

# Sanoma

Laaja raportti

02.05.2024 21:23



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tehostusohjelmalla uutta suuntaa hakemassa

Sanoman tavanomaisesti vakaa ja ennustettava tuloskehitys on heikentynyt etenkin kustannusinflaation ja mainonnan supistumisen seurauksena. Oppimisliiketoiminnan tuntuva tehostusohjelman myötä odotamme segmentin kannattavuuden nousevan selvästi lähivuosina, mikä yhdessä asteittain elpyvän medialiiiketoiminnan tuloksen kanssa nostaa tuloskasvun hyvälle tasolle lähivuosina. Tästä ja korkeahkosta lähivuosien osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus kääntää tuotto/riski-suhteen mielestämme houkuttelevaksi. Siten toistamme Sanoman lisää-suosituksemme ja 7,0 euron tavoitehintamme.

## Oppimisliiketoiminta määrittää tahdin

Sanoman liiketoiminnan painopisteen muutos kohti oppimisliiketoimintaa on edennyt viime vuosina sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti. Euroopassa huomattavasti laajentuneen oppimisliiketoiminnan kasvun seurauksena sen tuotot muodostavat reilu puolet Sanoman liikevaihdosta, mutta korkeamman kannattavuuden ansiosta sen tulos muodostaa valtaosan konsernin tuloksesta. Näin ollen medialiiiketoiminnan rooli on supistunut ja etenkin taantuvan painetun median suhteellinen osuus on laskenut (2023: 20 %). Odotamme tämän kehityssuunnan jatkuvan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä oppimisliiketoiminnan kasvun seurauksena, minkä lisäksi medialiiiketoiminnan suorituskyky arviomme mukaan paranee tuottojen digitalisaatioasteen noustessa.

## Orgaanista kasvua vauhditetaan yritysostoilla jatkossakin, kannattavuusnäkymä nousujohtainen

Oppimisliiketoiminnan kasvupotentiaali asettuu arviomme mukaan 0-5 %:n haarukkaan, kun taas medialiiiketoiminnan kasvunäkymä on suhteellisen vakaa. Siten ennustamme yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuvauhdiksi noin 2 %. Orgaanista kasvua yhtiö arviomme mukaan tulee vauhdittamaan jatkossakin yritysostoilla, erityisesti oppimisliiketoiminnassa. Oppimisliiketoiminnan kaksinkertaistamisen tavoite vuoteen 2030 mennessä edellyttääkin yhtiöltä useita yritysostoja, jotka ovat kuitenkin ajankohtaisempia tulevaisuudessa, kun velkaantuneisuutta on ensin laskettu. Sanoman lähivuosien kannattavuuskehityksen odotamme olevan nousujohteista, minkä taustalla on etenkin merkittävä tehostusohjelma että opetussuunnitelmauudistuksien ajoitus oppimisliiketoiminnassa. Tämän ansiosta odotamme lähivuosien tuloskasvunäkymän olevan varsin hyvä. Keskeinen tähän liittyvä riski on mielestämme medialiiiketoiminnan kannattavuuskehitys ja korkean inflaation sekä kuluttajan ostovoiman paineen jatkuminen.

## Markkina ei hinnoitele tehostusohjelman tuomaa tulosparannusta

Kuluvan vuoden matalalla tulostasolla osakkeen arvostus on korkeahko (2024e oik. P/E 17x ja EV/EBITA 11x). Asteittain paraneva tulos ja velkaantuneisuutta sulattava kassavirta painavat arvostuksen kuitenkin maltillisiksi vuoden 2026 ennusteillamme (oik. P/E 10x ja EV/EBITA-kerroin 9x). Siten odottamamme tuloskasvu toimii arvostuksen laskuvaraa suurempana tuotto-odotuksen ajurina ja yhdessä lähivuosien lähes 6 %:n osinkotuoton kanssa se nostaa tuotto-odotuksen papereissamme yli tuottovaateen tason. Kaiken kaikkiaan osakkeen tuotto/riski-suhde taipuu mielestämme houkuttelevaksi. Myös kassavirtamallin ja osien summa -laskelman muodostama arvostuksen viitekehys (7,6 ja 8,3 euroa/osake) mielestämme osoittavat osakkeen nykyhinnoittelun olevan houkuttelevan puoleinen.

## Suositus

### Lisää

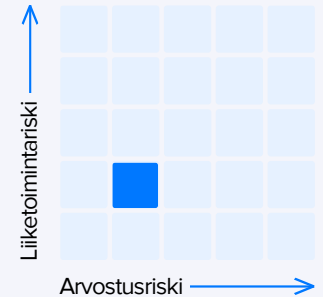
(aik. Lisää)

7,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

6,73



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	1393	1330	1346	1384
<b>kasvu-%</b>	7 %	-5 %	1 %	3 %
<b>EBIT oik. ilman PPA</b>	175	174	184	211
<b>EBIT-% oik.</b>	12,6 %	13,1 %	13,7 %	15,2 %
<b>Nettotulos</b>	-4,1	33,3	78,7	107,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,39	0,41	0,53	0,70
<b>P/E (oik.)</b>	17,7	16,6	12,8	9,6
<b>P/B</b>	1,4	1,4	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,3 %	5,5 %	5,8 %	5,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,4	14,1	12,2	9,7
<b>EV/EBITDA</b>	6,7	6,0	5,1	4,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,4	1,4	1,3

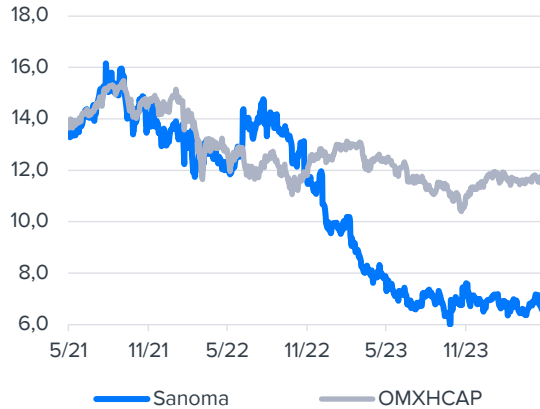
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

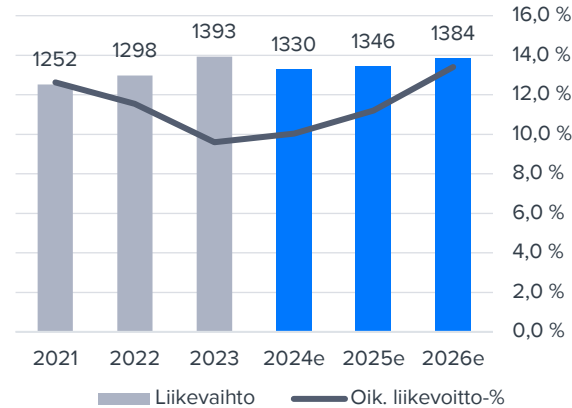
Vuonna 2024 Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,29–1,34 miljardia euroa (2023: 1,4) ja operatiivisen liikevoiton ilman PPA-poistoja odotetaan olevan 160-180 MEUR (2023: 175 MEUR).

## Osakekurssi



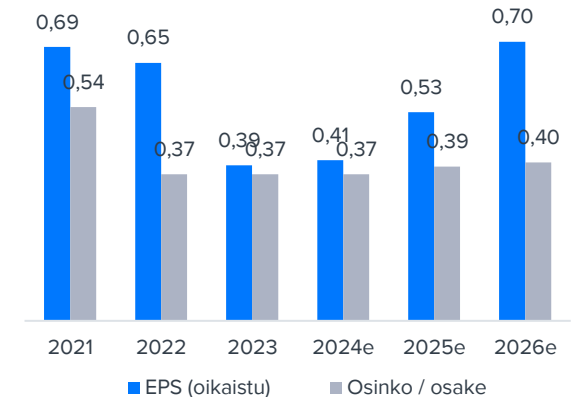
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Medialiiketoiminnan digitaalisten tuottojen kasvu
- Liikevaihdon rakenteen parantuminen digituottojen ja oppimisliiketoiminnan kasvun myötä
- Oppimisliiketoimintojen hintojen korotuksien ja tehostustoimien marginaalipotentiali
- Toteutettujen yritysostojen tuomat synergiahädyt



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,73	6,73	6,73
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163
Markkina-arvo	1100	1100	1100
Yritysarvo (EV)	1882	1838	1797
P/E (oik.)	16,6	12,8	9,6
P/E	33,0	14,0	10,2
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	14,1	12,2	9,7
Osinko/tulos (%)	181,6 %	81,0 %	60,7 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-9</b>
Strategia	<b>10-12</b>
Toimialakatsaus - Learning	<b>13-14</b>
Learning	<b>15-17</b>
Toimialakatsaus - Media Finland	<b>18-21</b>
Media Finland	<b>22-24</b>
Taloudellinen tilanne ja kehitys	<b>25-27</b>
Ennusteet konsernitasolla	<b>28-29</b>
Sijoitusprofiili	<b>31-32</b>
Arvonmääritys	<b>33-34</b>
Taulukot	<b>35-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Sanoma lyhyesti

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

## 2016-2019

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

## 2020-2023

- Liiketoiminnan painopiste siirtyy vahvemmin oppimisen liiketoimintaan Santillana- ja Pearson-yrityksostojen myötä
- Alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan hankinta ja Oikotien myynti
- Talouskehitys ja kustannusinflaatio heijastuvat kasvuun ja kannattavuuteen selvästi

## 2024-

- Lyhyellä tähtäimellä fokus operatiivisessa tehokkuudessa, oppimisliiketoiminnassa suuri tehostusohjelma, mediassa jatketaan jatkuvaa parantamista
- Lyhyellä tähtäimellä yritysostot mahdollisia nykyisissä toimintamaissa, oppimisliiketoiminnan pitkän aikavälin kasvusuunnitelma ennallaan

**1 393 MEUR (1 298)**

Liikevaihto 2023 (2022)

**12,6 % (14,6 %)**

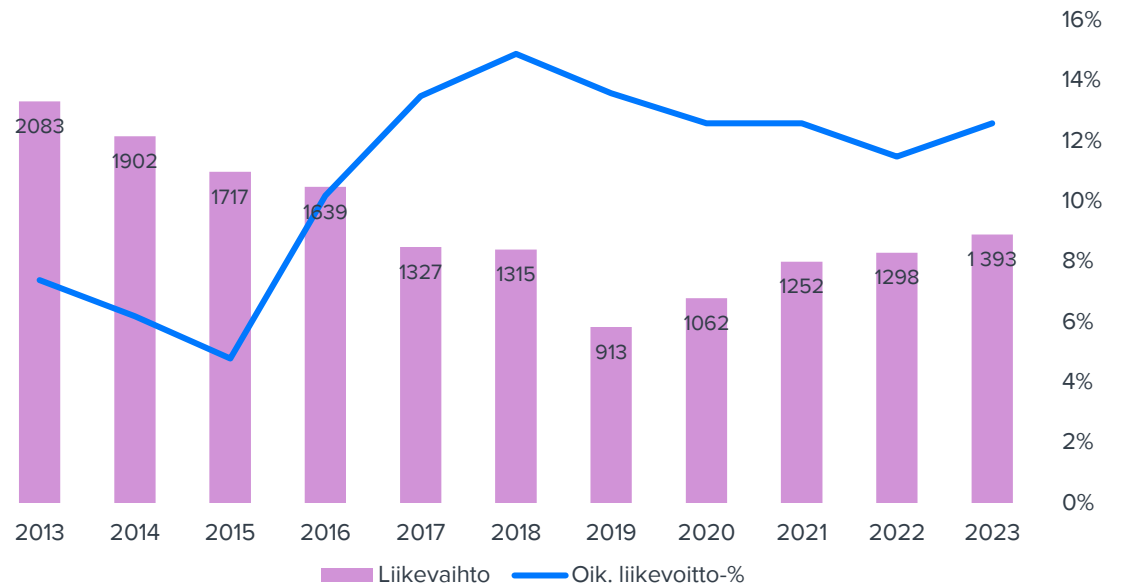
Operatiivinen liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja 2023 (2022)

**57 % / 79 %**

Learningin osuus liikevaihdosta ja operatiivisesta liikevoitosta ilman PPA-poistoja, 2023

**16 % / 20 %**

Mainonnan/painetun median osuus liikevaihdosta, 2023



# Liiketoimintamalli 1/3

## Oppimiskansio ja medialiiiketoimintaa

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

Konsernin liikevaihto oli 1 393 MEUR vuonna 2023 (2022: 1298 MEUR). Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja (jatkoksa operatiivinen liikevoitto) oli 175 MEUR eli 12,6 % liikevaihdosta. Operatiivinen liikevoitto laski edellisvuoden 189 MEUR:sta (14,6 %) etenkin Media Finlandin tuloksen laskun seurauksena.

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

## Kaksi itsenäistä liiketoimintaa

**Learning**-liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminta muodosti 57 % konsernin liikevaihdosta ja 79 % operatiivisesta liikevoitosta vuonna 2023.

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

verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista. Lisäksi siihen lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista, markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysjulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2023 liikevaihdosta oli 43 % ja 21 % operatiivisesta liikevoitosta ilman Muiden toimintojen tulosta. Yhtiö raportoi Muut toiminnot segmentin alla konsernin muut, liiketoiminta-segmenteille allokoimattomat kulut, jotka olivat vuonna 2023 -12,9 MEUR.

## Neljä tuottokomponenttia

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

- 1) Oppimisen tuotot** (2023: 57 % liikevaihdosta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin digitaalisten ja painettujen oppimateriaalien (sis. jakelun) sekä digitaalisten oppimis- ja opetuslustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori, ja erityisesti peruskoulut, lukiot sekä ammattikoulut (K12). Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtämellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä osin Q2:lle, mutta etenkin Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoman tuottoihin ja kassavirtaan voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti maakohtaisesti. Tämän taustalla on

## Sanoman liiketoimintarakenne 2023

Sanoma-konserni	
Liikevaihto 1 393 MEUR	
Liikevoitto (oik. ilman PPA-poistoja) 175 MEUR	
Media Finland	Learning
Lv. 598 MEUR	Lv. 795 MEUR
Oper. EBIT 40 MEUR	Oper. EBIT 148 MEUR
Oper. EBIT-% 6,7 %	Oper. EBIT-% 18,7 %
<ul style="list-style-type: none"><li>• Sanomalehdet</li><li>• Verkkomedia</li><li>• TV &amp; Radio</li><li>• Aikakauslehdet</li><li>• Festivaalit</li><li>• Muut palvelut</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Oppimateriaalit</li><li>• Digitaaliset oppimis- ja opetuslustoat</li><li>• Oppimateriaalien jakelu</li></ul>

## Liikevaihdon jakauma 2023



## Liikevoiton\* jakauma 2023



\* Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja, huom. Segmenttikohtaiset suhteelliset osuudet eivät huomioi Muiden toimintojen tulosta

# Liiketoimintamalli 2/3

oppimateriaalien kysyntä, jota ohjaa tyypillisesti 4-8 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetus suunnitelmauudistukset. Learningin kasvun ja maantieteellisen laajentumisen ansiosta tuottojen vuosien välinen heilunta on koko liiketoiminnan tasolla maltillista, sillä maiden opetus suunnitelmien uudistukset eivät ajoitu samoille vuosille.

**2) Median sisältötuotot** (2023: 20 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu+) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 18 % (87 % kaikista sisältötuotoista) ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vajaa 3 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

**3) Media mainostuotot** (2023: 16 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtien, tv- ja radiokanavien ja niihin liittyvien verkkopalvelujen mainos- ja ilmoitustuotoista. Printtimainonnan suhteellinen osuus on laskenut merkittävästi ollen vain 22 % kaikista mainostuotoista vuonna 2023, joten suuri osa tulee digitaalisista kanavista, TV:stä ja radiosta. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan jokseenkin syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

**4) Muut tuotot** (2023: 7 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen

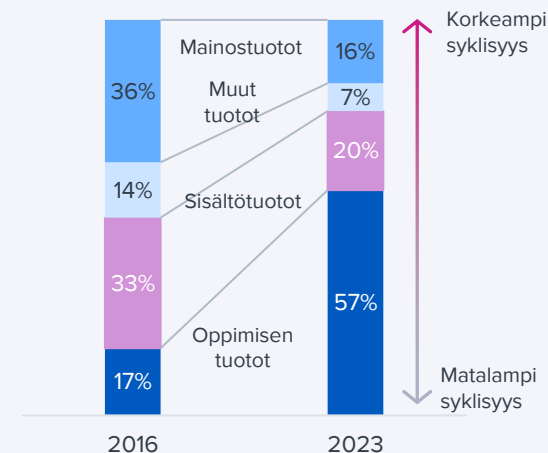
asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta tuntuva osan (25-30 %) muista tuotoista muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista suuri osa tulee kuluttajilta. Suhteessa aiempaan, muita tuottoja supistaa lievästi vuoden 2024 alusta tapahtunut Netwheels-liiketoiminnan (2023 liikevaihto 8 MEUR) myynti muiden pienempien divestontien kanssa.

## Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli 20 % vuonna 2023. Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Medialiiketoiminnan alle lukeutuvan muun kuin painetun median tuottojen osuus (sis. lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta oli 23 % vuonna 2023.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen ja muiden tuottojen kasvuun, mutta niiden osalta vaikutukset ovat mediaa lievemmat. Sanoma on viime vuosina muokannut liiketoiminnan painopistettä yritysjärjestelyillä merkittävästi. Etenkin oppimisliiketoiminnan kasvun ansiosta taantuvien painetun median tuottolajien osuus on laskenut huomattavasti. Samalla liiketoiminnan tuottojen riippuvuus yleisestä talouskehityksestä eli suhdanneherkkyyks on laskenut.

## Sanoman liikevaihdon jakauma, 2023



## Trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

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

# Liiketoimintamalli 3/3

## Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen yli ajan tarkasteltuna, vaikkakin viimeisen kahden vuoden aikana voimakas inflaatio ja talouskehityksen myötä mainostuottojen supistuminen on painanut yhtiön tuloskehitystä. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen suhdanneriippuvuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä yli ajan varsin hyvä ja ennustettava liiketoiminnan kassavirta. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

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

## Ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista muodostuvien tulojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2023 75 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja

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

## Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

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

## Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävä osin kiinteää. Painetun median taantumisesta

johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun median osalta arviomme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaansa.

Kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus korkeampi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia, kunhan yhtiö onnistuu pitämään kiinni asiakkuuksista niiden siirtyessä printistä digiin.

## Käyttöpääoma vahvistaa operatiivista rahavirtaa

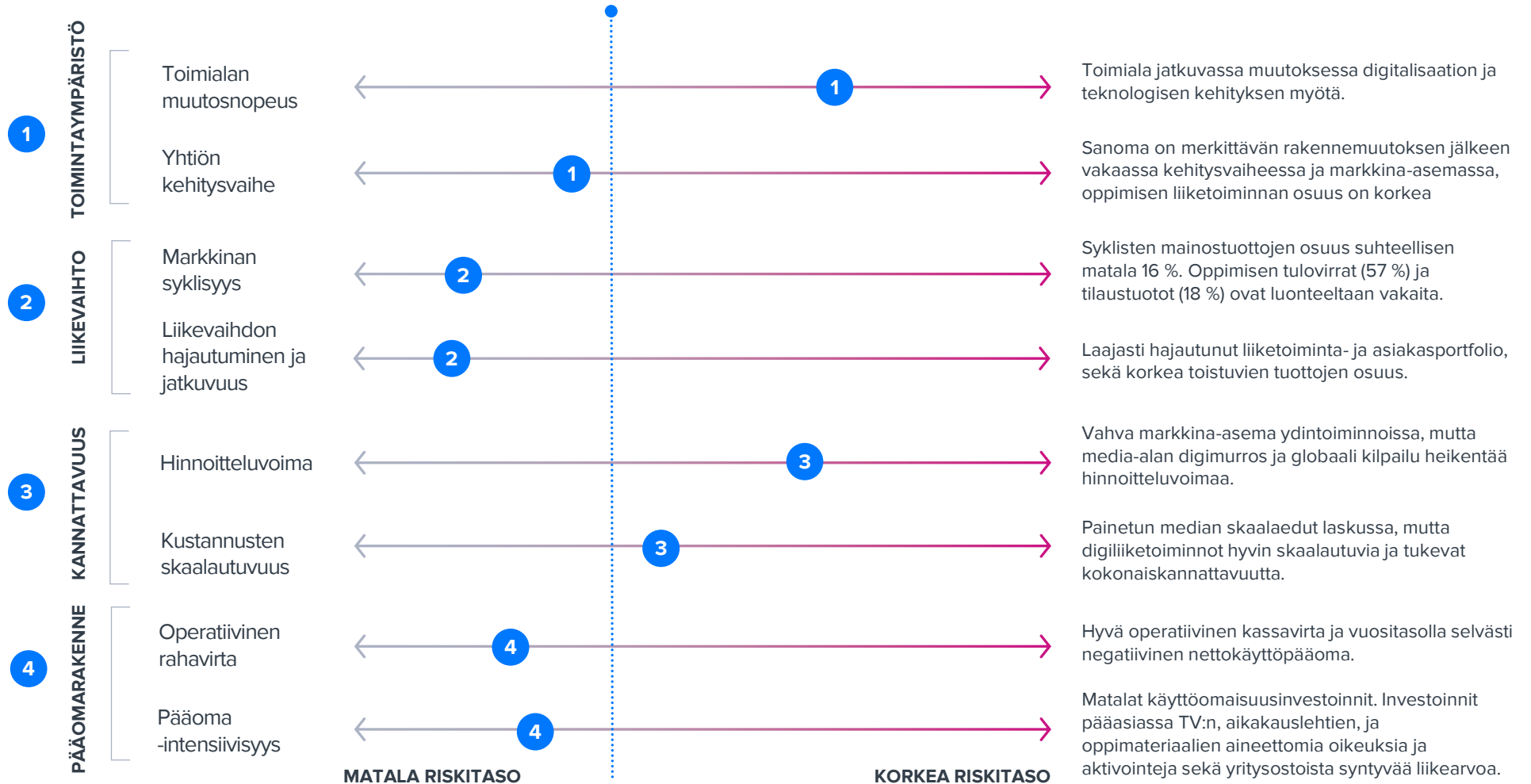
Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen. Näiden lisäksi liiketoimintojen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

Liiketoiminnan painottuminen aiempaa voimakkaammin oppimisliiketoimintaan kuitenkin laskee negatiivista käyttöpääomaa suhteellisesti. Opetussuunnitelmauudistuksien ajoituksesta johtuen sisältöinvestoinnit vaihtelevat myös vuosittain. Lyhyellä tähtäimellä yhtiö pyrkii tehostamaan mm. sisältötuotantoa, minkä lisäksi oppimisliiketoiminnan lähivuosien kasvunäkymä edellyttää vähemmän sisältöinvestointeja. Siten lähivuosina kassavirran tulisi saada vahvistusta pienemmistä investoinneista, mutta korkeammat korkokustannukset taas rasittavat sitä.



# Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Sanoman liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Sanoman strategia

## Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja strategia muodostuu itsenäisten liiketoimintojen strategioiden kautta.

Konsernitason strategian puuttuminen on mielestämme luontevaa, sillä liiketoimintojen liiketoimintamallit, markkinat ja kilpailukenttä poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden synergiat rajoittuvat konsernin hallinnollisiin osiin. Nopeasti muuttuvassa mediakentässä pitkälle katsovat ja jäykät konsernitason strategiat voisivat mielestämme luoda yhtiölle jopa kilpailuhaittaa.

## Konsernitason kehityssuunnat

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

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on näkemyssemme mukaan ydinliiketoimintojen

skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, liiketoiminnan tehostamisessa ja kassavirran vahvistamisessa. Toteutettujen yritysostojen osalta yhtiö on saanut integraatiot valmiiksi ja kustannussynergiat työstetään etenkin oppimisliiketoiminnassa Solar-tehostusohjelman avulla.

## Yritysostot ovat olennainen osa strategiaa

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

Kohonnut velkaantuneisuus huomioiden emme odota lyhyellä tähtämellä yritysostoja vuonna 2024. Jatkossakin yritysostot painottuvat arviomme mukaan erityisesti Learning-segmenttiin. Lyhyellä tähtämellä Learningissa pääpaino lienee täydentävissä yritysostoissa, mutta pidemmällä tähtämellä se tavoittelee merkittävää kasvua sen ydinmarkkinoilla Euroopassa. Media Finland taas voisi arviomme mukaan toteuttaa pääasiassa pieniä, arvoketjua ja skaalaetuja vahvistavia yrityskauppoja.

## Taloudelliset tavoitteet

Sanoman pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka ovat:

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

**2. Vakavaraisuus:** Omavaraisuusaste 35-45 %.

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

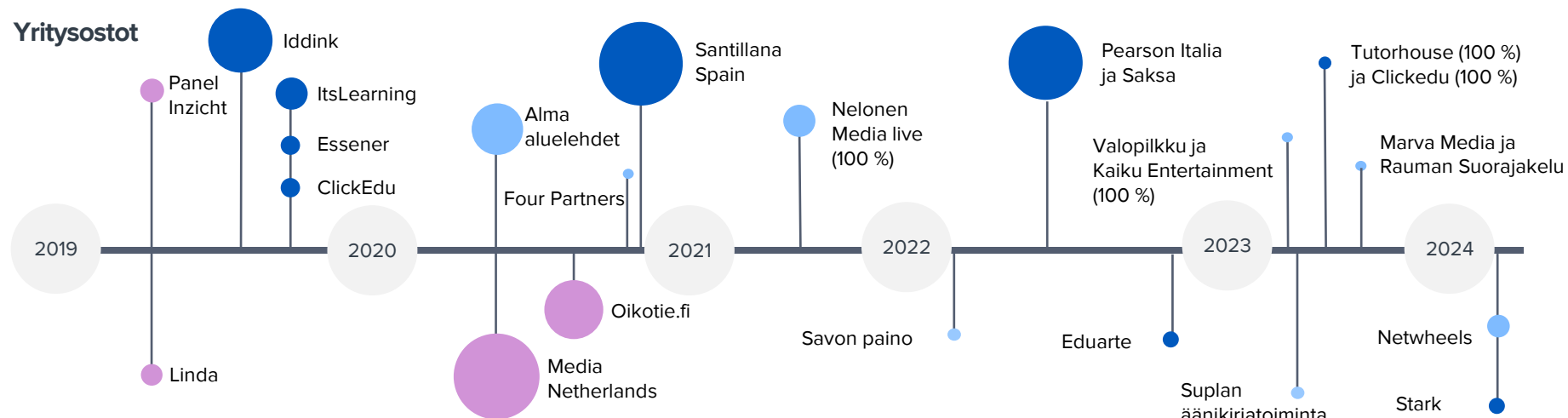
Lisäksi Sanoma tavoittelee konserniliikevaihdon kasvattamista yli 2 miljardiin vuoteen 2030 mennessä siten, että yli 75 % sen liikevaihdosta tulee oppimisliiketoiminnasta.

Viimeisten raportoitujen lukujen (Q4'23) valossa velkaantuneisuus (2,8x) alitti tavoitetaso ja vakavaraisuus (43 %) oli tavoitehaarukan sisällä. Yhtiö laski liikkeeseen 150 MEUR:n hybridilainan maaliskuussa 2023. Hybridilaina luetaan omaan pääomaan, mutta se ei lukeudu nettovelkaan kirjanpitoikäntönnön vuoksi. Tämä parantaa taseen tunnuslukuja, vaikkakin lopulta nämä varat eivät ole osakkeenomistajien varoja.

Sanoma on painottanut osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Kasvavan osingon ura kuitenkin katkesi keväällä 2023, sillä heikentyneen vapaan rahavirran ansiosta yhtiö leikkasi osinkoaan. Vuodelta 2024 jaettava osinko on edellisvuoden suuruinen ja on 58 % vapaasta rahavirrasta.

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

# Sanoman yrityskaupat 2018-2024 ja segmenttien M&A-strategia



## Yritysmyyntit

● Learning    ● Media Finland    ● Lopetetut liiketoiminnot

Lähde: Sanoma

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

## Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

### Learning

- Yritysostojen merkitys korkea
- Yritysostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytännöt (K12) ja niihin liitännäiset markkinat
- Skaalaajien ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoiminnoissa
- Laajentuminen nykyisillä markkina-alueilla (lyhyt tähtäin)
- Laajentuminen maantieteellisesti uusiin kohteisiin Euroopassa (keskipitkä ja pitkä tähtäin)

### Media Finland

- Yritysjärjestelyjen merkitys täydentävä
- Mahdollisesti pieniä täydentäviä yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Portfolion kehittämiseksi voidaan tehdä pieniä yritysmyyntejä

# Sanoman strateginen ja operatiivinen kehitys

2017  
-  
2019

2020  
-  
2023

2024-

## Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

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

## Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Liikevaihto laskenut rakennejärjestelyjen myötä merkittävästi, mutta myös riskitaso maltillisempi
- Liiketoimintarakenne fokuoituneempi ja kannattavampi, painopiste siirtynyt selkeästi Oppimisliiketoimintaan
- Kannattavuus noussut hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2023: oper. EBIT-% 12,6 %)
- Yritysostojen myötä velkaantuminen on kohonnut selvästi

## Merkittäviä yritysjärjestelyjä molemmissa liiketoiminnoissa

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

### Lähtulevaisuus 1-3v

- Fokus operatiivisessa tehokkuudessa, Solar-ohjelma Learningissa ja Media Finlandissa jatkuvaa tehokkuuden parantamista
- Investoinnit oppimisliiketoiminnan digitaaliseen kehitykseen jatkuvat, sisältöinvestoinnit pienevät
- Pääoman allokoinnissa prioriteettilistan kärjessä velkaantuneisuuden laskeminen, digi-investoinnit ja osingot
- Pieniä täydentäviä yritysostoja voidaan tehdä mm. Learningin nykyisissä toimintamaissa

## Kannattavuuden ja taseaseman vahvistamista ennen seuraavia yritysostoja

- Median rakennemuutos jatkuu ja näin ollen myös medialiiketoiminnan painopisteen siirtyminen kohti digitaalisia tuotteita ja palveluita jatkuu
- Learning Solar-tehostusohjelman eteneminen, medialiiketoiminnassa jatkuvan tehostamisen työstämistä
- Kassavirran ja rahoitusaseman vahvistamista ennen seuraavia suurempia yritysjärjestelyjä

### Pitkä aikaväli

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

# Toimialakatsaus - Learning 1/2

## Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

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

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

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja koulutusjärjestelmien ja oppimateriaalien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 4-8 vuoden sykleissä. Näiden muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkän aikavälin trendikasvu on maltillista.

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

## Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

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

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

## Oppimateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimateriaalimarkkinoiden ja digitaalisten oppimateriaalien osuus opetuksen kokonaismenoista on Sanoman mukaan vain noin

## Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



# Toimialakatsaus - Learning 2/2

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

## Oppimisolustojen näkymät

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

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

## Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

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

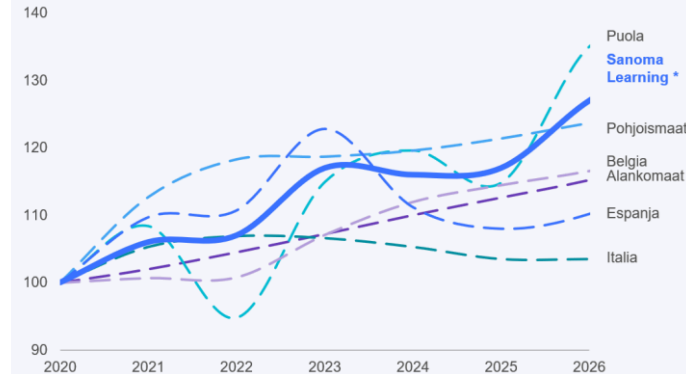
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta.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

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

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

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

## K12 oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



\* Learningin sisältöliikevaihto ilman Pearson-yritysoiston vaikutusta vuosina 2022-2023

# Sanoma Learning 1/3

## Learning on Sanoman suurempi segmentti

Yrityskauppojen seurauksena Learning-segmentistä on kasvanut liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti. Sanoma Learningin liikevaihto vuonna 2023 oli 795 MEUR eli 57 % Sanoman liikevaihdosta. Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti. Vuonna 2023 sen operatiivinen liikevoitto oli 148 MEUR eli 18,7 % liikevaihdosta.

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

## Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

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

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta noin 75 % syntyi vuonna 2023 oppimateriaaleista, mikä kattaa sekä painetut että digitaaliset materiaalit. Tämä on Learningin tuottolähteistä myös kannattavinta liiketoimintaa, sillä sen kannattavuus on Sanoman mukaan paikallisesta markkinasta riippuen 15-35 %:n tasolla. Vastaavasti 15 % liikevaihdosta tuli vuonna 2023 materiaalien jakelusta, joka on matalan 0-5 %:n kannattavuustasolla. Jakelutoiminnan heikon kannattavuuden vuoksi yhtiö on myös luopunut joistain jakelusopimuksista. Loppuosa eli 10 % jakaantui opetusalojen, hallinnon alustojen ja

ko- ja analytiikkapalvelujen kesken, joissa marginaalit ovat 5-10 %:n tuntumassa.

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

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

## Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat vertailukelpoisen liikevaihdon 2-5 %:n vuotuinen kasvu sekä oikaistu liikevoitto-% ilman PPA-poistoja yli 23 %, jota se tavoittelee Solar-tehostusohjelman avulla vuonna 2026. Lisäksi konsernitason yli 2 miljardin liikevaihtotavoitteesta 75 % tulisi muodostua oppimisliiketoiminnasta vuonna 2030. Tämä tarkoittaa, että tavoitteena on lähes kaksinkertaistaa Learningin kokoluokka kuluvan vuosikymmenen loppuun mennessä. Kasvua Learning tavoittelee orgaanisesti opetussuunnitelmien uudistuksien myötä sekä kasvavan digitaalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa kohdennettuja investointeja sisältöön ja digitaalisiin alustoihin. Olennaisena kasvun ajurina tulee arviomme mukaan toimimaan myös jatkossa yritysostot.

## Learning lyhyesti, 2023

**795 MEUR** (2022 : 681 MEUR)

Liikevaihto 2023

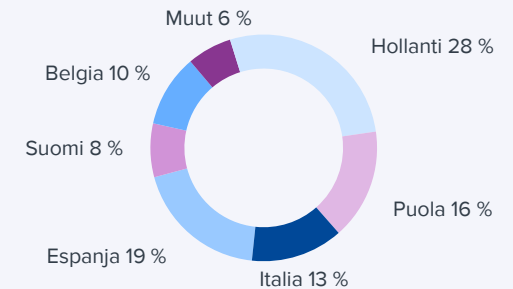
**18,7 %** (2022: 19,4 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%\*

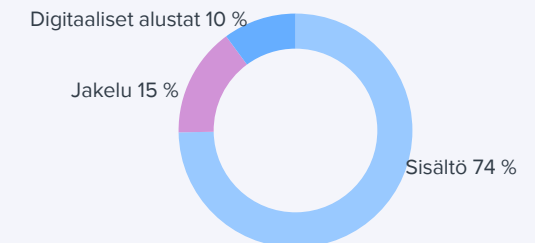
**~ 17 %:n markkinaosuus**

Euroopan 4-5 miljardin K12-markkinoilla

## Liikevaihto maittain, 2023



## Liikevaihto tuotelajeittain, 2023



Lähde: Inderes, Sanoma

\*Operatiivinen liikevoitto ilman hankintamenojen poistoja

# Sanoma Learning 2/3

Opetusyyklien vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästikin segmentin liikevaihdon kehitykseen (ks. s. 14 graafi). Esimerkiksi Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen päättymisen odotetaan laskevan liikevaihtoa kuluvana vuonna ja Learningin liikevaihto saavuttaa vuoden 2023 tason yhtiön mukaan vuonna 2026 näiden ajoituksellisten tekijöiden vuoksi.

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

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

## Lähi vuosien ennusteet

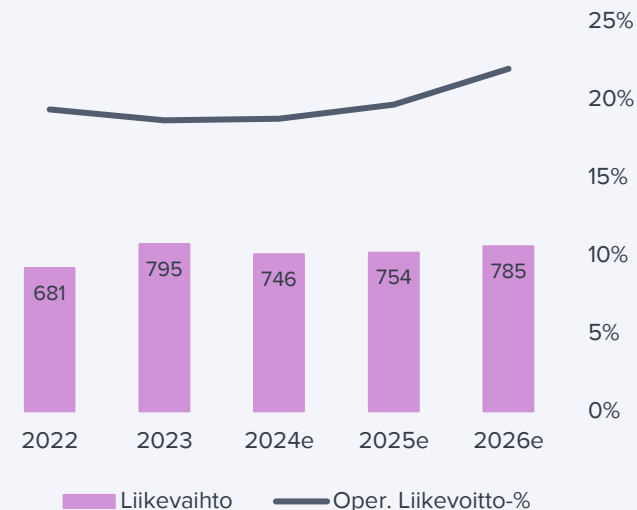
Ennustamme Learning-segmentin liikevaihdon laskevan vuonna 2024 6 %, minkä taustalla ovat eritoten Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen

päättymisen seurauksena ennustamamme maakohtaisen liikevaihdon lasku. Lisäksi odotamme Learningin päättämien heikosti kannattaneiden jakelusopimusten painavan liikevaihdon kehitystä. Vastaavasti liikevaihtoa arviomme mukaan kohottaa edelleen korkean inflaation seurauksena tehdyt hintojen korotukset. Tätä taustaa vasten ennustemme vuoden 2024 liikevaihdoksi on 746 MEUR (2023: 795 MEUR).

Myös vuonna 2025 odotamme liikevaihdon kasvun saavan edelleen tukea hintojen korotuksista, sillä inflaatio on yhä hieman koholla vaikkakin se on selvästi maltillistunut. Tästä huolimatta vuoden 2025 liikevaihdon kasvun ajurit eivät ole erityisen voimakkaita, sillä kokonaismarkkinan volyyminäkymät ovat jokseenkin vakaat, kun Sanoman suurimpien kohdemarkkinoiden odotetaan jopa hieman supistuvan. Siten vuoden 2025 liikevaihto kasvaa ennusteissamme reilun 1 %:n 754 MEUR:oon. Vuonna 2026 odotamme liikevaihdon kasvun vahvistuvan noin 4 %:iin eritoten Puolan markkinakasvua heijastellen ja liikevaihdon ennustemme on 785 MEUR:ssa.

Ennustamme Learningin vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton laskevan 5 % liikevaihdon laskua ja eri suuntaisia kustannusajureita heijastellen. Arviomme mukaan palkkainflaatio on kuluja nostattava tekijä edelleen vuonna 2024, kun taas etenkin paperin hinnan laskun tulisi hieman laskea kuluja. Solar-ohjelman emme odota vahvistavan operatiivista tulosta vielä vuonna 2024, mutta arviomme mukaan siitä aiheutuu kertaeriä, jotka painavat Segmentin raportoitua tulosta. Vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton ennustemme on 140 MEUR, mikä vastaa 18,8 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia.

## Learningin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	681	795	746	754	785
Operatiivinen liikevoitto	131,8	148,4	140,4	148,7	173,1
Liikevoitto oik.	99,4	113,9	106,4	120,7	153,1
Liikevoitto	67,2	70,5	70,4	116,7	149,1
Kertaluonteiset erät	-32,2	-43,4	-36	-4	-4
<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Liikevaihdon kasvu-%	6,9 %	16,8 %	-6,2 %	1,1 %	4,4 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	-1,6 %	12,6 %	-5,4 %	5,9 %	16,4 %
Oper. Liikevoitto-%	19,4 %	18,7 %	18,8 %	19,7 %	22,0 %
Oik. Liikevoitto-%	14,6 %	14,3 %	14,3 %	16,0 %	19,5 %
Liikevoitto-%	9,9 %	8,9 %	9,4 %	15,5 %	19,0 %



# Sanoma Learning 3/3

Vuoden 2025 operatiivisen liikevoiton odotamme kohoavan lähes 149 MEUR:oon, minkä ajurina toimii lievän liikevaihdon kasvun lisäksi odottamamme ensimmäiset, joskin ohjelman mittaluokassa pienet tehostustoimet Solarista. Tulosparrannuksesta huomattavasti merkittävä vaikutus heijastuu kuitenkin ennusteissamme vasta vuoteen 2026, kun matalampien sisältöinvestointien myötä pienenevät poistot sekä liikevaihdon ripeämpi kasvu kohottaa operatiivisen liikevoiton ennusteemme 173 MEUR:oon. Tämä vastaa 22,0 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia ja on siten hieman yhtiön tavoitteleman yli 23 %:n tason alapuolella.

Learningin pitkän aikavälin vakaan näkymän ansiosta siihen liittyvät ennusteriskit ovat mielestämme keskimääräistä liiketoimintaa maltillisemmat. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta tuo opetussuunnitelmauudistuksien ajoitukset ja inflaationäkymä, mikä voisi pitää yllä odotuksiamme suurempaa painetta Learningin kannattavuuteen. Keskeiset positiiviset riskit liittyvät mielestämme odotuksiamme nopeampaan ja voimakkaammin purevaan tehotusohjelmaan.

## Learningin arvostus

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

arvostuskertoimen näiden vuosien 2024 ja 2025 mediaani EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat noin 12x. Learningin vuosien 2024 ja 2025 operatiivisen liikevoiton ennusteillamme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi noin 1 700 MEUR. Pidämme verrokkiyhtiöiden lähivuosien absoluuttisia arvostuskertoimia perusteltuna, kun huomioidaan Sanoman oppimisliiketoiminnan vakaa ja ennustettava kysyntä sekä varsin hyvä kannattavuustaso.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös peilata Santillana Spain ja Pearson -yritysostojen arvostuskertoimiin. Santilla-kaupan yritysarvo (EV) oli 465 MEUR ja ostetun kohteen keskimääräinen operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja vuosina 2018-2020 oli 34,6 MEUR. Näin ollen kaupan EV/EBITA-kerroin oli reilu 13x. Ennustamme Learningin vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton olevan 140 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1 882 MEUR. Pearson-kaupan EV oli 190 MEUR ja vuosien 2020-2021 keskimääräinen operatiivinen liikevoitto (ilman PPA-poistoja) oli 17,5 MEUR, mikä tarkoittaa lähes 11 EV/EBITA-kerrointa. Tämä antaisi Learningin arvoksi 1525 MEUR.

Learningin arvo on edellä esiteltyjen menetelmien keskiarvolla laskettuna 1 713 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus ei ole muuttunut olennaisesti edellisestä laajasta päivityksestä (2023 arvio: 1 691 MEUR). Tämän taustalla on se, ettei ennusteissamme tai verrokkien arvostuskertoimissa ole tapahtunut merkittävää muutosta.

## Learning verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	24e	25e	24e	25e
Bloomsbury Publishing PLC	481	8,7	n.a.	1,2	1,5
Pearson PLC	8651	12,2	11,3	2,0	1,9
John Wiley & Sons Inc	2694	73,2	13,7	1,6	1,7
Wilmington PLC	372	12,0	11,7	2,4	2,3
2U Inc	797	14,9	13,6	1,1	1,0
Chegg Inc	711	7,9	7,7	1,2	1,2
<b>Keskiarvo</b>		<b>21,5</b>	<b>11,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Mediaani</b>		<b>12,1</b>	<b>11,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>

# Toimialakatsaus - media 1/2

## Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti 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 mediayhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediayhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

## Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.
- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä 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 mediayhtiöiden 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 voimakas lasku ja vastaavasti digimainonnan määrän kasvu. Suomen mainosmarkkina on jäänyt kasvuvauhdissaan

selvästi jälkeen BKT:n kehitystä, mitä selittää muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta. Mainonnan kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien 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 Kantar TNS:n 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.

# Mediatoimialan ajurit ja trendit

## Digitalisaatio



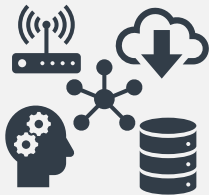
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

## Suhdannekehitys



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

## Teknologinen kehitys



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

## Sääntely ja kulttuuri



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

## Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

## Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

# Toimialakatsaus - media 2/2

Kantar TNS:n 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. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

## Sisältötuottojen kehitys

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

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Tällä hetkellä yksinomaan digitaalisen lehden tilaajat ovatkin Helsingin Sanomien suurin asiakassegmentti. Sanoman uutismedioissa digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien

määrä on kasvanut reiluun 95 %:iin kokonaistilaajien määrästä.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vauvutisiin 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 digitlaustuottojen kehitys on ollut käsitksemme 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.

Arviomme 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.

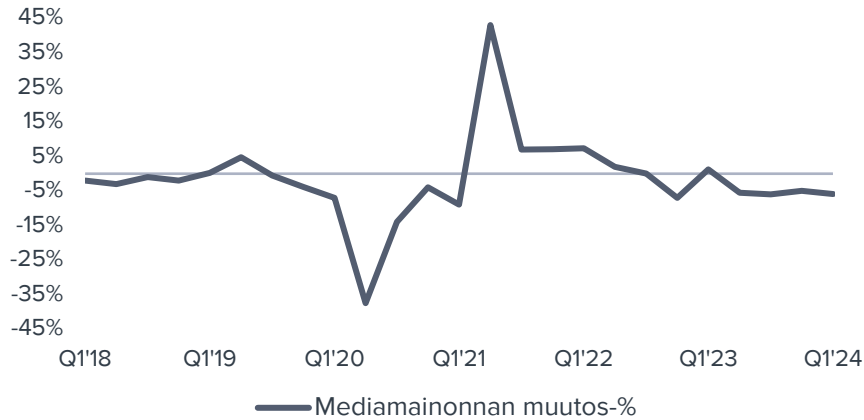
## Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu ennemmin globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan kuin paikallisten mediatuottojen 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).

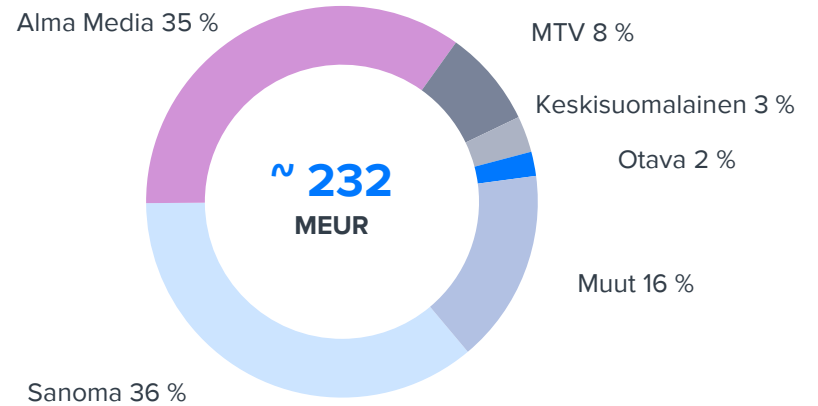
Suomen johtavat mediatuottoajat ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatuottoajat tukee pieneen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

# Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

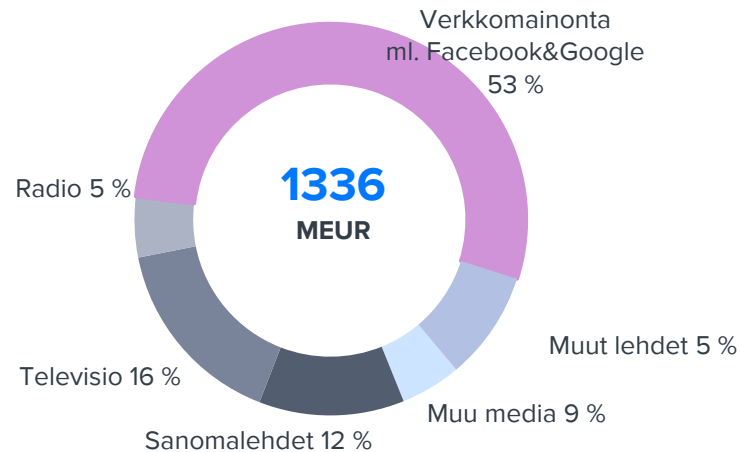
Suomen mediamainonnan kehitys



Kotimaisten toimijoiden verkkomainonta Suomessa 2023



Suomen mediamainonnan jakauma, 2023



# Media Finland 1/3

## Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 598 MEUR vuonna 2023, mikä vastasi 43 % Sanoman liikevaihdosta. Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (operatiivinen liikevoitto 40 MEUR eli 21 % Sanoman operatiivisesta liikevoitosta ilman Muita toimintoja).

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

Media Finland on Suomen suurimpia kaupallisia mediayhtiötä sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä-että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,34 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 16 % koko markkinasta.

## Tuotot laajasti hajautuneet - painetun median painoarvo edelleen melko suuri

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

**Sisältötuotot** ovat nousseet Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2023 noin 48 % (2022: 46 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä 87 % ja irtonumeromyynnin vain noin 13 %. Arviomme mukaan tällä hetkellä sisältötuotoista merkittävä osa syntyy painettujen ja digitaalisten sanomalehtien sisältötuotoista, vaikka videopalveluiden (Ruutu.fi ja Supla) tilaustuotot ovat olleet myös pidemmällä tähtäimellä kasvussa.

**Mainostuotot** muodostivat vuonna 2023 37 % segmentin liikevaihdosta (2022: 38 %). Laskelmiemme mukaan mainostuotoista noin 78 % tuli vuonna 2023 vakaammin kehittyvistä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui noin 22 % tuotoista.

**Muut liiketoiminnan tuotot** muodostivat vuonna 2023 segmentin liikevaihdosta lähes 16 % (2022: 16%). Koronapandemia painoi voimakkaasti muita tuottoja ja tapahtumaliiketoimintaa vuosina 2020-2021. Nämä tuotot olivat ymmärryksemme mukaan melko tavanomaisella tasolla vuonna 2023, mutta pidemmällä aikavälillä muiden tuottojen osalta ainakin painopalvelut on arviomme mukaan supistuva tuottolähde. Muita muiden tuottojen lähteitä ovat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisupalvelut.

## Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

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

## Media Finland lyhyesti, 2023

**598 MEUR** (2022: 618 MEUR)

Liikevaihto 2023

**6,7 %** (2022: 10,6 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-% \*

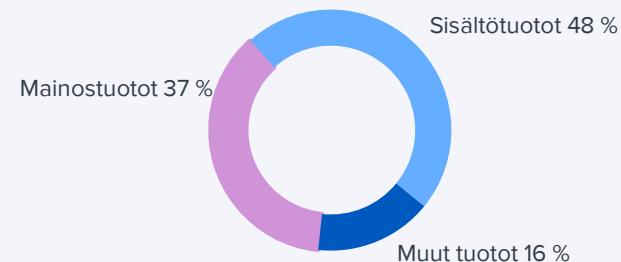
**54 % / 46 %**

Muun kuin painettujen median tuottojen osuus/  
painetun median tuottojen osuus, 2023

**#1 ja #2 markkina-asema**

Uutismedia, aikakauslehdet, TV & Radio, tapahtumat

## Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2023



Lähde: Inderes, Sanoma

\*Operatiivinen liikevoitto ilman hankintamenojen poistoja

# Media Finland 2/3

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

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

## Media Finlandin lähivuosien ennusteet

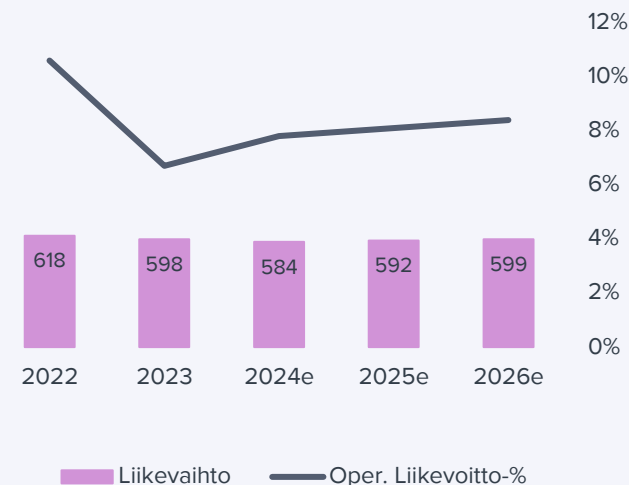
Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon laskevan vuonna 2024 2 % 584 MEUR:oon heijastellen odottamaamme mainonnan, irtonumeromyynnin ja muiden tuottojen laskua (Netwheelsin myynti). Vuonna 2025 odotamme mainosmyynnin elpymään

talouskasvun piristymisen seurauksena. Tämä yhdessä tilaustuottojen lievän kasvun kanssa kääntää liikevaihdon ennusteissamme reilun 1 %:n kasvuun vuonna 2025. Siten vuoden 2025 ennusteissamme liikevaihto yltää 592 MEUR:oon. Vuoden 2026 liikevaihdon ennustamme kasvavan niin ikään noin 1 %:n 599 MEUR:oon, mikä heijastelee nykyisen liiketoimintaportfolion pidemmän tähtäimen kasvupotentiaalia kasvavassa talousympäristössä.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton kohoavan lähes 46 MEUR:oon, mikä vastaa 7,8 %:n operatiivista liikevoittoa. Operatiivista tulosta tukee paperin ja painamisen tiettyjen kustannuserien lasku. Lisäksi arvioimme henkilöstömäärän laskun painavan henkilöstökuluja ja vähintäänkin kompensoivan palkkainflaation vaikutusta. Ennustamme Media Finlandin vuoden 2024 kertaerien olevan poikkeuksellisesti positiiviset, mikä heijastelee ennustamaamme Q1:lle kirjattavaa Netwheels-myyntivoittoa.

Vuoden 2025 operatiivisen liikevoitto-%:n odotamme kipuavan 8,1 %:iin ja siten operatiivisen liikevoiton yltävän 48,2 MEUR:oon. Tämän ajurina ennusteissamme toimii etenkin mainonnan kasvu, minkä ansiosta ennustamamme liikevaihdon kasvu valuu tehokkaasti tulokseen. Myös vuoden 2025 ennusteissa tilaustuottojen kasvun tulisi arviomme mukaan vahvistaa kannattavuutta. Tätä samaa kokonaiskuvaa sekä asteittain digitalisoituvia tilaustuottoja mukailen odotamme vuoden 2026 operatiivisen tuloksen kasvavan 5 % ja yltävän 50,5 MEUR:oon. Tämä vastaa 8,4 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia.

## Media Finlandin ennusteet



## Media Finland ennusteet

Tuloslaskelma (MEUR)	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	618	598	584	592	599
Oper. Liikevoitto	65,8	39,8	45,9	48,2	50,5
Liikevoitto oik.	58,9	33,0	39,1	43,2	45,5
Liikevoitto	54,3	-8,4	40,1	39,7	42,0
Kertaluonteiset erät	-4,6	-41,3	1,0	-3,5	-3,5
<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Liikevaihdon kasvu-%	0,5 %	-3,3 %	-2,3 %	1,3 %	1,1 %
Oper. liikevoiton kasvu-%	-10,5 %	-44,1 %	18,5 %	10,6 %	5,3 %
Oper. Liikevoitto-%	10,6 %	6,7 %	7,8 %	8,1 %	8,4 %
Oik. Liikevoitto-%	9,5 %	5,5 %	6,7 %	7,3 %	7,6 %
Liikevoitto-%	8,8 %	-1,4 %	6,9 %	6,7 %	7,0 %

Lähde: Inderes

# Media Finland 3/3

## Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Keskeisenä ennusteisiimme liittyvänä positiivisena riskinä pidämme odotuksiamme ripeämpää mainos- ja tilaustuottojen kasvua sekä odotuksiamme voimakkaammin purevia tehostustoimia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti odota Media Finlandissa olevan merkittävää potentiaalia nopeasti vaikuttaville tehostustoimille jo aiemmin historiassa tehtyjen tuntuvien toimenpiteiden jälkeen. Negatiivisena riskinä pidämme Suomen talouskasvuun ja sitä kautta mainonnan kehitykseen liittyviä tekijöitä. Lisäksi pidämme Media Finlandin kuluttajavetoisten liiketoimintojen mahdollisuuksia hintojen nostolle rajallisena nykyisessä taloustilanteessa. Näin ollen korkean inflaation jatkuminen voisi arviomme mukaan heikentää odottamamme lähivuosien kannattavuusparannuksen edellytyksiä.

## Media Finland arvostus

Olemme tarkastelleen Media Finland -segmentin arvoa laajan kansainvälisistä media-yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskertoimien kautta. Olemme haarukoineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 14 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Median murrokseen vastatakseen monet aiemmin perinteiset media-yhtiöt ovat hankkineet median perinteisten tuottolähteiden rinnalle muita tuottolähteitä, aivan kuten Sanoma on tehnyt. Tämän myötä toimijoiden keskuudessa on eroa siinä esimerkiksi siinä, kuinka pitkälle niiden tuotot ovat digitalisoituneet ja missä määrin niillä on muita tuottolähteitä perinteisen

median rinnalla. Lisäksi niiden markkina-asemissa on eroja. Siten suhtaudumme verrokkiryhmän kautta haarukoituun Media Finlandin arvoon vain suuntaa antavana.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2024-2025 mediaani EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2024 EV/S-kerrointa. Käyttämämme verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2024-2025 ovat 12x ja 10x. Vastaavasti verrokkiryhmän mediaani EV/S-kerroin vuodelle 2024 on puolestaan 1,1x.

Näillä edellä mainituilla arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 469-652 MEUR keskiarvon ollessa 553 MEUR.

Media Finlandin arvo on siten muuttunut hyvin lievästi edellisestä laajasta raportistamme (2023 arvio: 580 MEUR). Tämä on seurausta sekä lievästä muutoksesta tulosennusteissa että arvostuskertoimissa.

## Media Finland verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	24e	25e	24e	25e
Alma Media	955	13,2	12,4	3,1	3,0
Future PLC	1334	5,2	5	1,5	1,4
Gannett	1219	18,3	9,7	0,5	0,5
ITV PLC	3963	7,2	6,7	0,9	0,9
Lagardere	7550	14,2	13,4	0,9	0,8
Arnoldo Mondadori Editore	725	7,5	7,2	0,8	0,8
News Corp	14911	18,6	15,4	1,6	1,5
New York Times	6215	18,9	16,6	2,6	2,5
Promotora de Informaciones	1177	9,7	8	1,2	1,2
Prosiebensat 1 Media	3879	10,3	9,6	1,0	1,0
Rizzoli Corriere	580	5,8	n.a.	0,7	n.a.
Roularta Media Group	86	7,4	7,0	0,2	0,2
Schibsted	6747	52,1	37,1	5,6	5,5
TX Group	1795	16,3	10,5	1,8	1,8
<b>Keskiarvo</b>		<b>13,7</b>	<b>11,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Mediaani</b>		<b>11,7</b>	<b>9,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>



# Taloudellinen tilanne ja kehitys 1/2

## Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli vuoden 2023 lopussa 2 037 MEUR. Taseen varat muodostuvat suurelta osin aineettomasta omaisuudesta. Nämä taas koostuvat 812 MEUR:n liikearvosta (40 % taseesta) ja 720 MEUR:n muusta aineettomasta omaisuudesta (35 % taseesta). Liikearvo ja aineeton omaisuus on seurausta valtaosin yritysostoista, minkä lisäksi aineeton omaisuus sisältää esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeja. Liikearvosta 86 % kohdistuu Learning-liiketoimintaan, mikä heijastelee sen viime vuosien suuria yritysostoja.

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta liiketoiminta sitoo kohtuullisesti ja se muodostuu valtaosin rakennuksista eli toimitiloista. Aineellista omaisuutta taseessa oli vuoden 2023 lopussa 185 MEUR eli 9 % taseen loppusummasta. Pidämme taseen omaisuuseriä kuranteina, emmekä odota mittavan aineettoman omaisuuden johtavan olennaisiin alaskirjauksiin. Tämän taustalla on se, että liikearvo kohdistuu valtaosin oppimisliiketoimintaan, joka on hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Myös yhtiön tekemät arvonalentumistestaukset, jotka ovat mielestämme tehty järkeillä parametreilla, tukevat tätä näkemystämme.

## Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2023 lopussa nettokäyttöpääoma oli 200 MEUR negatiivinen eli - 14 % liikevaihdosta (2022: -11 %). Tämä on yhtiön omaan

historialliseen tasoon nähden tavanomaista matalampi, mikä arviomme mukaan osin selitty liiketoiminnan painopisteen muutoksella, kun oppimisliiketoiminnan suhteellinen osuus on kasvanut. Siten emme odota, että nykyrakenteella nettokäyttöpääoma laskee historialliselle noin -20 %:n tasolle.

## Velkataso on koholla, mutta hallinnassa

Korollista velkaa yhtiöllä oli 2023 vuoden lopussa 706 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat), rahavaroja 66 MEUR ja näin ollen korollista nettovelkaa oli 640 MEUR. Huomioitavaa kuitenkin on, että taseessa on 150 MEUR:n hybridilaina, joka luetaan kirjanpitolähtökäytännön mukaisesti omaksi pääomaksi. Siten se laskee nettovelkaa ja parantaa taseen tunnuslukuja. Loppuen lopuksi hybridilainan pääomat eivät kuitenkaan ole osakkeenomistajien pääomia, ja näin pidämme tätä nettovelan laskua vain teknisenä. Vuoden 2023 velkaantuneisuus oli nettovelka/käyttökate –kertoimella tasolla 2,8x. Tämä on yhtiön tavoitetason sisällä ja kokonaisuutena on se on mielestämme kestävä taso liiketoiminnan riskiprofiili huomioiden.

Yhtiön rahoituslainat koostuivat vuoden 2023 lopussa noin 250 MEUR:n pitkäaikaisesta ja noin 300 MEUR:n lyhytaikaisista lainoista. Pitkäaikaiset lainat koostuvat 250 MEUR:n syndikoidusta lainasta, joka erääntyy elokuussa 2026. Lyhytaikaiset lainat sisälsivät maaliskuussa 2024 erääntyneen 200 MEUR:n joukkovelkakirjalainan. Tämän velan uudelleen rahoituksen osalta yhtiö on sopinut 100 MEUR:n lainasopimuksesta, jonka maturiteetti on 12kk sisältäen option 10kk:n jatkosta. Yhtiöllä siis erääntyy lähivuosina suuria

lainoja, mutta emme odota niiden uudelleenrahoituksen muodostuvan ongelmaksi. Yhtiöllä on myös jo nyt 300 MEUR:n komittoitu rahoituslimiitti, joka oli täysin käyttämättä vuoden 2023 lopussa.

## Vapaa rahavirta on hyvällä tasolla

Sanoman vuosien 2019-2023 liiketoiminnan rahavirta on ollut 137-181 MEUR:n tasolla ja vuonna 2023 se ylsi 148 MEUR:oon. Keskimäärin liiketoiminnan rahavirta on ollut vajaa 14 % suhteessa liikevaihtoon eli varsin hyvällä tasolla.

On kuitenkin huomioitava IFRS16-standardin vaikutus, sillä suhteellisen maltillisista käyttöomaisuusinvestoinneista huolimatta (jaksolla keskimäärin 42 MEUR) nykyisessä kokoluokassa Sanoman vuokravastuiden lyhennykset ovat olleet vuositasolla karkeasti 30 MEUR:n vuotuisella tasolla.

Käyttöomaisuusinvestoinnit sekä vuokravastuiden lyhennykset huomioiden vuosien 2019-2023 vapaa rahavirta on ollut keskimäärin noin 87 MEUR ja se laski vuonna 2023 74 MEUR:oon. Jakson keskimääräinen vapaa rahavirta on ollut noin 0,54 euroa per osake ja vuodelta 2023 vapaa rahavirta vastaa 0,45 euroa per osake.

Samalla jaksolla Sanoma on maksanut keskimäärin noin 0,46 euron osakekohtaista osinkoa, jolloin vapaasta rahavirrasta on jäänyt vain vähän velkojen lyhentämiseen. Vuoden 2023 osinko asettui 0,37 euroon osakkeelta. Tämän suuruisen osingon yhtiön rahoitusasema mahdollistaa, eikä taseessa ole välitöntä tarvetta

# Taloudellinen tilanne ja kehitys 2/2

nettovelan laskulla, sillä taso on mielestämme kestävä. Toisaalta, jotta yhtiö pystyy jatkamaan epäorgaanista kasvua ja saavuttaa oppimisliiketoiminnan kasvutavoitteet, sen tulee vahvistaa rahoitusasemaa, ellei yhtiö hyödynnä oman pääoman ehtoista rahoitusta merkittävässä määrin.

Arvioimmekin, että nykyisellään yhtiön osinko on kestävällä tasolla, ja lähivuosina sisältöinvestointien supistumisen kautta vahvistuva rahavirta käytetään velkaantuneisuuden pienentämiseen. Tämä antaa paremmat mahdollisuudet epäorgaanisen kasvun jatkamiseen keskipitkällä aikavälillä, joskin suuret yritysostot arviomme mukaan edellyttäisivät oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämistä lähivuosina. Käytännössä tämä voisi tarkoittaa esimerkiksi oman pääoman keräämistä osakeannilla.

## Learningin epäorgaaninen kasvu on sitonut pääomaa, joka kuitenkin tuottaa kohtuullisesti

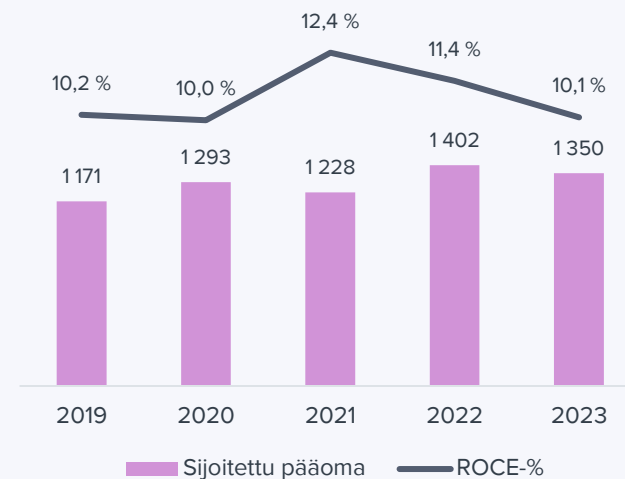
Vuosina 2016-2019 tehtyjen ydinliiketoimintaan kuulumattomien toimintojen karsimisen ja siitä seuranneen taseen pienenemisen jälkeen Sanoman tase ja sijoitettu pääoma on kasvanut viime vuosina jälleen reippaasti, minkä taustalla on etenkin Learningissa toteutettu epäorgaaninen kasvu. Merkittävästi paisuneesta taseesta huolimatta yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on yltänyt hyvälle tasolle, sillä viimeisen viiden vuoden aikana se on ollut keskimäärin vajaa 11 %. Näin ollen liiketoiminta on luonut

arvoa, sillä saavutettu sijoitetun pääoman tuotto ylittää mielestämme yhtiölle perustellun pääoman tuottovaateen.

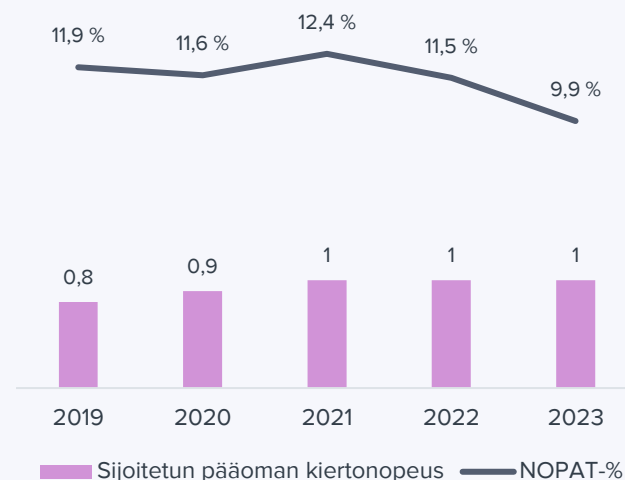
Sijoitetun pääoman tuottoa tarkasteltaessa on huomioitava, että viime vuosien operatiiviset tulokset eivät heijastele kesken tilikauden tehtyjen yritysostojen tulosta täysimääräisesti kokonaiselta vuodelta. Tämä heikentää sijoitetun pääoman tuottoa, sillä järjestelyihin käytetyt pääomat näkyvät täysimääräisesti taseessa sitoutuneena pääomana. Olemmekin käyttäneet sijoitetun pääoman tuoton laskennassa edellisen kahden vuoden keskimääräistä sijoitettua pääomaa.

Arvioimme, että yli ajan nykyisten liiketoimintojen sijoitetun pääoman tuotto on hieman viimeisen viiden vuoden tasoa korkeampi, mikäli yhtiö onnistuu käynnissä olevan oppimisliiketoiminnan merkittävässä kannattavuusparannusohjelmassa ja saavuttaa liiketoiminnassa kestävästi tavoittelemansa nykyistä korkeamman kannattavuustason.

## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



## Sijoitetun pääoman tuoton komponentit

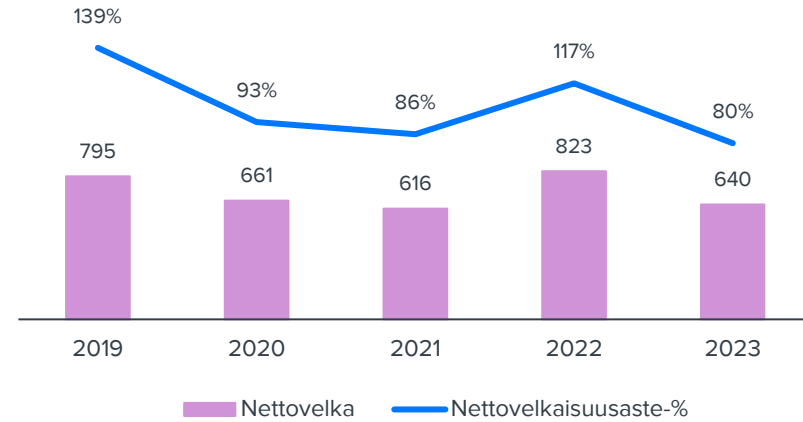


# Taloudellinen tilanne

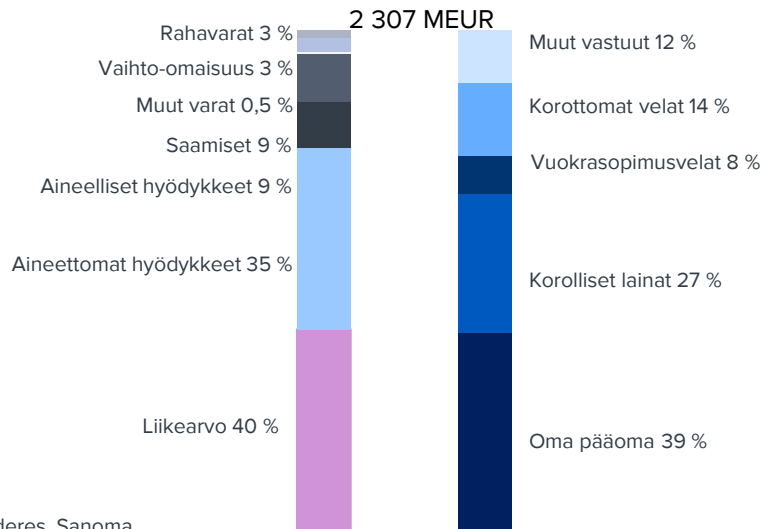
## Liikevaihto ja operatiivinen EPS



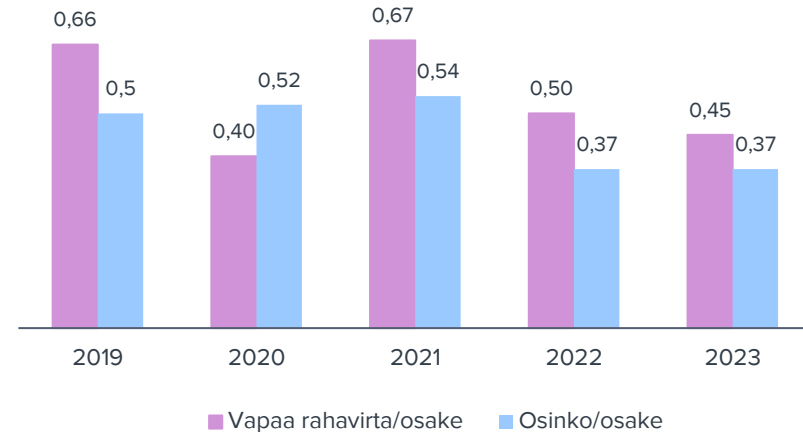
## Nettovelka (MEUR) ja nettovelkaisuusaste-% \*



## Taserakenne, 2023



## Vapaa rahavirta \*\* ja osinko per osake



Lähde: Inderes, Sanoma

\* Huom. Hybridilaina käsitelty omalla pääomana

\*\* Vapaa rahavirta = liikevoiton rahavirta – kom. Investoinnit – IFRS16 maksut

# Ennusteet konsernitasona

## Kuluvana vuonna kamppaillaan kustannusinflaation kanssa

Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,29-1,34 miljardia euroa (2023: 1,4 mrd.) ja operatiivisen liikevoiton ilman hankintamenojen poistoja olevan 160-180 MEUR vuonna 2024 (2023: 175 MEUR). Ennustemme vuoden 2024 liikevaihdoksi on 1 330 MEUR, mikä vastaa 4,5 %:n liikevaihdon laskua. Liikevaihdon laskua ajaa molemmat segmentit. Ennustamme operatiivisen liikevoiton kehittyvän käytännössä vakaasti suhteessa edellisvuoteen ja asettuvan 174 MEUR:oon. Ennustemme on lievästi ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Operatiivisten erien alapuolella odotamme korkeamman korkotason ja velkojen uudelleen rahoituksen myötä kohoavien nettorahoituskulujen kasvavan edellisvuodesta, kun taas veroasteen odotamme olevan tavanomaisella tasollaan. Siten vuoden 2024 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustemme on 0,41 euroa osakkeelta. Odotamme yhtiön maksavan vuodelta 2024 edellisvuoden tasoisen osingon eli 0,37 euroa osakkeelta.

## Vuosien 2025-2026 ennusteet: tehostustoimista tulosparannusta

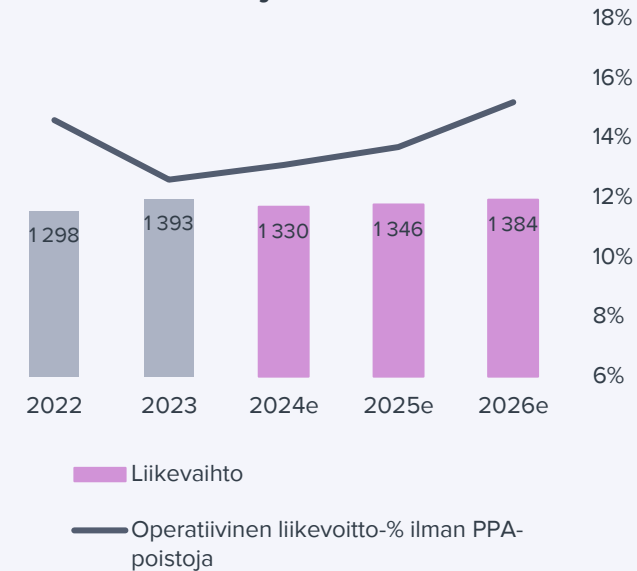
Vuosina 2025-2026 odotamme Sanoman liikevaihdon kasvavan noin 1%:n ja 3 %. Vuoden 2025 kasvu heijastelee talouskasvukehityksen myötä piristyvää Media Finlandin liikevaihdon kehitystä, mutta suhteellisesti suuremman Learningin vakaata liikevaihdon kehitystä. Vuonna 2026 odotamme Learningin yltävän selvästi ripeämpään kasvuun, mikä kääntää konsernitason liikevaihdon selvään kasvuun.

Vuosien 2025 ja 2026 konsernitason operatiivisen liikevoiton marginaalit ovat ennusteillamme 13,7 % ja 15,2 %. Selvästi suurempi marginaaliparannus vuonna 2026 ennusteissa pohjautuu etenkin Learningin Solar-tehostusohjelmaan, minkä vaikutus konsernitason kannattavuuteen on merkittävä. Operatiivista tuloskasvua mukaillen odotamme lähivuosien osakekohtaisen tuloksen pysyvän kasvu-uralla, kun velkaantuminen laskee ja pienentää rahoituskustannuksia. Odotamme korkotason myös laskevan ennusteissamme nykytasolta. Tuloskasvun myötä odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan ensin 0,39 euroon osakkeelta vuonna 2025 ja edelleen 0,40 euroon osakkeelta vuonna 2026. Lähivuosien vapaan rahavirran tulisi vahvistua jopa operatiivista tulosta nopeammin. Tämän taustalla on se, että Solar-tehostusohjelmaa ja opetussuunnitelmauudistuksia heijastellen sisältöinvestoinnit pienentyvät. Kuluva vuotta rokottavat vielä tietyt kertaerät, mutta etenkin vuosina 2025-2026 näiden tekijöiden tulisi vahvistaa vapaata rahavirtaa tuntuvasti.

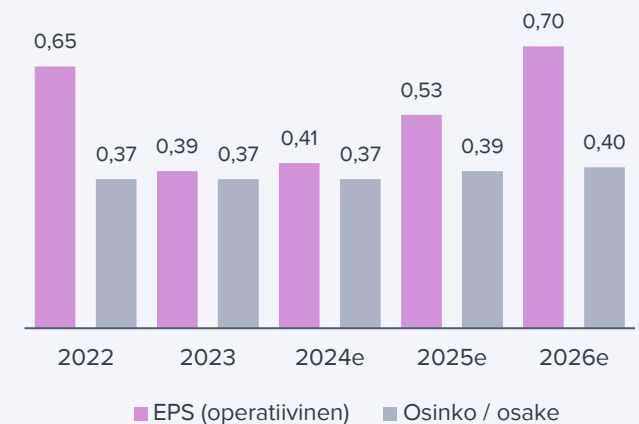
## Pitkän aikavälin tulosennusteet

Ennusteissamme Sanoman pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu asettuu 2 %:iin. Tämä heijastelee 2-5 % kasvavaa oppimisliiketoimintaa ja vakaasti kehittyvää medialiiketoimintaa. Lähivuosien kannattavuusparannuksen jälkeen odotamme jokseenkin vakaata kannattavuuskehitystä pitkällä aikavälillä, kun odotamme Learningin saavuttavan kannattavuuspotentiaalinsa, emmekä odota medialiiketoiminnan yltävän pitkän aikavälin kannattavuustavoitteeseensa.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Emme ole tehneet tässä päivityksessä operatiivisiin ennusteisiimme juurikaan ennustemuutoksia
- Raportoidun tuloksen tasolla tarkistimme Netwheels-myyntivoittoa aavistuksen aikaisempaa ennustettamme maltillisemmaksi
- Kohotimme myös hieman kuluvan vuoden nettorahoituskulujen ennusteita, mikä painoi kuluvan vuoden oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustetta

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1330	1330	0 %	1346	1346	0 %	1383	1384	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	134	133	0 %	151	151	0 %	186	186	0 %
Liikevoitto	101	98	-3 %	143	143	0 %	178	178	0 %
Tulos ennen veroja	67,0	60,5	-10 %	113	113	0 %	151	150	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,42	0,41	-5 %	0,53	0,53	0 %	0,71	0,70	0 %
Osakekohtainen osinko	0,37	0,37	0 %	0,39	0,39	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1298</b>	<b>218</b>	<b>341</b>	<b>580</b>	<b>254</b>	<b>1393</b>	<b>208</b>	<b>329</b>	<b>549</b>	<b>243</b>	<b>1330</b>	<b>1346</b>	<b>1384</b>	<b>1410</b>
Media Finland	618	142	153	150	153	598	138	148	146	152	584	592	599	605
Learning	681	76	188	431	100	795	71	181	403	92	746	754	785	805
<b>Käyttökate</b>	<b>329</b>	<b>11</b>	<b>55</b>	<b>205</b>	<b>16</b>	<b>287</b>	<b>17</b>	<b>91</b>	<b>191</b>	<b>16</b>	<b>315</b>	<b>357</b>	<b>368</b>	<b>380</b>
Poistot ja arvonalennukset	-217	-54	-55	-58	-67	-235	-54	-54	-54	-54	-217	-214	-190	-190
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA</b>	<b>189</b>	<b>-31</b>	<b>54</b>	<b>179</b>	<b>-27</b>	<b>175</b>	<b>-27</b>	<b>53</b>	<b>168</b>	<b>-19</b>	<b>174</b>	<b>184</b>	<b>211</b>	<b>219</b>
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>150</b>	<b>-41</b>	<b>43</b>	<b>169</b>	<b>-37</b>	<b>134</b>	<b>-38</b>	<b>43</b>	<b>157</b>	<b>-29</b>	<b>133</b>	<b>151</b>	<b>186</b>	<b>198</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>112</b>	<b>-43</b>	<b>-1</b>	<b>147</b>	<b>-52</b>	<b>52</b>	<b>-37</b>	<b>37</b>	<b>137</b>	<b>-38</b>	<b>98</b>	<b>143</b>	<b>178</b>	<b>190</b>
Media Finland	59	3	7	15	7	33	4	7	15	12	39	43	45	47
Learning	99	-42	39	156	-39	114	-39	39	145	-39	106	121	153	164
Kertaluonteiset erät	-38	-2	-43	-22	-14	-82	1	-6	-21	-9	-35	-8	-8	-8
Muut ja eliminoinnit	-8	-2	-3	-2	-6	-13	-3	-3	-3	-3	-12	-13	-13	-13
Nettorahoituskulut	-13	-6	-8	-9	-7	-31	-9	-10	-10	-9	-38	-30	-28	-26
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>99</b>	<b>-51</b>	<b>-9</b>	<b>138</b>	<b>-58</b>	<b>20</b>	<b>-46</b>	<b>27</b>	<b>127</b>	<b>-47</b>	<b>60</b>	<b>113</b>	<b>150</b>	<b>164</b>
Verot	-22	11	-2	-38	14	-17	10	-6	-32	10	-18	-25	-33	-36
Vähemmistöosuudet	-1	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettotulos</b>	<b>76</b>	<b>-40</b>	<b>-14</b>	<b>97</b>	<b>-47</b>	<b>-4</b>	<b>-39</b>	<b>19</b>	<b>93</b>	<b>-39</b>	<b>33</b>	<b>79</b>	<b>108</b>	<b>118</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,14</b>	<b>0,70</b>	<b>-0,22</b>	<b>0,39</b>	<b>-0,25</b>	<b>0,15</b>	<b>0,69</b>	<b>-0,19</b>	<b>0,41</b>	<b>0,53</b>	<b>0,70</b>	<b>0,77</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,47</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,59</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,12</b>	<b>0,57</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,20</b>	<b>0,48</b>	<b>0,66</b>	<b>0,72</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,7 %	3,4 %	8,9 %	12,7 %	-2,3 %	7,3 %	-4,3 %	-3,6 %	-5,4 %	-4,0 %	-4,5 %	1,2 %	2,8 %	1,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-5,2 %	112,0 %	-3,2 %	22,9 %	196,4 %	-10,7 %	-7,4 %	1,2 %	-6,8 %	-20,7 %	-0,2 %	13,0 %	23,0 %	6,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	25,3 %	5,2 %	16,0 %	35,3 %	6,2 %	20,6 %	8,2 %	27,8 %	34,8 %	6,5 %	23,7 %	26,5 %	26,6 %	27,0 %
<b>Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistot</b>	14,6 %	-14,1 %	15,7 %	30,9 %	-10,7 %	12,6 %	-13,2 %	16,3 %	30,5 %	-7,9 %	13,1 %	13,7 %	15,2 %	15,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	11,5 %	-18,7 %	12,5 %	29,1 %	-14,7 %	9,6 %	-18,1 %	13,2 %	28,7 %	-12,1 %	10,0 %	11,2 %	13,4 %	14,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	5,9 %	-18,4 %	-4,0 %	16,7 %	-18,6 %	-0,3 %	-18,7 %	5,7 %	16,9 %	-16,2 %	2,5 %	5,8 %	7,8 %	8,4 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

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

Osana toteutettua liikevaihdon ja tuloksen rakennemuutosta osakkeen pidemmän tähtäimen riskiprofiili on arviomme mukaan laskenut ja myös yhtiön operatiivinen kannattavuus- ja kassavirtaprofiili on parantunut. Velkaantuneisuus yhdessä kohonneiden korkojen kanssa kuitenkin syö kasvaneiden korkokulujen myötä tuntuvan osan kassavirrasta. Lyhyellä aikavälillä tämä hidastaa oppimisliiketoiminnan tavoiteltua epäorganista kasvua. Epäorganisen kasvun voi kuitenkin odottaa jatkuvan keskipitkällä aikavälillä.

## Yrityskaupat suuressa roolissa

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

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

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

### Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:

Tuloskasvun kiihdyttäminen yritysostojen kautta pitkällä tähtäimellä on mielestämme varsin todennäköisistä. Arviomme mukaan yritysostojen pääpaino on jatkossakin vakaammassa Learning-liiketoiminnassa. Siten yritysostoilla on mahdollisuus myös muokata liikevaihdon ja tuloksen rakennetta vieläkin vahvemmin kohti vakaampia tuotokomponentteja.

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

**Kannattavuuden parantuminen:** Näemme Sanomalla potentiaalia kannattavuuden parantamiseen molemmissa segmenteissä, mikä onnistuessaan vahvistaa kassavirtaa ja pienentää sen velkaantuneisuutta. Oppimisliiketoiminnan Solar-ohjelma tuo onnistuessaan merkittävän tulosparannuksen, kun taas medialiiketoiminnassa tehostustarve on jatkuva toiminnan rakenteellista muutosta peilaten.

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

### Painetun median tuottojen hiipuminen:

Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja painaa medialiiketoiminnan

kassavirtaa.

**Kilpailuaseman heikentyminen:** Media-alan kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on heikentynyt.

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

**Toimintaympäristöön liittyvät riskit:** Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikko suhdanne ja kohollaan oleva inflaatio heikentää tulosodotuksia etenkin Median Finlandissa, missä hintojen korottaminen on arviomme mukaan haastavampaa. Pitkän aikavälin kysyntätrendit edellyttävät myös jatkuvaa sopeuttamista medialiiketoiminnassa.

**Yrityskauppariskit:** Sanomalla on historiassaan useita epäonnistuneita yrityskauppoja, jotka ovat tuhonneet omistaja-arvoa ja toimivat muistutuksena niihin liittyvistä riskeistä. Nykyisellä liiketoimintarakenteella näiden todennäköisyys on kuitenkin mielestämme aiempaa maltillisempi ja heikot yritysostot on tehty ennen yhtiön nykyistä johtoa.

# Sijoitusprofiili

1.

**Oppimisliiketoiminta on defensiivistä ja kasvaa yli ajan**

2.

**Median rakennemuutos jarruttaa orgaanista kasvua, kasvua haetaan yritysostoin etenkin oppimisliiketoiminnassa**

3.

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

4.

**Velkaantuneisuus on koholla, mikä nousseen velan kustannuksen kanssa syö kassavirtaa**

5.

**Kustannusinflaatio testaa hinnoitteluvoimaa ja tehostuskeinoja**

## Potentiaali



- Tuottojen defensiivisyyden parantaminen liiketoiminnan painopisteen kallistuessa kasvavissa määrin Learning -liiketoimintaan
- Digituottojen ja -palveluiden kasvu
- Molempien segmenttien tehostusohjelmat ja kannattavuuden parannuspotentiaali
- Liikevaihdon rakenteen parantuminen oppimisliiketoiminnan kasvun kautta

## Riskit



- Yritysostojen ja integraation epäonnistuminen
- Median rakennemurroksen ja painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Teknologiaan ja sääntelyyn liittyvät riskit



# Arvostus 1/2

## Arvonmäärittäminen

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

## Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa näkemyksemme mukaan lähivuosina tuntuvasti osinkotuottoon, joka on ennusteillamme keskimäärin vajaan 6 %:n tasolla lähivuosina.

Ennustamme Sanoman operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina, minkä taustalla on etenkin Learningin tuloskasvu. Tämän odotamme myös valuvan maltillistuvan velkaantuneisuuden ja sen ansiosta laskevien nettorahoituskulujen seurauksena nettotulokseen. Siten odotamme yhtiön oikaistun EPS:n kasvan olennaisesti vuoteen 2026 mentäessä. Siten tuloskasvu muodostaa osakkeelle olennaisen tuotto-odotuksen ajurin.

Vuoden 2023 tuloksella Sanoma arvostetaan oikaistulla P/E-kertoimella 18x ja vastaava EV/EBITA-kerroin on 11x. Mielestämme nämä arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena korkeat, etenkin kun huomioidaan hybridilainan korot

huomioiva nettotulospohjainen arvostus. Odottamamme tuloksen elpymisen painaa vastaavia arvostuskertoimia selvästi matalammaksi, kun vuoden 2026 oikaistu P/E-kerroin on vain 10x ja EV/EBITA-kerroin on 9x. Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi edellisen viiden vuoden mediaani arvostuskertoimien alapuolella (2019-2023 oik. P/E 19x ja EV/EBITA ~ 15x). Emme pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa perusteltuna nyt, kun korkojen nousun myötä tuottovaateet ovat selvästi kohonneet. Pidämmekin nyt 12-15x P/E-kerrointa ja EV/EBITA 12-14x tasoa perusteltuina.

Nähdäksemme tuloskasvu kuitenkin enemmän kuin kompensoi arvostuskertoimien laskuvaran ja siten tuloskasvu muodostaa tuotto-odotukselle arvostuksen laskuvaraa suuremman ajurin. Tämä yhdessä ennustamamme osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen yli tuottovaateen.

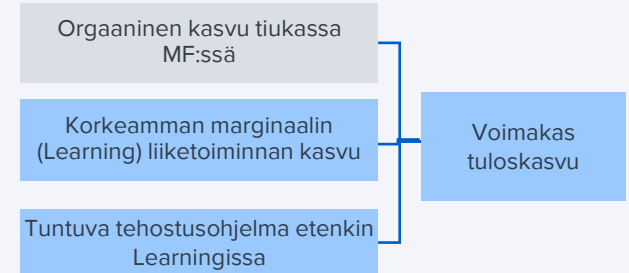
## Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonmäärittäksessä kassavirtalaskelmalle (DCF) voi mielestämme antaa painoarvoa, koska etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat pidemmällä tähtäimellä vakaat ja ennustettavat. Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää mallissa 2 %:n kasvuun keskipitkän ja pitkän aikavälin ennustejaksolla (2027-2033). Vastaavasti EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2023 11,5 %:n tasolta keskimäärin 13,2 %:iin pidemmällä aikavälillä ja terminaalissa se asettuu 13,0 %:iin. Tämä heijastelee oppimisliiketoiminnan korkeampaa kannattavuutta ja kohoavaa suhteellista osuutta liikevaihdosta. Lähihistoriassa

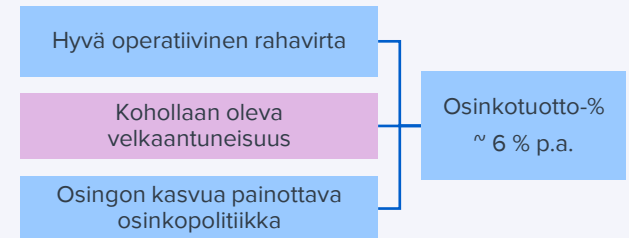
## Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

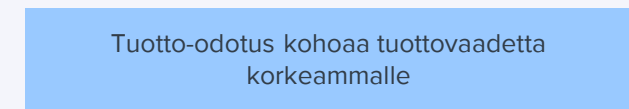
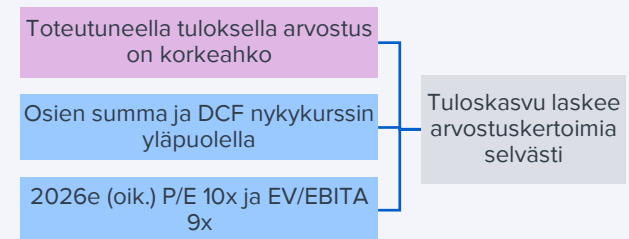
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvostus 2/2

yhtiö on myös yltänyt näitä tasoja korkeampaan operatiiviseen kannattavuuteen (ilman PPA-poistoja), joten turhan vaativana emme näitä pitkän tähtäimen kannattavuusodotuksia pidä. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,6 % ja oman pääoman kustannus on 8,4 %. Näihin parametreihin perustuva kassavirtamallimme mukainen arvo osakkeelle on 8,3 euroa osakkeelta.

## Myös tasepohjainen arvostus viitoittaa hinnoittelun olevan maltillinen

Nykykurssilla laskettu Sanoman vuoden 2023 lopun yritysarvo vastaa ennusteillamme vajaa 1,3x sen sijoitettua pääomaa (EV/IC). Vastaavasti historiallisesti yhtiö on saavuttanut karkeasti 11 %:n sijoitetun pääoman tuoton, mistä haarukoituna nykyinen tuotto-odotus asettuu reiluun 8 %:iin. Tämä on yli soveltamamme tuotto-odotuksen ja siten myös tasepohjaisesti arvostus kääntyy mielestämme houkuttelevan puoleiseksi etenkin kun odotamme pääoman tuoton kohenevan tulosparannuksen turvin.

## Osien summa -laskelma

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

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on segmenttikatsauksissa esittelemiemme suhteellisten arvonmäärittysten pohjalta 2 266

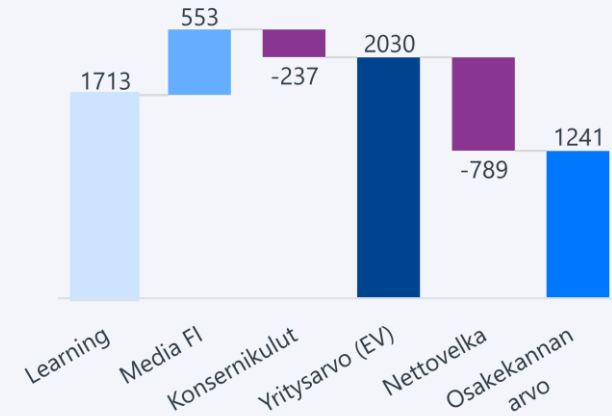
MEUR. Learningin vastaa reilua 2/3 koko konsernin yritysarvosta, kun taas Media Finlandin arvo vastaa noin kolmannesta sen matalampaa perusteltua arvostustasoa sekä myös pienempää tulosta heijastellen. Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernikulujen nykyarvo (237 MEUR) sekä korollinen nettovelka (ml. 150 MEUR hybridi) vuoden 2023 lopussa (789 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan arvoksi osien summan perusteella 1241 MEUR tai noin 7,6 euroa per osake.

Mielestämme osien summa -laskelma toimii Sanoman arvonmäärittelyn viitekehyksen muodostamisessa, mutta suoraan tavoitehintaamme emme siihen pohjaa. Tämän taustalla on se, että emme odota erillisten osien arvon realisoituvan yritysjärjestelyiden kautta, sillä emme odota Sanoma-konsernia pilkottavan osiin. Myös molemmille segmenteille ja eritoten oppimisliiketoiminnalle muodostettavissa olevat verrokkiryhmät ovat jokseenkin suppeita tai ei täysin vertailukelpoisia. Tätä taustaa vasten suhtaudummekin osien summa -laskelman mukaiseen arvon vain suuntaa antavana.

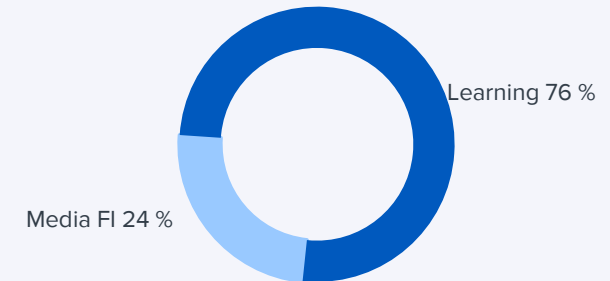
## Arvostuksen yhteenveto

Eri menetelmien pohjalta haarukoituna saamme osakkeen käyväksi arvoksi 7-8,5 per osake. Menetelmät viitoittavatkin osakkeen olevan maltillisesti arvostettu suhteessa lähivuosien ennustettuun tuloskehitykseen. Samaan aikaan pidämme pitkälti Learningin tehostusohjelmaan nojaavan tulosparannusohjelman askelmerkkejä varsin selkeinä ja siten tulosparannusohjelmaan liittyvää riskitasoa keskimääräistä matalampana. Tätä taustaa vasten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykykurssilla houkuttelevana.

## Arvio Sanoman osien summasta, 5/2024



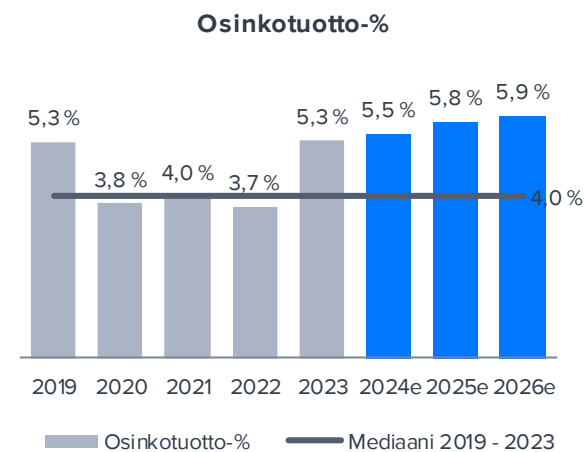
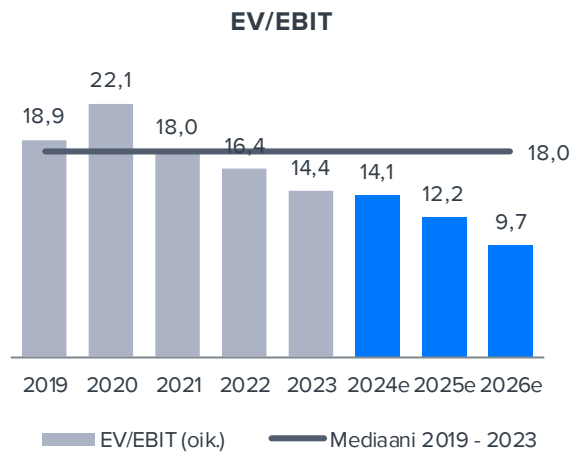
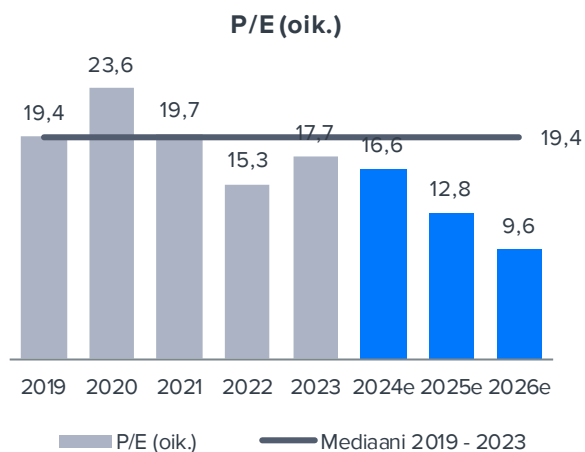
## Yritysarvon jakautuminen, 5/2024



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,45	13,7	13,6	9,96	6,95	<b>6,73</b>	<b>6,73</b>	<b>6,73</b>	<b>6,73</b>
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163	163	163	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>163</b>
Markkina-arvo	1536	2240	2219	1625	1135	<b>1100</b>	<b>1100</b>	<b>1100</b>	<b>1100</b>
Yritysarvo (EV)	2348	2951	2842	2453	1928	<b>1882</b>	<b>1838</b>	<b>1797</b>	<b>1753</b>
P/E (oik.)	19,4	23,6	19,7	15,3	17,7	<b>16,6</b>	<b>12,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,8</b>
P/E	25,0	9,5	22,1	21,3	neg.	<b>33,0</b>	<b>14,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>
P/B	2,9	3,2	3,1	2,3	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
P/S	1,7	2,1	1,8	1,3	0,8	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
EV/Liikevaihto	2,6	2,8	2,3	1,9	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	9,3	6,6	8,1	7,5	6,7	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>
EV/EBIT (oik.)	18,9	22,1	18,0	16,4	14,4	<b>14,1</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>
Osinko/tulos (%)	132,3 %	35,8 %	87,6 %	79,2 %	neg.	<b>181,6 %</b>	<b>81,0 %</b>	<b>60,7 %</b>	<b>58,1 %</b>
Osinkotuotto-%	5,3 %	3,8 %	4,0 %	3,7 %	5,3 %	<b>5,5 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>6,2 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Alma Media	816	955	13,2	12,4	10,7	10,1	3,1	3,0	14,6	14,0	4,8	5,2	3,5
Future PLC	899	1334	5,2	5,0	4,7	4,6	1,5	1,4	5,5	5,1	0,5	0,5	66,2
Gannett Co	336	1219	18,3	9,7	4,8	4,5	0,5	0,5		10,0			
ITV PLC	3290	3963	7,2	6,7	6,1	5,6	0,9	0,9	8,3	7,4	7,1	7,4	1,7
Lagardere SA	2971	7550	14,2	13,4	8,4	9,1	0,9	0,8	11,7	10,7	3,9	4,1	4,1
Arnoldo Mondadori Editore	587	725	7,5	7,2	4,8	4,6	0,8	0,8	8,7	8,3	5,9	6,6	1,8
News Corp	12870	14911	18,6	15,4	10,2	9,2	1,6	1,5	32,3	26,7	0,8	0,8	1,6
New York Times	6638	6215	18,9	16,6	15,7	14,1	2,6	2,5	25,8	23,2	1,2	1,2	3,7
Promotora de Informaciones SA	355	1177	9,7	8,0	6,2	5,6	1,2	1,2	10,5	5,8			
Prosiebensat 1 Media	1695	3879	10,3	9,6	6,8	6,5	1,0	1,0	7,0	6,4	3,9	4,3	1,1
Rizzoli Corriere	427	580	5,8		4,0		0,7		7,4		7,3		1,0
Roularta Media Group	143	86	7,4	7,0	2,8	2,7	0,2	0,2	14,3	13,2	9,2	9,2	0,7
Schibsted	6129	6747	52,1	37,1	30,4	25,5	5,6	5,5	55,7	38,0	0,7	0,8	1,8
TX Group AG	1543	1795	16,3	10,5	8,4	7,2	1,8	1,8	10,0	8,9	3,6	4,5	0,4
Bloomsbury Publishing PLC	515	481	8,7		7,7	10,0	1,2	1,5	11,8	16,8	2,3	2,4	
Pearson PLC	7660	8651	12,2	11,3	9,1	8,7	2,0	1,9	15,4	13,8	2,5	2,7	1,7
John Wiley & Sons Inc	1932	2694	73,2	13,7	8,5	7,5	1,6	1,7	15,7	12,2	3,7	3,8	
Wilmington PLC	393	372	12,0	11,7	10,6	10,3	2,4	2,3	16,7	15,8	2,9	3,0	
2U Inc	19	797	14,9	13,6	7,0	6,0	1,1	1,0		6,5			0,1
Chegg Inc	515	711	7,9	7,7	4,4	4,2	1,2	1,2	5,2	5,0			0,6
<b>Sanoma (Inderes)</b>	<b>1100</b>	<b>1881</b>	<b>14,1</b>	<b>12,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>16,6</b>	<b>12,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>16,7</b>	<b>12,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>15,4</b>	<b>13,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,1</b>	<b>10,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>11,8</b>	<b>10,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>17 %</b>	<b>12 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>41 %</b>	<b>20 %</b>	<b>51 %</b>	<b>52 %</b>	<b>-14 %</b>
<b>Media verrokkit</b>													
Keskiarvo			<b>13,7</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>15,1</b>	<b>12,7</b>			<b>6,7</b>
Mediaani			<b>11,7</b>	<b>9,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>			<b>1,7</b>
<b>Learning verrokkit</b>													
Keskiarvo			<b>21,5</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>12,9</b>	<b>11,7</b>			<b>0,8</b>
Mediaani			<b>12,1</b>	<b>11,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>15,4</b>	<b>13,0</b>			<b>0,6</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

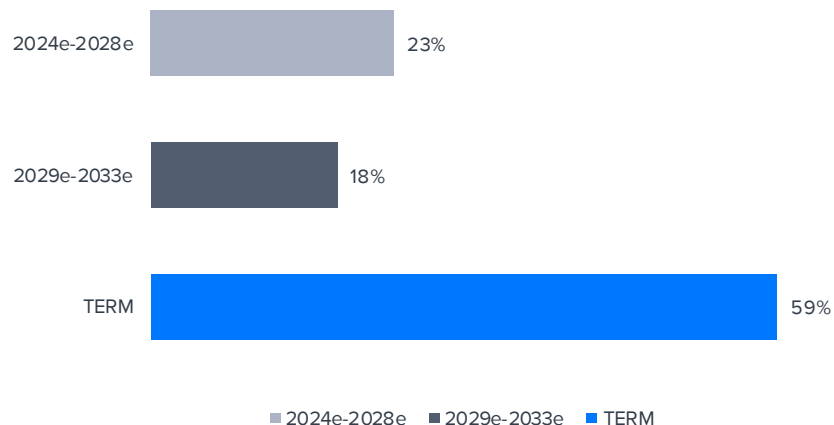
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	-4,5 %	1,2 %	2,8 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,7 %	7,4 %	10,7 %	12,9 %	13,5 %	13,0 %	13,5 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>51,5</b>	<b>98,5</b>	<b>143</b>	<b>178</b>	<b>190</b>	<b>187</b>	<b>198</b>	<b>202</b>	<b>198</b>	<b>202</b>	<b>206</b>	
+ Kokonaispoistot	235	217	214	190	190	180	183	192	193	195	196	
- Maksetut verot	-17	-18	-25	-33	-36	-36	-40	-41	-41	-42	-43	
- verot rahoituskuluista	-6,7	-11,0	-6,7	-6,1	-5,9	-4,9	-3,4	-3,1	-2,8	-2,7	-2,6	
+ 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	55	-1	-7	-6	-8	-1	-4	-4	-6	-12	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>318</b>	<b>285</b>	<b>318</b>	<b>323</b>	<b>331</b>	<b>325</b>	<b>334</b>	<b>345</b>	<b>342</b>	<b>340</b>	<b>357</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-203	-178	-181	-186	-192	-194	-196	-198	-200	-202	-204	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>114</b>	<b>107</b>	<b>138</b>	<b>136</b>	<b>139</b>	<b>131</b>	<b>138</b>	<b>147</b>	<b>142</b>	<b>138</b>	<b>154</b>	
+/- Muut	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	114	107	138	136	139	131	138	147	142	138	154	2796
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>102</b>	<b>122</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>92,9</b>	<b>90,9</b>	<b>90,4</b>	<b>81,1</b>	<b>73,3</b>	<b>76</b>	<b>1376</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2323	2220	2099	1986	1880	1788	1697	1606	1525	1452	1376
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>2323</b>										
- Korolliset velat		-855										
+ Rahavarat		65,9										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1534</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,3</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

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

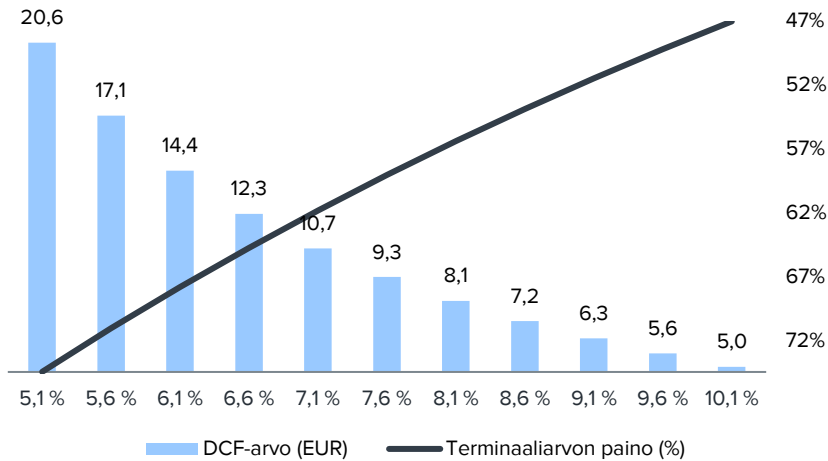
Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain

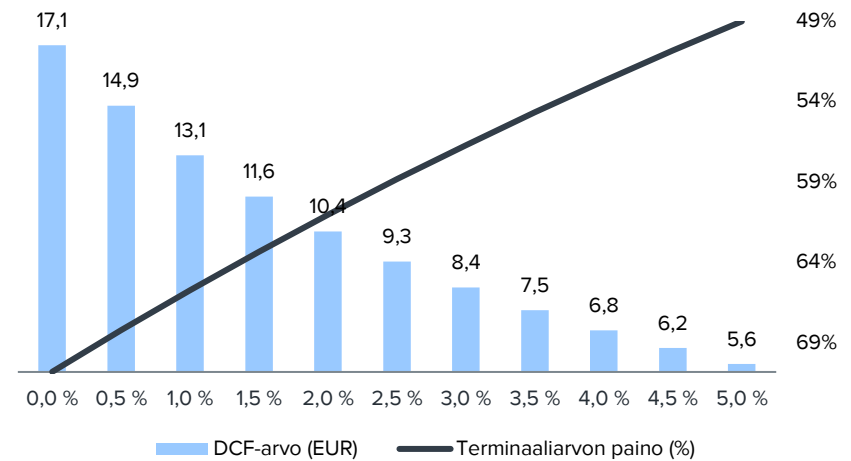


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

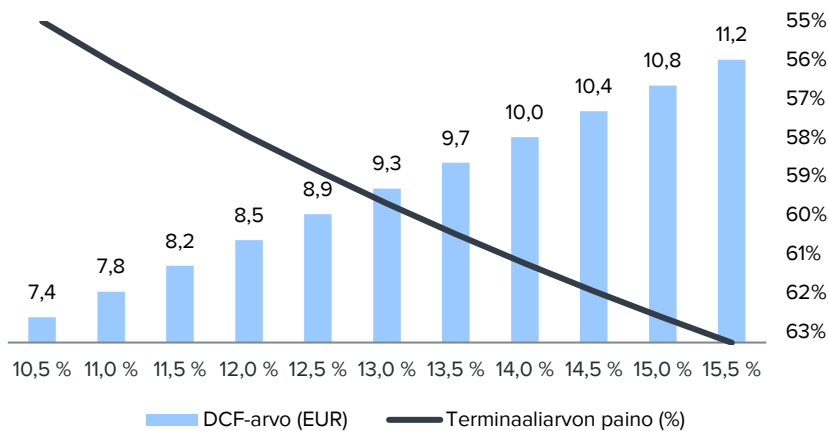
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



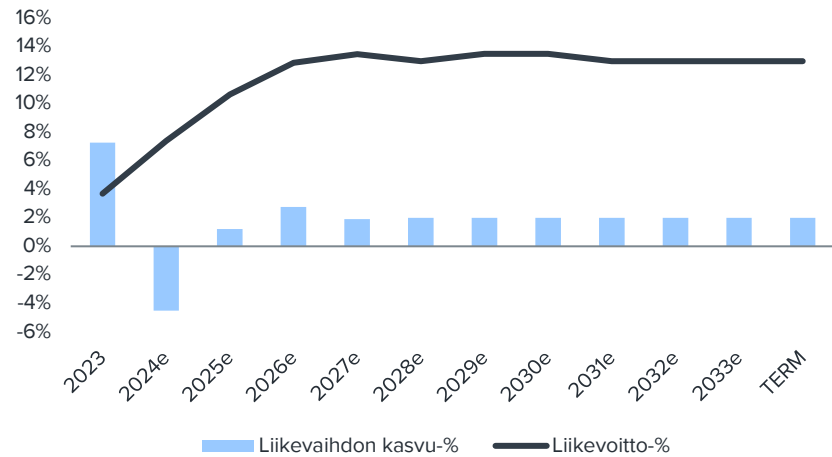
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1673</b>	<b>1643</b>	<b>1645</b>	<b>1645</b>	<b>1667</b>
Liikearvo	812	812	812	812	812
Aineettomat hyödykkeet	611	601	583	559	562
Käyttöomaisuus	211	185	205	228	247
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4	4	4
Muut sijoitukset	4	6	6	6	6
Muut pitkäaikaiset varat	21	31	31	31	31
Laskennalliset verosaamiset	11	6	6	6	6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>302</b>	<b>273</b>	<b>261</b>	<b>273</b>	<b>287</b>
Vaihto-omaisuus	71	54	51	54	55
Muut lyhytaikaiset varat	11	14	14	14	14
Myyntisaamiset	179	139	133	141	152
Likvidit varat	41	66	63	64	65
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>2104</b>	<b>2037</b>	<b>1985</b>	<b>1965</b>	<b>1975</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>702</b>	<b>799</b>	<b>770</b>	<b>788</b>	<b>832</b>
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarat	205	140	113	131	175
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	149	149	149	149
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	419	436	436	436	436
Vähemmistöosuus	7	3	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>850</b>	<b>499</b>	<b>533</b>	<b>615</b>	<b>570</b>
Laskennalliset verovelat	121	116	116	116	116
Varaukset	0	2	2	2	2
Korolliset velat	719	374	408	491	445
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	9	7	7	7	7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>552</b>	<b>738</b>	<b>683</b>	<b>561</b>	<b>574</b>
Korolliset velat	145	331	287	161	167
Lyhytaikaiset korottomat velat	252	242	231	236	242
Muut lyhytaikaiset velat	154	165	165	165	165
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>2104</b>	<b>2037</b>	<b>1985</b>	<b>1965</b>	<b>1975</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	1252	1298	1393	<b>1330</b>	<b>1346</b>	EPS (raportoitu)	0,62	0,47	-0,03	<b>0,20</b>	<b>0,48</b>
Käyttökate	349	329	287	<b>315</b>	<b>357</b>	EPS (oikaistu)	0,69	0,65	0,39	<b>0,41</b>	<b>0,53</b>
Liikevoitto	142	112	52	<b>98</b>	<b>143</b>	Operat. kassavirta / osake	1,86	1,39	1,95	<b>1,75</b>	<b>1,95</b>
Voitto ennen veroja	134	99	20	<b>60</b>	<b>113</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,87	-0,83	0,70	<b>0,66</b>	<b>0,84</b>
Nettovoitto	100,5	76,2	-4,1	<b>33,3</b>	<b>78,6</b>	Omapääoma / osake	4,38	4,26	4,88	<b>4,71</b>	<b>4,82</b>
Kertaluontoiset erät	-15,8	-37,9	-82,3	<b>-35,0</b>	<b>-7,5</b>	Osinko / osake	0,54	0,37	0,37	<b>0,37</b>	<b>0,39</b>
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	1932	2104	2037	<b>1985</b>	<b>1965</b>	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	4 %	7 %	<b>-5 %</b>	<b>1 %</b>
Oma pääoma	721	702	799	<b>770</b>	<b>788</b>	Käyttökateen kasvu-%	-22 %	-6 %	-13 %	<b>10 %</b>	<b>13 %</b>
Liikearvo	753	812	812	<b>812</b>	<b>812</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	18 %	-5 %	-11 %	<b>0 %</b>	<b>13 %</b>
Nettovelat	616	823	640	<b>632</b>	<b>588</b>	EPS oik. kasvu-%	19 %	-6 %	-40 %	<b>3 %</b>	<b>30 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	27,9 %	25,3 %	20,6 %	<b>23,7 %</b>	<b>26,5 %</b>
Käyttökate	349	329	287	<b>315</b>	<b>357</b>	Oik. Liikevoitto-%	12,6 %	11,5 %	9,6 %	<b>10,0 %</b>	<b>11,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-7	-69,1	54,8	<b>-1,3</b>	<b>-7,5</b>	Liikevoitto-%	11,4 %	8,6 %	3,7 %	<b>7,4 %</b>	<b>10,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	303	227	318	<b>285</b>	<b>318</b>	ROE-%	14,3 %	10,8 %	-0,5 %	<b>4,3 %</b>	<b>10,1 %</b>
Investoinnit	-159	-324	-203	<b>-178</b>	<b>-181</b>	ROI-%	9,8 %	7,4 %	3,3 %	<b>6,6 %</b>	<b>9,9 %</b>
Vapaa kassavirta	142	-136	114	<b>107</b>	<b>138</b>	Omavaraisuusaste	40,2 %	35,8 %	42,2 %	<b>41,7 %</b>	<b>43,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	85,5 %	117,3 %	80,0 %	<b>82,1 %</b>	<b>74,6 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,1	7,5	6,7	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	18,0	16,4	14,4	<b>14,1</b>	<b>12,2</b>						
P/E (oik.)	19,7	15,3	17,7	<b>16,6</b>	<b>12,8</b>						
P/B	3,1	2,3	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>						
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	5,3 %	<b>5,5 %</b>	<b>5,8 %</b>						

Lähde: Inderes



# ESG

Sanoman liikevaihdon taksonomiakelpoisuusprosentti heijastaa sitä, että ainoastaan yhtiön radio- ja televisiotoiminta ovat yhtiön arvion mukaan taksonomian piiriin kuuluvaa liikevaihtoa. Näiden suhteellinen osuus yhtiön liiketoiminnasta on melko matala ja näin ollen merkittävä osa liiketoiminnasta ja liikevaihdosta eivät ei sisälly taksonomian piiriin.

## Liiketoiminta ei ole päästöintensiivistä, mutta silti poliittinen ulottuvuus on merkittävä

Näkemyksemme mukaan Sanoman liiketoiminnan poliittinen ulottuvuus on varsin merkittävä liiketoiminnan jatkumon kannalta, koska sekä oppimisliiketoimintaan että medialiiketoimintaan liittyvät poliittiset ja lainsäädännölliset tekijät.

Merkittävästä poliittisesta ulottuvuudesta johtuen poliittisilla päätöksillä voi kuitenkin olla olennaista vaikutusta molempiin liiketoiminta-alueisiin, mikä näkyy esimerkiksi oppimisliiketoiminnassa opetus suunnitelmauudistuksina. Emme kuitenkaan näe, että alhainen taksonomiakelpoisuus ja – mukaisuusprosentti lisäisi sanoman liiketoiminnallista riskiä, toisin kuin päästöintensiivisimmillä toimialoilla voi olla.

Sanoman liiketoiminnan kulujen taksonomiakelpoisuus on suhteellisen korkea, mikä heijastelee muun muassa TV-ohjelmien lähettämiseen, digitaaliseen tuotantoon ja ostettuun digitaaliseen liikenteeseen linkittyvää kustannusrakennetta. Kokonaisuutena emme tällä hetkellä näe taksonomialla olevan Sanomalle suoria lyhyen aikavälin taloudellisia vaikutuksia, kuten esimerkiksi merkittävästi suurempia liiketoiminnan kuluja tai pienempiä rahoituskustannuksia.

## Päästöjen osalta Scope 3 on merkittävässä roolissa

Sanoman liiketoimintamallin myötä valtaosa (94 %) sen toiminnan aiheuttamista päästöistä muodostuvat Scope 3:n mukaisista päästöistä eli päästöistä arvoketjussa, kun taas sen oman toiminnan päästöjen osuus on hyvin pieni (6 %). Näin ollen yhtiö keskittyy etenkin näiden toimitusketjussa syntyvien päästöjen vähentämiseen, ja etenkin hankittujen tuotteiden ja palvelujen eli materiaalin ja sisällön tuotannon aiheuttamien päästöjen vähentämiseen. Yhtiöllä on kuitenkin tavoite pienentää Scope 1 ja 2 päästöjä 42 % vuoteen 2030 mennessä. Selvästi suurempi vaikutus olisi kuitenkin yhtiön niin ikään vuoteen 2030 tavoittelemalla 38 %:n laskulla Scope 3:n päästöissä. Näemme tavoitteen scope 3:sta haasteelliseksi saavuttaa, mikäli muiden sektoreiden (energiantuotanto ja logistiikka) päästöt eivät vähene toivotulla tavalla.

Taksonomiakelpoisuus	2022*	2023
Liikevaihto	13,8 %	13 %
OPEX	51,0 %	56 %
CAPEX	20,4 %	37 %

Taksonomian mukaisuus	2022*	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Kyllä	Kyllä

\*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakelpoisuudesta johtu

# 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.2.2022	Lisää	14,00 €	12,58 €
13.4.2022	Lisää	14,00 €	12,26 €
2.5.2022	Lisää	14,00 €	12,04 €
8.6.2022	Lisää	14,00 €	13,18 €
26.7.2022	Vähennä	14,00 €	14,76 €
28.7.2022	Vähennä	14,00 €	13,80 €
28.10.2022	Vähennä	11,50 €	12,16 €
10.1.2023	Vähennä	10,00 €	9,96 €
13.2.2023	Vähennä	9,50 €	9,48 €
2.5.2023	Lisää	8,50 €	7,88 €
5.5.2023	Lisää	8,00 €	7,29 €
24.7.2023	Lisää	7,50 €	6,72 €
27.7.2023	Lisää	7,50 €	7,21 €
27.10.2023	Vähennä	7,50 €	7,45 €
22.1.2024	Vähennä	7,00 €	6,76 €
7.2.2024	Lisää	7,00 €	6,35 €
2.5.2024	Lisää	7,00 €	6,73 €

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

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

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

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

### Inderes 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.**