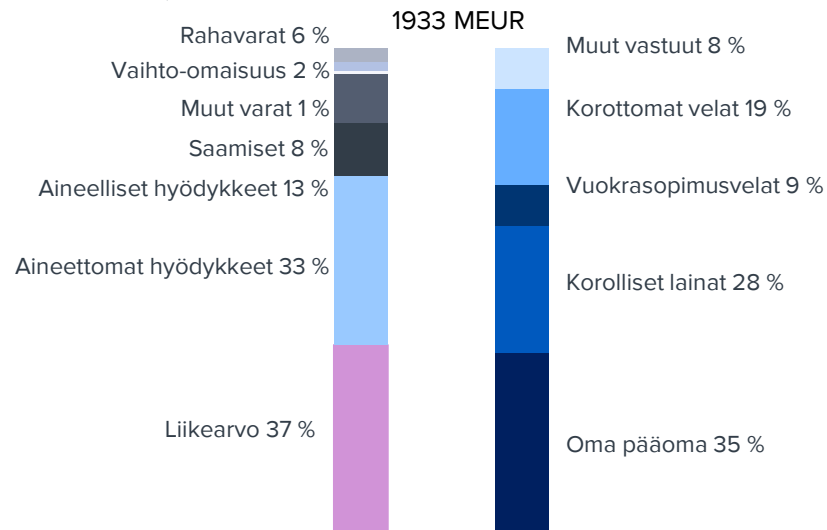
Liikevaihto ja operatiivinen EPS



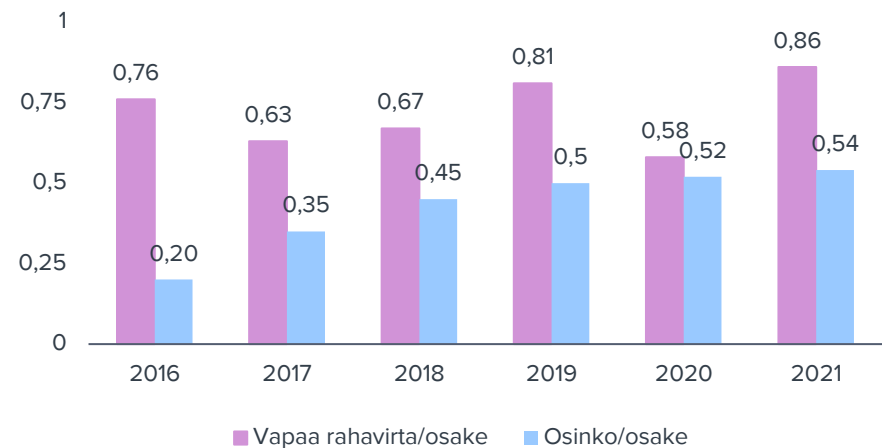
Nettovelka ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2021



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Ennusteet konsernitasonalla

Vuosi 2022: normaali vuosi koronan suhteen, kustannusinflaatiosta lievää marginaalipainetta

Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,25-1,3 miljardia euroa (2021: 1,25 mrd.) ja operatiivisen liikevoitto-%:n ilman hankintamenojen poistoja olevan 15-16 % (2021: 15,8 %). Ennustamme Sanoman vuoden 2022 liikevaihdoksi 1293 MEUR, mikä vastaa noin 3 %:n liikevaihdon kasvua. Kasvu rakentuu ennusteessamme pääosin Learningin Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen myötä tulevasta kasvusta sekä Hollannin hyvän kasvun jatkumisesta. Lisäksi Media Finland avittaa konsernitason kasvua sisältötuottojen ja digimainonnan ennustamamme lievän kasvun ja tapahtumaliiketoiminnan kasvun siivittämänä. Segmenteittäin odotamme Media Finlandin liikevaihdon kasvavan 5 %:lla ja Learningin puolestaan kasvavan 2 %:lla.

Ennustamme operatiivisen liikevoiton ilman kertaeriä ja PPA-poistoja kasvavan noin 2 % 202 MEUR:oon (2021: 197 MEUR) ja ennustamme liikevoitto-%:n ilman PPA-poistoja laskevan 15,6 %:iin (2021: 15,8 %). Ennusteessamme liikevoittomarginaalia lyhyellä aikavälillä nakertaa kustannusinflaatio, joka näkyy etenkin yhtiönkin indikoimassa paperin hinnan nousun aiheuttamassa kustannuspaineessa (10 MEUR). Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme vuonna 2022 kasvavan piirun verran 0,72 euroon (2021: 0,71 euroa) operatiivista tulokasvua heijastellen. Vastaavasti raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme myös kasvavan vertailukaudesta 0,68 euroon (2021: 0,62 euroa) maltillisia kertaeriä heijastellen. Odotamme yhtiön pitävän vahvan taseen ja kassavirran turvin kiinni osinkopolitiikastaan. Ennustamme osingon osakkeelta nousevan 0,58 euroon (2021: 0,54), joka vastaa noin 54 % jakosuhdetta vapaasta

kassavirrasta.

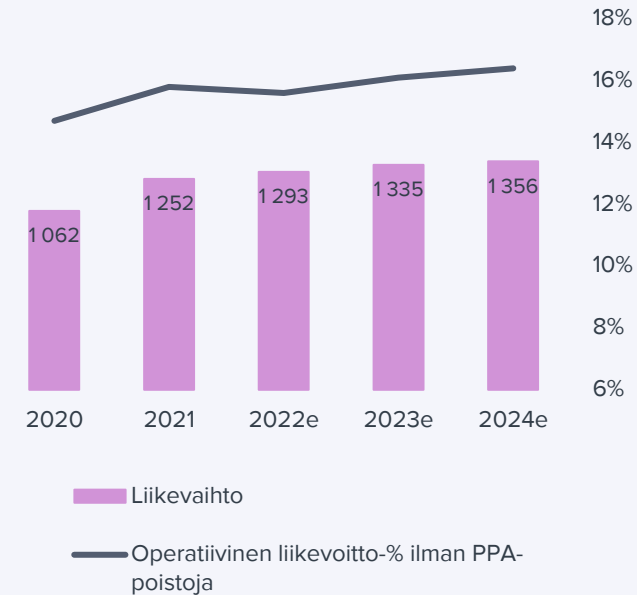
Vuosien 2023-2025 ennusteet: Vakaata menoa

Päivityksen yhteydessä tekemämme ennustemuutokset olivat vuosille 2023-2024 1 %:n. Ennustamme Sanoman orgaanisen liikevaihdon kasvavan 3 % vuonna 2023, kun Learning jatkaa maltillista kasvua Espanjan ja Hollannin vetämänä sekä Media Finland jatkane vakaata kehitystä. Vuosina 2024-2025 odotamme liikevaihdon kehityksen olevan vakaata ilman uusia yritysostoja. Vakaa kehitys näkyy myös kannattavuudessa, sillä odotamme sen jatkavan asteittaista kohoamista vuodesta 2023 eteenpäin liikevaihdon jakauman kehitystä sekä operatiivisen tehokkuuden vahvistumista heijastellen. Vahvaa kassavirrantuottokykyä peilaten odotamme vuosilta 2023-2025 lievää vuotuista osingon kasvua.

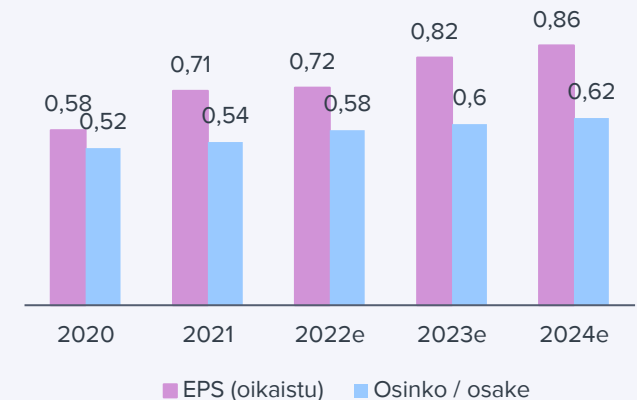
Pitkän aikavälin tulosennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä Sanoman tuloskehitykseen vaikuttavia tekijöitä ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan sekä oppimisliiketoiminnan kasvunopeus ja painetun median laskutrendin jyrkkyys. Ennustamme Sanoman muiden kuin painetun median tuottojen kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2-5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin 25 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan noin 5-10 % vuodessa. Tämä painaa Sanoman liikevaihdon kokonaiskasvun matalalle tasolle (2026e-2030e ka. 1,5 %). Liikevaihdon jakauman ja tehokkuuden parantuminen sekä poistojen pienentyminen nostaa kuitenkin ennusteessamme Sanoman liikevoittomarginaalia (2030e: 15,8 %) ja tulokasvun lievästi positiiviseksi.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1062	210	303	486	252	1252	216	322	500	255	1293	1335	1356	1374
Media Finland	563	142	154	155	164	615	146	168	164	166	644	647	651	655
Learning	500	68	149	332	88	637	70	153	337	89	649	688	705	719
Käyttökate	446	26	101	182	40	349	28	109	187	39	364	383	391	397
Poistot ja arvonalennukset	-177	-50	-50	-49	-58	-207	-52	-52	-52	-52	-207	-208	-209	-210
Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA	157	-10	65	147	-5	197	-12	68	147	-1	202	215	222	227
Liikevoitto ilman kertaeriä	134	-20	-55	137	-14	158	-22	59	137	-11	163	181	188	193
Liikevoitto	270	-24	52	133	-19	142	-23	57	136	-13	157	175	182	187
Media Finland	60	9	18	22	17	67	10	19	24	18	70	72	75	76
Learning	80	-27	39	116	-27	102	-29	41	115	-27	101	117	122	126
Muut ja eliminoinnit	-6	-1	-3	-2	-4	-10	-2	-2	-2	-2	-8	-8	-8	-9
Nettorahoituskulut	-9	-4	-3	-3	1	-9	-3	-3	-3	-3	-10	-12	-12	-12
Tulos ennen veroja	260	-28	49	130	-17	134	-26	55	133	-15	147	164	171	176
Verot	-23	3	-12	-27	3	-32	3	-12	-29	3	-35	-36	-37	-38
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	237	-25	37	102	-14	101	-23	43	104	-12	112	128	134	137
EPS (oikaistu)	0,58	-0,12	0,24	0,65	-0,06	0,71	-0,13	0,27	0,65	-0,06	0,72	0,82	0,86	0,88
EPS (raportoitu)	1,45	-0,15	0,22	0,63	-0,09	0,62	-0,14	0,26	0,64	-0,07	0,68	0,79	0,82	0,84

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	16,3 %	11,9 %	23,1%	21,2 %	11,3 %	17,9 %	2,6 %	6,1%	2,9 %	1,2 %	3,3 %	3,2 %	1,6 %	1,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,7 %	49,3 %	-214,9 %	29,6 %	126,8 %	18,3 %	9,2 %	-206,8 %	0,5 %	-19,7 %	3,0 %	11,2 %	3,9 %	2,5 %
Käyttökate-%	42,0 %	12,4 %	33,4 %	37,4 %	15,8 %	27,9 %	13,1%	33,9 %	37,5 %	15,3 %	28,1%	28,7 %	28,8 %	28,9 %
Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistoja	14,7 %	-4,8 %	21,5 %	30,3 %	-2,1%	15,8 %	-5,6 %	21,3 %	29,4 %	-0,6 %	15,6 %	16,1%	16,4 %	16,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,6 %	-9,5 %	-18,2 %	28,1%	-5,5 %	12,6 %	-10,1%	18,3 %	27,4 %	-4,4 %	12,6 %	13,6 %	13,9 %	14,1%
Nettotulos-%	22,3 %	-11,7 %	12,1%	21,1%	-5,5 %	8,1%	-10,8 %	13,3 %	20,8 %	-4,6 %	8,6 %	9,6 %	9,8 %	10,0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

Tulovirtojen muutoksen seurauksena Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut huomattavasti viime vuosina. Merkittävin muutos on mielestämme syklisten tulovirtojen osittainen korvaantuminen vakaille ja ennustettavilla oppimisliiketoiminnan tulovirroilla, jotka ovat nousseet suhteellisesti suurempaan rooliin.

Osana toteutettua rakennemuutosta osakkeen riskiprofiili on arviomme mukaan laskenut ja myös yhtiön kassavirtaprofiili on vahvistanut. Tämän muutoksen seurauksena Sanoma profiloituu mielestämme vakaaksi osingonmaksajaksi ja selkeää epäorganaisen kasvun strategiaa toteuttavaksi yhtiöksi.

Yrityskaupat tärkeässä 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 suureltaan 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 varsin maltillisena.

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

Kannattavuuden loiva parantuminen: Näemme Sanomalla edelleen potentiaalia kannattavuuden parantamiseen toiminnan tehostamisen ja myynnin rakenteen parantumisen (mm. Learningin kasvu) kautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Vahva kassavirta: Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, 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: Mediatalojen kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on heikentynyt.

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

Suhdanneriskit: Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikko suhdanne laskee edelleen tuloskasvuodotuksia etenkin Median Finlandissa ja heijastuu myös toimialan hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Tämä riski korostuu etenkin lyhyellä tähtäimellä, sillä syklisten käänteiden ennustaminen on haastavaa. Pitkässä juoksussa talouden pitkän aikavälin trendikasvu kuitenkin antaa pohjan vakaalle kehitykselle tai jopa maltilliselle kasvulle.

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 erittäin hyvät.

Sijoitusprofiili

1.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat ydintoiminnot

2.

Median rakennemuutos jarruttaa orgaanista kasvua, kasvua yritysostoin

3.

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

4.

Hyvä taseasema ja vahva rahavirta antavat liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Osakkeen tuotto-odotus muodostuu osingosta sekä synergisistä ja tuloskasvua kiihdyttävistä yritysostoista

Potentiaali



- Tuottojen defensiivisyyden parantaminen liiketoiminnan painopisteen kallistuessa kasvavissa määrin Learning -liiketoimintaan
- Digituottojen ja -palveluiden kasvu
- Hyvä kassavirta ja kasvava osinko
- 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

Arvostus 1/2

Arvonmäärittäminen

Sanoman osaketta arvostettaessa annamme merkittävän painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustavalle osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmäärittästä osien summa-laskelman, kassavirtamallin (DCF) avulla. Suhteellista arvostusta olemme käyttäneet segmentikohtaisia arvoja laskettaessa osien summa-laskelmassamme. Suosimme arvonmäärittäksessä erityisesti lähivuosien tulos pohjaisia EV/EBIT- ja P/E-kertoimia.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa arviomme mukaan lähivuosina tuntuvasti osinkotuottoon, mutta myös tulokasvun rooli on olennainen. Osakkeen osinkotuotto on ennusteillamme ja nykyisellä 12,24 euron kurssitasolla laskettuna 4,7-5,1 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Sanoman osingon olevan kestäväällä nousujohteisella uralla, sillä yhtiön operatiivinen rahavirta on kasvava ja yhtiö arvioimme mukaan painottaa pääoman allokoinnissa osingon kasvua epäorgaanisen kasvun lisäksi.

Ennustamme Sanoman vuosien 2022-2024 oikaistun nettotuloksen kasvun olevan keskimäärin noin 7 %, mikä muodostuu liikevaihdon kasvusta ja kannattavuuden lievästi noususta. Arvioimme, että yhtiöltä voidaan odottaa yritysostoja seuraavan 12 kuukauden aikana, mutta emme ole huomioineet niitä ennusteissamme, koska se on käytännössä mahdotonta. Siten yhtiön tulokasvu todennäköisesti tulee ylittämään ennustamamme orgaanisen tulokasvuvauhdin.

Sanoman vuosien 2022-2023 P/E-kertoimet ovat 17x ja 15x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 16x ja 14x. Vuosien 2022-2024 tulokasvun täysimääräisesti huomioivat vuoden 2024 vastaavat arvostuskertoimet taas ovat 14x ja 13x. Näkemyksemme mukaan kuluvan vuoden arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena melko neutraalit, kun taas lähivuosina arvostus painuu ennustamallamme tulokasvulla jo matalalle tasolle. Siten osakkeen kokonaistuotto-odotus muodostuu hyvästä osinkotuotosta ja ennustamamme tulokasvusta ja on kokonaisuutena noin 8-12 %:n tasolla.

Kassavirtalaskelma (DCF)

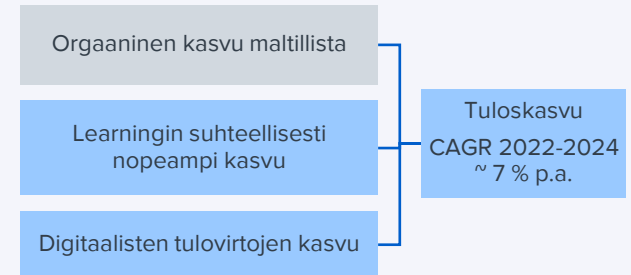
Sanoman arvonmäärittäksessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska Sanoman kannattavuuskehitys on vakiintunut ja etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat vakaat ja ennustettavat.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 15,3 euroa. Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää lievään kasvuun keskipitkän aikavälin ennustejaksolla (2025-2030) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus nousee asteittain ja pääomantuotto pysyy vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2022 11,4 %:n tasolta keskimäärin 15,8 %:iin pidemmällä aikavälillä. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,9 % ja oman pääoman kustannus on 7,7 %.

Osaketuoton ajurit 2022-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

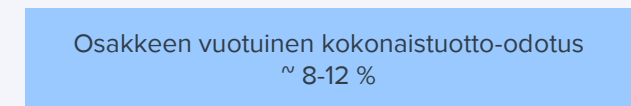
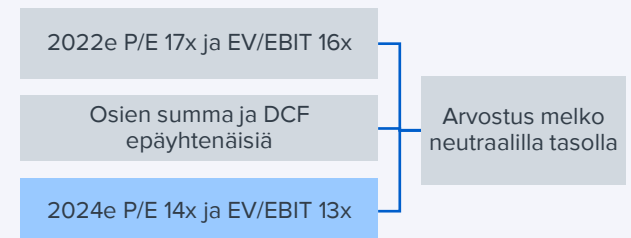
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus 2/2

Osien summa -laskelma

Sanoman liiketoiminnot ovat hyvin itsenäisiä, niiden välillä ei ole merkittäviä synergioita ja niitä tulee mielestämme arvottaa erilaisilla arvostuskertoimilla. Siten osien summa -laskelma antaa näkemyksemme mukaan mittatikkun Sanoman osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet liiketoiminnot erikseen ja keskityimme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 2449 MEUR. Learningin vastaa noin 2/3 osasta koko konsernin yritysarvosta, mikä on laskenut edellisestä laajasta raportistamme. Tämän taustalla on Learningin verrokkiryhmän arvostuskertoimien lasku. Vastaavasti Media Finlandin arvostus on säilynyt melko vakaana.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (- 188 MEUR) sekä korollinen nettovelka vuoden 2022 lopussa (- 538 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 1911 MEUR tai noin 11,7 euroa per osake.

Mielestämme osien summa -laskelman merkitys konsernin arvostuksen mittatikkuna on aiempaa heikompi, sillä Learningin verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat matalat. Arviomme mukaan itsenäisenä kokonaisuutena Learningin arvostuskertoimet olisivat listattuna kokonaisuutena tätä korkeammat. Emme kuitenkaan odota liiketoimintojen jakautuvan erilliseksi yhtiöiksi nähtävissä olevassa tulevaisuudessa. Tämän taustalla on se, että arvioimme

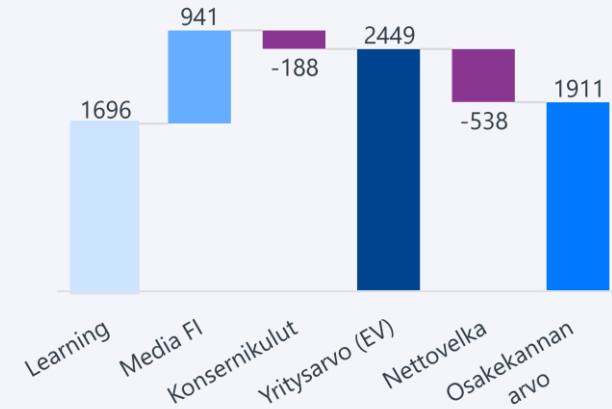
medialiiketoimintojen kassavirran tuoman epäorgaanisen kasvun potentiaalin Learningille merkittävän tekijänä pitää liiketoiminnot yhtenä kokonaisuutena.

Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja 14,0 euron tavoitehinnan. Näkemyksemme mukaan Sanoman osakkeen arvostus on useiden eri mittareiden pohjalta arvioituna kokonaisuutena melko neutraali. Tämän ansiosta lähivuosien tuotto-odotus muodostuu ennustamastamme houkuttelevasta osinkotuotosta sekä maltillisesta tuloskasvusta. Näiden muodostama tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan houkutteleva, kun se suhteutetaan Sanoman matalaan riskiprofiiliin. Siten pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta hyvänä.

Arviomme mukaan Sanoman voidaan odottaa jatkavan epäorgaanista kasvua seuraavan 12 kuukauden aikana. Tämä muodostaa mielestämme osakkeelle odotusarvoltaan positiivisen arvoajurin, sillä Sanoman viime vuosien näytöt Learningin epäorgaanisesta kasvusta ovat mielestämme hyvät.

Arvio Sanoman osien summasta, 4/2022



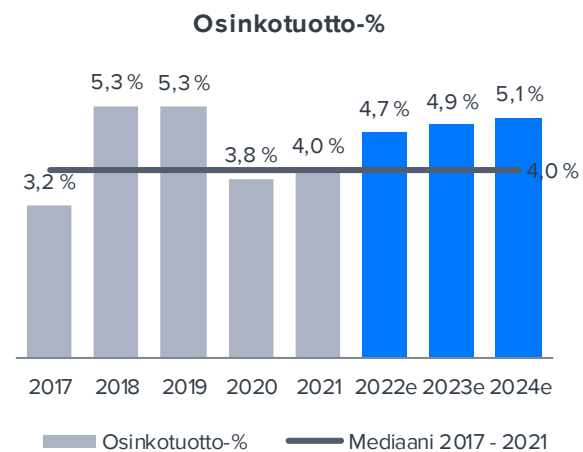
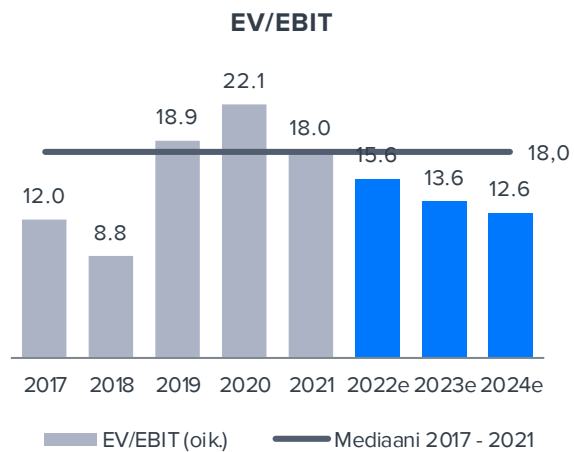
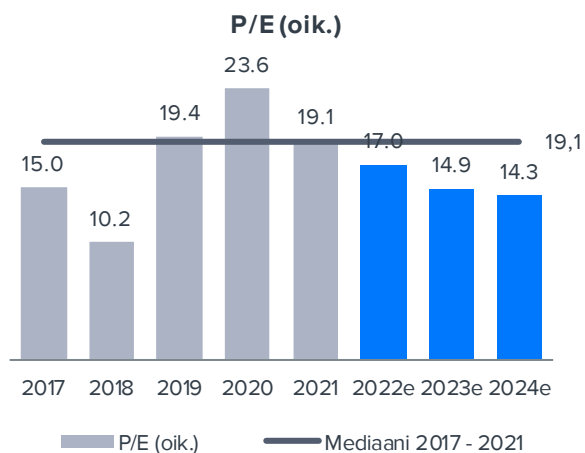
Yritysarvon jakautuminen, 4/2022



Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,9	8,49	9,45	13,7	13,6	12,26	12,26	12,26	12,26
Osakemäärä, milj. kpl	163,2	162,5	162,5	163,0	162,9	162,9	162,9	162,9	162,9
Markkina-arvo	1775	1380	1536	2240	2219	1997	1997	1997	1997
Yritysarvo (EV)	2150	1729	2348	2951	2842	2541	2456	2375	2297
P/E (oik.)	15,0	10,2	19,4	23,6	19,1	17,0	14,9	14,3	13,9
P/E	neg.	12,4	25,0	9,5	22,1	17,9	15,6	15,0	14,6
P/Kassavirta	3,8	10,1	neg.	11,0	15,6	11,5	10,7	10,7	10,7
P/B	3,2	2,3	2,9	3,2	3,1	2,7	2,6	2,5	2,4
P/S	1,2	1,0	1,7	2,1	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	2,6	2,8	2,3	2,0	1,8	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	7,2	5,8	9,3	6,6	8,1	7,0	6,4	6,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	12,0	8,8	18,9	22,1	18,0	15,6	13,6	12,6	11,9
Osinko/tulos (%)	neg.	65,7 %	132,3 %	35,8 %	87,6 %	84,7 %	76,4 %	75,6 %	76,0 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	5,3 %	5,3 %	3,8 %	4,0 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Alma Media	9,2	755	940	13,8	13,1	11,0	10,6	3,2	3,1	14,4	13,5	4,2	4,5	4,0
Future PLC	2314,0	3399	3668	13,3	11,4	10,6	9,9	3,8	3,6	14,7	13,5	0,2	0,2	2,8
Gannett Co	4,2	546	1556	10,2	10,4	4,5	4,6	0,5	0,6	9,2	11,3			
ITV PLC	78,1	3814	4372	5,3	5,9	4,5	5,0	1,0	1,0	5,7	6,7	6,6	7,3	1,9
Lagardere SA	25,4	3580	7142	23,3	17,9	14,0	10,2	1,2	1,0	27,2	14,2	2,4	3,6	3,6
Arnoldo Mondadori Editore	1,9	510	623	8,2	7,6	4,9	4,7	0,7	0,7	10,3	9,4	4,6	4,8	2,1
Nordic Entertainment Group	394,3	3023	2823	87,8	28,4	42,4	21,5	1,8	1,5	103,8	37,5			3,5
News Corp	21,1	11496	12461	13,3	11,8	7,9	7,4	1,3	1,3	23,0	20,5	1,0	1,0	1,5
New York Times	45,2	6950	6344	27,1	22,7	22,1	19,1	3,0	2,8	39,1	33,0	0,7	0,8	4,6
Promotora de Informaciones	0,6	453	1346	23,2	14,7	10,4	8,4	1,7	1,6		27,4			
Prosiebensat 1 Media	10,8	2556	4957	8,0	7,7	5,9	5,7	1,1	1,0	6,8	6,4	7,1	7,8	1,4
Rizzoli Corriere		383	585	6,2	5,3	4,1	3,8	0,7	0,7	7,3	6,1	8,2	8,2	1,0
Roularta Media Group	19,4	255	167			3,7	3,6	0,6	0,6	7,8	7,7			
Schibsted ASA	204,6	4872	5654	30,8		19,9	17,7	3,5	3,3	36,6	27,6	1,0	1,1	1,0
TX Group	146,6	1617	1603	14,5	14,2	10,4	10,3	1,9	2,0	54,9	56,9	4,0	4,0	0,7
Bloomsbury Publishing PLC	414,0	405	367	11,8	11,3	9,8	9,4	1,4	1,3	17,1	16,5	2,3	2,4	
Pearson PLC	774,0	7028	7595	15,3	14,0	10,4	9,7	1,8	1,7	20,0	17,5	2,7	2,8	1,3
John Wiley & Sons Inc		2690	3433	12,6	13,4	8,7	8,1	1,8	1,7	12,9	12,3	2,6	2,8	2,6
Wilmington PLC	257,0	270	268	10,5	10,4	8,4	8,3	1,9	1,8	14,0	13,2	2,7	2,9	
Koninklijke Brill NV	23,0	43	45	9,1	9,1	6,5	5,7	0,9	0,9	16,1	11,1	3,1	4,5	1,7
2U Inc	12,4	867	1430		108,6	18,7	12,7	1,5	1,3					1,4
Chegg Inc	35,3	4373	4494	25,9	20,6	19,0	16,0	5,8	5,1	30,2	25,1			4,1
Sanoma (Inderes)	12,26	1997	2541	15,6	13,6	7,0	6,4	2,0	1,8	17,0	14,9	4,7	4,9	2,7
Keskisarvo				18,5	17,9	11,7	9,6	1,9	1,7	23,6	18,4	3,3	3,7	2,3
Mediaani				13,3	12,4	10,1	8,9	1,6	1,4	15,4	13,5	2,7	3,2	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				17 %	9 %	-31 %	-28 %	25 %	32 %	10 %	10 %	75 %	51 %	44 %

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

Kassavirtamalli

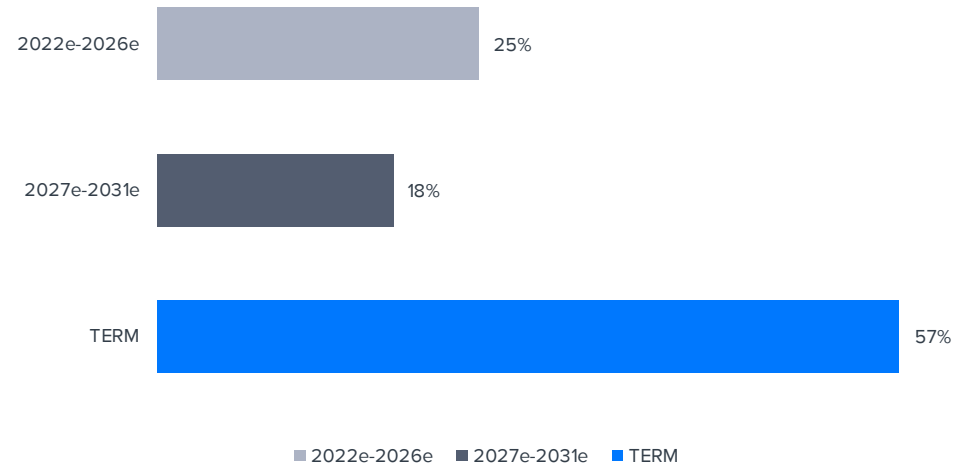
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	142	157	175	182	187	213	219	227	233	234	237	
+ Kokonaispoistot	207	207	208	209	210	193	181	179	175	173	171	
- Maksetut verot	-37,1	-35	-36	-37	-38	-44	-45	-47	-48	-49	-49	
- verot rahoituskuluista	-2,2	-2,4	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	
+ 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	-6,7	12,0	9,2	5,4	4,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	3,7	
Operatiivinen kassavirta	303	338	354	356	360	363	356	360	361	359	359	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-159	-164	-167	-170	-173	-176	-179	-167	-168	-168	-172	
Vapaa operatiivinen kassavirta	142	174	187	187	187	187	177	193	193	191	188	
+/- Muut	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	142	174	187	187	187	187	177	193	193	191	188	3400
Diskontattu vapaa kassavirta		166	167	156	146	137	121	123	115	107	98	1778
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		3114	2948	2781	2626	2479	2343	2222	2099	1983	1877	1778
Velaton arvo DCF		3114										
- Korolliset velat		-669										
+ Rahavarat		52,4										
-Vähemmistöosuus		-19,5										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		2491										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1640	1624	1620	1613	1608
Liikearvo	753	753	753	753	753
Aineettomat hyödykkeet	579	605	629	618	608
Käyttöomaisuus	261	212	184	188	193
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	3	3	3	3
Muut sijoitukset	12	9	9	9	9
Muut pitkäaikaiset varat	15	32	32	32	32
Laskennalliset verosaamiset	18	9	9	9	9
Vaihtuvat vastaavat	302	241	256	262	265
Vaihto-omaisuus	46	36	36	36	35
Muut lyhytaikaiset varat	20	17	17	17	17
Myyntisaamiset	121	136	149	153	156
Likvidit varat	115	52	54	56	57
Taseen loppusumma	2048	1932	1905	1870	1834

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	710	721	744	778	814
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	210	210	233	267	303
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	409	433	433	433	433
Vähemmistöosuus	20	7	7	7	7
Pitkäaikaiset velat	636	706	427	394	363
Laskennalliset verovelat	141	127	127	127	127
Varaukset	1	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	481	566	287	254	222
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	14	13	13	13	13
Lyhytaikaiset velat	702	506	733	698	657
Lainat rahoituslaitoksilta	294	103	305	256	209
Lyhytaikaiset korottomat velat	384	376	427	440	447
Muut lyhytaikaiset velat	24	26	1	1	1
Taseen loppusumma	2048	1933	1905	1870	1834

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	913,2	1061,7	1251,6	1292,6	1334,6	EPS (raportoitu)	0,38	1,45	0,62	0,68	0,79
Käyttökate	252,8	446,1	349,1	363,7	383,1	EPS (oikaistu)	0,49	0,58	0,71	0,72	0,82
Liikevoitto	102,0	269,6	142,4	156,9	175,2	Operat. kassavirta / osake	-1,09	5,44	1,86	2,07	2,17
Voitto ennen veroja	80,2	260,4	133,8	146,9	163,8	Vapaa kassavirta / osake	-1,03	1,25	0,87	1,07	1,15
Nettovoitto	11,6	250,6	100,5	111,5	128,0	Omapääoma / osake	3,26	4,23	4,38	4,53	4,73
Kertaluontoiset erät	-22,1	135,9	-15,8	-6,0	-6,0	Osinko / osake	0,50	0,52	0,54	0,58	0,60
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	1997,9	2048,3	1932,5	1904,8	1870,2	Liikevaihdon kasvu-%	-31 %	16 %	18 %	3 %	3 %
Oma pääoma	550,9	709,9	720,9	744,5	778,0	Käyttökateen kasvu-%	-15 %	76 %	-22 %	4 %	5 %
Liikearvo	505,8	752,7	753,3	753,3	753,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-37 %	8 %	18 %	3 %	11 %
Nettovelat	764,3	660,7	616,4	538,0	454,3	EPS oik. kasvu-%	-42 %	20 %	23 %	1 %	14 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	27,7 %	42,0 %	27,9 %	28,1 %	28,7 %
Käyttökate	252,8	446,1	349,1	363,7	383,1	Oik. Liikevoitto-%	13,6 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %	13,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-447,8	403,9	-6,7	12,0	9,2	Liikevoitto-%	11,2 %	25,4 %	11,4 %	12,1 %	13,1 %
Operatiivinen kassavirta	-177,6	886,7	303,1	337,9	353,8	ROE-%	10,8 %	38,8 %	14,3 %	15,4 %	17,0 %
Investoinnit	-109,7	-692,1	-159,3	-164,1	-166,9	ROI-%	8,7 %	19,0 %	9,8 %	11,4 %	13,3 %
Vapaa kassavirta	-168,0	204,5	142,1	173,9	186,8	Omavaraisuusaste	29,6 %	37,2 %	40,2 %	42,2 %	45,0 %
						Nettovelkaantumisaste	138,7 %	93,1 %	85,5 %	72,3 %	58,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,6	2,8	2,3	2,0	1,8						
EV/EBITDA (oik.)	9,3	6,6	8,1	7,0	6,4						
EV/EBIT (oik.)	18,9	22,1	18,0	15,6	13,6						
P/E (oik.)	19,4	23,6	19,1	17,0	14,9						
P/B	2,9	3,2	3,1	2,7	2,6						
Osinkotuotto-%	5,3 %	3,8 %	4,0 %	4,7 %	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 arvon 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 analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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.

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
7.2.2019	Vähennä	9,50 €	9,06 €
2.5.2019	Vähennä	9,00 €	9,09 €
12.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,56 €
26.7.2019	Lisää	9,40 €	8,90 €
16.9.2019	Lisää	10,00 €	9,52 €
28.10.2019	Lisää	10,70 €	10,16 €
12.12.2019	Vähennä	10,00 €	9,47 €
18.12.2019	Lisää	10,00 €	9,30 €
10.2.2020	Lisää	11,25 €	10,64 €
12.2.2020	Vähennä	11,60 €	11,62 €
25.3.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
30.4.2020	Lisää	9,00 €	8,51 €
29.5.2020	Lisää	9,50 €	8,55 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**