

Keskisuomalainen Oyj

Seurannan aloitus

27.09.2024 09.00 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Valtakunnallista mediakonsernia käypään hintaan

Aloitamme uutismediakonserni Keski-suomalaisen seurannan vähennä-suosituksella ja 8,4 euron tavoitehinnalla. Paikallismedioihin keskittyvän Keski-suomalaisen kannattavuus on ollut paineessa mediakentän murroksen madaltaessa painetun median sekä siihen liitännäisten palveluiden myyntiä. Trendin kääntäminen ja siten mahdollisen omistaja-arvon luominen mielestämme edellyttää yhtiöltä onnistumisia niin operatiivisessa kuin strategisessa tekemisessä, jotta painetun median tulovirtoja saadaan käännettyä kohti kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan parempia digitaalisia liiketoimintoja. Osake on mielestämme oikein hinnoiteltu, emmekä näe siinä lyhyellä tähtäimellä oleellista nousuvaraa. Tällöin sijoittajan saama riski/tuotto-suhde jää mielestämme kapeaksi, jolloin jäämme seuraamaan osakkeen suhteen parempia ostopaikkoja.

Valtakunnallinen paikallismedioiden operoija

Keski-suomalainen on läpi Suomen yritysostoin laajentunut paikallismedioihin keskittyvä konserni. Yhtiö on kasvanut yritysostojen tukemana noin 5 %:n vuosikasvua 2008-23 välisenä aikana. Samaan aikaan yhtiön kannattavuusprofiili on heikentynyt painetun median kysynnän rakenteellisen supistumisen sekä kilpailutilanteen kiristymisen ajamana. Uutismedia vastaa valtaosan konsernin tuloista, mutta sen portfolioon on päätyntä muita vahvemman kasvuprofiilin omaavia strategisia tukijalkoja paikkaamaan painetun uutismedian rakenteellisesti laskevaa kysyntää. Konsernin kasvukärjen, digitaalisen ulkomainnon, lisäksi yhtiö tarjoaa asiantuntijapalveluita sekä painamisen ja jakelun palveluita, joiden pääomantuotto-profiili on mielestämme heikentynyt mediakentän murroksen sekä painetun median kysynnän rakenteellisen laskun seurauksena.

Keskellä mediakentän murrosta

Konsernin keskeinen haaste ratkaistavaksi on taantuvan painetun median tulovirtojen muokkaaminen kohti kannattavampaa liiketoimintaa. Tämä uskomuksemme mukaan nostaisi myös sijoitustarinan houkuttelevuutta, sillä samalla yhtiön kasvuprofiili parantuisi ja pääoman tuotto-potentiaali nousisi selvästi arvoa luovaksi. Tähän yhtiö koittaa löytää ratkaisuja medialiiketoiminnan digitalisoimisella, josta useammat mediakentässä toimivat pelurit ovatkin antaneet jo onnistuneita näyttöjä. Arviomme mukaan Keski-suomalaisen sisäiset toiminnot, kuten IT-alustat ja sovellukset, on viritetty vastaamaan kiihtyvän digisiiirtymän vaatimuksia. Tämän myötä yhtiön kannattavuudella on potentiaalia parantua, mikäli digitaalisen median osuus saadaan selvään kasvuun. Toinen tärkeä arvoajuri on mielestämme digitaalisen ulkomainnon skaalaaminen suurempaan kokoluokkaan. Vaikka jakeluliiketoiminnan markkina tulee jatkumaan laskusuuntaisena, on kilpailutilanteessa tapahtuva muutos nostamassa liiketoiminnan kannattavuus-potentiaalia huomattavasti. Tästä näkökulmasta peilattuna konsernilla on useita tuloskasvuun mahdollistavia aihioita käynnissä, joiden toteutuessaan osakkeen tuotto-potentiaali arviomme mukaan nousisi oleellisesti.

Osake on oikein hinnoiteltu

Tulosparannusta odottavien ennusteidemme mukaan Keski-suomalaisen osaketta hinnoitellaan tulos-pohjaisesti neutraaleilla kertoimilla (EV/EBIT 2025-26e 9-10x) ja linjassa määrittämäämme käyvän arvon haarukkaan (~7-10 euroa). Kertoimien nousua mielestämme rajoittaa konsernin suuri taantuvan painetun median osuus ja siitä seuraava epävarmuus sekä tuottovaateen tasolla oleva pääoman tuotto. Hieman yli 8 euron tasolle asettuvan kassavirtamallin ja arvopaperisalkun yhdistelmä viestii niin ikään osakkeen olevan oikein hinnoiteltu. Mikäli yhtiö antaa viitteitä luottelemiemme aloitteiden onnistuneesta etenemisistä, saattaa osake saada tukea sekä nousseista odotuksista että huokeammista hinnoittelukertomista. Toistaiseksi oikein hinnoiteltu osake kuitenkin puoltaa sijoittajaa seuraamaan kehitystä sivusta ja odottamaan otollisempaa paikkaa ostojen suhteen.

Suositus

Vähennä

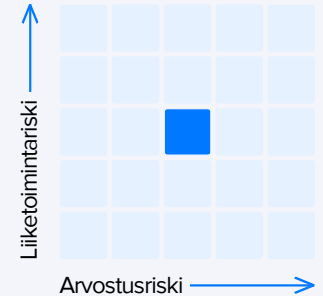
(aik. -)

8,40 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

7,92



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	208,5	201,9	218,1	216,8
kasvu-%	-6 %	-3 %	8 %	-1 %
EBIT oik.	-0,9	0,8	12,4	11,2
EBIT-% oik.	-0,4 %	0,4 %	5,7 %	5,2 %
Nettotulos	-13,1	-6,8	10,0	9,1
EPS (oik.)	-0,01	0,09	0,91	0,83

P/E (oik.)	neg.	85,0	8,7	9,6
P/B	1,5	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	6,5 %	6,9 %	8,2 %	8,8 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	9,7	10,6
EV/EBITDA	11,0	10,0	5,7	6,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

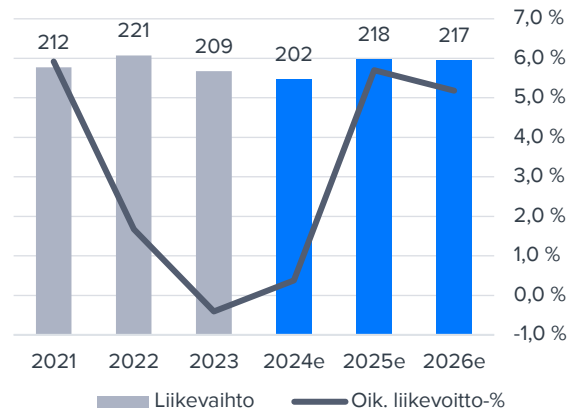
Keski-suomalainen odottaa liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla (2023: 208,6 MEUR) ja oikaistun liikevoiton paranevan vertailukaudesta (2023: -0,9 MEUR).

Osakekurssi



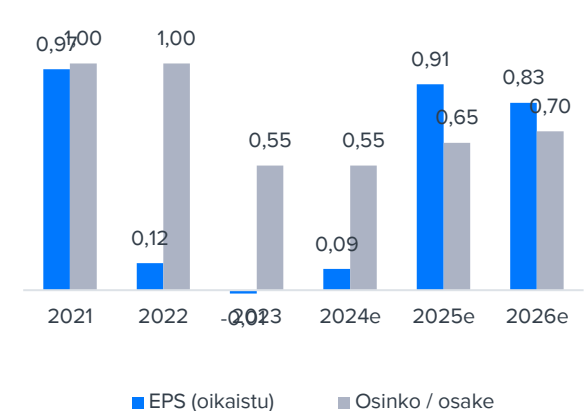
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digitaalisen mediamyynnin kasvu kompensoi painetun median laskua
- Hyvä markkina-asema paikallisissa medioissa
- Yritysostrategian terävöittäminen tuottavan pääoman kohteisiin
- Jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutos
- Tehostusohjelmalla potentiaalia parantaa tulokuntoa



Riskitekijät

- Suhdanneherkkyys
- Merkittävä osuus liikevaihdosta muodostuu laskutrendillä olevasta painetusta mediasta
- Mainontakentän kansainvälistyminen kiristää kilpailuasetelmaa
- Yritysoistoissa tai tuotekehityksessä epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,92	7,92	7,92
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	87	87	87
Yritysarvo (EV)	126	120	119
P/E (oik.)	85,0	8,7	9,6
P/E	neg.	8,7	9,6
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	10,0	5,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	>100	9,7	10,6
Osinko/tulos (%)	neg.	71,6 %	84,7 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	8,2 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-10
Segmentit: Kustannustoiminnot	s. 11-12
Segmentit: Tuotanto- ja logistiikkapalvelut	s. 13-14
Segmentit: Muut liiketoiminnat	s. 15
Strategia	s. 16-19
Sijoitusprofiili	s. 20
Toimialakatsaus	s. 21-24
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 25-28
Ennusteet	s. 29-35
Arvonmääritys ja suositus	s. 36-45
Vastuuvapauslauseke	s. 46

Keskisuomalainen lyhyesti

Keskisuomalainen on Suomen suurin paikallisista medioista koostuva verkosto. Yhtiö on täydentänyt tarjoamaansa muilla medialiiketoimintaa tukevilla toiminnoilla vauhdittaakseen mediatoimialan rakenteellista digitaalista transformaatiota.

1871

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

202 MEUR (-7 % v/v)

H1'24 rullaava 12kk liikevaihto

3,1 miljoonaa silmäparia

Uutismedioiden ja digitaalisen ulkomainonnan tavoitettavuus viikossa

0,5 MEUR (0,2 % liikevaihdosta)

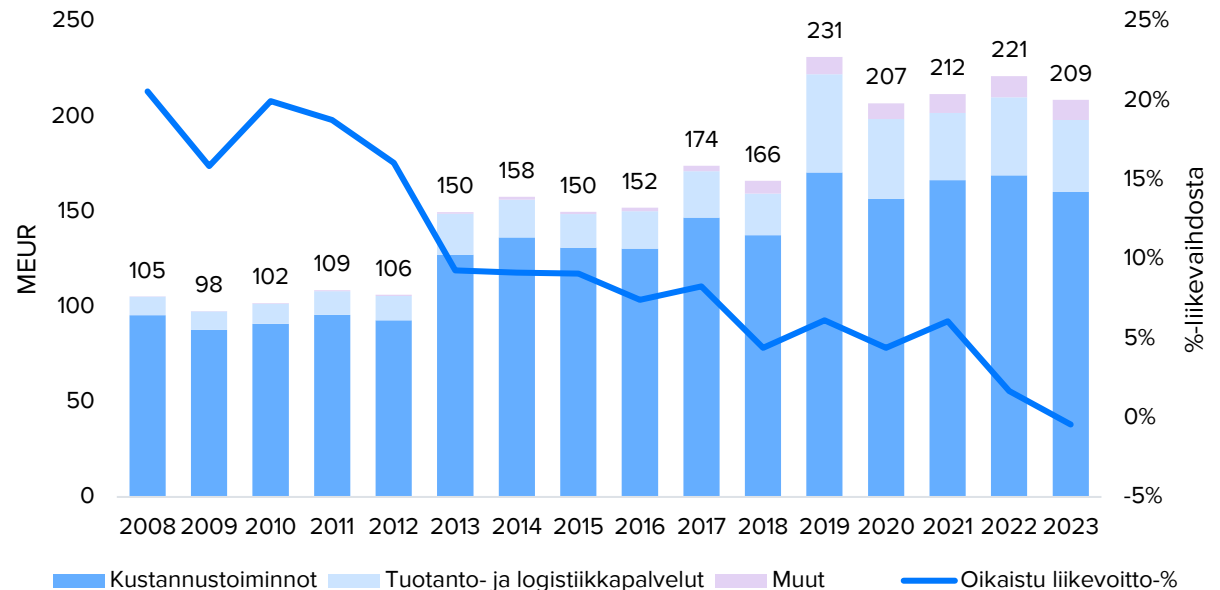
H1'24 rullaava 12kk oik. liikevoitto ilman liikearvon arvonalennuksia

1334

Henkilöstö H1'24:n lopussa

79 % / 15 % / 5 %

Kustannustoiminnot / Tuotanto- ja logistiikkapalvelut / Muut osuus liikevaihdosta H1'24



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/4)

Valtakunnallinen mediaverkosto

Keskisuomalainen on yli 150 vuotta vanha suomalainen media-yhtiö. Konserni omistaa paikallismedioita ympäri Suomen sekä harjoittaa muita mediaa ja mainostamiseen liitännäisiä liiketoimintoja. Keskisuomalaisen ydinliiketoiminnat voidaan jakaa karkeasti 1) Uutismedioihin, 2) Digitaaliseen ulkomainontaan, 3) Mainos- ja kaupunkilehtien jakeluun sekä 4) Asiantuntijapalveluihin.

Vuonna 2023 konsernin liikevaihto laski 6 % haastavan markkinaympäristön ja rakenteellisesti taantuvan painetun median kulutuksen johdosta 209 MEUR:oon. Keskisuomalaisen kannattavuus painui pakkaselle, kun raportoitu liikevoitto oli -14 MEUR ja liikearvon arvonalentumisista oikaistuna 0,9 MEUR negatiivinen vuonna 2023.

Keskisuomalaisen historia

Yhtiön mukaan ensimmäinen Keskisuomalaiseen yhdistettävä Keski-Suomi –lehti ilmestyi vuonna 1871, jota voidaan pitää yhtiön perustamisvuotena. Tällöin konserniin kuului medialiiiketoiminnan lisäksi lehtipaino. Vuonna 1999 yhtiö listattiin Helsingin pörssiin. Toimintaa on laajennettu yritysjärjestelyin uutismediakentän sisällä sekä uusille mediakenttää tukeville osa-alueille (mm. digitaalinen ulkomainonta ja asiantuntijapalvelut).

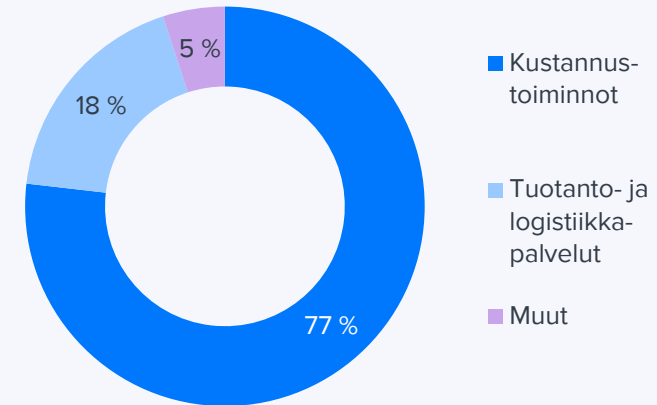
Kustannustoiminta suurin raportoiva segmentti

Keskisuomalainen raportoi taloudellista kehitystään kolmen eri segmentin mukaan: 1) Kustannustoiminta, 2) Tuotanto- ja logistiikkapalvelut sekä 3) Muut eli kohdistamattomat erät.

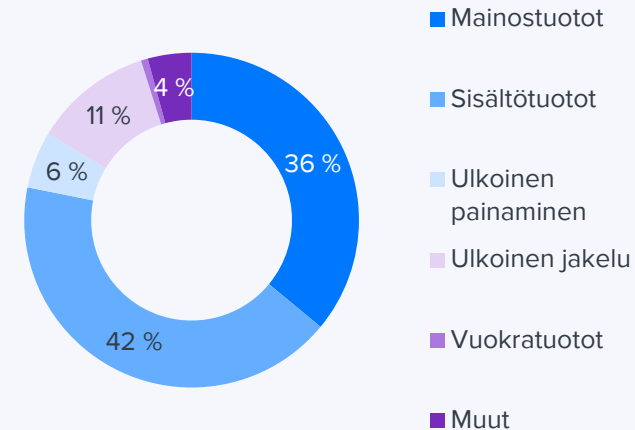
Kustannustoiminta koostuu uutismediasta, eli printti- ja digilehtien sekä radion tuotannosta ja mainonnan myynnistä. Lehdet voidaan jakaa tilattaviin sanomalehtiin sekä ilmaiseksi jaettaviin kaupunki- ja aluelehtiin. Valtaosa lehdistä on alueellisia, usean kaupungin peittäviä paikallislehtiä, kuten esimerkiksi lehtiportfolion suurin Jyväskylän alueen Keskisuomalainen. Radioliiketoiminta sen sijaan painottuu Itä- ja Keski-Suomeen, missä konserni omistaa useita paikallisradioita. Kustannustoimintojen osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta oli 77 % vuonna 2023. Segmentin osuus on viimeisen neljän vuoden aikana noussut yritysostojen tukemana.

Tuotanto- ja logistiikkapalvelut muodostuvat lehtien paino- ja jakeluliiketoiminnasta. Painotoimintaa harjoittaa konsernin tytäryhtiö Lehtisepät, jonka kolme lehtipainoa sijaitsevat Tuusulassa, Kouvolassa ja Varkaudessa. Keskisuomalainen on omistanut historiassa useita painotaloja, joita on kuitenkin divestoitu painetun median rakenteellisen murroksen seurauksena. Painoliiketoimintaa tehdään suurimmissa osin omien lehtien painamiseen. Jakeluliiketoimintaa harjoittaa tytäryhtiö Suomen Suoramainonta, joka on Suomen suurin osoitteettomien painotuotteiden jakelija. Jakeluliiketoiminta jakelee Keskisuomalaisen kaupunkilehdet, mutta se harjoittaa myös ulkoista suoramainonnan jakelua. Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta vuonna 2023 oli 18 %, ja sen osuus on viimeisen neljän vuoden aikana supistunut useilla prosenttiyksiköillä painetun median kysynnän hiipumisen ja divestointien tähden.

Liikevaihdon jakauma raportointisegmenteittäin (2023)



Liikevaihdon jakauma tuottoerittäin (2023)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/4)

Muut liikevaihdon lähteet lasketaan kohdistamattomiin eriin. Näihin lukeutuu mm. konsernin kasvukärki digitaalinen ulkomainonta sekä markkinointiviestinnästä ja tutkimuspalveluista koostuva asiantuntijapalvelut. Kohdistamattomien erien osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta oli vuonna 2023 5 %.

Rakenteelliset trendit avavat toimialaa

Keskisuomalaisen tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoinnista johtuva painetun median taantuminen (5-10 %:n vuositahtia), joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan ja painopalveluiden kysyntään.

Osa painetun median taantuvasta kysynnästä ohjautuu kuitenkin osin kuluttajien mutta myös media-yhtiöiden kannustamana digitaaliseen mediaan, jonka osuus yhtiön uutismedioista oli noin 20 % vuonna 2023. Digitaalisen median alhaisemman hintapisteen johdosta liikevaihtoa sulaa siirtymän aikana jonkin verran, mutta vaikutus tulosriveillä on kuitenkin päinvastainen, sillä digitaalisen median kannattavuustaso on huomattavasti pääoma- ja työvoimaintensiivistä painettua mediaa korkeampi. Osa digitaalisen median kannattavuuspotentiaalista kuitenkin arviomme mukaan sulaa painetun median taantumisen sekaan, mikä laimentaa digisiirtymän luomaa kannattavuushyötyä lyhyellä ja

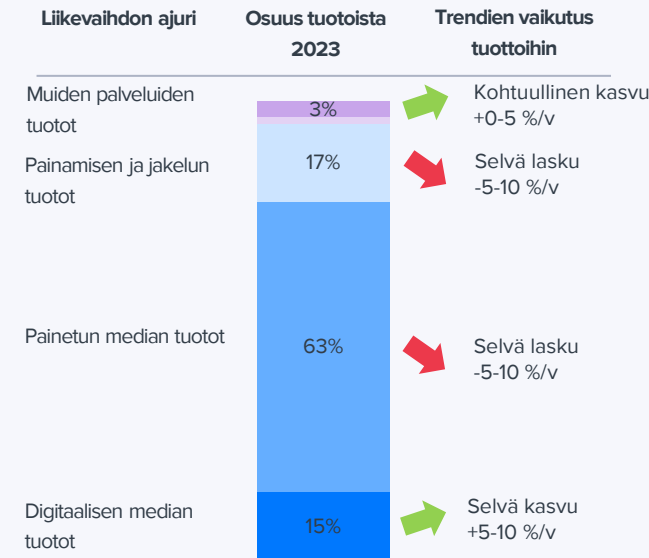
keskipitkällä tähtäimellä.

Tuottokomponentit ja niiden toistuvuus

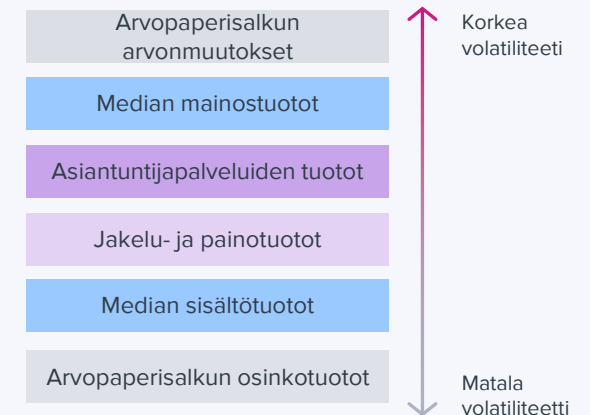
Keskisuomalaisen liiketoiminta voidaan jakaa tuottotyypeittäin viiteen pääkomponenttiin, jotka eroavat toisistaan tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja sykliisyyden näkökulmasta.

- 1) Median sisältötuotot** muodostuvat sanomalehtien tilaus- ja irtomyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto (42 % konsernista) muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista. Tilaustuotot ovat arviomme mukaan jatkuvuudeltaan Keskisuomalaisen pitkäkestoisin tuottolähde, sillä tilaukset saatetaan sitoa koko kalenterikuukaudelle tai -vuodelle. Näin ollen niiden korrelaatio talouden syklien kanssa on tavanomaista pienempi. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.
- 2) Median mainostuotot** koostuvat digi-, lehti-, radio- ja ulkomainonnan mainos- ja ilmoitustuotoista. Mainostuotot (36 % konsernista) tulevat pääsääntöisesti B2B-asiakkailta, ja ovat näin riippuvaisia yritysten markkinointibudjeteista. Tämä tekee liiketoiminnasta herkkää talouden sykleille, sillä yritysten markkinointibudjetit ovat ensimmäisiä kustannussäästökohteita matalasuhdanteissa. Perinteisen median sijaan mainostuottojen toisena tulolähteenä toimii digitaalisiin ulkomainontanäytöille myytävä palstatila, mikä on yksi konsernin merkittävimmistä kasvuajureista. Digitaalisen ulkomainonnan tuottojen osuus on arviomme mukaan noin 3 % kokonaistuotoista (2024e).

Liiketoimintatrendien arvioitu vaikutus Keskisuomalaisen pitkän aikavälin tuottoihin



Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Lähde: Keskisuomalainen, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/4)

- 3) Jakelu- ja painotuotot** muodostuvat suoramainonnan ja kaupunkilehtien jakeluliiketoiminnan tuotoista sekä ulkoisen painamisen tuotoista. Liiketoiminta on herkkä painetun median murrokselle, sillä digitaalisen transformaation edetessä kysyntä jakelu- ja painoliiketoiminnoille laskee. Myös talouden sykleillä on liiketoimintaa painava vaikutus, sillä suoramainonnan nähdään laskevan heikkojen syklien aikaan. Käsitteemme mukaan liiketoiminnan asiakaskunta koostuu täysin yritysasiakkaista.
- 4) Konsultoinnin tuotot** koostuvat isosta kirjosta Keskisuomalaisen asiantuntijapalveluita. Isossa kuvassa nämä koostuvat tutkimuspalveluiden ja markkinointiviestinnän tuotoista. Median mainostuottojen tapaan konsultoinnin tuotot ovat median sisältötuottoja syklisemmät, sillä haastavien taloudellisten tilanteiden aikaan yrityksen pienentävät ulkoistusmenoja, joihin konsultointi lukeutuu. Konsultoinnin pääasiakaskunta koostuu joukosta pieniä ja keskisuuria yrityksiä.
- 5) Arvonpaperisalkun tuotot** muodostuvat pääosin salkun osinkotuotoista, jotka näemme melko vakaina tuottoerinä. Keskisuomalaisen sijoitusvarallisuus oli H1'24:n lopussa noin 24 MEUR.

Keskisuomalaisen digitransformaatio aikaisessa vaiheessa

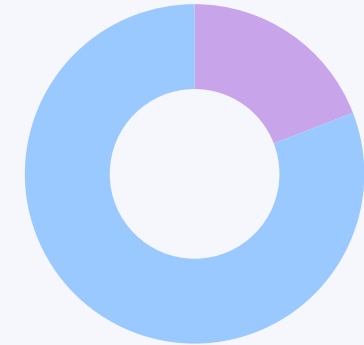
Suhteessa Suomen muihin suuriin mediatiloihin (Sanoma ja Alma Media) on Keskisuomalaisen

digitransformaatio vielä varhaisessa vaiheessa. Sanoman ja Alman mediatuotoista arviomme mukaan noin 35-40 % ja 55 % tulee digitaalisten kanavien kautta, kun taas Keskisuomalaisen digitaalisen mediamyynnin osuus on reilu 20 % koko mediamyynnistä. Tämä arviomme mukaan johtuu osin yhtiön laajasta yritysostoin kootusta mediaryppäästä sekä lehtien konservatiivisesta asiakaskunnasta.

Liiketoimintojen välillä joitakin synergioita

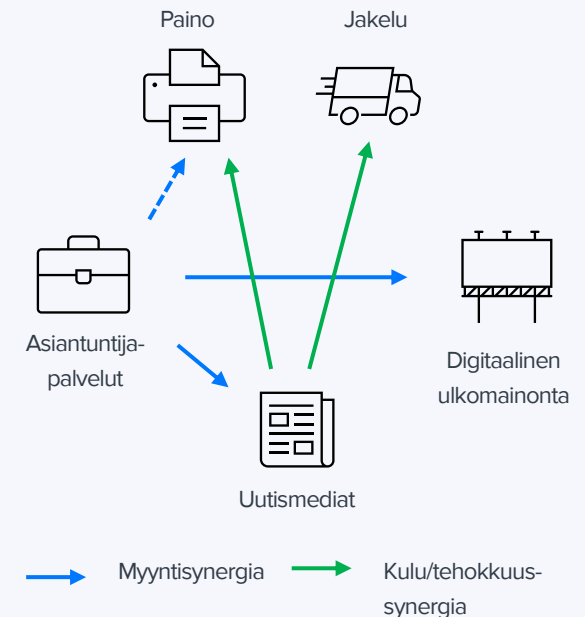
Arviomme mukaan merkittävin ja myös digi transformaatiossa yhtiötä hyödyttävä liiketoimintojen välinen synergia muodostuu pienten medialiiketoimintojen yhdistämisestä suureksi kokonaisuudeksi. Tämän avulla esim. hallinnoinnin ja tuotekehityksen resurssit voidaan joissain määrin yhdistää. Lisäksi laajan mediapitoon avulla yhtiö kykenee paketoimaan erilaisia malleja mediamainontaa kaipaaville yrityksille. Muiden liiketoimintojen väliset synergiat ovat sen sijaan arviomme mukaan pienemmät. Uutismedian, painoliiketoiminnan ja jakelun välillä lienee joitakin synergioita, joilla yhtiö saa hinnoiteltua sisäisen painamisen ja jakelun hintaa matalammaksi suurempien volyymien ansiosta. Myös markkinointiviestinnän asiakkaat voivat jalkauttaa kampanjoitaan Keskisuomalaisen mainontalustoilla ja saada tukea markkinointikehitysprojektilleen tutkimuspalveluiden tuottaman tiedon mukaan. Näin mainontaa kaipaava yhtiö voi kohdentaa markkinointipanostuksiaan perustuen tutkittuun tietoon.

Mediamyynnin jakauma 2023



■ Digitaalinen ■ Painettu

Liiketoimintojen väliset synergiat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/4)

Pääoman sitoutuminen

Keskisuomalaisen liiketoiminta sitoo jonkin verran pääomaa, sillä sanomalehtien painaminen on vaadittavan laitteiston ja niihin liittyvien ylläpitoinvestointien myötä pääomaintensiivistä. Muutoin yhtiön ydinliiketoiminta on hyvin pääomakevyttä. Historiassa yhtiön vuotuiset investoinnit yritysostot pois lukien ovat olleet noin 2 % liikevaihdosta.

Yhtiön ydinliiketoimintojen potentiaali tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen. Näiden lisäksi digitaalisten ja konsultointiliiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa. Konsernin kassavirran riippakivenä kuitenkin toimii käyttöpääomaa ja investointeja sitova rakenteellisesti laskeva painoliiketoiminta. Oleellinen operatiivista rahavirtaa lähihistoriassa rajoittanut tekijä on myös konsernin vaisu sekä vaihteleva tuloskehitys. Vapaan rahavirran orgaanisen kehityksen hahmottamista hankaloittaa lähes vuosittaiset yritysostot, minkä takia olemme poistaneet näiden vaikutukset viereisessä graafissa liiketoiminnan kassavirtapotentialin hahmottamiseksi. Tästä on havaittavissa se, että hyvänä tulos(/kassavirta) vuotena myös vapaa rahavirta on ollut vuolasta.

Johtoryhmässä pitkän linjan Keskisuomalaisia

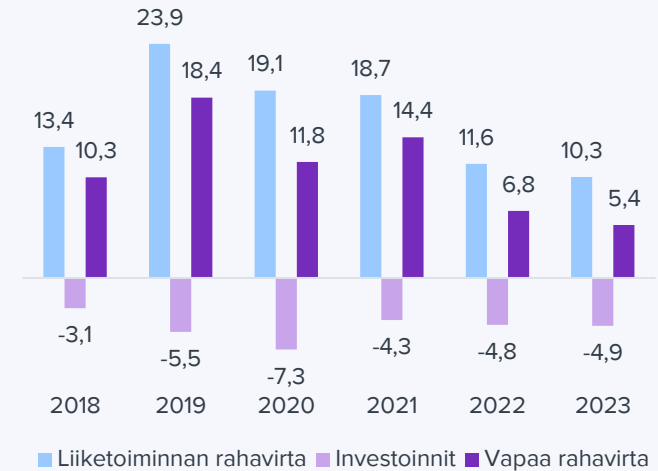
Yhtiön toimitusjohtaja Vesa-Pekka Kangaskorpi, joka toimi ennen virkansa alkua yhtiön hallituksen puheenjohtaja, ja talousjohtaja Heikki Linnavirta ovat pitkän linjan Keskisuomalaisia. Kangaskorpi

on toiminut nykypestissään vuodesta 2010, kun taas Linnavirta aloitti virassaan vuonna 2005. Toimitusjohtaja on myös Keskisuomalaisen suurin osakkeenomistaja omistaen 4,6 % äänivallasta. Muutoin johtoryhmä koostuu niin ikään useammasta pitkään Keskisuomalaisen palveluksessa työskennelleistä johtajista, joiden omistusosuus konsernista on kuitenkin selvästi Kangaskorpea vähäisempi. Pidämme toimitusjohtajan suurta omistusosuutta tärkeänä osakkeenomistajien etua ajavana tekijänä, mutta näkisimme mielellämme muun johtoryhmän omistusosuuden kasvavan.

Riskitaso on hieman koholla

Olemme seuraavalla sivulla havainnollistaneet Keskisuomalaisen liiketoimintamallin riskitasoa. Oleellisenä riskinä näemme yhtiön velkaantuneen taseen ja siihen yhdistettynä matalan tulostason. Velka-aseman parantuminen vaatisi mielestämme tulostason nousua tai pitkäaikaisen omaisuuden likvidointia. Epävarmuutta tulostason kuitenkin luo liikevaihtojakauman voimakas painottuminen taantuvaan painettuun mediaan. Yritysostohistorian johdosta taseeseen on sitoutunut myös liikearvoa, mihin saattaa kohdistua jonkin asteista alakirjauksen uhkaa, sillä suurin osa aktivoidusta liikearvosta on allukoitu painetun median tai painoliiketoiminnan osa-alueille. Liiketoiminnan riskitasoa madaltaa yhtiön vahva paikallinen markkina-asema ja digitaalisen median nopea kasvu. Lisäksi yhtiö on saavuttamassa markkinajohtajan aseman jakeluliiketoiminnassaan, mikä vahvistaa sen jatkuvuutta. Kokonaisuutena yhtiön riskiprofiili asettuu hieman keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeammalle tasolle.

Vapaa rahavirta*



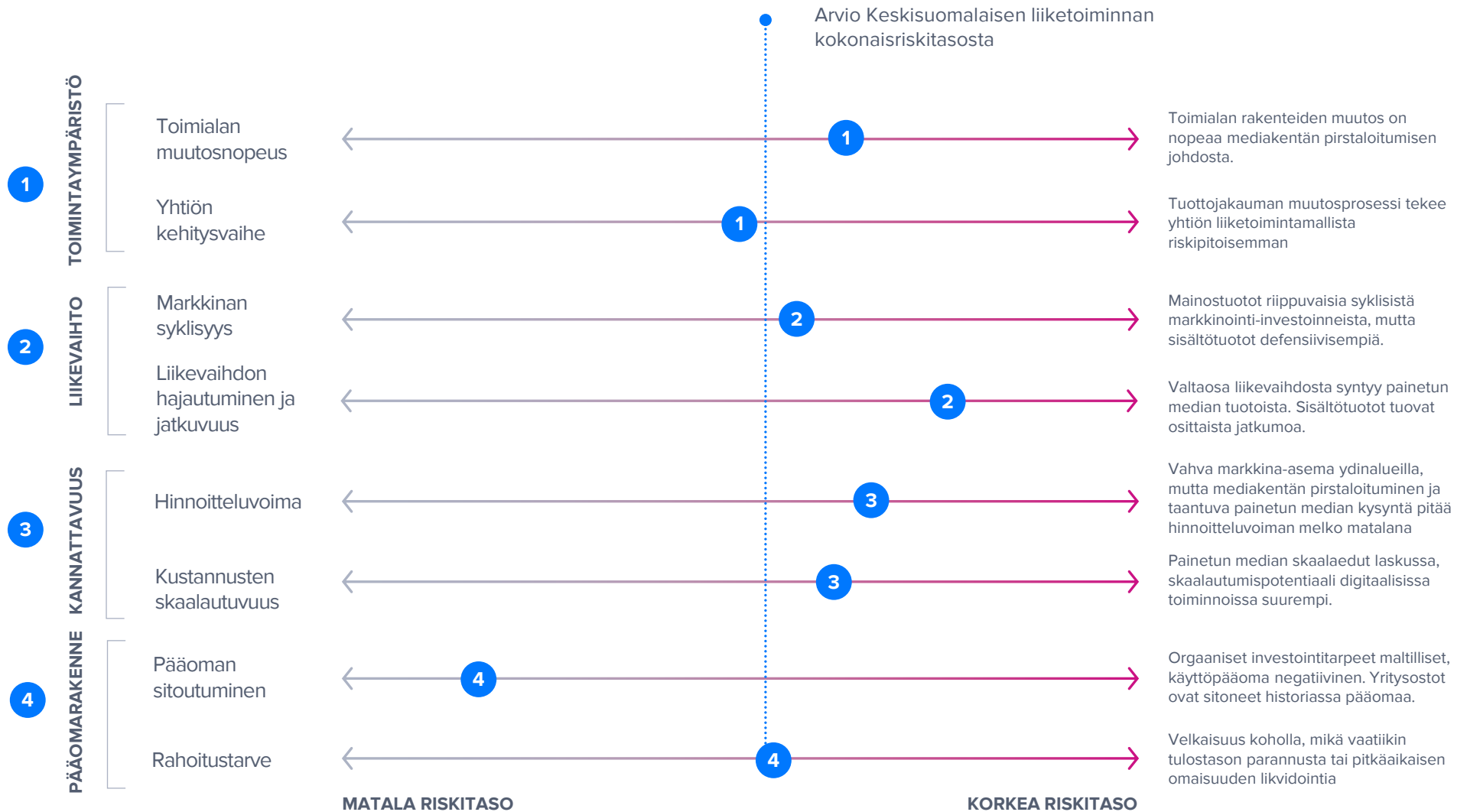
Suurimmat osakkeenomistajat

Suurimmat osakkeenomistajat	Äännet
Kangaskorpi Vesa-Pekka	4,6 %
Kangaskorpi Soili	3,4 %
Ristola Arimo	2,4 %
Kangaskorpi Inkeri	1,9 %
Moisio Lauri Kuolinpesä	1,8 %
Punamusta Media Oyj	1,5 %
Kautto Anna-Liisa	1,4 %
Pekkala Tuula	1,4 %
Kinnunen Immo	1,3 %
Jalkanen Eira	1,3 %

Lähde: Keskisuomalainen, Inderes

* Ilman yritysostoja

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kustannustoiminnot (1/2)

Mainontaa paperilla, digissä ja ulkonäytöillä

Raportoitavista segmenteistä Kustannustoiminnot eli uutismediat ovat sekä liikevaihdolla että tuloksella mitattuna Keski-suomalaisen suurin segmentti. Kustannustoimintojen 2023 ulkoinen liikevaihto oli 160 MEUR, kun taas liikearvon arvonalentumisista oikaistuna sen liikevoitto oli 9,3 MEUR (6 % liikevaihdosta). Keski-suomalaisen uutismediat tavoittavat viikoittain reilu 2 milj. kuluttajaa, mikä tekee siitä relevantin kumppanin paikallisille markkinointialustaa kaipaaville yhtiöille.

Segmentti kustantaa Keski-suomalaisen omistamia tilauslehtiä sekä ilmaisjaeltavia lehtiä ja paikallisradioita. Jälkimmäisten liikevaihto-kontribuutio koostuu käytännössä täysin ilmoitustuotoista, kun taas tilattavien lehtien tuotot muodostuvat sekä sisältö- että ilmoitustuotoista. Keski-suomalaisen portfolioon kuuluu yli 100 uutismediabrändiä, mikä takaa konsernille hyvän skaalautumispotentiaalin digitransformaation edetessä, kunhan yhtiö onnistuu pitämään kiinni riittävän suuresta asiakaskunnasta. Skaalautumispotentiaali syntyy keskitetyistä tukitoiminnoista sekä digitaalisen alustan tehokkaasta monistamisesta kullekin uutismediabrändille. Toistaiseksi painetun median osuus uutismediasta on reilu 80 %, mikä rajoittaa digitaalisen median kasvun kokonaisuudelle tuomaa skaalautumispotentiaalia.

Kantarin tilastojen mukaan Keski-suomalaisen mediamainonta vastasi Suomen mediamainonnan kentästä noin 6 % vuonna 2023. Digitaalisen median puolella markkinaosuus on 3 %, mikä viestii siitä, että markkinalla on useampi

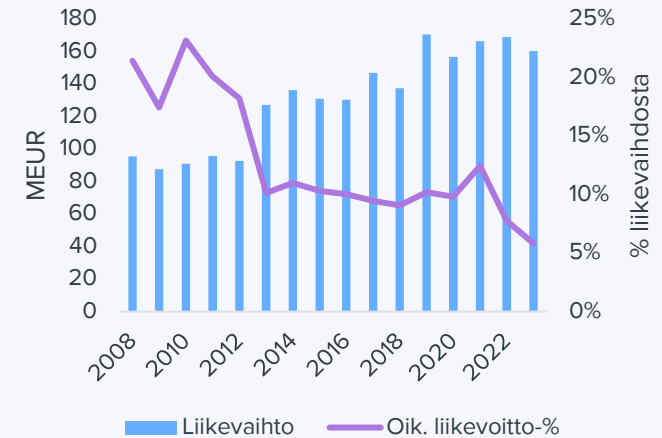
digiloikkaan aikaisemmin lähtenyt valtakunnallinen toimija sekä mainonnan siirtymisestä median ulkopuolelle.

Painetun median painoarvo vielä merkittävä, mutta potentiaali piilee digissä

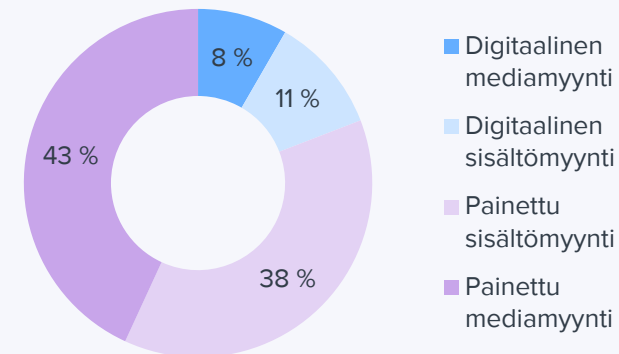
Median sisältötuottojen osuus koko uutismediasta on noin puolet, joka tuo osaltaan vakautta liikevaihtokertymään. Toisaalta painetun median sisältötuotot ovat olleet käsityksemme mukaan laskutrendillä. Sisältötuottojen sisällä painetun median osuus on 80 % digitaalisten sisältötuottojen vastatessa loppuosuudesta. Digisiirtymän suhteen Keski-suomalainen on vielä varhaisessa vaiheessa, ja on näin altis painetun median kulutuksen trendinomaiselle laskulle ja mahdollisille tehokkuushaasteille. Asiakkaiden onnistunut konvertointi digitilaajiksi saattaa mahdollistaa konsernin paremman kannattavuuskehityksen, mutta uusmyynnin rooli on lähes yhtä korostuneessa asemassa.

Median mainostuotot vastaavat uutismediasta 51 %. Mainostuotot ovat jokseenkin syklisiä, mikä tällöin asettaa Keski-suomalaisen alttiiksi kotimaisen talouden suhdannekehitykselle. Mainostuottojen sisällä painetun median osuus on 82 % ja digitaalisen vastaavasti 18 %. Keski-suomalainen on sinällään haastavassa tilanteessa, sillä sen täytyy onnistua mainostajien kohdeyleisön konvertoinnissa digiympäristöön tai pitää huoli siitä, että yhtiön medioiden tavoitettavuus on mahdollisimman suuri. Näin sen mainosasiakkaat saavat tarpeeksi suuren kohdeyleisön jatkaakseen yhtiön media-asiakkaina.

Kustannustoimintojen taloudellinen kehitys



Uutismedian tuottojakauma 2023



Kustannustoiminnot (2/2)

Segmentin kasvunäkymät

Kustannustoimintojen tuotoissa on käynnissä siirtymä sisältöliiketoiminnan osalta painetusta mediasta digiin, mikä vaimentaa heikosti kehittyvän painetun mediamainonnan kanssa segmentin kokonaisliikevaihdon kehitystä.

Arvioimme segmentin painetun median liikevaihdon laskevan 5-10 %:n vuotuisella vauhdilla lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä heijastellen odottamaamme painetun median mainostuottojen ja tilaajien määrän laskua. Odotamme puolestaan digitaalisen liiketoiminnan tuottojen paikkaavan painetun median liikevaihdon laskua. Digitaalisen liiketoiminnan tuottojen odotammekin kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 %:n vauhtia ja muiden tuottojen kehittyvän suhteellisen vakaasti.

Myynnin jakauman asteittaisen parantumisen (kannattavamman digin suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa) ja toisaalta laskevan painamisen liikevaihdon mahdollisten tehokkuushaittojen seurauksena odotamme segmentiltä melko vakaata kannattavuuskehitystä keskipitkällä aikavälillä.

Kustannustoimintojen kasvuajurit

Liikevaihtojuri	Osuus tuotoista	Vaikutus tuottoihin
Painetut sisältötuotot		↓ - 5-10 %/v
Digitaaliset sisältötuotot		↑ + 5-10 %/v
Painetut mainostuotot		↓ - 5-10 %/v
Digitaaliset mainostuotot		↑ + 5-10 %/v
Yhteensä		↓ - 0-5 %/v

Tuotanto- ja logistiikkapalvelut (1/2)

Lehtien jakelu- ja painoliiketoimintaa

Keskisuomalaisen raportointisegmentti Tuotanto- ja logistiikkapalvelut sisältää tytäryhtiö Suomen Suoramainonnan osoitteettoman suoramainonnan jakeluliiketoiminnan ja kolmen eri sanomalehtipainon liiketoiminnan. Segmentti palvelee yhtiötä sisäisiin tarpeisiin, mutta sillä on myös ulkoista liikevaihtoa. Yhtiön mukaan painoliiketoiminta on sille tärkeä strateginen resurssi, jolla se pystyy pitämään painotuotteidensa kustannustason kohtuullisena ulkoisen painamisen tuoton avuin. Käsityksemme mukaan yhtiö omaa melko tehokkaat painamisen operaatiot, jolloin sen kannattavuus on myös pysynyt positiivisena. Emme kuitenkaan yllätyisi liiketoiminnan divestoinnista, sillä kyseessä on pitkällä tähtäimellä taantuva liiketoiminta. Samalla yhtiön digiasteen (potentiaalisesti) noustessa, painamisen strateginen rooli vähenee. Divestoinnin todennäköisyyttä kuitenkin laskee ostajaehdokkaiden puute. Näemme samoja piirteitä myös jakeluliiketoiminnassa, mutta odotamme Keskisuomalaisen kuitenkin jatkavan jakeluliiketoimintaansa, sillä toimialan kilpailutilanne on oleellisesti muuttumassa ja yhtiö on saavuttamassa selvän markkinajohtajan aseman. Olemme käyneet tätä tarkemmin läpi seuraavalla sivulla.

Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden kehitys on ollut laskusuuntaista viimeisien vuosien ajan, mikä selittyy painetun median kysynnän hiipumisella. Vuonna 2023 sen ulkoinen liikevaihto oli 38 MEUR ja liikearvon arvonalentumisista oikaistu liiketappio 4 MEUR. Liiketoiminta on ollut tappiollista jo

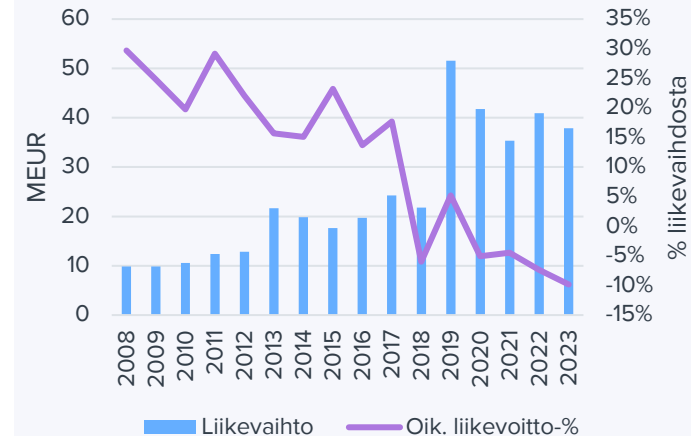
useamman vuoden ajan, mitä arviomme mukaan selittää jakelun kilpailutilanne (kilpailija Postin hinnoittelu ollut epäkestävän alhainen). Siten segmentti on toiminut yhtenä Keskisuomalaisen kannattavuuden laskun pääajurina, mutta tilanne on arviomme mukaan muuttumassa jakelumarkkinan muutoksen myötä.

Segmentin tuottovirrat jakautuvat melko tasaisesti

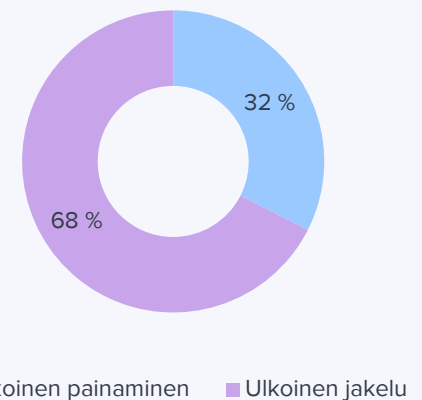
Painotoiminnan liikevaihto selittää segmentin ulkoisista tuotoista noin kolmanneksen, mutta sisäinen painaminen mukaan lukien on tämän osuus (57 %) merkittävästi suurempi. Tämä tarkoittaa sitä, että painoliiketoiminnan sisäinen arvo on tuottomielessä muita segmentin toimintoja suurempi. Toisaalta yhtiö kykenee ulkoisen sanomalehtien painamisen avulla painamaan omiin lehtiin kohdistuvaa painamisen hintaa jonkin verran alas. Muihin pörssilistattuihin media-yhtiöihin nähden Keskisuomalaisen painoliiketoiminta on suurta, sillä Alma Media ulkoistaa lehtiensä painamisen ja Sanoma on käsityksemme mukaan osin ulkoistanut omien lehtien painamisen. Tämä on toisaalta perusteltua, sillä Keskisuomalaisen painetun median liiketoiminta on näitä kahta suhteellisesti suurempaa.

Suurin liiketoiminnan jatkuvuutta uhkaava tekijä on painetun median kysynnän rakenteellinen supistuminen, mikä mielestämme heikentää painamisen pitkän aikavälin pääoman tuottopotentiaalia. Painaminen on hyvin volyymiriippuvaista, jolloin yhtiön on onnistuttava painotoimipisteiden alasaajoissa tehokkaasti, jotta kannattavuus voidaan säilyttää kohtuullisella tasolla.

Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden taloudellinen kehitys



Liikevaihdon jakauma 2023



Tuotanto- ja logistiikkapalvelut (2/2)

Jakeluliiketoiminnan tuotot selittävät segmentin ulkoisista tuotoista 67,5 %, kun taas sisäiset tuotot mukaan lukien putoaa jakeluliiketoiminnan osuus 43 %:iin koko segmentin myynnistä. Suomen Suoramainonta hoitaa konsernin omien kaupunkilehtien ja mainostuotteiden jakelun, kun taas ulkoisesti se palvelee suoramainontaa harjoittavia toimijoita. Näkemyksemme mukaan suoramainonta ei ole hetkeen maailmasta häipymässä, mutta se tulee markkinana trendinomaisesti taantumaan lehtien ilmestymispäivien laskun myötä sekä asiakkaiden panostaessa markkinointiresurssiaan digitaalisiin kanaviin. Tällä hetkellä liiketoiminta on käsittääksemme tappiollista, mutta tähän on arviomme mukaan tulossa muutos käytännössä markkinan puoliksi Keski-suomalaisen kanssa jakavan Postin [ilmoitettua](#) sen aikovan lopettaa osoitteettoman suoramainontajakelun vuoden 2024 loppuun mennessä.

Segmentin kasvunäkymät

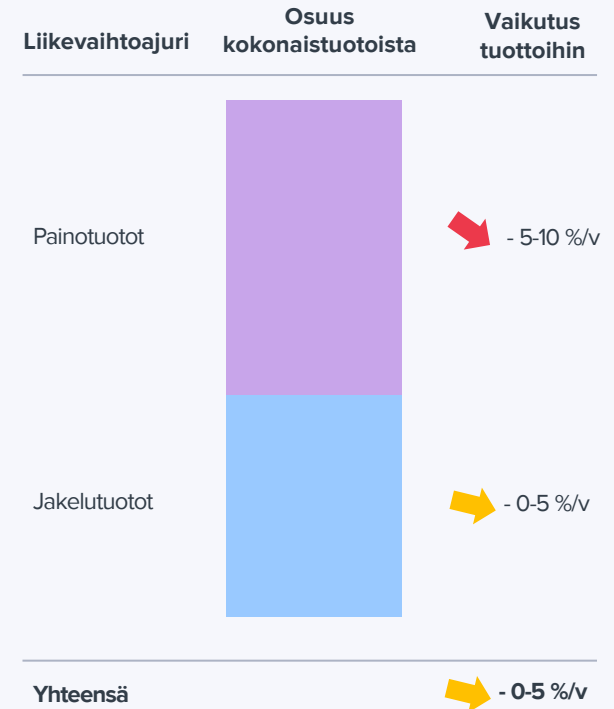
Näemme segmentin kasvunäkymät pitkällä aikavälillä melko vaisuina, minkä pääajurina toimii painetun median kysynnän hiipuminen. Lyhyellä aikavälillä Postin vetäytyminen jakelumarkkinasta nostaa yhtiön jakelun kasvupotentiaalia huomattavasti. Postin vetäytyminen vapauttaa markkinalle useamman kymmenen miljoonan euron suuruisen aukon, josta Keski-suomalaiselle voisi tulevien vuosien aikana tulla uutta liikevaihtoa arviomme mukaan noin 10-15 MEUR:n edestä. Tämän lisäksi uskomme yhtiön korottavan kilpailutilanteen muutoksen seurauksena hintojaan, sillä hinnoittelu ei ole aikaisemmin vastannut liiketoiminnan kustannustasoa tiukan hintakilpailun

johdosta.

Tämän lisäksi suoramainonnan pitkän aikavälin jatkuvuutta tukee se, että suoramainonnan viesti usein tavoittaa kuluttajan digitaalista suoramainontaa tehokkaammin, mikä saattaa hidastaa sen digisiirtymää. Arviomme mukaan painetun suoramainonnan ja etenkin kaupunkilehtien ilmestyminen tulee kroonisesti laskemaan, mikä painaa liiketoiminnan pitkän aikavälin tuottopotentiaalia. Odotamme segmentin painoliiketoiminnan laskevan vuosittain 5-10 % lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Jakeluliiketoiminnan uskomme kasvavan vuosien 2024-26 välisen ajan kilpailutilanteen muutoksen ajamana, mutta liikevaihdon kasvun taantuvan tai kääntyvän laskuun vuonna 2027. Kokonaisuudessaan arviomme Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden tuottokehityksestä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä on ~10 % positiivinen ja 0-5 % miinusmerkkinen pitkällä aikavälillä.

Käsityksemme mukaan painoliiketoiminta on ollut kannattavaa, mikä on ollut kohtuullisen volyymitason, tehokkaiden koneiden ja aktiivisten sopeutustoimien ansiota. Toisaalta uskomme painetun median kysynnän supistumisen painavan liiketoiminnan kannattavuuskehitystä pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan jakeluliiketoiminta tulee markkinamurroksen myötä kääntymään kannattavuusmielessä positiiviseksi, mikä nostaa myös koko segmentin kannattavuuden positiiviseksi jo vuoden 2025 puolella. Pitkällä aikavälillä näemme koko segmentin kannattavuuskehityksen kuitenkin laskusuuntaisena laskevien jakelupäivien ja suljettavien painotalojen seurauksena.

Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden kasvuajurit



Muut liiketoiminnot (1/1)

Asiantuntijapalveluita ja kasvavaa mainontaa

Muut liiketoiminnot, eli kohdistamattomat erät, koostuvat konsernin digitaalisesta ulkomainonnasta, tutkimuspalveluista ja markkinointikonsultaatiosta sekä muista pienemmistä puroista. Kohdistamattomien erien ulkoinen liikevaihto vuonna 2023 oli 10,5 MEUR, kun puolestaan liiketappio oli 5,4 MEUR. Käsityksemme mukaan segmentti sisältää konsernille jaetut kulut (mm. tuki ja ICT), jotka painavat tämän kannattavuuspotentiaalia. Kasvun suhteen muiden liiketoimintojen kehitys on ollut nousujohteista niin organisaation kuin epäorganisaationkin. Menoa on kuitenkin verikkaistanut tutkimuspalveluiden volatiili kehitys, mikä on arviomme seurausta haastavasta markkinaympäristöstä.

Asiantuntijapalvelut sekä muut pienemmät palvelut vastaavat segmentin tulovirrasta reilu 80 %. Asiantuntijapalvelut ovat arviomme mukaan kasvaneet, mutta digitaalista ulkomainontaa verkkaisemmin. Näiden kehitys on ollut myös volatiilimpaa konsultoinnin syklistä johtuen. Ennakoimme liiketoiminnan kasvavan 0-5 %:n tahtia tulevaisuudessa.

Jäljellä oleva osa kuuluu **digitaaliselle ulkomainonnalle**, jonka osuus segmentistä oli 2023 reilu 10 %. Liiketoiminnan kokoluokka pyörii arviomme mukaan tällä hetkellä 5 MEUR:n ympärillä. Yhtiön strategisena tavoitteena on kasvattaa liiketoiminnan osuutta merkittävästi, mikä on mielestämme uskottavaa huomioiden viimeaikaiset näytöt kasvusta sekä markkinan noin 5-10 %:n kasvu.* Lisäksi yhtiö on voittanut

* Lähde: Avendor, Markets&Markets, Statista

(Helsingin kaupunki) ja on parhaillaan mukana suurissa kilpailutushankkeissa (esim. HSL), joiden mahdollistama kasvupotentiaali on merkittävä.

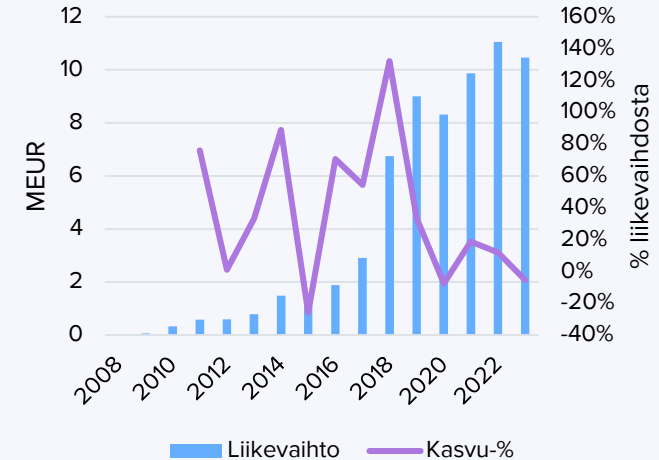
Muiden liiketoimintojen kannattavuus on ollut pitkään pakkasen puolella, mutta tulevaisuuden näkymä vaikuttaa paremmalta tämän suhteen, etenkin skaalautuvan digitaalisen ulkomainonnan kasvaessa suurempaan kokoluokkaan. Tällä hetkellä liiketoiminta on käyttökatteen tasolla positiivinen tai nollassa, mutta liikevoitto on kohtuullisen suurten poistojen takia negatiivinen.

Segmentin kasvunäkymät

Hajanaisen segmentin kasvunäkymät vaihtelevat liiketoiminnoittain, mitkä ovat kuitenkin segmenttitasolla mielestämme kohtuullisen hyvät. Digitaalinen ulkomainonta kasvaa markkinana, ja arviomme mukaan Keski-suomalainen on pärjännyt suhteessa markkinan oikein hyvin. Digitaalisen ulkomainonnan markkinakasvuun ajaa mediamainonnan pirstaloituminen, ja näyttöjä pyritään laajentamaan niihin kohteisiin, missä kuluttajat viettävät aikaansa. Esimerkiksi julkisessa liikenteessä Keski-suomalaisen läsnäolo on vahva. Lisäksi teknologia on melko skaalautuvaa, jonka myötä kannattavuuspotentiaali on uutismediaa korkeampi. Ennakoimme vielä pienen liiketoiminnan kasvavan keskimäärin noin 40 %:n vauhtia keskipitkällä tähtäimellä.

Asiantuntijapalveluiden suhteellisen vakaa ennustettu kehitys yhdistettynä voimakkaasti kasvavaan digitaalisten ulkonäyttöjen liiketoimintaan kääntyy ennusteissamme segmenttitason 5-10 %:n kasvuksi.

Kohdistamattomien erien taloudellinen kehitys



Muiden liiketoimintojen kasvuajurit



Lähde: Keski-suomalainen, Inderes

* Inderesin arvio

Strategia (1/3)

-2015

2018
-
2022

2023-

Yritystoja ja toiminnan tehostamista

- Medialiiketoiminnan skaalaa kasvatettu yritysostoin
- Vaihteleva markkinaympäristö ja printtimedian supistuminen pakottanut toistuviin kustannussäästöihin
- Tuottopohjan laajentaminen uusilla liiketoimintoinnoilla
- 2011 strateginen fokus digitaalisen liiketoiminnan kasvattamisessa

Vahvempi fokus digiin ja muihin palveluihin

- Digitaalinen transformaation rooli strategisessa ajattelussa entistä suurempi
- Mediakentän konsolidointi jatkuu
- Liiketoiminnan muita tukijalkoja kehitetty ja vahvistettu mm. yritysostoin
- Jakeluliiketoimintaan laajentuminen osittain pakotettuna
- Kannattavuuskehitys melko stabiilia, mutta liiketoimintaympäristö kehittyä vääraan suuntaan

Digitaalisen transformaation vauhdittaminen

- Lisää panostuksia digitaaliseen liiketoimintaan, mutta luvuissa tämä ei ole vielä oleellisesti näkynyt
- Digitaalisen ulkomainnon strateginen rooli korostuu kasvua vetävänä liiketoimintana
- Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden jatkon strateginen arviointi osana Keski-suomalainen-konsernia
- Yritystojojen toteutusvauhdissa hidastumista

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Useiden yritysostojen kautta Keski-suomalaisesta on muodostunut Suomen suurin paikallismedioiden konserni
- Digitaalisen liiketoiminnan alustat laitettu kuntoon kasvua varten
- Toimintaa on pyritty tehostamaan, mutta taantuvan painetun median suuren osuuden ja haastavan jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen myötä kannattavuuskehitys on ollut laskutrendillä
- Hankittu uusia kasvavia tukijalkoja perinteisen medialiiketoiminnan vierelle

Lähitulevaisuus 1-2v

- Digitransformaation vauhdittaminen
- Muiden tukijalkojen kasvattaminen, etusijassa digitaalisen ulkomainnon laajentaminen
- Paremman hinnoitteluvoiman saavuttaminen kokonaisvaltaisilla asiakkuuksilla
- Jakeluliiketoiminnan huomattava kasvattaminen ja painoliiketoiminnan tehostaminen
- Rahoitusaseman parantaminen joko tulostasoa nostamalla tai pitkäaikaista omaisuutta likvidoimalla

Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisen median osuus huomattavasti nykyistä suurempi
- Digitaalisen transformaation mahdollistamien tehokkuushyötyjen lunastaminen
- Digitaalinen ulkomainonta merkittävästi suurempi
- Paino- ja jakeluliiketoimintojen jatkuva tehostaminen tai divestointi

Strategia (2/3)

Strategia pähkinänkuoressa

Keskisuomalaisen strategian keskiössä on kuluttajakäyttäytymisen muutoksen johdosta syntynyt perinteisen uutismedian digitalisoimisen tarve. Medialiiketoiminnan digitalisoimisen lisäksi yhtiö pyrkii paikkaamaan taantuvaa painetun median kysyntää muilla mediaa tukevilla liiketoiminnoilla, joihin lukeutuvat jakeluliiketoiminta, digitaalinen ulkomainonta sekä markkinointiviestintä ja tutkimuspalvelut.

Historiassa oleellisesti yhtiön liikevaihdon tasoa nostanut mediakentän konsolidointi tulee jatkumaan, mutta edellisvuosia hitaammin, sillä ostokohteita on näkemyksemme mukaan rajoitetumpi määrä. Taaksepäin katsoen konsolidointi ei ole ollut kovin tuottoisaa, sillä medialiiketoiminnan kannattavuuskehitys (ja siten pääoman tuotto) on ollut laskusuuntaista. Toisaalta tulevaa digitransformaatiota silmällä pitäen kyseiset yritysostot ovat olleet volyyminäkökulmasta välttämättömiä, sillä muuten yhtiön kriittinen massa olisi sulanut olemattomalle tasolle. Siten lopullisen digisiirtymän potentiaalin lunastaminen ja kannattavuuden parantaminen jäävät vielä todistettavaksi. Alustavat näytöt ovat kasvun osalta olleet lupaavia, mutta tämän vaikutus konsernin tulokseen on arviomme mukaan ollut vielä vähäinen.

Strategian peruspilarit perusteltavissa, mutta liiketoiminnassa löytyy tehostamisen varaa

Vaikka Keskisuomalainen on ollut digitalisoimassa mediakenttää jo vuosikymmenen ajan, ei se ole täysimääräisesti saanut ulosmitattua digitaalista transformaatiota. Tästä viestii yhtiön medioiden 20

-%:n digiaste. Tämä saattaa olla seurausta paikallismedioiden valtamedioita konservatiivisemmasta kuluttajakunnasta. Vaikka uutismediat tuovat valtaosan konsernin tulovirroista on paino- ja jakeluliiketoimintojen osuus vielä merkittävä. Nämä (etenkin jakelu) ovat kuitenkin rasittaneet konsernin tulostasoa, ja väistämättä painetun median laskun myötä painopalveluiden kysyntä tulee laskemaan.

Ei taloudellisia tavoitteita, mutta kannattavuuden parantaminen on lyhyen listan kärjessä

Keskisuomalaisella ei ole uloslausuttuja taloudellisia tavoitteita, mutta yhtenä keskeisimpänä strategisena päämääränä näemme liikevaihdon kasvun vauhdittamisen ja kannattavuuden parantamisen. Näitä kumpaakin saattaa edesauttaa digitaalinen transformaatio, jonka positiivisen vaikutuksen lyhyellä tähtäimellä osittain syö painetun median kysynnän taantuminen. Muiden liiketoimintojen avulla yhtiöllä on potentiaali tavoittaa kokonaisvaltaisempia asiakkuuksia ja siten saavuttaa parempaa hinnoitteluvoimaa, jolla olisi arviomme mukaan positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Kannattavuusparannus on myös liiketoiminnan orgaanisen kehittämisen kannalta oleellista, sillä se vaatii jonkin verran kassavirtaa mm. etupainotteisten rekrytointien muodossa. Toimialan kärkitoimijoiden kannattavuustasoihin perustuen sekä mediatoimialaa viimeaikoina koetelleen jakelu- ja painamisen kustannusten nousun perusteella Keskisuomalaisen uutismedian todellinen kannattavuuspotentiaali lienee arviomme mukaan 5-10 %:n tuntumassa (vs. 2023 liikearvon arvonalentumisista oik. liikevoitto-% 6 %).

Inderesin näkemys strategian kulmakivistä



Yritysjärjestelyt oleellisena osana liiketoiminnan tehostamista ja kasvattamista

Strategia (3/3)

Näytöt yritystovetoisen strategian onnistumisesta ovat vähäiset

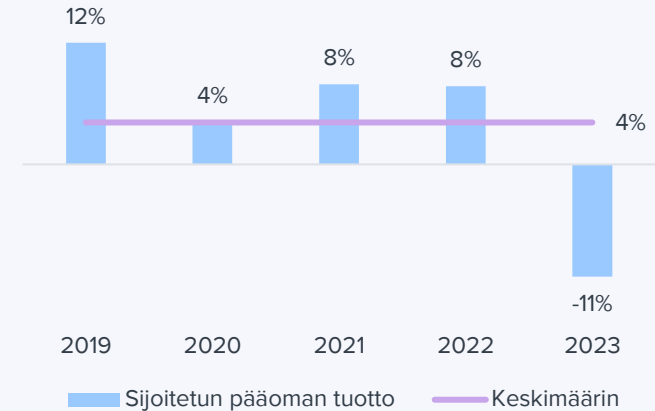
Keskisuomalaisen yritystovetoinen kasvustrategia on sitonut paljon pääomaa. Yhtiö on vuosien 2012-23 aikana ostanut reilu 200 MEUR uutta liikevaihtoa ja useamman kymmenen miljoonan euron verran uutta käyttökatetta. Kokonaisuuden liikevaihdosta on siten haihtunut yhteensä noin 100 MEUR eli noin 9 MEUR vuosittain, kun tehdyt yritystot suhteutetaan vuoden 2023 209 MEUR:n liikevaihtoon. Lopputulema ei sinällään yllätä, sillä Keskisuomalaisen mittakaavassa tämä vastaa karkeasti 4 %:n orgaanista vuotuista laskua, mikä on suurin piirtein linjassa painetun median markkinan historialliseen laskutahtiin. Kannattavuus on puolestaan pienentynyt yritystostoista huolimatta, joten pääomantuottomielessä yritystovetoinen strategia on mielestämme jäänyt vaisuksi.

Tilannetta voidaan toisaalta tarkastella tulevaisuuden näkökulmasta. Ilman tehtyjä yritystostoja konsernin kriittinen asiakasmassa olisi sulanut olemattomalle tasolle, jolloin digitransformaation mahdollistama potentiaali jäisi kapeaksi esim. kannattavuusnäkökulmasta. Tämän taustalla piilee fakta, että myös digitaalinen media vaatii tarpeeksi suuren volyymitason, jotta skaalautuminen olisi mahdollista. Jotta epäorgaanisen kasvun strategia muodostuisi arvoa luovaksi, tulisi yhtiön onnistua siirtämään suuri määrä kuluttajakunnasta sen digitaalisten tuotteiden kuluttajaksi sekä ajaa hallitusti alas

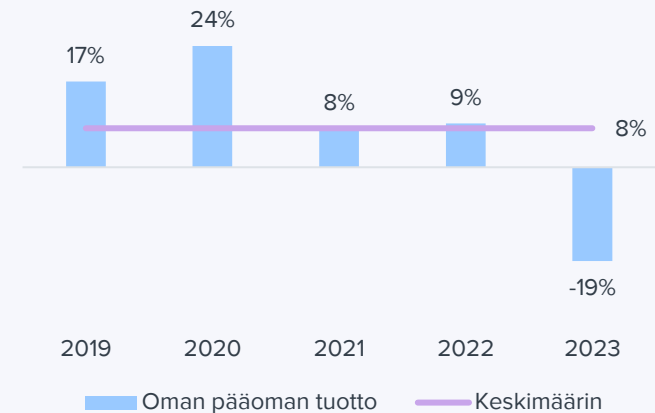
painetun median laskun mukana supistuva paino-liiketoiminta.

Liikearvon alaskirjaukset huomioiva sijoitetun pääoman tuotto on vuosina 2019-23 keskimäärin ollut 4 %. Tämä on alle asettamamme tuottovaateen (~10 %), mikä todistaa ettei yritystostoilla olla toistaiseksi luotu arvoa. Mikäli yhtiö pyrkii jatkossa luomaan epäorgaanisella kasvullaan arvoa, tulee sen lunastaa ostokohteiden kannattavuuspotentiaali ja olla maksamatta kohteesta liian suurta hintaa.

Sijoitetun pääoman tuotto

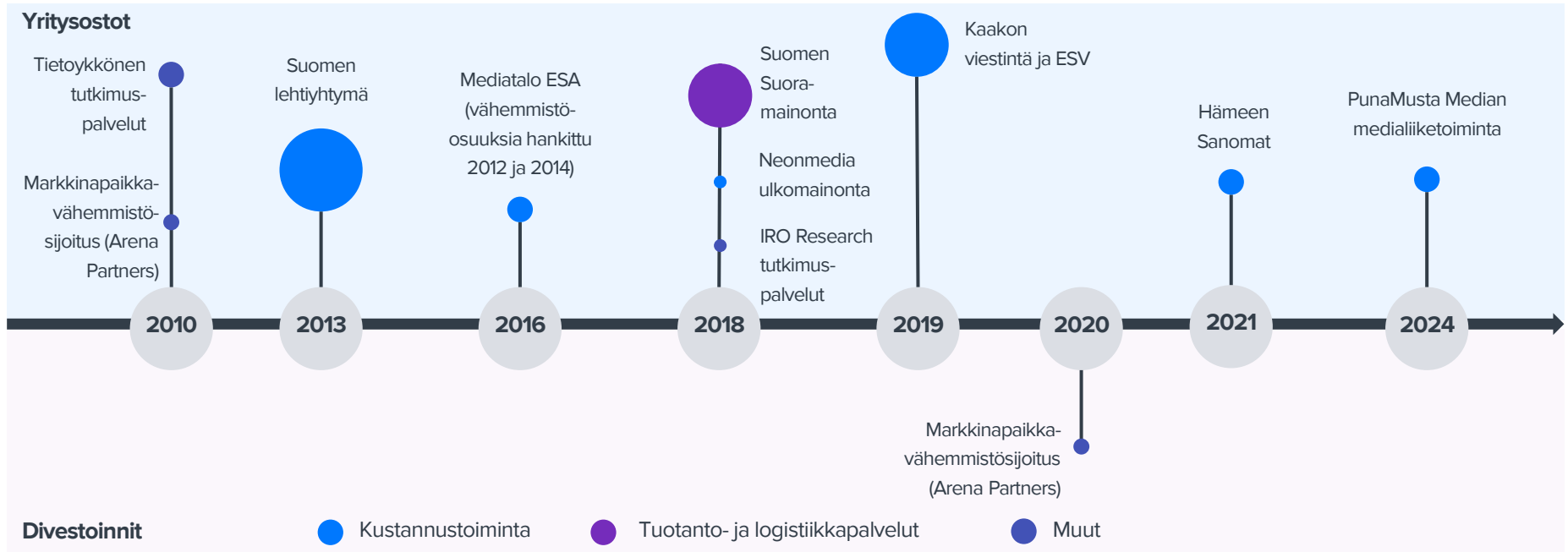


Oman pääoman tuotto



Yrityskaupat

Keskisuomalaisen merkittävimmät yritysjärjestelyt



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Kustannustoiminta

- Pienempien paikallismedioiden ostaminen ja integroiminen osaksi Keskisuomalaisen koneistoa. Synergiaetuja mm. hallinnosta sekä digitaalisista resursseista (ml. digitaalinen media)
- Tulevaisuuden ostoissa kiinnitettävä erityisen tarkkaa huomiota ostokohteen hintaan ja sen digitransformaatiopotentiaaliin

Tuotanto- ja logistiikkapalvelut

- Historiassa painoliiketoimintaa hankittu paikallismedioiden kautta. Näistä useimmat on divestoitu ja toimintaa keskitetty muutamalle painotalolle. Myös painolaitteiden laatuun ollaan panostettu myöhemmin.
- Suomen Suoramainonta päättyi konsernille kaupunkilehtien jakelun jatkon turvaamiseksi.
- Emme usko segmentin yritysostojen jatkuvan.

Muut liiketoiminnat

- Historiassa ostettu asiantuntijapalveluita tukemaan ydinliiketoimintaa. Digitaalinen ulkomainonta on konsernin tulevaisuuden kasvuaihio.
- Integroiminen ei yhtä kriittistä kuin kustannustoiminnassa.
- Jatkossa pienet täsmäostot mahdollisia esim. digitaalisen ulkomainonnan osa-alueilla, joiden markkinat ovat hyvin pirstaloituneet

Sijoitusprofiili

1.

Laaja kuluttaja-asiakaskunta mahdollistaa kannattavan digisiirtymän

2.

Painetun median laskutrendi painaa konsernin tuloskehitystä

3.

Suhdanneherkkyys nostaa liiketoimintamallin riskiprofiilia

4.

Rahoitusasema vaatii tulostason nostoa

5.

Kohtuullista osinkoa jaettu vuosittain

Potentiaali



- Digitaalisen mediamyynnin kasvu kompensoi painetun median laskua
- Hyvä markkina-asema paikallisissa medioissa
- Yritysostrategian terävöittäminen tuottavan pääoman kohteisiin
- Jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutos
- Tehostusohjelmalla potentiaalia parantaa tuloskuntoa

Riskit



- Suhdanneherkkyys
- Merkittävä osuus liikevaihdosta muodostuu laskutrendillä olevasta painetusta mediasta
- Mainontakentän kansainvälistyminen kiristää kilpailuasetelmaa
- Yritysoistoissa tai tuotekehityksessä epäonnistuminen

Toimialakatsaus (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 selkeä korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mainosmyynnin tuottoihin.

Lisäksi media-yhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti media-yhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median 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 kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut osin mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologioiden käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakaus- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2023.

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

Toimialakatsaus (2/2)

Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa, mutta vuonna 2023 se jäi edellisvuoden tasolle vaisua talouskehitystä peilaten. Koko markkinan kasvu painui -2 %:iin, minkä yhtenä suurena ajurina toimi painetun mainonnan 12 %:n lasku. Arvioimme, että verkkomainonnan kasvu jatkuu yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä.

Sisältötuottojen kehitys

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

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Samaan pyrkii Keskisuomalainen digitilauksen printtiä matalammalla hinnalla sekä mm. opastamalla pääsääntöisesti ei-diginatiivia kuluttaja-asiakaskuntaansa viestein ja videoin.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, valeutisiin liittynyt keskustelu,

maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua. Arvioimme sisältötuottojen kokonaiskasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

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

Arvioimme mukaan voimakas kustannusinflaatio on asettanut painetun median kannattavuuden paineeseen samalla, kun niiden volyymit ovat laskeneet merkittävästi viime vuosina. Tämä tekee

painetussa mediassa kohtuullisen kannattavuuden saavuttamisesta entistäkin hankalampaa, mikä arvioimme mukaan vauhdittaa rakennemuutoksia painetun median saralla.

Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

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

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

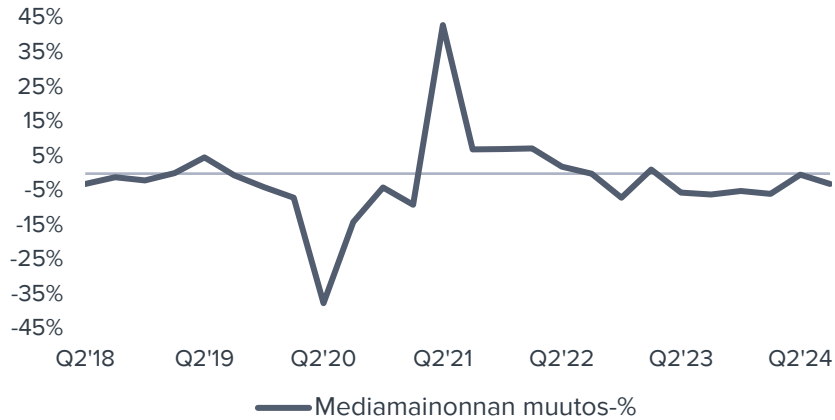
Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

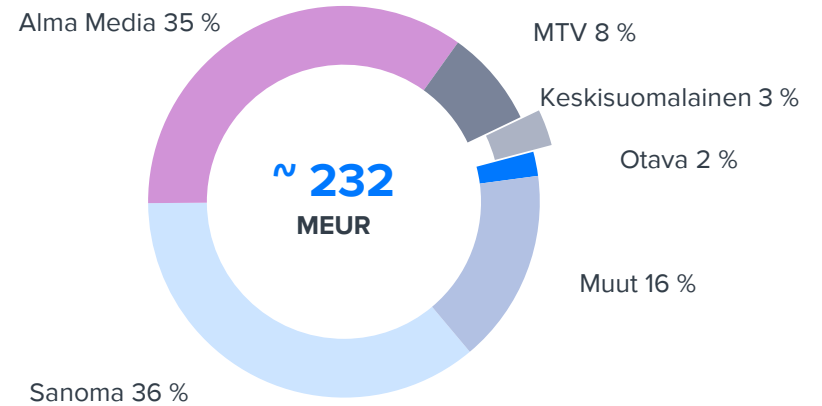
Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

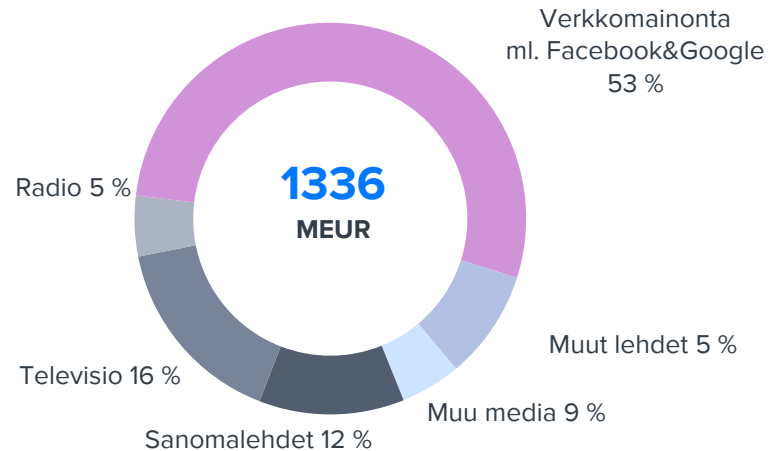
Suomen mediamainonnan kehitys*



Kotimaisten toimijoiden verkkomainonta Suomessa 2023



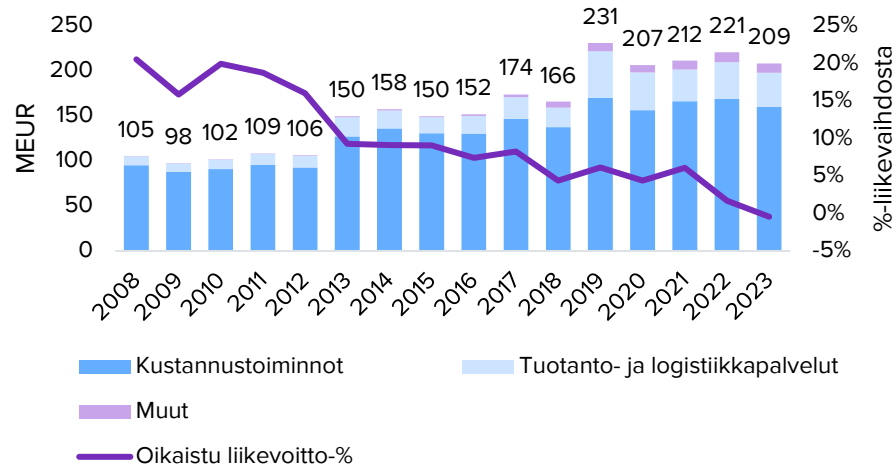
Suomen mediamainonnan jakauma, 2023



Lähde: Kantar, IAB ja Inderes
 * Q3'24 sis. ainoastaan heinä-elokuun luvut

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (1/4)

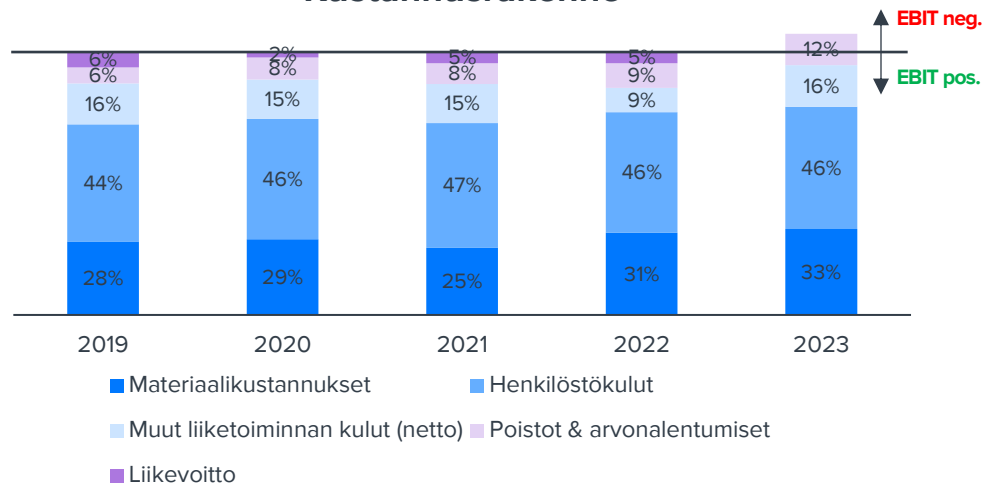
Taloudellinen kehitys



Havaintoja taloudellisesta kehityksestä

- Liikevaihto kasvanut keskimäärin 5 % vuodessa 2008-23. Kasvu on syntynyt täysin yritysostoin, ja orgaanista kehitystä on painanut mediakentän murroksesta johtuva painetun median supistuminen.
- Kannattavuustrendi on ollut alasuuntainen, jonka taustalla piilee painetun median laskeneet volyymit sekä jakeluliiketoiminnan hintakilpailu. Lisäksi medialiiketoiminnan kannattavuutta on madaltanut korkea inflaatio. Ts. yhtiö ei ole onnistunut nostamaan kustannusinflaatiota asiakashintoihin täysimääräisesti.
- Raportoituun kannattavuuskehitykseen on olennaisesti vaikuttanut toistuvat tase-erien alaskirjaukset. Näistä oikaistuna liikevoitto-% on ollut keskimäärin 10 % 2008-23, mutta viimeisen viiden vuoden aikana vain 4 %, mikä viestii mediamarkkinan murroksesta.

Kustannusrakenne

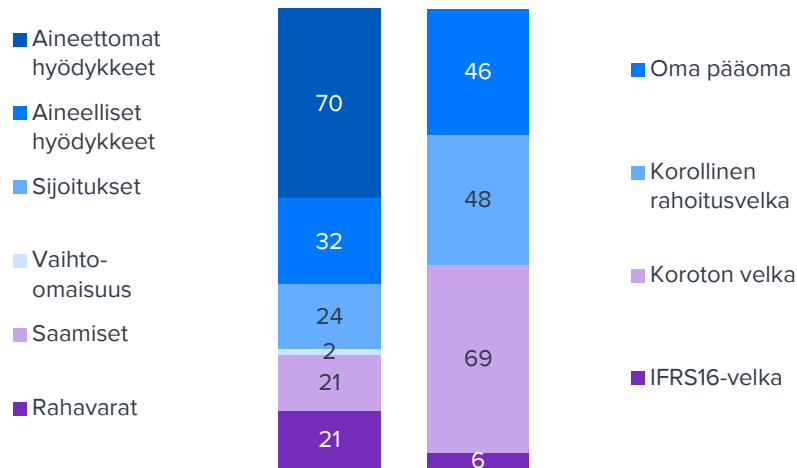


Havaintoja kulurakenteesta

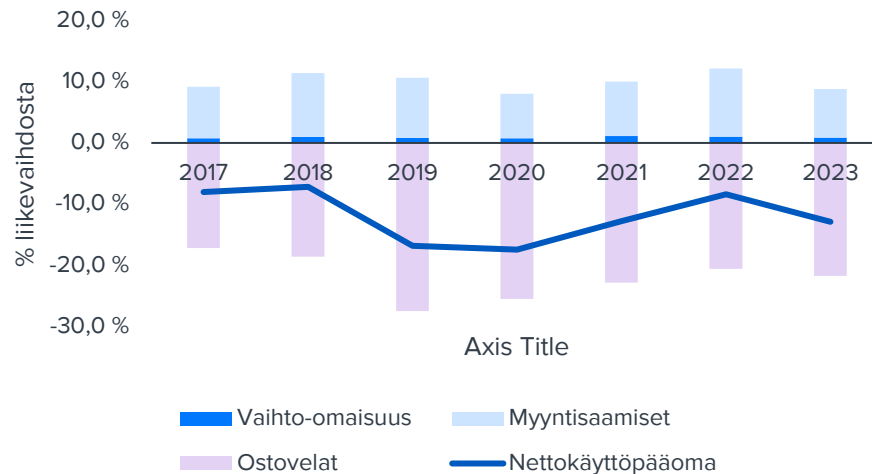
- Liiketoiminta sitoo henkilöresursseja, joiden osuus on vaihdellut 45 %:n (liikevaihdosta) molemmin puolin.
- Painoliiketoiminta pitää materiaalikustannuksia koholla, joiden osuus on noussut 30 %:n päälle pääosin kustannusinflaation seurauksena. Käänteisesti tämä tarkoittaa noin 70 %:n myyntikatemarginaalia, joka ilman materiaali-intensiivisiä painettua mediaa ja painoliiketoimintaa olisi vielä tätäkin suurempi.
- Muut liiketoiminnan kulut (netto) ovat vaihdelleet noin 15 %:n paikkeilla.
- Poistoja (6-9 %) on vuosittain sekoittanut liikearvoon tehdyt arvonalentumiset. Arvonalentumisista oikaistuna poistot ovat vastanneet noin 6 % liikevaihdosta.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (2/4)

Tase 30.6.2024



Nettokäyttöpääoma



Havainnointia taloudellisesta tilanteesta

- Vastaavien suurin erä, eli aineettomat hyödykkeet (70 MEUR) muodostuu valtaosin liikearvosta (55 MEUR). Aineelliset hyödykkeet (32 MEUR) koostuvat maa-alueista, rakennuksista, koneista ja kalustoista.
- Sijoitukset (24 MEUR) muodostuvat (pörssinoteeratuista ja yksityisistä) osakkeista (20 MEUR), kiinteistöistä sekä osuuksista osakkuusyhtiöissä. Näistä osaa voidaan pitkää melko likvideinä erinä, mutta esimerkiksi osakkuusyhtiöistä tai kiinteistöistä irti pääseminen vaatii aikaa.
- Käyttöpääoman osuus taseesta on medialiiketoiminnalle tyypilliseen tapaan pieni ja kohtuullisen suuret ostovelat painavat sen netto miinukselle, mikä tarjoaa yritykselle tehokkaan tavan kasvaa orgaanisesti. Nettokäyttöpääoma on historian saatossa vaihdellut keskimäärin -10 %:n (liikevaihdosta) molemmin puolin.
- Oma pääoma oli 46 MEUR H1'24:n lopussa, mikä vastaa noin 33 %:n omavaraisuusastetta. Korollisen vieraan pääoman osuus on ~50 MEUR (sis. IFRS16-velka 6 MEUR) ja rahavarat 21 MEUR. Näiden netto suhteutettuna toteutuneeseen käyttökatteeseen vastaa noin 3x kerrointa, mikä viestii velkaantuneisuuden olevan jokseenkin koholla. Ydinliiketoiminnan ulkopuolisten sijoitusten myyminen voisi helpottaa tilannetta hieman lyhyellä tähtäimellä, mutta kurssin selvä kääntäminen vaatisi tulos-/kassavirtaprofiilin selvää parantumista.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (3/4)

Historiallinen tuloskehitys

Mediatoimialan murros ja ilmoitustuottojen sykliisyys on aiheuttanut liikevaihdon kehitykseen vaihtelua. Vuosien 2008-2023 aikana yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 5 % vuosittain. Kuten strategiakappaleessa kävimme läpi, kasvu on ollut arviomme mukaan täysin yritysostovetoista, eikä se ostettujen osien huonon tuloskehityksen suhteen ole siten ollut mielestämme toistaiseksi arvoa luovaa. Potentiaalinen toteutuminen jäänee tulevaisuudessa nähtäväksi digisiirtymän edetessä ja vahvistuessa.

Konsernin tuloskehitys ollut jokseenkin mollivoittoista. Tuloskunnan heikentymisen taustalla on arviomme mukaan useampi tekijä, jotka kuitenkin kulminoituvat painetun median kulutuksen laskun ympärille, mikä on heijastunut negatiivisesti yhtiön medialiiketoiminnan lisäksi sekä paino- että jakeluliiketoimintojen volyymeihin. Kertaeristä oikaistuna yhtiön liikevoitto-% on laskenut vuoden 2008 20 %:sta vuoden 2023 0 %:iin.

Kustannusrakenne mediatoimialalle tyypillinen

Yhtiön kustannusrakenne on perinteiselle mediatoimialalle tyypillinen. Suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökustannukset sekä materiaali- ja palvelukulut. Liiketoiminta sitoo henkilötyövoimaa sekä median tuotannon että lehtien painamisen johdosta. Henkilöstökulut ovat vaihdelleet 44-47 %:n (46 % keskimäärin) välillä edellisen viiden vuoden aikana.

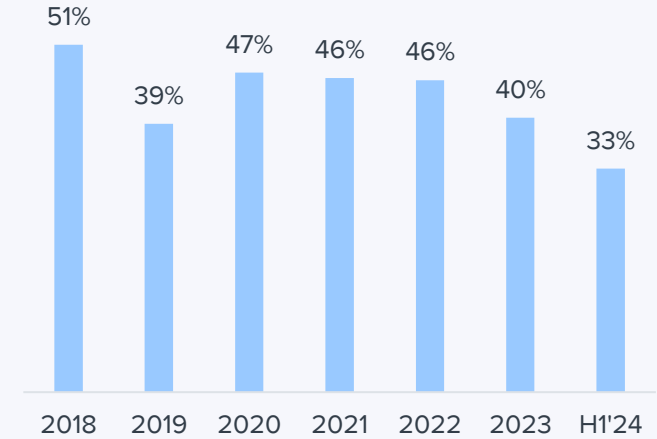
Materiaalikustannusten osuus on vaihdellut 28-33 %:n (29 % keskimäärin) välillä edellisen viiden

vuoden aikana. Materiaalikustannuksen kehitys on ollut nousujohteista viimeaikaisesta painomateriaalien hintainflaatiosta johtuen. Selvästi suurin materiaalikustannuserä yhtiölle on painoliiketoiminnassa käytetyt materiaalit (paperi, muste jne.). Medialiiketoiminnan digitalisoituminen tulee arviomme mukaan vähentämään materiaalikustannusten osuutta supistuvan painoliiketoiminnan myötä.

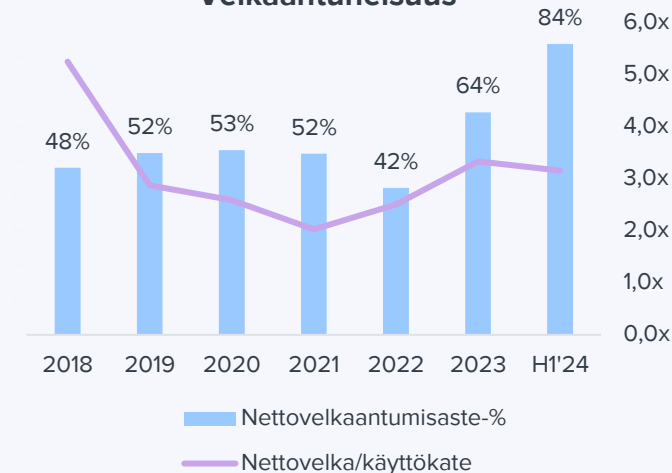
Tase hieman venytetty

Keskisuomalaisen taseen loppusumma H1'24:n lopussa oli 169 MEUR. Tase on mielestämme velkanäkökulmasta katsasteltuna hieman venytetty (viim. 12kk nettovelka/käyttökate ~3x ja nettovelkaantumisaste 84 %). Rahoitusvelkojen kovenanttiehdot ovat sidottu nettovelan ja käyttökatteen suhteeseen sekä omavaraisuusasteen. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna uskomme yhtiön velkaisuuden lähentelevän kovenanttiehtojen mukaisia rajoja (arviomme mukaan 3,5-4x), mikä edelleen nostaa rahoitusasemaan liittyviä riskejä (rahan hinta nousee). Puhtaiden raha- ja likvidien varojen lisäksi yhtiöllä on tarpeen vaatiessa likvidoitavia sijoituksia ~9 MEUR:n edestä. Mikäli Alma Media -omistus realisoitaisiin käteisvaroiksi, paranisi yhtiön velkaisuus noin 2,3x tasolle, mikä olisi mielestämme varsin kohtuullinen taso. Mikäli tulos jatkaa laskevalla trendillä voi omistuksen realisointi tulla mm. rahoittajan kannustamana ajankohtaiseksi. Alma Median arvонуonti-edellytyksien ollessa hyvät, ei tämän omistuksen realisoinnille ole mielestämme akuuttia tarvetta, vaikka se onkin yhtiölle vain finanssisijoitus.

Omavaraisuusaste



Velkaantuneisuus



Lähde: Keskisuomalainen, Inderes

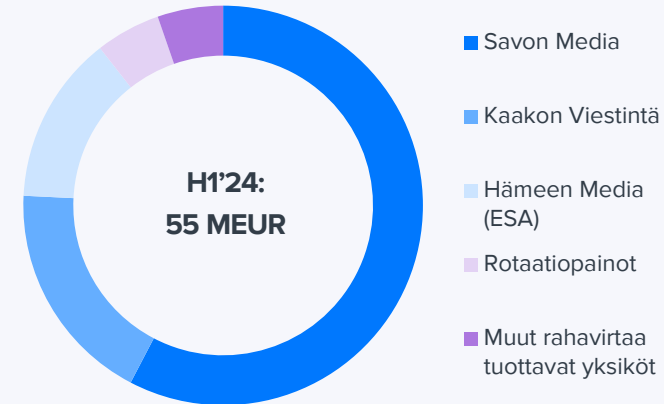
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (4/4)

H1'24 päätteeksi tasearvoltaan noin 20 MEUR:n kokoinen arvopaperisalkku koostuu suurimmilta osin listattujen osakkeiden osalta reilu 9 MEUR:n Ilkka –omistuksesta sekä hieman alle 9 MEUR:n Alma Media –omistuksesta. Näistä ensimmäinen on arviomme mukaan strateginen omistus, josta emme usko yhtiön irtautuvan, sillä Keski-suomalaisella on arviomme mukaan intressi ostaa Ilkan medialiiketoiminnot. Alma –omistukselle emme puolestaan näe strategista näkökulmaa, mutta liiketoiminta luo arvoa, eikä sen myynti siten ole mielestämme välttämätöntä. Lisäksi yhtiöllä on sijoituksia listaamattomissa osakkeissa hieman alle 2 MEUR:n edestä. Muihin rahoitusvaroihin lukeutuvan korkorahaston (6 MEUR) ja sulkutilin (66 TEUR) laskemme velkojan tapaan likvideiksi varoiksi, pienentäen siten nettovelkaa.

Alaskirjausten kohteena ollut liikearvo on mielestämme korkean velkaisuuden ohella yksi taseen epävakaimmista eristä. Reilu puolet H1'24:n 55 MEUR:n (32 % taseesta) liikearvosta muodostuu Savon Medialle kohdistetuista eristä, joka on arviomme mukaan yksi yhtiön elinvoimaisimmista uutismedioista. Toisaalta tämä sisältää Savon Media -uutismedian lisäksi pienempiä lehtiä, joiden asiakaspitävyydestä ja siten kasvu-/kannattavuuskehityksestä emme voi mennä täysin takuuseen. Siten emme voi poissulkea mahdollisia arvonalentumisia tulevaisuudessa etenkin tarkastellen painetun median toimialan yleistä tuloskehitystä. Mikäli liikearvoa joudutaan jatkossakin alaskirjaamaan, tulee se arviomme

mukaan laskemaan yhtiön omavaraisuutta, mikä saattaa koventanttiehtojen myötä heijastua myös yhtiön rahoituksen hintaan. Mikäli liikearvosta alaskirjattaisiin puolet tippuisi 2024e omavaraisuusaste 20-25 %:n tienoille, mikä on näkemyksemme mukaan pankin lainanannon näkökulmasta minimiraja, ja tällä tasolla koventantit arviomme mukaan jo rikkoutuisivat. Toisin sanoen, yhtiön tase arviomme mukaan kestää pienen arvonalentumisen, mutta esimerkiksi koko Savon Median liikearvon alaskirjaus voisi nostaa yhtiön rahoituksen hintaa. Käsittelemme mukaan Savon Media on yhtiön kannattavimpia uutismedioita, jonka tähden emme usko siihen kohdistuvien alaskirjausten suuressa mittakaavassa olevan todennäköisiä.

Liikearvon jakautuminen tytäryhtiöittäin



Ennusteet (1/5)

Taustaoletukset

Ennustamme konsernin kehitystä liiketoiminnoittain, ts. Kustannustoimintojen, Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden ja Kohdistamattomien erien tasolla, sekä liikevaihto että liikevoittotasolla. Mittavasta yritysostotaustasta huolimatta ennustamme konsernin kehitystä orgaanisten ajureiden turvin, sillä tulevien yritysostojen toteuttamisajankohtiin liittyy mielestämme suurta epävarmuutta.

Keskisuomalainen on joutunut alaskirjaamaan yritysostoista syntyneitä liikearvoa pääsääntöisesti painetun median ja painopalveluiden osalta. Tämä on luonnollisesti luonut vaihtelua konsernin raportoituun kannattavuuskehitykseen. Mielestämme mahdollisten liikearvon alaskirjausten ajankohtiin, euromääräisiin suuruuksiin ja kohdistamiseen kullekin liiketoiminnalle liittyvä epävarmuus on liian suuri, jonka tähden ennustamme yhtiön kannattavuuskehitystä ilman mahdollisia liikearvoon tehtäviä arvonalennuksia. Tämä myös antaa paremman kuvan liiketoiminnan alla olevasta kehityksestä.

Tilikauden ohjeistus

Keskisuomalainen odottaa tilikauden 2024 liikevaihdon pysyvän vertailukauden tasolla (2023: 208,6 MEUR) ja operatiivisen vertailukelpoisen liikevoiton paranevan edellisvuodesta (2023: -0,9 MEUR). H1:n toteuma oli liikevaihdon osalta vertailukauden tasolla,

käytännössä Rebl Gropilta (entinen PunaMusta Media) ostetun medialiiketoiminnan turvin (H1'24 +4 MEUR). Myös käynnissä olevan H2:n osalta vertailukausi oli lukujen valossa heikko, mikä antaa mielestämme eväät ohjeistukseen yltämiseen.

Ennusteet yhteenveto

Mediatoimialan murroksen pauloissa operoivan Keskisuomalaisen tulevaisuuden liikevaihdon kehitys tulee näkemyksemme mukaan olemaan orgaanisesti laskujohtoista. Tätä arviomme mukaan ajaa vielä suurta osuutta konsernista vastaava laskeva painetun median kysyntä. Pitkällä tähtäimellä yhtenä Keskisuomalaisen uutismedioiden kysyntää taannuttavana tekijänä näemme supistuvan väestön yhtiön ydintoimialueilla ja diginatiivien kuluttajien osuuden kasvun, jolloin yhtiön tulee olla vahvasti läsnä niissä kanavissa, joissa paikallinen väestö viettää aikaa ja kuluttaa mediaa. Tämän yhtiö on nostanut yhdeksi strategiseksi kärkihankkeeksi, mutta digitransformaatio tulee arviomme mukaan ottamaan aikansa. Odotammekin, että yhtiön liikevaihto herää vasta 2030-luvun alussa takaisin nousuun, kun painetun median osuus laskee tarpeeksi matalaksi, jotta digitaalisten liiketoimintojen kasvu auttaa konsernin liikevaihdon takaisin nousuun.

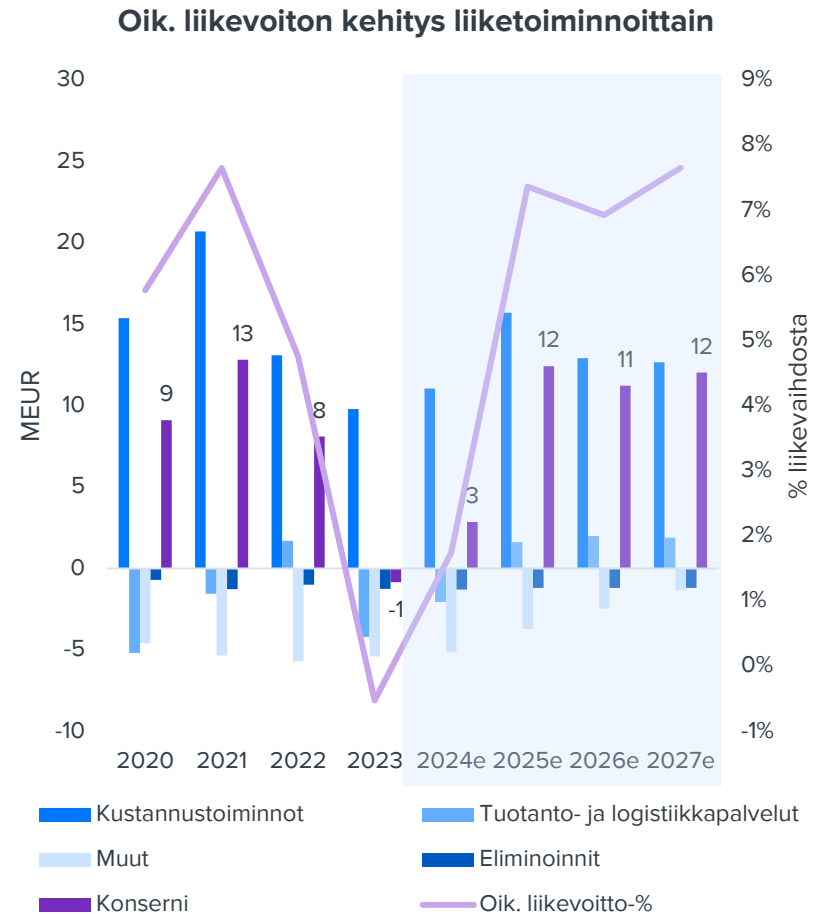
Ennustamme Keskisuomalaisen liikevaihdon laskevan keskipitkällä tähtäimellä 1 %:n vuositahtia (2023-26e). Tällä periodilla

arvioimme konsernin digiasteen nousevan lähes 10 %-yksiköllä, jonka kannattavuutta parantava vaikutus jää ohkaiseksi mm. painetun median laskun takia. Väliaikaista tukea Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden kehitykselle tuo jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muuttuminen, mutta ajan saatossa uskomme segmentin kääntyvän markkinan mukana takaisin laskuun vuodesta 2027 alkaen. Uskomme Muiden (eli kohdistamattomien) liiketoimintojen kannattavuuskehityksen olevan nousujohteista, mutta konsernin kuluerät ja suuret poistot rajoittavat tämän nousua liikevoitolla mitattuna positiiviseksi. Ennustamme konsernitasolla keskimäärin 7,7 %:n käyttökatemarginaalialia (2023-26e; 9,1 % 2026e) ja 2,7 %:n liikevoittomarginaalia (2023-26e; 5,2 % 2026e), jotka kasvavat heikolta 2023 tasolta merkittävää vuositahtia (käyttökate 20 %/v) etenkin Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden sekä Muiden liiketoimintojen tehokkuuden parantuessa.

2024: Markkinaympäristö säilyy haastavana

Keskisuomalaisen H1:n liikevaihto laski 6 % (8 % orgaanisesti) haastavan mainostamisen markkinan johdosta. Taustalla vaikutti myös painetun median rakenteellinen supistuminen. Yhtiö onnistui kuitenkin nostamaan kannattavuuttaan (oik. EBITA) mm. tehostustoimien turvin, sen asettuessa 1,7 MEUR:oon (1,7 % liikevaihdosta).

Ennusteet (2/5)



Lähde: Keski-suomalainen, Inderes

Ennusteet (3/5)

Loppuvuoden näkymä ei mielestämme ole oleellisesti muuttunut. Rebl Groupilta ostetun medialiiketoiminnan vaikutus (H2'24: +8 MEUR) tulee kuitenkin ajoittumaan koko katsauskauden ajalle, jolloin uskomme sen tuovan tukea liikevaihdon kehitykselle. Tästä huolimatta ennustamme 2024 liikevaihdon laskevan 3 % 202 MEUR:oon haastavan mainontamarkkinan kehityksen sekä rakenteellisen painetun median supistumisen myötä. Tästä johtuen kannattavuuskehitys tulee arviomme mukaan olemaan vaisuhkoa, etenkin vielä haastavasta kilpailutilanteesta kärsivän Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden puolella. Ennustamme 2024e oik. liikevoiton olevan 2,9 MEUR, joka nousee vertailukaudesta huomattavasti (täyttäen yhtiön ohjeistuksen).

Siten ennustamme kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen paranevan vertailukaudesta, ja asettuvan 0,10 euroon.

2025-26: Kannattavuus paranee

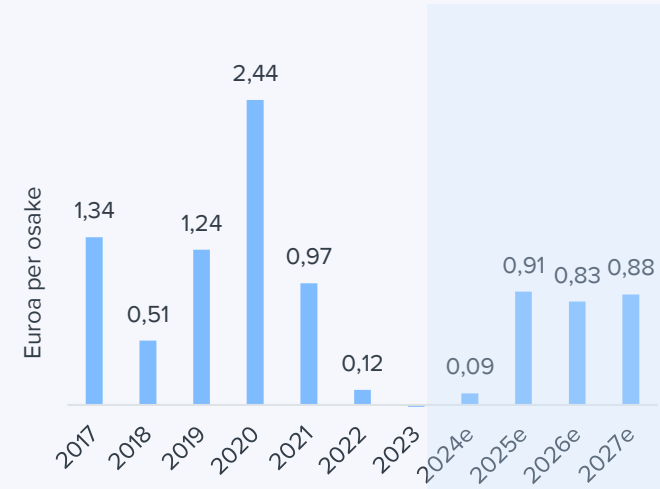
Uskomme talouskehityksen kohenevan vuosina 2025-26, mikä näkemyksemme mukaan samalla rohkaisee markkinointi-investointeja. Tämän ennustamme heijastuvan yhtiön liiketoimintaan kasvavin mainostuotoin. Ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan positiivista, jota kuitenkin pääosin ajaa jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutos. Odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan 7 % vuonna 2025 ja jäävän vertailukauden tasolle 2026. Kannattavuus ottaa edellä mainitun ja 2025 tuplavaalien seurauksena huomattavan pompun. Ennustamme oik. liikevoitto-%:n paranevan konsernitasolla 2025 5,7 %:iin ja 2026 5,2 %:iin.

Kustannustoiminnan osalta ennustamme

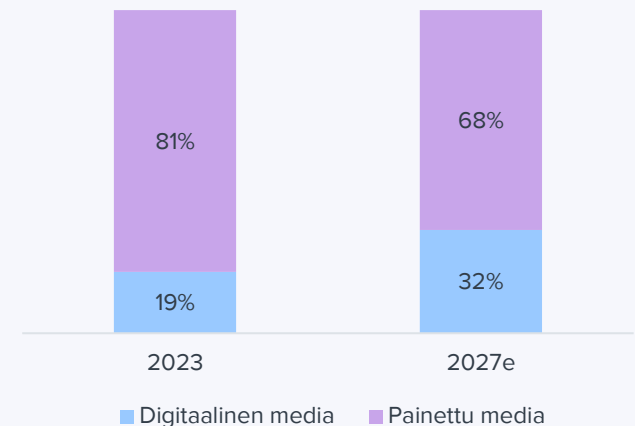
liikevaihdon nousevan 3 % vuonna 2025, mutta 2026 puolestaan laskevan 4 %. Taustalla luonnollisesti vaikuttaa painetun median taantumisen trendi, mutta kertaluontoisuutta vuodelle 2025 luo Suomen tuplavaalit sekä viimeiset Rebl Groupin medialiiketoiminnan epäorgaaniset rippeet. Odotamme digisiirtymän vahvistuvan, mutta digitaalisen median kasvu on edelleen liian pieni kompensoidakseen painetun median negatiivista vaikutusta. Kannattavuuskehityksen osalta odotamme segmentin tehokkuuden hieman paranevan mm. digitaalisen median kasvun, tehokkuuspanostusten ja vaalien kertatuottojen turvin. Ennustamme segmentin oik. liikevoitto-%:n asettuvan 9,3 %:iin (vaalit) vuonna 2025 ja tämän jälkeen normalisoituvan 8 %:iin 2026.

Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden osalta odotamme liiketoimintojen välisen vaihtelun olevan suurta. Ennustamme jakeluliiketoiminnan liikevaihdon saavan myötätuulta noin 11 MEUR:n (2025) ja 3 MEUR:n (2026) edestä Postin vetäytyttyä osoitteettoman suoramainonnan jakelukentästä. Tämän lisäksi odotamme yhtiön korottavan ulkoisten asiakkaidensa hintoja kilpailutilanteen helpottamisen myötä. Sen sijaan odotamme painoliiketoiminnan jatkavan noin 5-10 %:n laskussa vuosien 2025-26 ajan markkinan rakenteellisen supistumisen lopputulemana. Koko segmentin osalta ennustamme 15 %:n (2025) ja 1 %:n nousua (2026). Segmentin kannattavuuskehitystä näkemyksemme mukaan oleellisesti tukee jakeluliiketoiminnan kautta saatava uusi liikevaihto sekä hinnankorotukset. Siten ennustamme 2025-26e liikevoiton kohoavan noin 2 MEUR:oon, vastaten 2,5-3 % liikevaihdosta.

Oik. EPS:n kehitys



Uutismedian digiaste



Lähde: Keski-suomalainen, Inderes

Ennusteet (4/5)

Kohdistamattomien erien odotamme kehittyvän suotuisasti ja sen liikevaihdon kasvavan 10 % ja 9 % vuosina 2025 ja 26. Tätä suurimmassa osin ajaa digitaalisen ulkomainonnan voimakas kasvu, mutta odotamme myös asiantuntijapalveluiden hyötyvän talousympäristön kohenemisestä. Tämän uskomme näkyvän segmentin kannattavuudessa (2025-26e käyttökatte-% 7,6 % ja 9,6 %), mutta suuret poistot pitävät sen liikevoitolla (2025-26e -3,7 ja -2,5 MEUR) mitattuna negatiivisena.

Pitkän aikavälin ennusteet

Isossa kuvassa ennustamme konsernin painetun median taantuvan noin 5-10 %:n tahtia, kun taas odotamme digitaalisen liikevaihdon tuovan noin 5-10 %:n vuosittaisen lisäyksen.

Kustannustoiminnassa tämä kääntyy pitkällä aikavälillä 2-3 %:n liikevaihdon laskuun. Segmentin kannattavuuden odotamme säilyvän 7-8 %:n tienoilla, jonka oleellinen nousu vaatisi digitaalisen median voimakkaampaa kasvua (digiaste >50 %).

Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden odotamme laskevan noin 3-5 %:n tahtia pitkällä aikavälillä. Tätä mielestämme ajaa painetun median laskeva kulutus. Jakelupalveluiden uskomme kääntyvän parin hyvän vuoden jälkeen takaisin trendinomaiseen 0-5 %:n laskuun, taantuvan painetun median kysynnän vähentäessä jakelun tarvetta. Tämän taustalla on myös oletama, ettei Postin vetäytymisen myötä saavuteta enempää lisäliikevaihtoa. Näkemyksemme mukaan segmentin kannattavuuskehitys jatkuu laskujohteisena laskevan liikevaihdon ajamana, liikevoiton pysyen kuitenkin positiivisena.

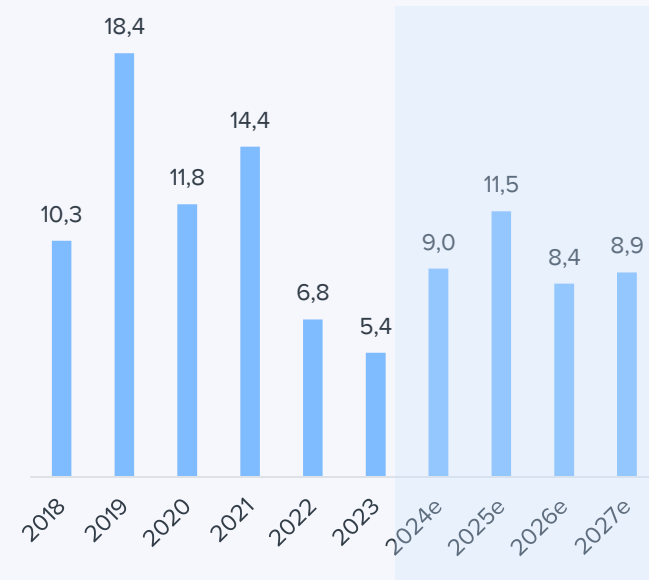
Muissa liiketoiminnoissa odotamme digitaalisten ulkonäyttöjen jatkavan kaksinumeroisen kasvun urallaan, kun taas asiantuntijapalveluiden osalta odotamme melko vakaata tai hieman positiivista liikevaihdon kehitystä. Odotamme segmentin kääntyvän liikevoiton osalta positiiviseksi vasta 2030 tienoilla ja jatkavan tästä suhteellisen kannattavuuden parantamista skaalautuvan digitaalisen ulkomainonnan ja tehostettavien asiantuntijapalveluiden voimin. Tällä hetkellä positiivisen käyttökatteen valumista liikevoittoriville asti estää segmentin korkea poistotaso.

Kokonaisuutena odotamme konsernin liikevaihdon pysyvän melko vakaana 2027-2030, kunnes digitaalinen media ja ulkomainonta ovat kasvaneet siihen kokoluokkaan, että niiden positiivinen kehitys yliajaa painetun median ja Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden negatiivisen trendin. Oletamme samaan aikaan, että painetun median kysynnän lasku hidastuu ja lopulta pysähtyy 2033. Vuodesta 2027 eteenpäin ennustamme keskimäärin 4,5 %:n liikevoittomarginaalia.

Rahavirta paranee tuloksen ohella

Ennustamme Keskisuomalaisen vapaan rahavirran nousevan paranevan tuloksen ajamana. Uskomme yhtiön liiketoiminnan tuottavan keskimäärin 17 MEUR operatiivista rahavirtaa, mikä vastaa noin 8 % liikevaihdosta. Ennustamme yhtiön investoivan liiketoimintansa perustarpeisiin noin 10 MEUR vuodessa (sis. IFRS 16 –erät ~4 MEUR). Näin ollen ennustamamme vapaa rahavirta asettuu keskimäärin 8 MEUR:n tasolle vuosina 2024-33.

Vapaa rahavirta (MEUR)



Ennusteet (5/5)

Tämä yhdessä tulosparannuksen kanssa oikaisee yhtiön tällä hetkellä venytettyä velka-asemaa. Ennustamme yhtiön velkaisuuden nousevan hetkellisestä matalan tulostason tähden, mutta nettovelan korjaantuvan jo 2025 päätteeksi 1,5x käyttökatteen tasolle. Tämä mielestämme jättää yhtiölle jonkin verran pelivaraa toteuttaa yritysostoja, mutta suurempien järjestelyiden toteuttaminen vaatisi muita kuin velkaehtoisia ratkaisuja. Kuvitteellisesti yhtiö voisi nostaa melko turvallisesti velkamääräänsä muutaman vuoden jänteellä noin käyttökatteensa verran, eli noin 20 MEUR:n edestä. Olettamalla 0,5x EV/Liikevaihto-kertoimella toteutettua kauppaa, saisi yhtiö tällä uutta liikevaihtoa 40 MEUR euroa.

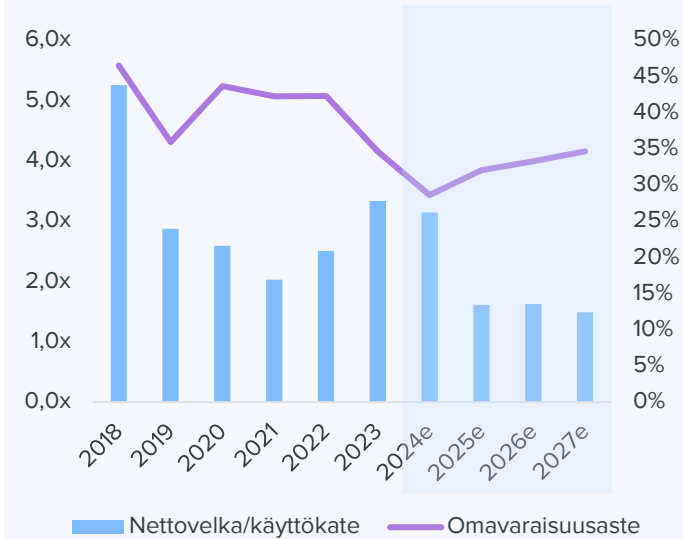
Keskisuomalainen pyrkii profiloitumaan osinkoyhtiöksi

Yhtiö on historiassa jakanut reippaan osuuden tuloksestaan osinkoina osuudenomistajille. Tämä heijasteleekin yhtiön tavoitetta olla sijoittajan näkökulmasta houkutteleva osinkoyhtiö. Näkökulmastamme koholla oleva velkaisuus asettaa rajoitteita osingonjaolle lyhyellä tähtäimellä, jonka johdosta odotamme yhtiön jakavan vertailukauden mukaisen 0,55 euron osakekohtaisen osingon. Tästä eteenpäin odotamme osingon kasvavan paranevan rahavirran mukaisesti ja ennustamme vuoden 2025 ja 2026 osakekohtaisen osingon olevan 0,65 ja 0,7 euroa. Pidemmällä tähtäimellä odotamme osingonjakosuhteen tasoittuvan noin 75 %:n tasolle.

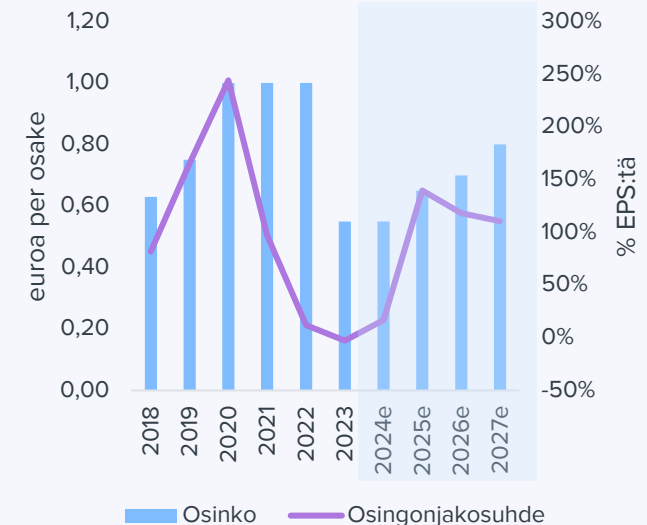
Keskeiset ennusteriskit

Mielestämme oleellimmat Keskisuomalaisen pitkän aikavälin ennustamiseen liittyvät riskit painottuvat painetun median supistumisen kasvuvauhtiin ja sen mahdollisen vakiintumisen ajankohtaan. Lisäksi lyhyen tähtäimen kehityksen hahmottamista hankaloittaa jakeluliiketoiminnan kilpailuympäristön oleellinen muuttuminen. Ennustamme painetun median supistuvan vuoteen 2030 asti ja vakiintuvan sen jälkeen sille tasolle (0 %:n kasvu). Tämän lisäksi mikäli konserni ei saa korjattua laskevaa tulostrendiään takaisin nousuun voi yhtiön rahoitusasema vahingoittua, mikä saattaisi johtaa velan hinnan nousuun.

Velkaisuus



Osingot



Lähde: Keskisuomalainen, Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	221	109	99,5	209	103	99,3	202	218	217	214
Kustannustoiminta	170	82,9	78,4	161	81,6	82,5	164	169	162	157
Tuotanto- ja logistiikkapalvelut	79,6	38,9	32,1	71,0	30,6	26,4	57,0	65,5	66,2	63,6
Kohdistamattomat	33,6	18,9	17,9	36,8	18,7	18,4	37,1	40,9	44,5	48,1
Eliminoinnit	-62,6	-31,7	-28,9	-60,6	-28,3	-28,0	-56,3	-57,0	-56,0	-55,0
Käyttökate	28,5	6,7	4,4	11,1	6,8	5,8	12,6	21,1	19,9	20,8
Poistot ja arvonalennukset	-18,5	-6,4	-18,5	-24,9	-12,9	-6,7	-19,6	-8,6	-8,7	-8,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,7	1,0	-1,8	-0,9	1,7	-0,9	0,8	12,4	11,2	12,0
Liikevoitto	10,0	0,4	-14,1	-13,8	-6,1	-0,9	-7,0	12,4	11,2	12,0
Kustannustoiminta	6,6	5,1	-2,9	2,2	-2,1	3,6	1,5	15,7	12,9	12,7
Tuotanto- ja logistiikkapalvelut	10,1	-1,4	-7,9	-9,3	-0,2	-1,9	-2,1	1,6	2,0	1,9
Kohdistamattomat	-5,7	-3,0	-2,4	-5,4	-3,2	-1,9	-5,1	-3,7	-2,5	-1,3
Eliminoinnit	-1,0	-0,4	-0,9	-1,3	-0,6	-0,7	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	2,0	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	11,8	0,7	-14,1	-13,5	-6,0	-0,8	-6,8	12,6	11,5	12,3
Verot	-4,4	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	-2,6	-2,4	-2,6
Vähemmistöosuudet	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	7,5	0,8	-13,8	-13,1	-6,1	-0,7	-6,8	10,0	9,1	9,7
Nettotulos	7,5	0,8	-13,8	-13,1	-6,1	-0,7	-6,8	10,0	9,1	9,7
EPS (oikaistu)	0,12	0,13	-0,15	-0,01	0,16	-0,06	0,09	0,91	0,83	0,88
EPS (raportoitu)	0,75	0,07	-1,37	-1,30	-0,56	-0,06	-0,62	0,91	0,83	0,88
Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	4,3 %	-3,1%	-8,2 %	-5,6 %	-5,9 %	-0,2 %	-3,2 %	8,1%	-0,6 %	-1,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-70,5 %	-93,9%	-85,0 %	-123,0%	78,9 %	-47,4 %	-188,7 %	1548,6%	-9,7 %	7,2 %
Käyttökate-%	12,9 %	6,1%	4,4 %	5,3 %	6,6 %	5,8 %	6,2 %	9,7%	9,2 %	9,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,7 %	0,9 %	-1,8 %	-0,4 %	1,7 %	-1,0 %	0,4 %	5,7%	5,2 %	5,6 %
Nettotulos-%	3,4 %	0,7 %	-13,9 %	-6,3 %	-5,9 %	-0,7 %	-3,4 %	4,6%	4,2 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	144	126	115	115	116
Liikearvo	66,7	54,7	47,2	47,2	47,2
Aineettomat hyödykkeet	13,2	12,4	12,5	12,6	12,7
Käyttöomaisuus	35,3	31,6	28,4	28,7	28,9
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	4,4	4,0	4,0	4,0	4,0
Muut sijoitukset	22,1	20,1	20,1	20,1	20,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Vaihtuvat vastaavat	51,8	40,9	44,1	38,9	38,6
Vaihto-omaisuus	2,3	1,8	1,7	1,9	1,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	24,6	16,6	16,1	17,4	17,3
Likvidit varat	24,9	16,2	26,2	19,6	19,5
Taseen loppusumma	196	166	159	154	154

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	82,8	57,7	45,5	49,4	51,3
Osakepääoma	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Kertyneet voittovarat	75,3	52,2	39,9	43,8	45,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	5,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Pitkäaikaiset velat	56,0	48,4	44,0	40,5	39,9
Laskennalliset verovelat	2,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	51,1	44,5	40,2	36,6	36,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,2	1,8	1,8	1,8	1,8
Lyhytaikaiset velat	57,0	54,1	69,5	64,3	63,0
Korolliset velat	8,9	8,7	25,6	16,9	15,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	45,5	45,4	43,9	47,4	47,2
Muut lyhytaikaiset velat	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	196	160	159	154	154

Arvonmääritys (1/5)

Arvonmääritysmalli

Lähestymme yhtiön arvonmääritystä useasta eri näkökulmasta. Perinteisten tuloskertoimien lisäksi tarkastelemme Keskisuomalaisen arvostusta kassavirtaperusteisen mallin ja tasepohjaisen P/B-luvun avulla. Lisäksi arvioimme yhtiön arvostusta kolmen eri kehitysskenaarioiden pohjalta. Lopuksi havainnollistamme arvostusta vertaamalla yhtiötä kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään.

Keskisuomalaisen tase sisältää osakesijoituksia noin 20 MEUR:n edestä, joka vastaa yhtiön kokonaismarkkina-arvosta lähes neljänneksen. Salkku tuottaa vuosittain noin 1-2 MEUR osinkotuottoina, ja pitkällä tähtäimellä puolet salkun arvosta vastaava Alma Media –sijoitus on ollut arvoa luova sijoitus Keskisuomalaiselle. Näin ollen näemme osakesalkun olevan yksi oleellinen Keskisuomalaisen arvoon vaikuttava komponentti, vaikkei finanssisijoituksia voida laskea yhtiön ydinliiketoiminnaksi.

Arvostusta tarkastellessa on hyvä huomioida ettei kaikki metodit ota salkkua huomioon. P/E-kerroin osaltaan huomioi arvopaperisalkun osinkotuottojen kautta ja vastaavasti P/B-kerroin huomioi salkun sen tasearvolla. Esimerkiksi EV/EBIT(DA)-kertoimien indikoimassa arvossa on kuitenkin otettava vuotuista osinkoa tuottava arvopaperisalkku erikseen huomioon. Salkun arvo ei myöskään näy lainkaan DCF-mallinnuksessamme, sillä emme pidä sitä rahavarojen vertaisena omaisuuseränä. Tästä syystä yhtiön arvoa tulisi arvioida paitsi DCF-mallin perusteella, myös huomioiden salkun

osakekohtainen arvo.

Arvostusta painaa matala pääoman tuotto

Mielestämme Keskisuomalaisen hyväksyttävää arvostuskertoimia painaa pääoman tuottovaateen alapuolella ollut ja ennusteidemme mukaan tuottovaateen tasolla tai hieman sen yläpuolella pysyvä pääoman tuotto. Toisin sanoen yhtiön kasvu ei tuhoa, mutta ei myöskään luo (tai luo hieman) arvoa. Myös painetun median kysynnän lasku rajoittaa yhtiön kasvupotentiaalia, jolloin myös pitkän tähtäimen tuloskasvunäkymät ovat rajoitetut. Arvostusta puolestaan tukee vahva markkina-asema paikallismedioissa sekä digitaalisen median ja ulkomainonnan tuoma kasvupotentiaali. Tämän perusteella, Keskisuomalaista tulisi mielestämme hinnoitella keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä matalammilla kertoimilla.

Kerroin pohjainen arvostus

Keskisuomalaisen tulos pohjaisia kertoimia tarkastellessa on mielestämme hyvä huomioida hetkellisesti matala vuoden 2024 tulostaso, mikä nostaa arvostuskertoimet turhan korkeiksi. Tästä syystä on mielestämme perusteltua tarkastella vuoden 2025 ja sitä pidemmälle ulottuvia kertoimia.

Käypää EV/Liikevaihto-kerrointa voi mielestämme suhteuttaa yhtiön kannattavuuspotentiaaliin (4-5 %) sekä asettamaamme tuottovaatimukseen (10 %). Tämä indikoisi käyvän liikevaihtokertoimen sijaitsevan 0,5x tuntumassa, jolla yhtiön osakekannan arvoksi muodostuisi vuoden 2025-26 myynnillä noin 75 MEUR (7,9 euroa per osake).

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,92	7,92	7,92
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	87	87	87
Yritysarvo (EV)	126	120	119
P/E (oik.)	85,0	8,7	9,6
P/E	neg.	8,7	9,6
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	10,0	5,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	>100	9,7	10,6
Osinko/tulos (%)	neg.	71,6 %	84,7 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	8,2 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Keskisuomalaisen arvostuksen ajurit



Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vahva markkina-asema paikallisessa uutismediassa
- Digitaalisen ulkomainonnan ja median kasvu- ja kannattavuuspotentiaali



Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Historiallinen tuottovaateen alapuolella ja ennustettuna sen tasolla oleva pääoman tuotto
- Painetun median kysynnän rakenteellinen supistuminen rajoittaa konsernin kasvua sekä kannattavuutta

Arvonmääritys (2/5)

Myös käyttökateen näkökulmasta (2025-26e ~6x) osakkeen hinnoittelu vaikuttaa silmäämme melko neutraalilta, kun sitä suhteuttaa yhtiön kasvu- ja pääoman tuottonäkymään. Ennustamme käyttökateen kehittyvän melko tasaisesti tai laskevan vuodesta 2025 eteenpäin.

Niin ikään tuloslaskelman alemmilla riveillä huomioitavat EV/EBIT- (2025-26e 10-11x) ja P/E-kertoimet (2025-26e 9-10x) viestivät osakkeen olevan käyvästi hinnoiteltu, emmekä näe kertoimissa oleellista nousuvaraa pohtien yhtiön pitkän tähtäimen kasvupotentiaalia.

Yllä mainittujen kertoimien ja niiden indikoimien käypien arvojen lisäksi on mielestämme syytä huomioida yhtiön arvopaperisalkku, joka on noin 20 MEUR:n (tai 1,9 euroa per osake) suuruinen. Nämä yhdistettynä yhtiön käypä arvo olisi reilu 90 MEUR eli 8-9 euroa per osake. Tämä on melko linjassa osakkeen nykyarvostuksen kanssa tai hieman sen yläpuolella, mikä viestii osakkeen arvostuksen olevan isossa kuvassa neutraali.

Vaikka tasearvo ei olekaan pääomakeyvyyden medialiiketoiminnan kannalta keskeisin indikaattori, tarjoaa se kuitenkin jonkinlaisen viitekehysten yhtiön arvostukselle. Yhtiötä hinnoitellaan 2025 ennusteellamme noin 1,7x P/B-kertoimella, jonka näemme suhteessa yhtiön oman pääoman tuotto-kykyyn (ROE-%) melko käypänä tasona. Näemme Keskisuomalaisen normalisoidun ROE-%:n olevan noin 11-13 %, mikä perustelisi hinnoittelua hieman yhtiön tasearvon yläpuolella (P/B ~1,5). Myös tämän perusteella pörssi hinnoittelee osaketta mielestämme oikeilla tasoilla.

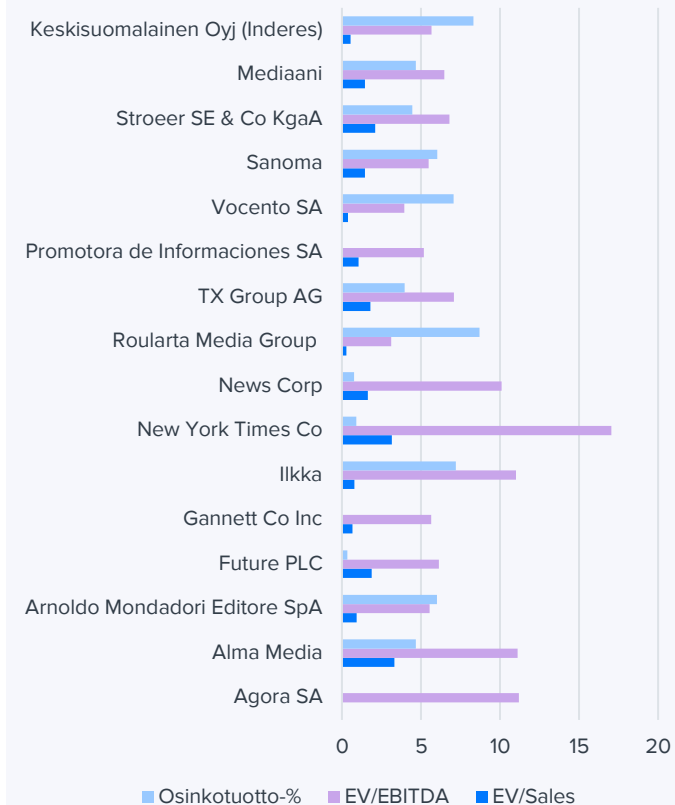
Suhteellinen arvostus

Keskisuomalaiselle määrittämämme verrokkiryhmä koostuu kansainvälisistä media-yhtiöistä, joiden painoalueet vaihtelevat sanoma- ja aikakauslehdistä televisiomediaan. Näin ollen verrokkit eivät ole täysin rinnastettavissa Keskisuomalaiseen. Ryhmä sisältää myös USA:n pörssissä noteerattavia osakkeita, joiden arvostustasot ovat mielestämme perustellusti (korkeampi pääoman tuotto) Helsingin pörssiä korkeammat. Vaikka verrokkiryhmä ei ole täysin optimaalisin, sen tarkastelu tarjoaa kuitenkin hyödyllisen viitekehysten Keskisuomalaisen osakkeen arvostuksen arviointiin.

Tuloskertoimien perusteella Keskisuomalaista hinnoitellaan maltillisella alennuksella (10-20 %) suhteessa vertaisiinsa, mikä on mielestämme perusteltua verrokeita matalamman pääoman tuoton myötä. Liikevaihtopohjaisesti Keskisuomalaista hinnoitellaan selvällä alennuksella (-50 %) suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin, johtuen niin ikään verrokkiryhmän paremmasta kannattavuusprofiilista sekä osin kasvunäkymistä.

Historian perusteella, ja arviomme mukaan myös tulevaisuudessa, verrokkiryhmä koostuu suurimmilta osin arvoa luovista yhtiöistä (pääoman tuotto > pääoman kustannus), mikä heijastuu myös ryhmän hinnoittelukertoimissa. Ennusteidemme mukaan Keskisuomalaisen pääoman tuotto jää sen kustannuksen tasolle, minkä tulisi myös heijastua yhtiön hinnoittelukertoimiin. Siten pidämme Keskisuomalaisen alennushinnoittelua perustelluna.

Verrokkiryhmän arvostus



Lähde: Refinitiv, Inderes

Arvonmääritys (3/5)

DCF-malli

Tarkastelemme yhtiön arvostusta myös diskontatun kassavirtamallin avulla, josta olemme muodostaneet ennusteidemme mukaisen perusskenaarion lisäksi optimistisen sekä pessimistisen skenaarion. Käytämme kaikissa skenaarioissa 9,7 %:n oman pääoman kustannusta (CoE-%) ja pääoman keskimääräisen kustannuksen olevan 8,5 %. Muita oletettavia ja osakekannan arvon riippuvuutta WACC:n suuruudesta olemme havainnollistaneet arvonmäärityskappaleen lopussa sivulla 40. Huomautamme, että DCF-mallimme ei itsessään huomioi Keski-suomalaisen arvopaperisalkkua (20 MEUR, 1,9 euroa per osake), jonka takia se on lisättävä jälkikäteen osakekannan arvon päälle.

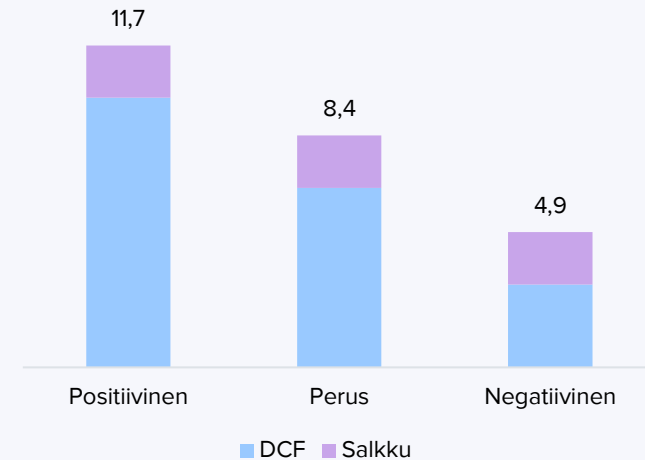
Peruskenaarion mukainen osakekohtainen DCF-mallin indikoima yritysarvo (EV) on 108 MEUR. Tästä nettovelat vähennettynä yhtiön osakekannan arvo laskee 71 MEUR:oon, joka tarkoittaa noin 6,5 euron osakekohtaista arvoa. DCF-arvoa on kuitenkin syytä tarkastella osakesalkku huomioiden, jolloin niiden yhdistelmänä osakkeen käypä arvoa kohoaa 8,4 euroon, joka on noin 7 % nykykurssin yläpuolella, mikä sekä viestii, että osaketta hinnoitellaan suhteellisen neutraalisti sen käypään arvoon nähden.

Optimistisessa skenaariossa oletamme yhtiön kasvun ja kannattavuuden kehittyvän odotettua suotuisammin. Tärkeimmiksi ajureiksi näemme uutismedian digiasteen nopeamman kehityksen sekä digitaalisen ulkomainonnan odotettua

ripeämmän kasvun. Lisäksi odotamme jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutoksen tuovan uutta liikevaihtoa aiempia odotuksiamme enemmän. Tämä myös sallii vapaamman hinnoittelun, jolloin segmentin kannattavuus nousee huomattavasti. Optimistisen skenaarion mukainen DCF-mallin indikoima yritysarvo (EV) on 144 MEUR. Tästä nettovelat vähennettynä laskee yhtiön osakekannan arvo noin 107 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 9,8 euron osakekohtaista arvoa. Arvopaperisalkku huomioituna kohoaa osakkeen käypä arvo 11,7 euroon, joka on jopa 50 % korkeampi taso nykykurssiin nähden. Tämä mielestämme viestii siitä, että osakkeessa olisi selvää nousupotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu lunastamaan edellä mainitut odotukset.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme yhtiön kehityksen takkuavan läpi segmenttien. Median digiasteen kehittyminen on hidasta, mikä painaa segmentin kasvua sekä kannattavuutta. Jakeluliiketoiminnan erikoistilanteen tuoma hyöty jää vähäiseksi ja segmentin kannattavuus jää nollan alapuolelle. Digitaalisen ulkomainonnan kasvu jää odotuksista eikä se siten piristä segmentin kannattavuutta kohti positiivisia lukemia. Pessimistisen skenaarion mukainen DCF-mallin indikoima yritysarvo (EV) on 70 MEUR. Tästä nettovelat vähennettynä laskee yhtiön osakekannan arvo 33 MEUR:oon, mikä tarkoittaa noin 3 euron osakekohtaista arvoa. Osakesalkku huomioituna kohoaa käypä arvo 4,9 euroon, joka on noin 40 % nykykurssin alapuolella, mikä viestii, että huonossa skenaariossa osakkeessa olisi vielä reilusti laskuvaraa.

DCF + osakesalkun muodostama käypä arvo



Arvonmääritys (4/5)

Sijoittajan on tärkeä huomioida, että positiivinen ja negatiivinen skenaario odottavat luottelemiemme asioiden toteutumista ääriarajoilla, eli toisin sanoen positiivisessa skenaariossa kaikki osuu lankulle ja negatiivisessa päinvastoin. Edellisen sivun marginaalissa esittelemämme osakekannan arvojen haarukka antaa kuitenkin hyvän viitekehysten sille, missä osakkeen arvon tulisi liikkua.

Osinkotuotto kohtuullisen hyvällä tasolla

Ennusteidemme perusteella yhtiön jakamien osinkojen keskimääräinen tuotto on seuraavien kolmen vuoden aikana noin 8 %. Hyvää osinkotuottoa mielestämme selittää yhtiön halu jakaa reipas osa tuloksestaan osuudenomistajille osinkoina. Vuoden 2024 osinkotuoton ennustamme olevan noin 7 %:n tuntumassa. Paranevan rahavirran myötä uskomme myös osingon kasvavan suhteellisesti, ja ennustamme osinkotuoton olevan vuonna 2025e 8,3 % ja jopa 2026e 9,0 %.

Osakkeen käypä arvo

Määritämme Keski-suomalaisen osakkeen käyvän arvon haarukaksi 6,8-9,9 euroa. Tämän painotettu keskikohta on 8,4 euroa, joka on myös tavoitehintamme. Käypä arvo perustuu EV/Liikevaihto- (painoarvo 40 %) ja EV/EBIT-kertoimien (painoarvo 40 %) sekä DCF-skenaariomallin (painoarvo 20 %) tuottamiin arvoihin. Kerroin pohjaisesti johdetut arvot perustuvat vuoden 2025 ennusteisiimme, jotka huomioivat mm. uutismedian tulosparannuksen

sekä jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutoksen.

Olemme soveltaneet liikevaihtopohjaisessa arvonmäärityksessä 0,4x ja 0,5x hinnoittelukertoimia, jotka heijastelevat mielestämme yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia varsin hyvin. Tulos pohjaisesti olemme sallineet ylälaidaksi 10x EV/EBIT-kertoimen, kun taas alalaidan kohdalla määritimme hinnoittelukertoimeksi 8x. Tämä mielestämme heijastelee yhtä lailla yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia. Verrokkien tasoisten kertoimien salliminen mielestämme vaatii yhtiöltä lisää näyttöjä sen kannattavuuskäänteen onnistumisesta.

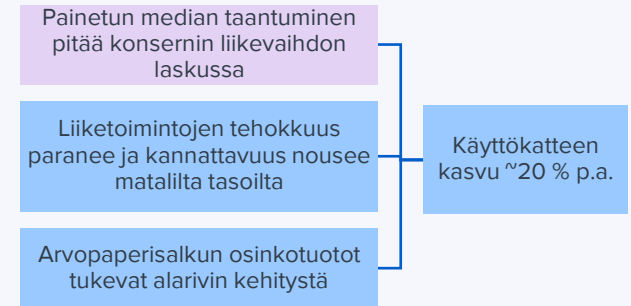
Tuotto-odotuksen yhteenveto

Arvioimme yhtiön käyttökattteen kasvavan keskipitkällä tähtäimellä noin 20 %:n vauhtia, missä pääajureina toimii Tuotanto- ja logistiikkapalveluiden oleellinen liikevaihdon kasvu ja operaatioiden tehostuminen, Kustannustoiminnan pieni tulosparannus sekä Muiden liiketoimintojen tuloskasvu. Nykykursilla arvioimme yhtiön osinkotuoton olevan keskimäärin 8 %. Tuotto-odotusta kuitenkin rajoittaa mielestämme koholla oleva toteutuneella tuloksella mitattu arvostustaso. Siten osakkeen tuotto-odotus jää tuottovaateen alapuolelle, eikä osake mielestämme tarjoa sijoittajalle riittävän suurta kompensatiota markkinatrendeihin sekä korkean velkaisuuteen ja tuloskasvun realisoinnin liittyville riskeille.

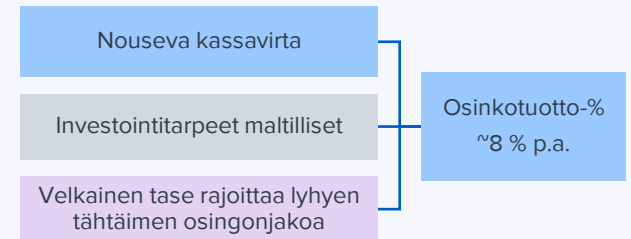
Osaketuoton ajurit (2023-26e)

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

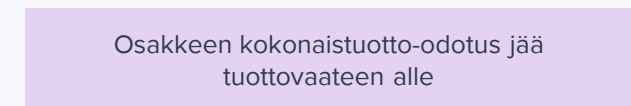
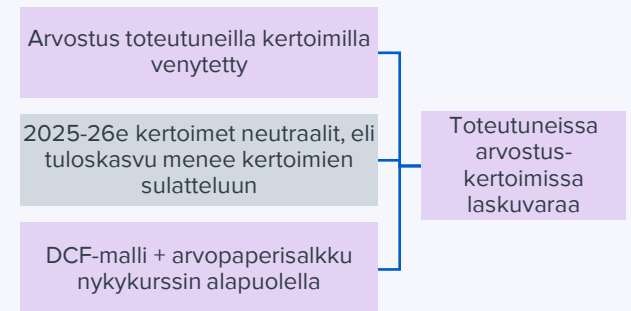
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit

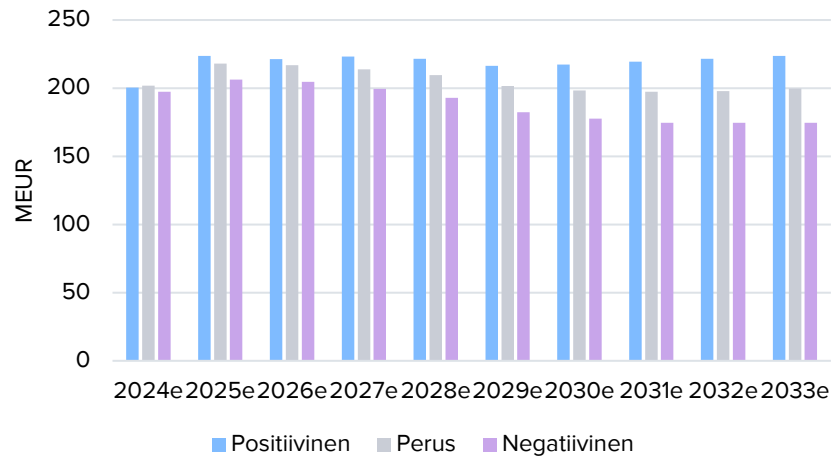


Arvostuskertoimien ajurit

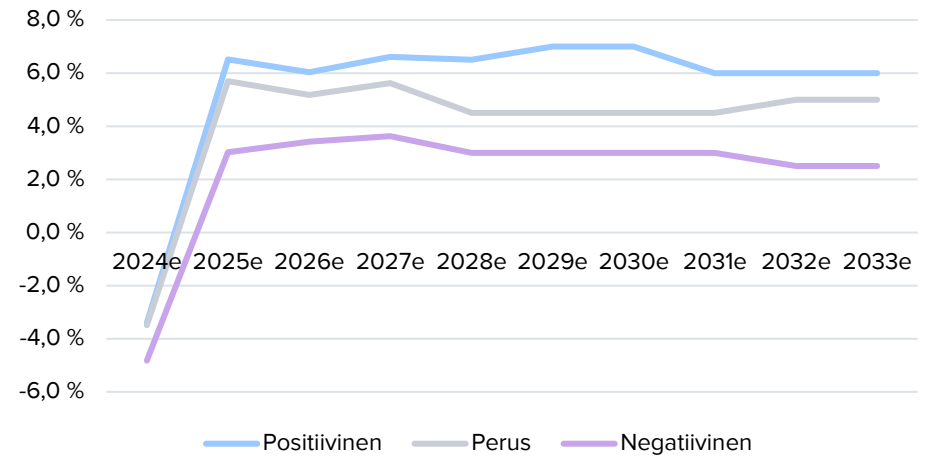


Arvonmääritys – DCF-skenaariot ja käypä arvo (5/5)

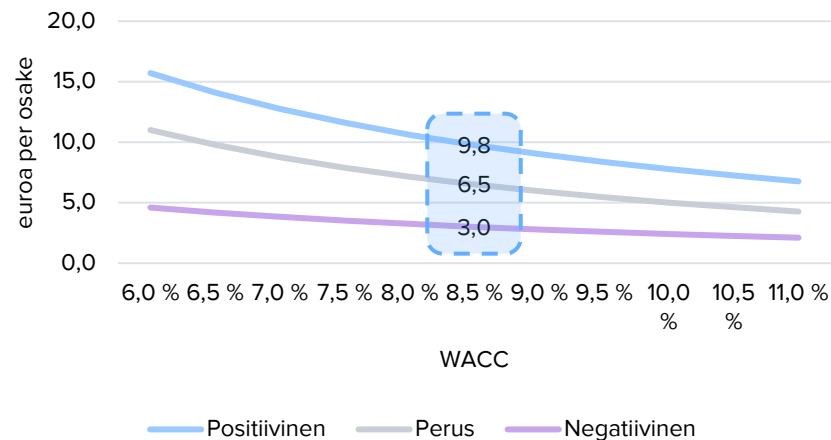
DCF-skenaariot: Liikevaihto



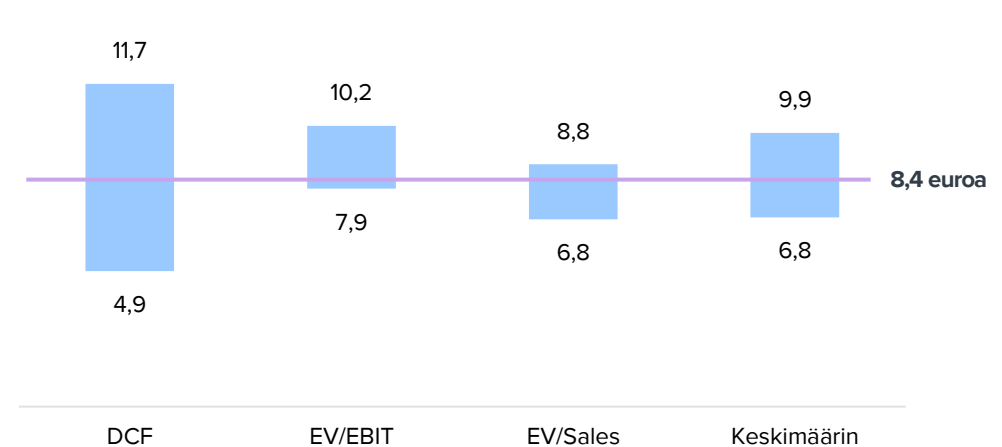
DCF-skenaario: Liikevoitto-%



DCF-arvon herkkyys WACC:n muutoksille



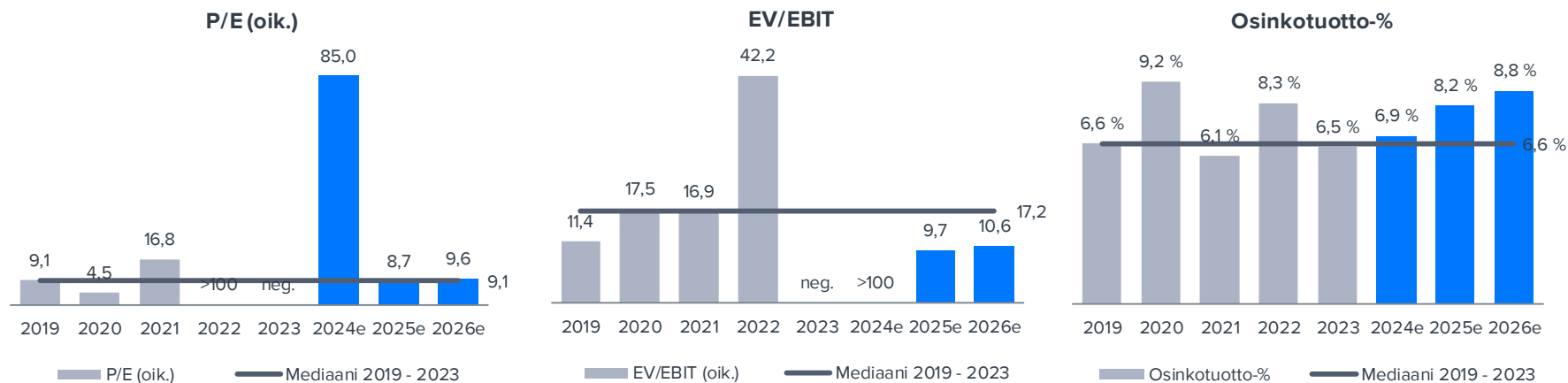
Osakkeen käypä arvo



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,3	10,9	16,4	12,1	8,46	7,92	7,92	7,92	7,92
Osakemäärä, milj. kpl	10,7	10,1	10,0	10,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	121	110	164	121	85	87	87	87	87
Yritysarvo (EV)	162	159	212	156	122	126	120	119	118
P/E (oik.)	9,1	4,5	16,8	>100	neg.	85,0	8,7	9,6	9,0
P/E	9,1	5,4	23,9	16,1	neg.	neg.	8,7	9,6	9,0
P/B	1,6	1,2	1,8	1,5	1,5	1,9	1,8	1,7	1,6
P/S	0,5	0,5	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6
EV/EBITDA	11,4	8,4	9,1	5,5	11,0	10,0	5,7	6,0	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,4	17,5	16,9	42,2	neg.	>100	9,7	10,6	9,8
Osinko/tulos (%)	60,4 %	49,4 %	146,0 %	133,9 %	neg.	neg.	71,6 %	84,7 %	90,4 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	9,2 %	6,1 %	8,3 %	6,5 %	6,9 %	8,2 %	8,8 %	10,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Agora SA	193		3,3	6,6	3,7	8,7							0,4
Alma Media	919	1088	15,0	13,8	12,2	11,3	3,5	3,4	16,8	15,4	4,2	4,6	3,9
Arnoldo Mondadori Editore SpA	644	899	8,8	8,6	5,8	5,6	1,0	0,9	9,5	9,1	5,3	6,1	2,0
Future PLC	1339	1743	6,6	6,5	6,1	5,9	1,9	1,8	8,3	7,6	0,3	0,4	2,0
Gannett Co Inc	722	1542	52,6	15,6	6,1	5,7	0,7	0,7					
Ilkka	80	44			14,8	11,1	0,8	0,8	16,1	13,9	6,5	7,2	0,5
New York Times Co	8074	7706	25,3	19,8	19,0	17,0	3,3	3,1	29,3	26,8	0,9	0,9	4,7
News Corp	13690	15371	21,2	17,9	11,2	10,1	1,7	1,7	38,8	31,4	0,8	0,8	1,8
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	407	592	5,9		4,1		0,7		7,1		7,7		0,9
Roularta Media Group	157	99	8,9	8,1	3,2	3,0	0,3	0,3	15,1	14,1	8,9	8,9	0,6
TX Group AG													
Promotora de Informaciones SA	355	1061	9,0	7,6	5,7	5,1	1,1	1,1	32,7	8,2			
Vocento SA	88	137	913,2	14,2	5,7	3,9	0,4	0,4	11,8	70,6	7,1	7,1	0,4
Sanoma	1107	1989	14,1	12,2	6,1	5,6	1,5	1,5	15,7	12,1	5,5	5,9	1,5
Stroeer SE & Co KgaA	3267	4974	15,7	13,1	7,9	7,1	2,4	2,2	18,4	14,5	3,7	4,3	6,3
Keskisuomalainen Oyj (Inderes)	87	126	167,3	9,7	10,0	5,7	0,6	0,6	85,0	8,7	6,9	8,2	1,9
Keskiarvo			84,6	12,0	8,0	7,7	1,5	1,5	18,3	20,3	4,6	4,6	2,1
Mediaani			14,1	12,7	6,1	5,9	1,1	1,3	15,9	14,1	5,3	5,2	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			1086 %	-24 %	66 %	-3 %	-43 %	-56 %	434 %	-38 %	32 %	57 %	14 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

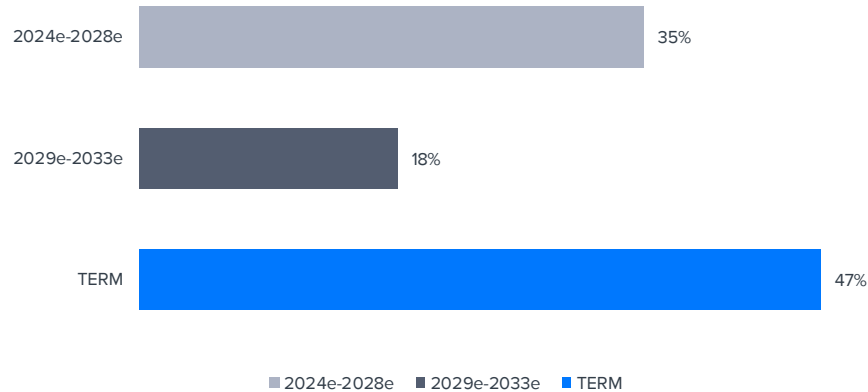
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-5,6 %	-3,2 %	8,1 %	-0,6 %	-1,4 %	-2,0 %	-3,8 %	-1,5 %	-0,6 %	0,3 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	-6,6 %	-3,5 %	5,7 %	5,2 %	5,6 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	-13,8	-7,0	12,4	11,2	12,0	9,4	9,1	8,9	8,9	9,9	10,0	
+ Kokonaispoistot	24,9	19,6	8,6	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	
- Maksetut verot	-0,3	0,1	-2,6	-2,4	-2,6	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-2,2	-2,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
+ 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	-0,5	5,4	2,1	-0,2	-0,4	-0,6	-1,0	-0,4	-0,1	0,1	0,3	
Operatiivinen kassavirta	10,4	18,0	20,5	17,4	17,9	15,7	15,0	15,5	15,8	16,8	17,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,8	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,1	9,0	11,5	8,4	8,9	6,7	6,0	6,5	6,8	7,8	8,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	9,0	11,5	8,4	8,9	6,7	6,0	6,5	6,8	7,8	8,1	109
Diskontattu vapaa kassavirta		8,9	10,4	7,0	6,8	4,7	3,9	3,9	3,7	4,0	3,8	51,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		108	99,3	88,9	81,9	75,1	70,4	66,5	62,6	58,9	54,9	51,1
Velaton arvo DCF		108										
- Korolliset velat		-53,2										
+ Rahavarat		16,2										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		71,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

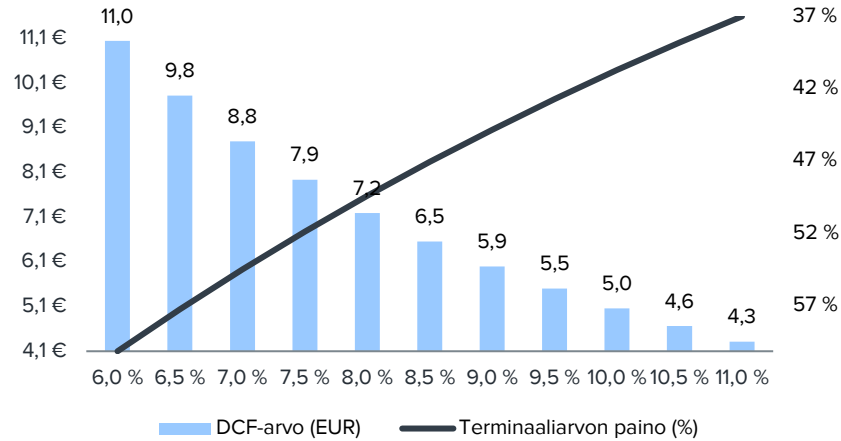
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

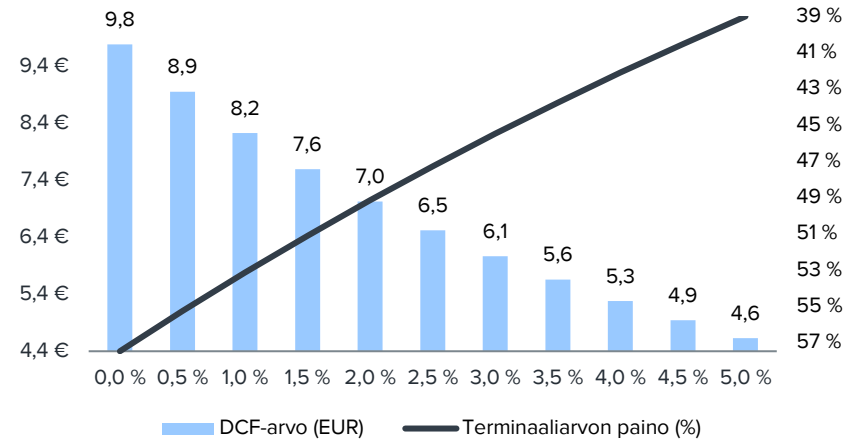


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

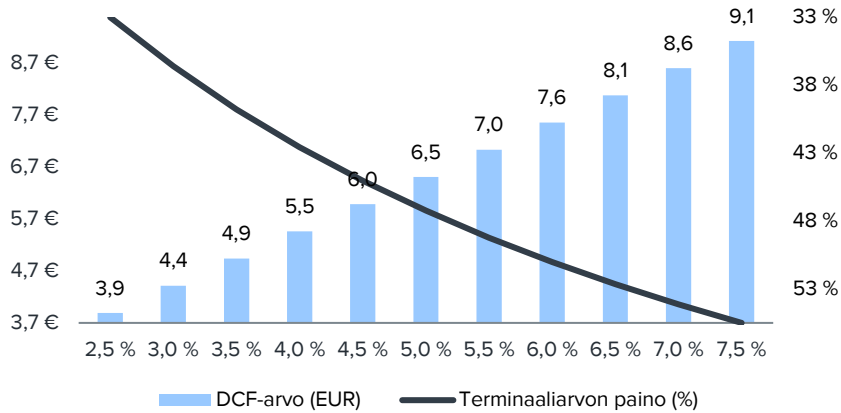
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



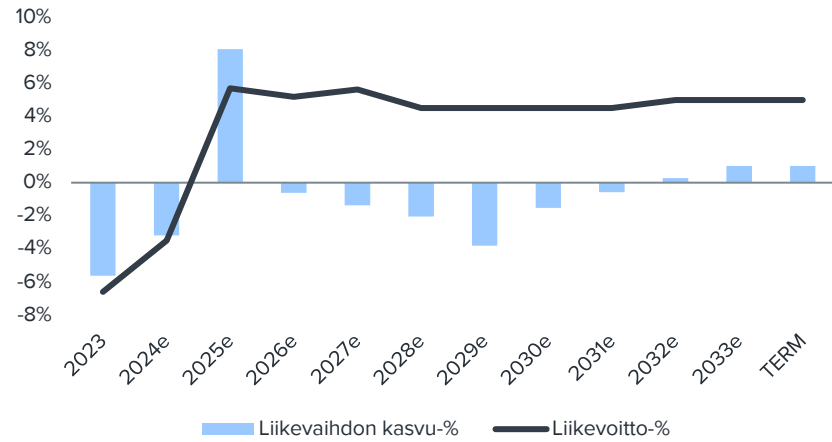
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	211,7	220,9	208,5	201,9	218,1	EPS (raportoitu)	0,69	0,75	-1,30	-0,62	0,91
Käyttökate	23,3	28,5	11,1	12,6	21,1	EPS (oikaistu)	0,97	0,12	-0,01	0,09	0,91
Liikevoitto	9,6	10,0	-13,8	-7,0	12,4	Operat. kassavirta / osake	1,03	1,71	1,04	1,65	1,87
Voitto ennen veroja	10,3	11,8	-13,5	-6,8	12,6	Vapaa kassavirta / osake	-1,18	2,17	0,31	0,83	1,05
Nettovoitto	6,9	7,5	-13,1	-6,8	10,0	Omapääoma / osake	9,01	8,26	5,76	4,16	4,52
Kertaluontoiset erät	-2,9	6,3	-12,9	-7,8	0,0	Osinko / osake	1,00	1,00	0,55	0,55	0,65
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	214,0	195,8	166,5	159,0	154,2	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	4 %	-6 %	-3 %	8 %
Oma pääoma	90,5	82,8	57,7	45,5	49,4	Käyttökateen kasvu-%	23 %	22 %	-61 %	13 %	68 %
Liikearvo	79,3	66,7	54,7	47,2	47,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-70 %	-123 %	-189 %	1549 %
Nettovelat	47,3	35,1	37,0	39,5	33,9	EPS oik. kasvu-%	-60 %	-88 %	-113 %	-724 %	875 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	11,0 %	12,9 %	5,3 %	6,2 %	9,7 %
Käyttökate	23,3	28,5	11,1	12,6	21,1	Oik. Liikevoitto-%	5,9 %	1,7 %	-0,4 %	0,4 %	5,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,3	-6,9	-0,5	5,4	2,1	Liikevoitto-%	4,5 %	4,5 %	-6,6 %	-3,5 %	5,7 %
Operatiivinen kassavirta	10,3	17,2	10,4	18,0	20,5	ROE-%	7,5 %	8,7 %	-18,5 %	-13,1 %	20,9 %
Investoinnit	-23,0	5,1	-6,8	-9,0	-9,0	ROI-%	6,0 %	6,5 %	-10,8 %	-6,3 %	11,6 %
Vapaa kassavirta	-11,9	21,8	3,1	9,0	11,5	Omavaraisuusaste	42,3 %	42,3 %	34,7 %	28,6 %	32,0 %
						Nettovelkaantumisaste	52,3 %	42,4 %	64,2 %	86,9 %	68,5 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6						
EV/EBITDA	9,1	5,5	11,0	10,0	5,7						
EV/EBIT (oik.)	16,9	42,2	neg.	>100	9,7						
P/E (oik.)	16,8	>100	neg.	85,0	8,7						
P/B	1,8	1,5	1,5	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	6,1 %	8,3 %	6,5 %	6,9 %	8,2 %						

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 suosituksin 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/09/2024	Vähennä	8,40 €	7,92 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**