

# Ilkka

## Laaja raportti

17.10.2024 21.00 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kannattavuusparannus muutosprosessin keskiössä

Perinteikäs mediayhtiö Ilkka on muokannut tulovirtojaan viime vuosina merkittävästi ja nyt Markkinointi- ja teknologiapalvelut muodostavat yli puolet sen liikevaihdosta. Muutosprosessin seuraavassa vaiheessa strategiakaudella 2024-2026 mielestämme keskeistä on näiden uusien tulovirtojen kannattavuuden vahvistaminen. Osake hinnoitellaan merkittävästi alle sen osien summan (6,09 euroa/osake), minkä ansiosta osakkeen tuotto/riski-suhde on mielestämme houkutteleva. Siten toistamme lisää-suosituksemme ja 3,5 euron tavoitehintamme.

## Perinteikäs mediayhtiö muutosmatkalla

Perinteikäs Pohjanmaan mediayhtiö Ilkka on vastannut media-alan murrokseen kasvattamalla sen markkinointi-, viestintä- ja teknologiapalveluita merkittävästi erityisesti yritysostojen kautta, mutta myös orgaanisesti. Edellisvuoden luvuin laskettuna sisältö- ja mainostuotoista muodostuva Mediapalvelut-segmentti toi konsernin liikevaihdosta noin 45 %. Vastaavasti Markkinointi- ja teknologiapalvelut vastasivat 55 % liikevaihdosta, josta hieman yli puolet olivat jatkuvalaskutteista liikevaihtoa. Osana muutosprosessia Ilkka on myynyt hiljattain painoliiketoimintansa ja pidämme myös medialiiketoiminnasta luopumista mahdollisena lähivuosina. Arviomme mukaan medialiiketoiminnan kannattavuutta rajoittavat median kulutuksen siirtyminen printistä digiin ja liiketoiminnan pieni kokoluokka. Tämä nähdäksemme puoltaa Mediapalveluiden myyntiä. Tämä myös selkeyttäisi Ilkan sijoitusprofiilia, kun yhtiö keskittyisi Markkinointi- ja teknologiapalveluihin tulevaisuudessa.

## Liiketoimintoja ohjaavat erisuuntaiset trendit, kannattavuuden vahvistumisesta tarvitaan näyttöjä

Liikevaihdon jakaumaa ja nykyisten liiketoiminta-alueiden erisuuntaisia kysyntätrendejä heijastellen konsernitason kasvunäkymä on lyhyelle ja keskipitkälle tähtäimelle maltillinen. Ennustammekin taantuvaa Mediapalvelujen ja hieman nopeammin kasvavaa Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kehitystä peilaten liikevaihdon kasvun yltävän keskipitkällä aikavälillä keskimäärin lievästi positiiviseksi. Kasvun kautta odotamme myös Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kannattavuuden kohoavan asteittain. Segmentin kannattavuuspotentiaalin osoittaminen on mielestämme Ilkan sijoittajatarinan kannalta myös tärkeää. Ennusteissamme lähivuosien tuloskehitystä toisaalta rajaa Mediapalveluiden vaisu tulostaso, kun taas nettotuloksen ja kassavirran ennustamme saavan merkittävää tukea Alma Median maksamista osingoista.

## Hinnassa ja osien summan mukaisessa arvossa on merkittävä ero

Lähestymme Ilkan arvostusta ensisijaisesti osien summa –laskelman kautta, sillä yhtiöllä on merkittävä omistus Alma Mediassa, tuntuvat nettovarat ja erilaiset perustellut arvostustasot omaavat liiketoiminnot. Osien summa –laskelmamme on nyt 6,09 eurossa, mistä pelkästään 4,0 euroa/osake muodostuu Alma Median osakkeista ja 1,38 euroa nettokassasta. Emme kuitenkaan odota arvon purkautuvan 12 kuukauden tähtäimellä, mutta myös pidemmällä horisontilla tapahtuvasta purkautumisesta muodostuu houkutteleva vuotuinen tuotto-odotus. Arvon purkautumisen odottelun aikana ennustamme lähivuosien osinkotuotoksi keskimäärin noin 7 %. Tämä nähdäksemme muodostaa tuotto-odotukselle tietyntalouden skenaariossa, jossa Ilkka ei onnistu arvon purkamisessa keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä.

## Suositus

### Lisää

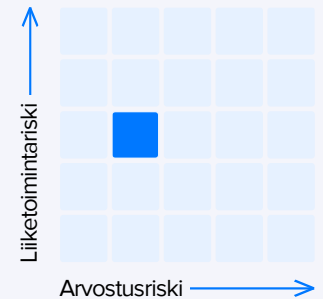
(aik. Lisää)

**3,50 EUR**

(aik. 3,50 EUR)

### Osakekurssi:

3,04



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	56,1	54,4	55,9	56,7
<b>kasvu-%</b>	3 %	-3 %	3 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	0,4	0,4	1,0	1,2
<b>EBIT-% oik.</b>	0,8 %	0,7 %	1,8 %	2,1 %
<b>Nettotulos</b>	4,8	4,4	4,1	4,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,26	0,25	0,22	0,23
<b>P/E (oik.)</b>	12,5	12,1	14,1	13,1
<b>P/B</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,3 %	6,6 %	7,2 %	7,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	97,3	93,4	35,5	29,7
<b>EV/EBITDA</b>	14,1	14,2	10,3	10,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,7	0,6	0,6

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

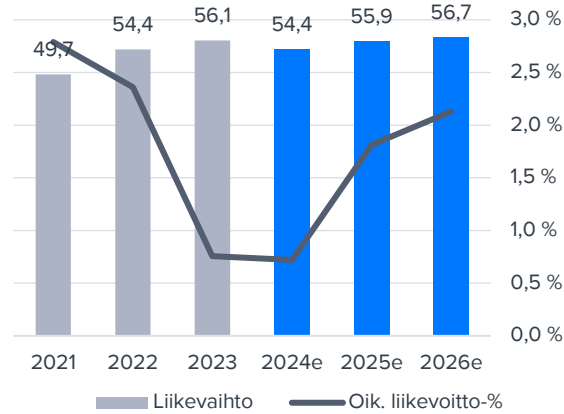
Ilkka-konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdon arvioidaan pysyvän edellisvuoden tasolla tai laskevan hieman (2023: 56,1 MEUR). Oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2023: 0,4 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta.

## Osakekurssi



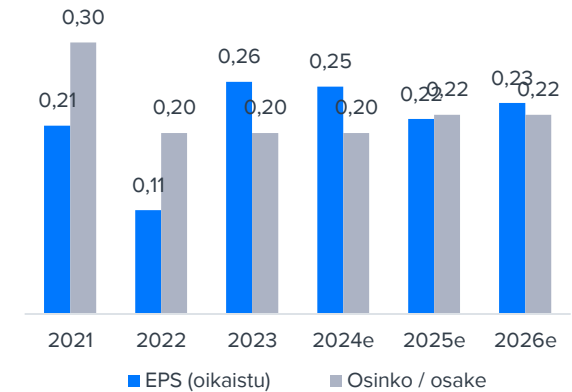
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median arvonkehitys ja osinkovirta



### Riskitekijät

- Painetun median murroksen kiihtyminen ja kassavirran heikentyminen
- Yritysjärjestelyiden mahdollinen epäonnistuminen
- Talouskehitykseen ja suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvupanostusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,04	3,04	3,04
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	77	77	77
Yritysarvo (EV)	37	36	36
P/E (oik.)	12,1	14,1	13,1
P/E	17,5	19,0	17,1
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	14,2	10,3	10,2
EV/EBIT (oik.)	93,4	35,5	29,7
Osinko/tulos (%)	115,4 %	137,3 %	123,8 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>9-11</b>
Toimialakatsaus – media	<b>12-15</b>
Markkinointi- ja Teknologiapalvelut	<b>16</b>
Taloudellinen tilanne	<b>17-18</b>
Ennusteet	<b>19-22</b>
Sijoitusprofiili	<b>23-24</b>
Arvonmääritys	<b>25-28</b>
Taulukot	<b>29-33</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>34</b>

# Ilkka lyhyesti

Ilkka on konserni, joka tarjoaa markkinointi-, viestintä- ja teknologiapalveluja sekä mediapalveluja. Yhtiöllä on johtava asema Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan lehtimediemarkkinalla sekä kasvava valtakunnallisten ja kansainvälisten digitaalisten palveluiden tarjoama.

**56,1 MEUR (3 %)**

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2023 (liikevaihdon kasvu-%)

**-1,3 MEUR (-2,3 %)**

Liikevoitto 2023 (liikevoitto-%)

**0,4 MEUR (0,8 %)**

Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 2023 (liikevoitto-%)

**52 % / 29 %**

Jatkuvalaskutteen liikevaihdon osuus Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihdesta 2023/ osuus konsernin liikevaihdesta, 2023

Lähde: Inderes, Ilkka

\*Jatkuvat toiminnot

## 2010-2015

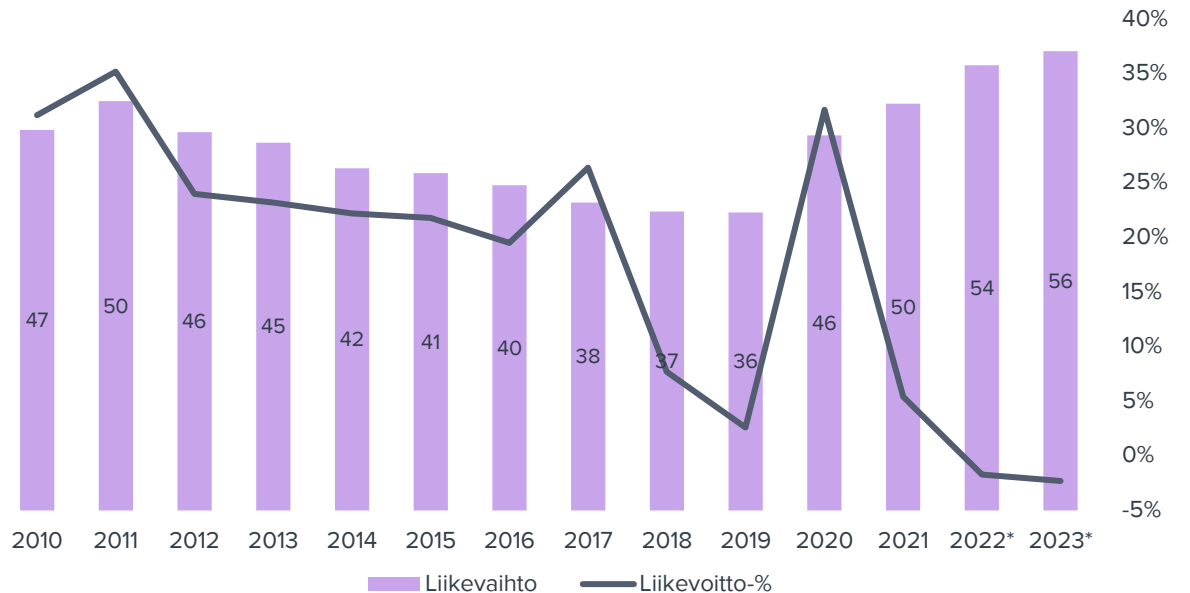
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros käänivät yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun
- Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin
- Pieniä järjestelyjä medialiikeyrityksissä, omistusosuutta Alma Median osakkeiden myynnillä, omistusosuus laskee 10,9 %:iin

## 2016-2018

- Painetun median rakenteellinen murros painaa tuottoja talouden piristymisestä huolimatta
- Ensimmäiset panostukset digitaalisen markkinoinnin ja viestinnän palveluihin laajentamiseksi
- Taloudellinen asema vahvistuu merkittävästi Alma Median osakkeiden myynnillä, omistusosuus laskee 10,9 %:iin

## 2019-2023

- Useita yritysostoja digitaalisten markkinointipalveluiden sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen laajentamiseksi, supistuneesta painoliiketoiminnasta luopuminen
- Epäorgaaninen kasvu kasvattaa liikevaihtoa, mutta kannattavuus paineessa rakenteellisten trendien, koronan ja kustannusinflaation myötä



# Liiketoimintamalli 1/2

## Mediakonserni Ilkka

Ilkka tuottaa markkinointi-, viestintä-, teknologia- ja mediapalveluja ja on kahdesta liiketoiminta-alueesta, Markkinointi- ja teknologiapalveluista sekä Mediapalveluista koostuva konserni. Yhtiö myi alkuvuodesta 2024 painoliiketoimintansa, joka muodosti aiemmin konsernin kolmannen liiketoiminta-alueen. Konsernilla on lisäksi muutamia osakkuusyhtiöomistuksia, mutta sen arvoltaan suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) listatun Alma Median osakekannasta.

Ilkan liikevaihto vuonna 2023 oli 56,1 MEUR ja sen liikevoitto oli -1,3 MEUR. Konsernin liiketoiminta-alueiden operatiivista kehitystä paremmin kuvaava ja mm. osakkuusyhtiöiden tuloksista sekä hankintamenojen poistoista puhdistettu oikaistu oman toiminnan liikevoitto oli 0,4 MEUR (oik. EBIT-% 0,8 %).

## Markkinointi- ja teknologiapalvelut

Ilkka muokkasi liiketoiminta-alueiden rakennetta hiljattain ja aiemmin nykymuotoisen Mediapalveluiden alle lukeutuneet markkinointi- ja viestintäpalvelut ovat nyt osana Markkinointi- ja teknologiapalveluita. Siten Markkinointi- ja teknologiapalvelut on liikevaihdolla mitattuna yhtiön suurin segmentti ja sen vuoden 2023 nykyrakenteen mukainen liikevaihto oli 31,1 MEUR muodostaen 55 % konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdosta. Segmentin liiketulos oli 1,2 MEUR eli 3,9 % liikevaihdosta. Osin SaaS-pohjaisen liiketoimintamallin ansiosta koko segmentin liikevaihdosta 52 % oli jatkuvalaskutteista vuonna 2023. Vastaavasti Teknologiapalveluiden muista palveluista (projektiluonteisia palveluja) muodostui 20 % liikevaihdosta ja 28 % muodostui markkinointi- ja viestintäpalveluista.

Teknologiapalvelut pohjautuu vuonna 2020 hankittuun Liana Technologiesiin, joka on yksi Suomen suurimmista markkinoinnin ja viestinnän pilvipalveluja (SaaS) tuottavista ohjelmistoyrityksistä. Liana tarjoaa asiakkailleen markkinoinnin automaatiopalveluja, jotka tuovat sen tuotoista käsityksemme mukaan noin puolet. Lisäksi se toteuttaa verkkopalveluratkaisuja ja viestintäratkaisuja, joiden tuotot muodostavat toisen puolikkaan liikevaihdosta. Yhtiön pääasiallinen kohdemarkkina on Suomi, joka tuo arviomme mukaan noin 80 % liikevaihdosta, mutta asiakkaita sillä on kymmenissä maissa. Lisäksi segmenttiin lukeutuu alkuvuodesta 2022 hankittu digitoimisto Evermade, joka suunnittelee ja toteuttaa verkkosivuja ja verkkokauppoja. Nämä yhdessä digitaalisia markkinointi- ja viestintäpalveluja tarjoavan Mysomen sekä digimarkkinointia tuottavan markkinointitoimisto Myynninmaailman kanssa muodostavat Summa Collectiven. Summa Collectiven alle lukeutuvat siis kaikki konsernin markkinointi- ja teknologiapalvelut, jotka kuitenkin operoivat omilla brändeillään.

## Mediapalvelut konsernin pienempi liiketoiminta

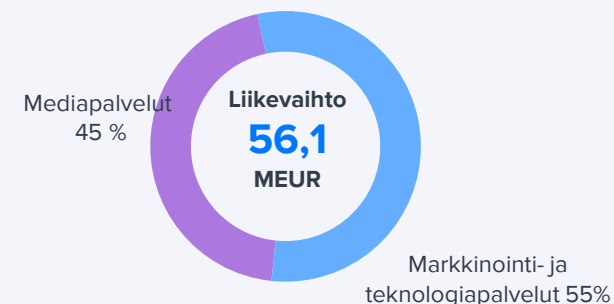
Yhtiön liikevaihdoltaan pienempi liiketoiminta-alue on **Mediapalvelut**, jonka muodostaa I-Mediat Oy. I-Mediat julkaisee Ilkka-Pohjalainen maakuntalehteä, sekä viittä paikallislehteä ja kahta kaupunkilehteä. Lisäksi liiketoiminta-alueeseen lukeutuu pieniä digitaalisia palveluita (kuten rekrytointi.com ja Lounaspaikka) sekä digitaalisten ulkonäyttöjen myyntiä.

Mediapalvelut muodostivat vuonna 2023 45 % konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdosta (ts. ilman Painopalveluja) ja sen liikevoitto oli -0,1 MEUR.

## Liiketoimintarakenne

Ilkka konserni	
2023 liikevaihto 56,1 MEUR, liikevoitto -1,3 MEUR	
<b>Mediapalvelut</b>	<b>Markkinointi- ja teknologiapalvelut</b>
Lv. 25,0 MEUR EBIT -0,1 MEUR EBIT-% -0,5 %	Lv. 31,1 MEUR EBIT 1,2 MEUR EBIT-% 3,9 %
<ul style="list-style-type: none"><li>• Sanomalehdet</li><li>• Verkkomedia</li><li>• Mainonta</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Markkinoinnin automaatio</li><li>• Mediaseuranta</li><li>• Julkaisujärjestelmät ja verkkokaupat</li><li>• Markkinointi- ja viestintäpalvelut</li></ul>

## Liikevaihdon jakauma, 2023 \*



\*Ulkoisen jatkuvien toimintojen liikevaihto

# Liiketoimintamalli 2/2

Liiketoiminta-alueen kannattavuutta on viime vuosina painanut markkinan rakenteellinen murros, yhdessä kustannusinflaation ja vaisun mainosmarkkinan kanssa.

Vuonna 2023 liiketoiminta-alueen nykyrakenteen mukaisesta liikevaihdosta 67 % muodostui sisältötuotoista, 32 % ilmoitustuotoista ja loput lukeutui Muun myynnin alle, joka muodostuu digitaalisista palveluista. Liiketoiminnan asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa näillä alueilla liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnattuja palveluja ja tuotteita myyvistä yrityksistä.

## Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Kahden liiketoiminta-alueen lisäksi Ilkalla on arvoltaan merkittävä osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka saa myös merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta, mikä vahvistaa Ilkan rahavirtaa. Lisäksi yhtiön osakkuusyhtiöitä ovat Arena Partners (45,16 % omistus) ja Hilla Group (29,52 % omistus). Arena Partners omistaa useita pieniä digitaalisia liiketoimintoja, kun taas Hilla Group on mediakonserni.

## Rakenteelliset trendit vaikuttavat tuottoihin

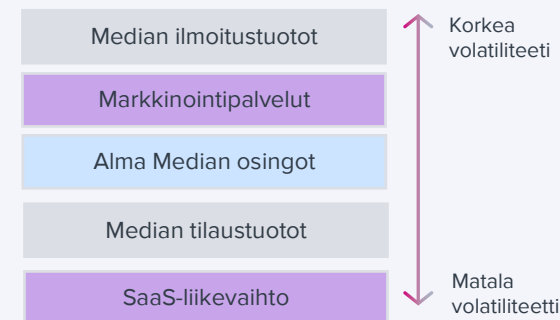
Ilkan liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi media-alan rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti

painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen ja painettuun mediamainontaan. Ilkan liiketoiminta nojaa edelleen huomattavasti painettuun mediaan, vaikka digitilausten osuus sen sisältötuotoista on kasvanut. Tätä ja viime vuosina tehtyjä yritysostoja heijastellen digitaalisen liiketoiminnan osuus Ilkan liikevaihdosta oli noin 61 % vuonna 2023.

Liikevaihdon riskiprofiili on mielestämme tuottojen toistuvuuden osalta kohtuullinen. Luonteeltaan suhdanneherkkien median ilmoitustuottojen osuus konsernin raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2023 oli laskenut kohtuulliselle 14 %:n tasolle. Tämän suhdanneherkän erän kehitystä kuitenkin vakauttaa se, että mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtelee arviomme mukaan niin voimakkaasti taloussyörien mukana.

Liikevaihdon riskiprofiilia tasoittaa myös Lianan jatkuvalaskutteen liikevaihdon osuus, joka vastaa 29 % Ilkan liikevaihdosta. Arviomme mukaan erilaisten markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kysyntä on kuitenkin jossain määrin riippuvainen yleisestä talouskehityksestä, joka taas vaikuttaa viiveellä myös jatkuvalaskutteen liikevaihdon kehitykseen ja kasvumahdollisuuksiin.

## Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



## Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

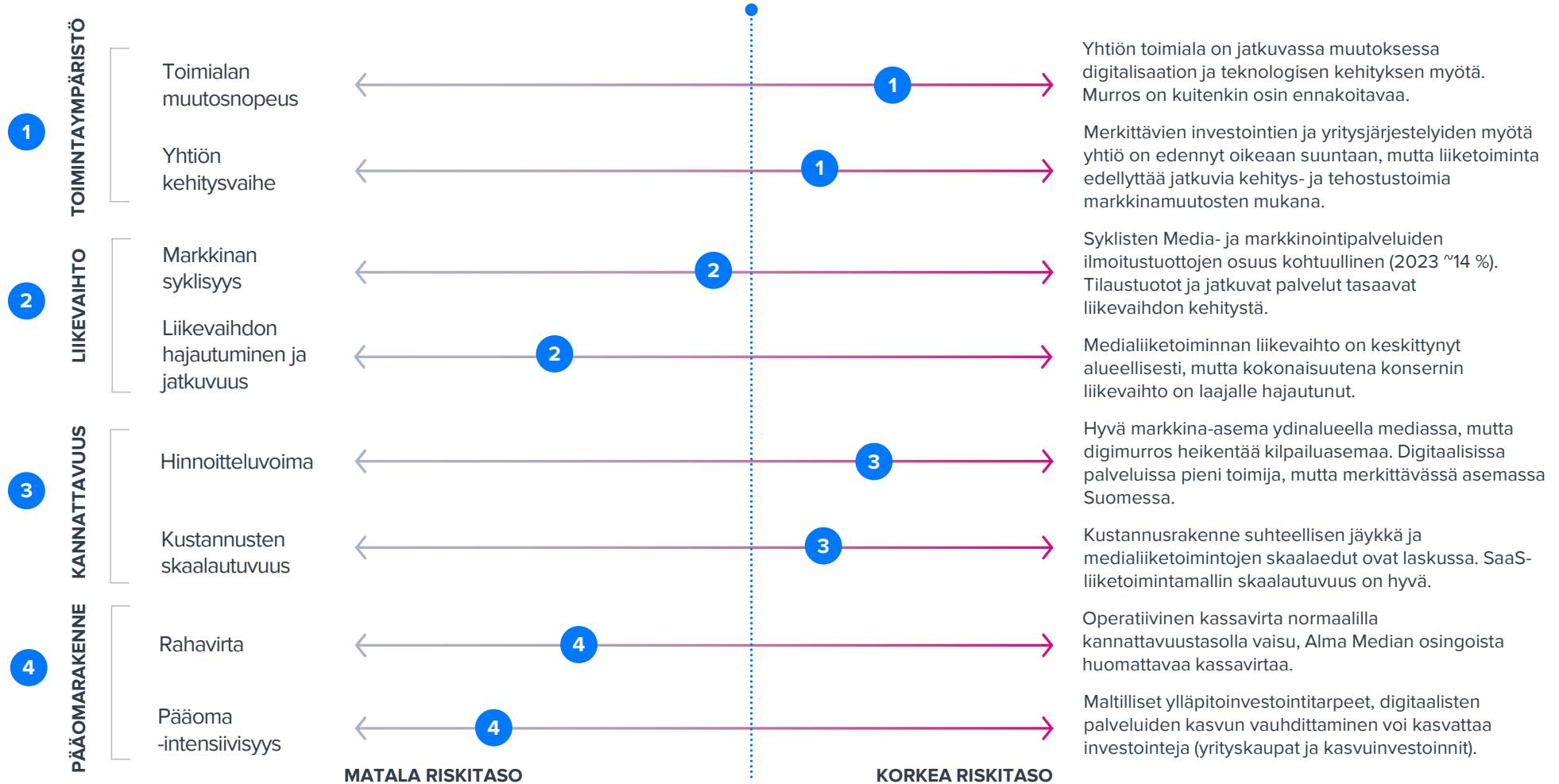
Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2023 *	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Matala (reilu 5 %)	Kohtuullinen kasvu + 0-5 %/v
Digitaaliset palvelut/ SaaS	Suuri (noin 55 %)	Hyvä kasvu + 5-10 %/v
Painettu media	Suuri (noin 40 %)	Selvä lasku - 5-10 %/v

Lähde: Inderes  
\* Inderesin arvio

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Ilkan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategia vuosille 2024-2026

Viime vuosina Ilkka on rakentanut uutta markkinoinnin ja viestinnän teknologioihin keskittyntä liiketoiminnan tukijalkaa taantuvien media- ja painoliiketoimintojen rinnalle. Tämä on tapahtunut epäorgaanisella ja orgaanisella kasvulla Markkinointi- ja teknologiapalveluissa. Muutosta on myös alleviivannut painoliiketoiminnasta luopuminen divestoinnilla alkuvuodesta 2024.

## Markkinointi- ja teknologiapalvelut Summa Collectiven alla

Osana vuoden 2023 strategiapäivitystä Ilkka järjesti sen liiketoiminnot uudelleen ja sen markkinointiin, viestintään ja teknologioihin keskittyneet liiketoiminnot muodostavat nyt Summa Collectiven alla toimivan kokonaisuuden. Kaikkia yhdistävästä markkinointinimestä huolimatta yhtiöt toimivat edelleen itsenäisesti omilla nimillään. Siten tarkoituksena on antaa eri yhtiöiden keskittyä itsenäisesti niiden erikoisosaamiseen. Samalla pyrkimys on kuitenkin, että konserniyhtiöt voivat tarjota erilaisia palvelukokonaisuuksia riippuen asiakastarpeesta. Näin ollen eri yhtiöiden avulla pyritään saamaan suurempia osuuksia yhtiöiden viestintä- ja markkinointipanostuksista ja siten vahvistamaan konsernin Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvumahdollisuuksia. Arviomme mukaan epäorgaaninen kasvu on myös jatkossa osa yhtiön kasvustrategiaa ja epäorgaanisen kasvu on mielestämme todennäköisempää Markkinointi- ja

teknologiapalvelut liiketoiminta-alueella, jossa esimerkiksi tarjontaa täydentävät yritysostot ovat yhä mahdollisia. Lisäksi yhtiötason yhteistyö mahdollistaa erilaisten kehityshankkeiden toteuttamisen yhdessä ja tätä kautta suuremmilla resursseilla.

## Mediapalvelut työstävät digisiirtymää

Nykyisessä strategiassa Ilkka tavoittelee kasvua digitaalisissa liiketoiminnoissa molemmissa liiketoiminta-alueissa eli käytännössä Mediapalveluissa fokus on digitaalisessa mediassa ja tilaajakunnan konvertoinnissa printistä digiin. Perinteisen digitaalisen uutismedian lisäksi Mediapalveluissa panostetaan muihin kanaviin (podcastit, videot ja tapahtumien suoratoistot), millä pyritään laajempaan tavoitettavuuteen.

Koko konsernin digitaalisen myynnin pohjalta arvioimme, että Mediapalveluiden tuotoista vain noin 12 % on digitaalisia tuottoja. Näin ollen digisiirtymässä riittää merkittävästi työnsarkaa, mutta markkinan kehityssuunnat huomioiden pidämme digisiirtymisen nostoa Mediapalveluiden strategian keskiöön perusteltuna. Konkreettisesti tämä näkyy Mediapalveluiden strategisina tavoitteina, jotka ovat muun muassa digitilaajien määrän kaksinkertaistaminen ja digitaalisen myynnin kaksinkertaistaminen. Nämä ovat arviomme mukaan avainasemassa segmentin tavoitteleman kannattavuusparannuksen kanssa, joskin samaan aikaan painetun median laskevat skaalaeduct toimivat vastavoimana.

## Summa Collective yhtiöt (hankintahetki)

### Liana Technologies (01/2020)

Tuottaa markkinoinnin ja viestinnän ohjelmistoja ja työkaluja Saas-palveluna

### Myynninmaailma (08/2019)

B2B-markkinointiin keskittynyt markkinointitoimisto

### Evermade (01/2022)

Keskittynyt verkkosivujen, sovellusten ja verkkokauppojen toteutukseen

### MySome (08/2021)

Sosiaaliseen mediaan erikoistunut sisällöntuotantokumppani brändiyhtiöille

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Mediapalvelut potentiaalinen divestoinnin kohde

Mediapalvelut tavoittelee myös kokonaislevikin nousua, mikä vaikuttaa haastavalta tavoitteelta sisältöjen kilpailukentässä ja Pohjanmaan väestönkehitys ja ennuste huomioiden. Samalla nykyisessä kokoluokassa Mediapalvelut on pieni liiketoiminta, minkä vuoksi tuntuvat digipanostukset ovat sille suhteellisesti suuria investointeja. Tätä ja pienen kokoluokan tuomia kannattavuusrajoitteita heijastellen näkisimme Mediapalveluiden divestoinnin Ilkalle perusteltuna strategisena liikkeenä.

## Taloudelliset tavoitteet

Ilkan strategiset ja taloudelliset tavoitteet ovat:

**1. Kasvu:** liikevaihdon kasvattaminen sekä organisesti että epäorganisesti ja digitaalisen liiketoiminnan vuotuinen kasvatavoite konsernissa on yli 10 %. Medialiiiketoiminnan rakenteelliset ajurit huomioiden on konsernitason organinen kasvunäkymä vaimea. Markkinointi- ja teknologiapalveluiden organisen kasvun näkymä sen sijaan on hyvä, minkä lisäksi uskomme tämän liiketoiminta-alueen kasvua vauhditettavan yritysostoilla myös jatkossa. Yritysstotot ovat arviomme mukaan myös tarpeen, jotta tavoiteltu yli 10 %:n vuotuinen kasvu saavutetaan.

**2. Kannattavuus:** oikaistu oman toiminnan liikevoitto 10 %. Edellisen viiden vuoden aikana yhtiön oikaistu oman toiminnan liikevoitto on

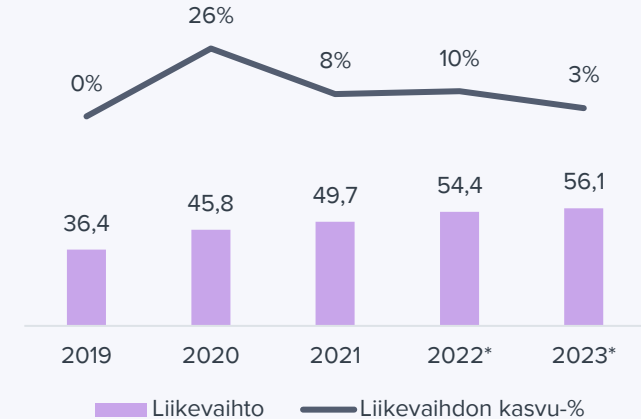
vaihdellut vuoden 2020 3,9 %:n ja vuoden 2023 0,8 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 2,6 %. Kannattavuus on ollut heikolla tasolla median rakennemuutoksen aiheuttaman kysynnän heikentymisen ja siitä seuranneen tehokkuuden laskun johdosta. Näkemyksemme mukaan kannattavuustavoite vaikuttaa nykyisellä liiketoimintarakenteella hyvin haastavalta. Tämä johtuu siitä, että emme pidä nykyisellä tulojen rakenteella sitä medialiiiketoiminnalle saavutettavissa olevana. Tämä rajaa konsernitason kannattavuuspotentiaalia. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluille pidämme tätä saavutettavissa olevana tasona, mutta se arviomme mukaan edellyttää nykyistä suurempaa kokoluokkaa ja kasvun voimakasta skaalautumista, mistä toistaiseksi ei ole saatu vahvoja näyttöjä.

**3. Vakavaraisuus:** omavaraisuusaste vähintään 40 %. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka täyttää vakavaraisuustavoitteensa ja H1'24:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli lähes 92 %.

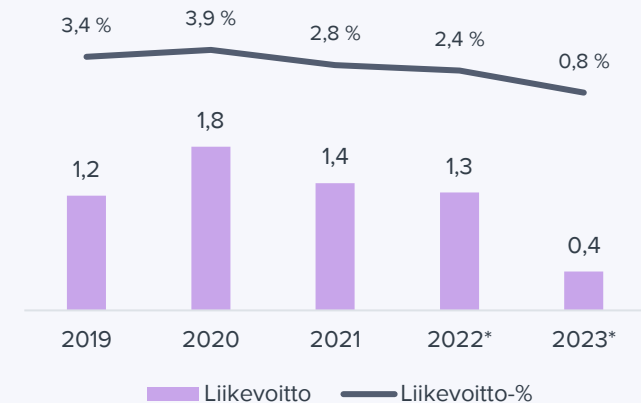
## Osingonjakopolitiikka

Ilkan osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Yhtiön mukaan osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi Ilkan taloudellinen asema, kannattavan kasvun vaatima rahoitus sekä tulevaisuuden näkymät ja kehitystarpeet. Maltilliset investointitarpeet ja vahva rahoitusasema mahdollistaa tämänkaltaisen osingopolitiikan.

## Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



## Oikaistu oman toiminnan liikevoitto ja liikevoitto-%



# Ilkka-konsernin strateginen ja operatiivinen kehitys

2013

-  
2016

2017

-  
2020

2021

-  
2024

## Liiketoiminnan kehittäminen pienin kehitysinvestoinnein, liikevaihto laskee

- Mediatoimialalla painetun median kysyntä laskee ja jakelukustannukset kasvavat
- Panostuksia digitaaliseen jakeluun ja tarjontaan, yritysasiakkaiden tarjoomaa laajennetaan monikanavaiseen malliin ja maakuntalehtien yhteisyritys Lännen Media perustetaan toimittamaan valtakunnallisia uutisia
- Liikevaihdon lasku edellyttää sopeutustoimia organisaatiossa
- Alma Media -omistuksen rooli tulokselle keskeinen

## Liiketoiminnan murros jatkuu, kannattavuus heikkenee

- Talouden elpymisestä huolimatta media-alan murros painaa edelleen perinteisen median ilmoitustuottoja
- Liiketoiminnan jatkuva murros edellyttää sopeutustoimien jatkamista
- Uudistetun strategian mukainen laajentuminen perinteisen mediatoiminnan ulkopuolelle markkinointiin ja viestintään
- Alma Media -omistuksen keventäminen vahvistaa rahoitusasemaa ja antaa edellytykset panostaa kasvuun
- Markkinoinnin ja viestinnän palveluja tuottavan Liana Technologiesin hankinta luo pohjan uudelle liiketoiminta-avaukselle ja kasvun tavoittelulle

## Pääoman allokoitua yritysostoihin ja niiden integrointia

- Sanomalehtipainamisen ulkoistaminen ja lopulta koko painoliiketoiminnan myynti
- Digitaalisten tuottojen merkittävä kasvattaminen epäorgaanisesti ja orgaanisesti keskeisillä kohdemarkkinoilla
- Täydentäviä yritysostoja markkinoinnin ja viestinnän palveluissa
- Fokuksen terävöittäminen Markkinointi- ja teknologiapalveluissa sekä palvelun tuotannon keskittäminen Suomeen
- Yritysostojen integroiminen ja synergioiden tavoittelu, Markkinoinnin ja viestinnän palvelut Summa Collectiven alle

## Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Perinteisen mediayhtiön tulovirtojen hajauttaminen markkinoinnin ja viestinnän palveluihin
- Medialiiketoimintojen digikyvykkyyksiin panostuksia
- Kannattavuus lievästi positiivinen Mediapalveluiden murroksen ja Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvunpanostusten myötä
- Yritysostoista huolimatta rahoitusasema on säilynyt vahvana

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Investointien ja panostusten jatkaminen digitaalisten palveluiden suhteellisen osuuden kasvattamiseksi
- Epäorgaaninen kasvu yksi työkaluista Markkinointi- ja teknologiapalveluissa
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisten palveluiden ja tuottojen suhteellinen osuus merkittävästi suurempi, mikä vahvistaa kannattavuuspotentiaalia
- Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kannattavuuden skaalautumispotentiaalin todistaminen
- Medialiiketoiminta mahdollisesti divestoinnin kohteena

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

## Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

## Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median 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 osin 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 Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2023.

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

# Mediatoimialan ajurit ja trendit

## Digitalisaatio



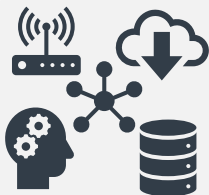
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

## 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

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

Arvioimme, että verkkomainonnan kasvu jatkuu yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. 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 kotimaiset media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Arvioimme mukaan myös pienempien paikallismedioiden digitilaajien määrä on selkeässä kasvussa, mutta kokonaisuutena pienempien medioiden tilausmäärät ovat

arvioimme mukaan digisiirtymän ja väestönkehityksen myötä laskutrendillä.

Koko markkinan tasolla digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vaeuutiset, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua. Arvioimme sisältötuottojen kokonaiskasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

## Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on

historiallisesti ollut tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa.

Arvioimme mukaan voimakas kustannusinflaatio on asettanut painetun median kannattavuuden paineeseen samalla, kun niiden volyymit ovat laskeneet merkittävästi viime vuosina. Tämä tekee painetussa mediassa kohtuullisen kannattavuuden saavuttamisesta entistäkin hankalampaa, mikä arvioimme mukaan vauhdittaa rakennemuutoksia painetun median saralla.

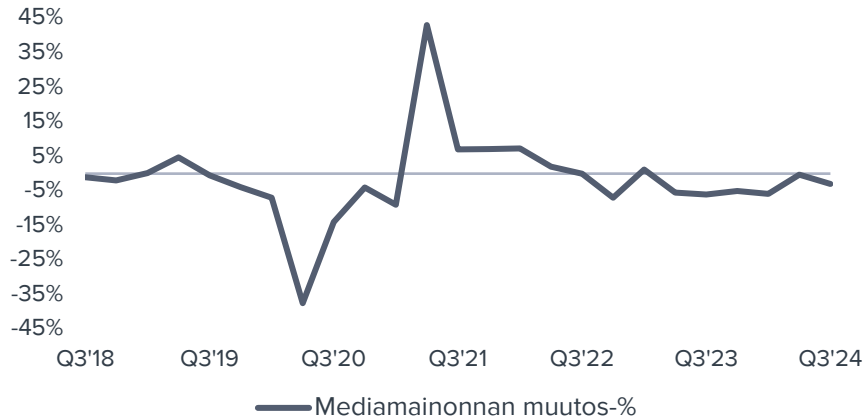
## Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

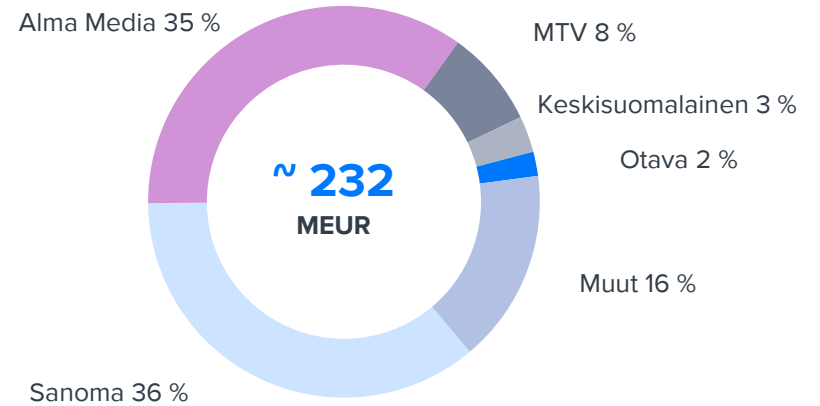
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina-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

# Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

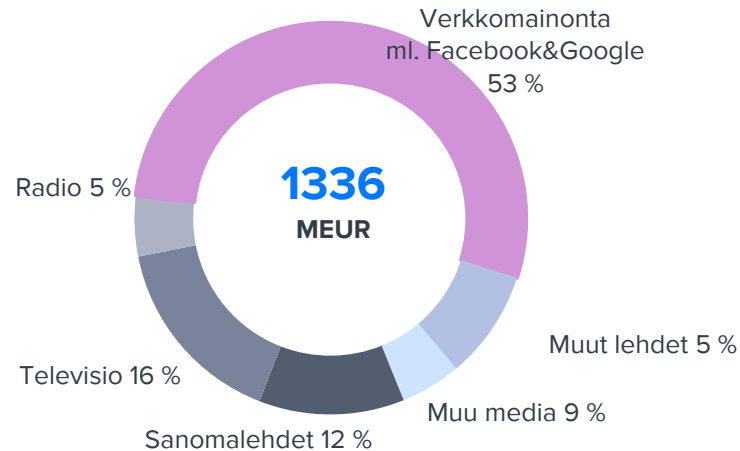
Suomen mediamainonnan kehitys\*



Kotimaisten toimijoiden verkkomainonta Suomessa 2023



Suomen mediamainonnan jakauma, 2023



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

# Markkinointi- ja teknologiapalvelut

## Markkinoiden kasvunäkymä

Markkinointi- ja teknologiapalveluiden pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomi ja tietyissä liiketoiminnoissa myös muut Pohjoismaat ja kehittyvät markkinat. Perinteisissä markkinointipalveluissa arvioimme markkinan kasvun noudattelevan pitkässä juoksussa talouskasvun vauhtia, kun taas teknologiapalveluiden kasvunäkymä on selvästi vahvempi.

Näkemyksemme mukaan niiden kasvua vetää etenkin datan ja teknologian merkityksen korostuminen markkinoinnissa, sillä näin voidaan parantaa markkinoinnin tehokkuutta (mm. kohdennettu viestintä, data-analytiikka, automaatio). Tätä taustaa vasten arvioimme teknologiavetoisten markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kasvunäkymän olevan nyt tuntuvasti yleistä talouskasvuvauhtia nopeampi.

Tuoreita tilastoja markkinointi teknologioiden markkinoista eri markkina-alueilla ei nähdäksemme ole saatavilla, mutta mielestämme jo vuonna 2020 tehdyssä markkinatutkimuksessa (Valor Partners) huomion arvoista oli mielestämme se, että kotimaan markkina oli (500 MEUR) valtava suhteessa Markkinointi ja teknologiapalvelut-segmentin kokoon. Globaalin markkinan osalta taas puhutaan eri lähteiden mukaan useista kymmenistä miljardeista.

Ymmärryksemme mukaan tällä hetkellä teknologiapalveluiden kohdemarkkinat ovat Suomi ja Ruotsi, minkä lisäksi Liana keskittyy vahvistamaan kasvun edellytyksiä Pohjoismaissa. Yhtiö myös toimii edelleen kehittyvillä markkinoilla mm. Lähi-idässä ja Hongkongissa. Siten kohdemarkkinan koko ei mielestämme muodostu kasvun esteeksi nähtävissä

olevassa tulevaisuudessa.

## Kilpailutilanne on moninainen

Lianan teknologia kattaa useita viestinnän ja markkinoinnin teknologiapalveluita (markkinointiviestinnän automatisaatio, kanta-asiakasviestintä ja suoramarkkinointi). Markkinoilla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Salesforce, Adobe, Meltwater ja Cision) ja satoja pieniä toimijoita, mutta näiden asemoituminen markkinassa vaihtelee. Yritykset tavanomaisesti kategorisoivat tarjoomansa joko pk-yrityksille (mm. Liana ja MailChimp) tai isoille yrityksille (mm. Salesforce ja IBM) ja niiden tarjonta ei tyypillisesti koostu useista eri palveluista. Tätä taustaa vasten Liana ei nähdäksemme kilpaile suoraan näiden suurempien toimijoiden kanssa ja sille relevantti markkina ei myöskään muodostu koko markkinointiteknologioiden absoluuttisesta markkinasta.

Ymmärryksemme mukaan Lianan merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Apsis ja Hubspot-kumppanit, jotka tarjoavat melko kattavia paketteja pk-yrityksille. Eri palvelualueiden välillä kilpailutilanne ja kilpailijat kuitenkin usein vaihtelevat. Siten myös Lianan kilpailijat vaihtelevat palvelualueittain yhtiön tarjonnan ollessa laaja ja myös jossain määrin maantieteellisesti.

Kokonaismarkkinan kasvunäkymän takia markkinalla on tilaa useille sekä myös uusille toimijoille ja siten kilpailutilanne markkinoilla saattaa elää nopeastikin. Kaiken kaikkiaan pidämme kuitenkin laajan toimijajoukon ja suhteellisen matalien alalle tulon kynnyksen johdosta kilpailutilannetta tiukkana, eikä markkinoilla ole mielestämme vahvoja erottautumistekijöitä eli kilpailuedun lähteitä.

## Kilpailukentän toimijoita

### Laaja tarjonta



### Keskittyneempi tarjonta





# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

## Kustannusrakenne on muuttunut viime vuosina

Ilkan kustannusrakenteessa materiaalien ja palveluiden osuus (2023: 22 % liikevaihdosta) on vähentynyt viime vuosina merkittävästi, mikä heijastelee eritoten painamisen supistumista ja sen jälkeen siitä kokonaan luopumista. Tätä ja liiketoimintarakenteen muutosta heijastellen suurempi rooli kustannusrakenteessa on nykyään henkilöstökuluilla (2023: 55 %) ja liiketoiminnan muilla kuluilla (2023: 18 %). Kustannusrakenne ei siten ole lyhyellä tähtäimellä kovin joustava, vaikkakin esimerkiksi lomautusmahdollisuus tuo henkilöstökuluvetoiseen kustannusrakenteeseen tiettyjä joustovaraa. Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista ja niiden joustovara on tavanomaisesti suhteellisen pieni.

Konsernin rakenne on muuttunut varsin merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana, kun yhtiö on luopunut painoliiketoiminnasta, hankkinut uusia liiketoimintoja ja myös medialiiketoiminta on supistunut. Tämän takia myös yhtiön kustannusrakenne on muuttunut ja se arviomme mukaan elää myös jatkossa nykyinen strategia ja liiketoimintojen alla olevat ajurit huomioiden. Siksi historiallinen kustannusrakenne ei anna kovin hyvää kuvaa nykyisestä tai tulevasta kustannusrakenteesta.

## Tase on vahvassa kunnossa

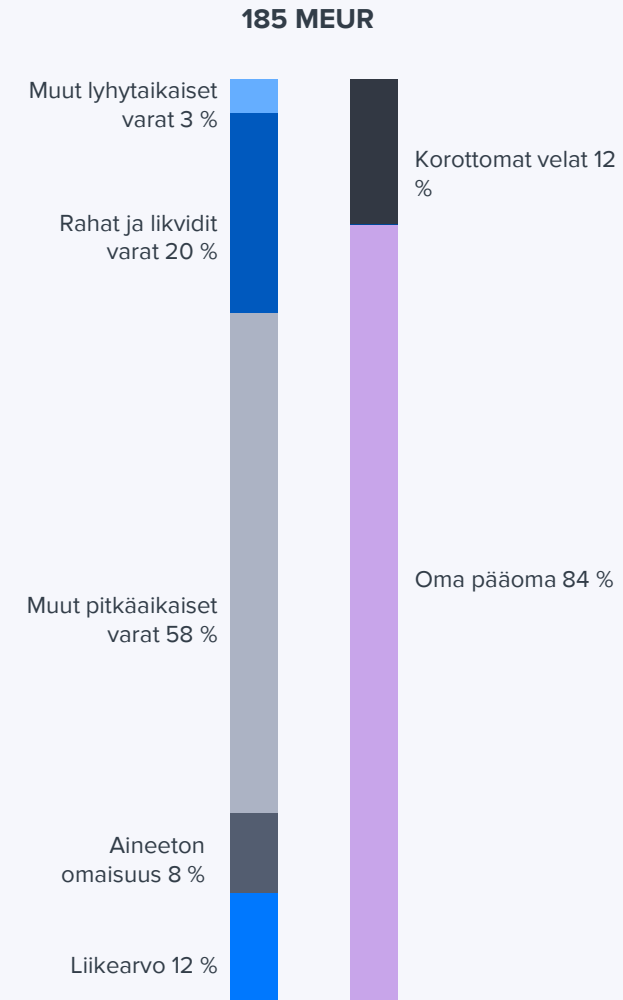
Ilkan taseen loppusumma oli H1'24:n lopussa 185

MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä johtuu muun muassa yhtiön merkittävästä omistuksesta Alma Mediassa. Omistus Alma Mediassa raportoidaan pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli H1'23:n lopussa lähes 94 MEUR ja vastasi noin 51 % taseen loppusummasta. Muita pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa oli H1:n lopussa 14,6 MEUR:n aineettomat hyödykkeet (8 % taseen loppusummasta) sekä 22,1 MEUR:n liikearvo (12 % taseen loppusummasta).

Ilkalla on vahva rahoitusasema ja H1:n lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 12,9 MEUR:n kassavaroista sekä 23 MEUR:n muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista, jotka ovat käsityksemme mukaan valtaosin lyhyitä (3-6kk) korkopapereita.

Nykyisten liiketoimintojen ansaintalogiikkaa mukaillen yhtiön käyttöpääoma on ollut negatiivinen viime vuosina, mikä johtuu median tilaustuottojen ja toisaalta SaaS-palveluiden etupainotteisesta (ennakkomaksut) laskutuksesta, jolloin myyntisaamisten osuus on pienempi suhteessa ostovelkoihin ja saatuihin ennakkoihin. Taseen vastattavaa osan kattaa valtaosin oma pääoma, sillä yhtiö ei juurikaan ole rahoittanut liiketoimintojansa vieraalla pääomalla. H1'23:n lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste olikin -22 %. Kaiken kaikkiaan pidämme Ilkan tase- ja rahoitusasemaa vahvana ja tase-erien arvoja kurantteina.

## Taserakenne H1'24



# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

## Vahvan taseen pääomat eivät tuota

Ilkan pääoman tuotot ovat viime vuosina painuneet heikentyneen tuloskehityksen ja paisuneen taseen myötä matalalle tasolle. Vuonna 2020 Arena Partnersin saama myyntivoitto Alma Mediapartnersista nosti Ilkan pääoman tuottoa (2020 ROI 12,7 %) osakkuusyhtiötuloksen kautta, mutta vuosina 2021-2023 sijoitetun pääoman tuotto (ROI-%) on ollut vaisulla 0-4 %:n tasolla.

Nykyisten omaisuuserien pääoman tuottokyvyn kohentaminen nojaa pitkälti digitaalisten liiketoimintojen tuloskasvuun ja taseen likvidien varojen onnistuneeseen allokointiin. Samalla sijoitetun pääoman tuottoa rajaa myös taseen mittakaavassa suuri omistus Alma Mediassa, sillä siitä kirjautuva osinkotuotto rajoittaa sijoitetun pääoman tuottoa, kun arvonmuutoksia ei kirjata tulosvaikutteisesti.

## Operatiivisen toiminnan kassavirta kohtuullista

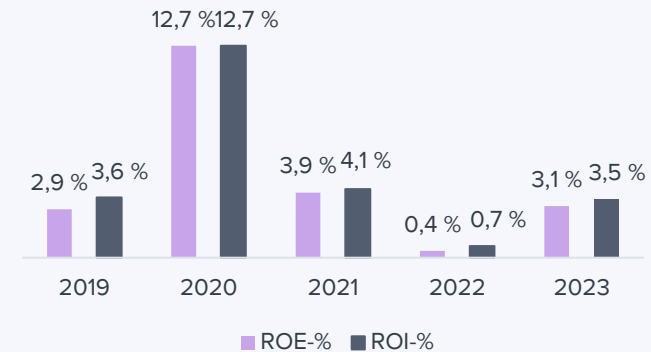
Ilkan liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana voimakkaasti operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana (5-34 % liikevaihdosta). Jakson huippulukema (vuosi 2021) johtuu Arena Partnersin maksamista merkittävän kokoluokan osingoista. Vuonna 2023 liiketoiminnan rahavirta oli 9 % liikevaihdosta eli 5,2 MEUR.

Yhtiön liiketoiminta edellyttää suhteellisen vähäisiä investointeja käyttöomaisuuteen ja

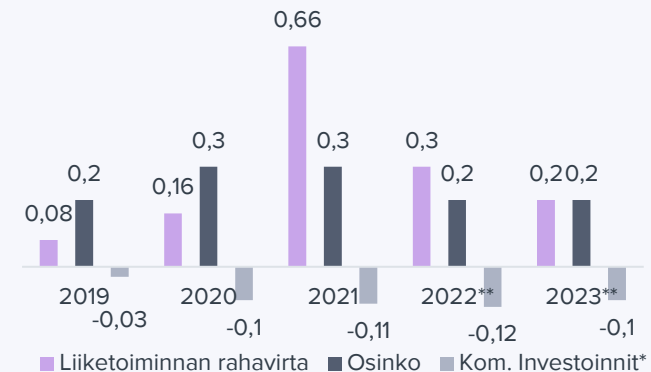
arviomme mukaan nykyisessä kokoluokassa tavanomainen investointitaso on noin 1,5-2,5 MEUR vuodessa. Siten yhtiö pystyy kattamaan investointitarpeet ja vuokravastuiden lyhennykset (2023: 0,6 MEUR) operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve edellytä kassan syöntiä.

Liiketoiminnan rahavirta ja investointitarpeet sekä yhtiön rahoitusasema huomioiden, on Ilkan edellytykset allokoida pääomia kasvuun ja osinkoihin erittäin hyvät. On kuitenkin huomioitava, että viime vuosien 0,20 euron osakekohtainen osinko kuitenkin syö taseen varoja, sillä taso ylittää vapaan rahavirran tason. Siten pitkässä juoksussa tämän tason ylläpitäminen edellyttää suurempaa rahavirtaa tai omaisuuserien realisointia.

## Pääoman tuotto



## Osakekohtaisia tunnuslukuja



Lähde: Inderes

\* Kom. investoinnit = investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin + vuokravelkojen lyhennykset

\*\* Jatkuvat toiminnot

# Ennusteet 1/3

## Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkan kehitystä kahden raportoitavan segmentin kautta. Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihtoa mallinamme vakaampien jatkuvalaskutteisten palveluiden, markkinointi- ja viestintäpalveluiden sekä muiden palveluiden osalta erikseen. Mediapalveluiden liikevaihtoa mallinamme erikseen sisältö- ja ilmoitustuottojen osalta, sillä näiden tuottojen ajurit ja riippuvuus taloudellisesta kehityksestä eroavat toisistaan selkeästi.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä segmenttien liikevoittomarginaalien sekä Kohdistamattomat (sis. konsernikulut, osakkuusyhtiöiden liikevoitto ja hankintamenojen poistot) erän kautta.

Alma Median jakamat osingot muodostavat merkittävän osan Ilkan nettotuloksesta, sillä ne nostavat yhtiön rahoituskustannukset selvästi positiiviseksi yli ajan. Näin ollen yhtiön tuloskehityksen osalta osingot ovat merkittävässä roolissa ja niiden tuottama rahavirta on arviomme mukaan myös olennainen tekijä yhtiön jakamien osinkojen kehityksen takana. Lisäksi nettorahoituskustannuksia vahvistavat suurelta osin korkoinstrumenteista koostuvien lyhytaikaisten varojen tuotot. On kuitenkin huomioitava, että korkojen liikkeiden ansiosta osa näistä tuotoista on sijoitusten uudelleen arvostamiseen liittyviä tuottoja tuloslaskelmalla, jotka eivät ole kassavirtavaikutteisia.

Emme ole tehneet tämän raportin yhteydessä lyhyen tai keskipitkän aikavälin ennusteisiimme muutoksia.

## Markkinalta ei tule vetoapua vuonna 2024

Ilkka ohjeistaa sen vuoden 2024 jatkuvien toimintojen pysyvän edellisvuoden tasolla tai laskevan hieman edellisvuodesta (2023: 56,1 MEUR). Vastaavasti oikaistun oman toiminnan liikevoiton arvioidaan nousevan edellisvuodesta (2023: 0,4 MEUR).

H1'24:n lopussa Ilkan jatkuvien toimintojen liikevaihto oli laskenut lähes 5 % vertailukaudesta 27,3 MEUR:oon ja oikaistu oman toiminnan liiketulos oli 0,1 MEUR tappiolla. Koko vuoden 2024 ennusteemme odottaa Ilkan jatkuvien toimintojen liikevaihdon laskevan 3 %, kun taas oikaistun oman toiminnan liikevoiton ennusteemme on 0,4 MEUR:ssa. Siten tulosenusteemme on alle ohjeistuksen tason, mutta on huomioitava, että absoluuttisesti luvut ovat hyvin pieniä.

Segmentteittäin katsottuna odotamme liikevaihdon asettuvan noin vertailukauden tasolle Markkinointi ja teknologiapalveluissa (H1'24 kasvu 0 %), mikä heijastelee alkuvuoden tapaan ennusteissamme myös H2:lla kasvavaa jatkuvalaskutteista liikevaihtoa, joka kuitenkin koko segmentin tasolla hautautuu vaisussa talousympäristössä supistuvan Markkinointi- ja viestintäpalveluiden liikevaihdon kehityksen alle. Tätä kokonaiskuvaa ei muuta ennusteissamme käytännössä vakaasti kehittyvät Muut palvelut.

Mediapalveluissa odotamme sekä sisältötuottojen laskun että myös ilmoitustuottojen laskun jatkuvan H2:lla. Myös nämä heijastelevat vaisua talouskehitystä, joskin ilmoitustuottojen ajurina toimii myös printtitalausten korvautuminen matalamman hintapisteen digitilauksilla. Tätä heijastellen odotamme koko segmentin liikevaihdon laskun

## Keskeiset ennusteparametrit

### > Segmenttien kasvuodotukset (2025-2027)

Mediapalvelut - 1-3 % p.a.  
- Ajureina ilmoitus- ja sisältötuottojen supistuminen ja siirtyminen printistä digiin

Markkinointi- ja teknologiapalvelut + 4-6 % p.a.  
- Ajureina jatkuvalaskutteisten palveluiden kasvu, muissa palveluissa maltillisempaa kasvua

### > Toimialojen kannattavuus (EBIT-%)

Mediapalvelut 0-1 %

Markkinointi- ja teknologiapalvelut 5-6 %

### > Epävarmuustekijät

Digitaalisten palveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuvuus

Mediapalveluiden rakennemuutoksen vaikutukset, ilmoitustuottojen kehitys

Mahdolliset tulevat yritysjärjestelyt (eivät sisälly ennusteisiin)

# Ennusteet 2/3

jatkuvan H2:lla (H1'24 kasvu -10 %) ja sen liikevaihdon laskevan 7 % vuonna 2024.

Ennustamme Markkinointi- ja teknologiapalveluiden koko vuoden 2024 liiketuloksen kipuavan vain aavistuksen edellisvuoden yläpuolelle 1,3 MEUR:oon (2023 1,2 MEUR), mikä vastaa 4 %:n kannattavuutta. Arviomme mukaan sen jatkuvien toimintojen kasvu vahvistaa kannattavuutta, mutta samaan aikaan uskomme muiden palveluiden liikevaihdon laskun tuoman tehokkuuden laskun syövän vahvimmat tuloskasvun edellytykset. Samaan aikaan odotamme Mediapalveluiden operatiivisen tuloksen kipuavan edellisvuoden lievältä liiketappiolta (2023: -0,1 MEUR) voitolliseksi. Tämä heijastelee suurelta osin tehtyjen tehostustoimenpiteiden vaikutuksia, minkä lisäksi uskomme painamisen kustannusten laskeneen mm. selvästi laskeneen paperin hinnan seurauksena.

Nettotulostasolla odotamme tuloksen yltävän selvästi operatiivista tulosta korkeammalle, mikä heijastelee eritoten Q2:lla saatuja osinkotuottoja Alma Medialta. Lisäksi kohonneiden korkojen myötä odotamme rahoitusomaisuuden tuottojen olevan positiivisia. Tätä kokonais kuvaa heijastellen odotamme koko vuodelta 0,17 euron raportoitua ja 0,25 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (2023: 0,19 euroa ja 0,26 euroa). Vahvaa rahoitusasemaa peilaten odotamme yhtiön maksavan edellisvuoden tasoisena 0,20 euron osingon vuodelta 2024.

## Odotamme maltillista kasvua keskipitkällä aikavälillä

Ennustamme konsernitason maltillisesti kasvavaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2025-2027. Keskipitkän aikavälin noin 1,5-3 %:n kasvu rakentuu ennusteissamme erityisesti Markkinointi- ja

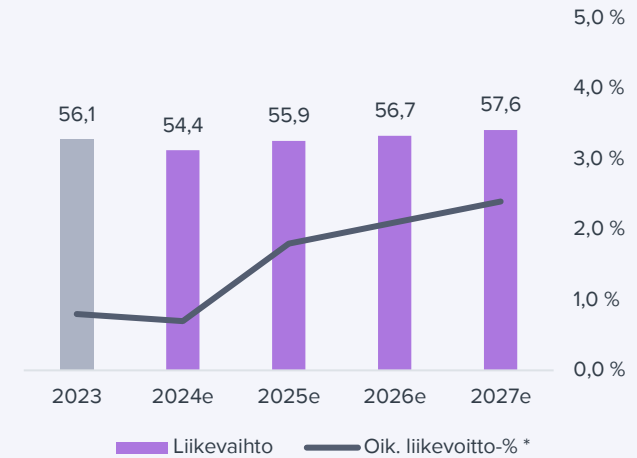
teknologiapalveluiden keskimäärin noin 5 %:n kasvusta, minkä lisäksi odotamme sen alla Markkinointi- ja viestintäpalveluiden kasvavan yleistä talouskehitystä mukailleen. Konsernitason kasvua samaan aikaan jarruttaa odottamamme sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku, mikä painaa koko Mediapalvelut-segmentin liikevaihdon ennusteajaksolla keskimäärin noin 2 %:n laskuun.

## Ennustamme Markkinointi- ja teknologiapalveluissa asteittain kohenevaa kannattavuutta

Konsernin kannattavuusennusteemme ovat nousujohteiset vuosille 2025-2027. Käytännössä konsernitason kannattavuusparannus kuitenkin muodostuu suurelta osin Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kannattavuusparannuksesta, kun taas Mediapalveluiden tuloskehityksen odotamme säilyvän jokseenkin vakaana.

Kannattavuuden vahvistumista Markkinointi- ja teknologiapalveluissa vetää lyhyellä tähtämellä vuonna 2025 Markkinointi ja viestintäpalveluissa odottamamme liikevaihdon kasvun mukana tuleva tehokkuusparannus, kun uskomme nykyistä suuremman liikevaihtokuorman olevan tehtävissä ilman olennaisia rekrytointeja. Toinen ja keskipitkällä aikavälillä merkittävämpi segmentin kannattavuusparannuksen ajuri on kuitenkin jatkuvalaskutteisten palveluiden kasvu, jossa uskomme myös skaalautumisen tulevan vahvemmin esiin kasvavassa talousympäristössä, jossa asiakaspysyvyys on korkeampaa (ts. matalampi churn). Mediapalveluissa odotamme kannattavuuden olevan paineessa yhä jatkuvaa liikevaihdon supistumista heijastellen, eikä tätä kokonais kuvaa arviomme mukaan muuta digitaalisten tuottojen

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

\* Oikaistu oman toiminnan liikevoitto

# Ennusteet 3/3

reippaana jatkuva kasvu tai todennäköisesti jatkossa tehtävät sopeutustoimet.

Nettotuloksen odotamme saavan kasvavaa tukea ennustamastamme Alma Median osingosta, minkä ansiosta lähivuosien nettorahoituskulut ovat selvästi positiiviset. Ne ovat kuitenkin vuosia 2023-2024 matalammat, kun emme ennusta korkosalkun arvonmuutoksia. Osinkovirtoja heijastellen odotamme myös lähivuosien rahavirran säilyvän operatiivista tulosta vahvempana. Tätä ja tavanomaisia matalia orgaanisia investointitarpeita heijastellen odotamme Ilkan maksavan jaksolla lievästi nousevaa osinkoa ja ennusteissamme osingonjakosuhte säilyy yli 100 %:n lähivuosina. Osingon kasvu on kuitenkin arviomme mukaan alisteinen tulosparannukselle, sillä emme usko yhtiön aikovan syödä vahvan taseen varoja kiihtyvään tahtiin saadakseen osingon kasvu-uralle.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden skaalautuminen. Vastaavasti Mediapalveluiden pitkän aikavälin liikevaihdon odotamme laskevan lievästi rakenteellista murrosta peilaten.

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa niin ikään 2 %. Pitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat segmenttien pitkän aikavälin suhteellisiin liikevaihto-osuuksiin ja niille arvioituihin kannattavuustasoihin. On kuitenkin huomioitava, että eri suuntaisten pitkän aikavälin ajureiden ansiosta konsernitasolla pitkän aikavälin ennusteiden laatiminen on haastavaa,

etenkin kun nykymuotoisen Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvun skaalautuminen on vielä todistamatta. Mielestämme pitkän aikavälin ennusteiden keskeinen rooli onkin toimia vain kassavirtamallimme tukena.

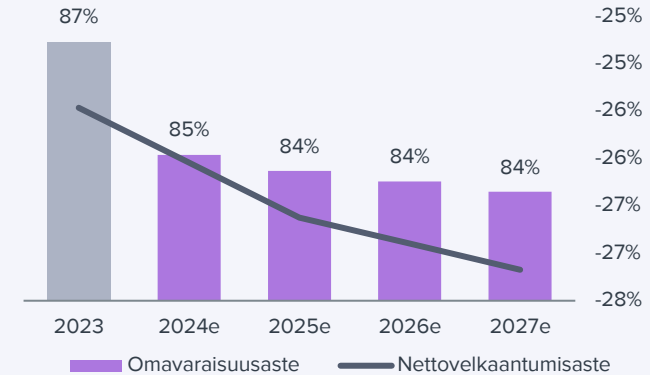
## Epäorgaaninen kasvu ei sisälly ennusteisiin

Arviomme mukaan Ilkan voidaan odottaa tekevän etenkin keskipitkällä tähtäimellä yhä uusia yritysostoja. Emme ole kuitenkaan huomioineet yritysostoja ennusteissamme, sillä niiden mallintaminen riittävällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta. Siten pitkän aikavälin ennusteisiimme yritysostoilla voi olla tuntuva vaikutus. Koska emme ole mallintaneet yritysostoja yhtiön tase säilyy erittäin vahvana keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme.

## Keskeiset ennusteriskit

Nähdäksemme keskeiset ennusteisiimme liittyvät lyhyen tähtäimen riskit liittyvät makrotilanteeseen, jonka mukana Mediapalveluiden ilmoitustuottojen kehitys voi olla odotettua heikompaa ja myös Markkinointipalveluiden alakulo voi kärsiä odottamaamme vaisummasta toimintaympäristöstä, sillä perusskenaariossamme talous alkaa elpyä ja tukea kasvua vuonna 2025. Keskeisinä pidemmän tähtäimen riskeinä taas pidämme Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kannattavuuskehitystä ja erityisesti sen jatkuvien toimintojen kasvun skaalautuvuutta. Rakenteellisesta murroksesta kärsivän Mediapalveluiden kannattavuuskehitykseen liittyvää riskiä mielestämme pienentää se, että uskomme sen divestoinnin nousevan aiempaa ajankohtaisemmaksi, mikäli sen kannattavuus kärsii odotuksiamme enemmän murroksesta.

## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>54,4</b>	<b>14,2</b>	<b>14,5</b>	<b>13,3</b>	<b>14,1</b>	<b>56,1</b>	<b>13,5</b>	<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>14,2</b>	<b>54,4</b>	<b>55,9</b>	<b>56,7</b>	<b>57,6</b>
Mediapalvelut	34,3	6,5	6,4	6,1	5,9	25,0	5,7	6,0	5,8	6,1	23,5	23,2	22,6	22,1
Markkinointi- ja teknologiapalvelut	20,3	7,7	8,1	7,3	8,2	31,3	7,8	8,0	7,1	8,2	31,1	33,0	34,4	35,8
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Käyttökate</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2	-4,2	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-4,1	-3,9	-3,7	-3,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>
Mediapalvelut	1,3	0,0	-0,3	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1
Markkinointi- ja teknologiapalvelut	0,4	0,1	0,4	0,4	0,3	1,2	0,3	0,1	0,4	0,4	1,3	1,8	2,0	2,1
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-2,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,6	-2,4	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6	-3,1	-2,4	-2,3	-2,3
Nettorahoituskulut	2,0	0,7	4,8	0,4	0,8	6,7	1,4	4,8	0,2	0,2	6,6	4,9	5,2	5,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>
Verot	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>4,8</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,02</b>	<b>0,18</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,26</b>	<b>0,04</b>	<b>0,18</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,25</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>	<b>0,24</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,18</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,19</b>	<b>0,02</b>	<b>0,16</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,17</b>	<b>0,16</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	9,5 %	10,3 %	4,7 %	1,5 %	-3,2 %	3,1 %	-5,2 %	-4,0 %	-4,0 %	0,9 %	-3,1 %	2,8 %	1,5 %	1,5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-7,4 %					67,7 %					-7,8 %	158,7 %	19,2 %	12,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,1 %	2,6 %	6,6 %	4,6 %	7,0 %	5,2 %	3,3 %	2,8 %	7,1 %	5,9 %	4,7 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	2,4 %	-0,2 %	-0,4 %	2,9 %	0,8 %	0,8 %	-1,0 %	0,2 %	2,2 %	1,5 %	0,7 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	1,6 %	-0,5 %	31,1 %	-1,8 %	4,4 %	8,6 %	4,1 %	28,4 %	-0,1 %	-0,6 %	8,1 %	7,3 %	7,9 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä = yhtiön raportoima oikaistu oman toiminnan liikevoitto

# Sijoitusprofiili

## Tähtäimessä kasvuyhtiön status

Ilkan profiloituu sijoittajille murrosvaiheessa olevana vakavaraisena yhtiönä, joka pyrkii taseen liikkumavaraa hyödyntäen kääntämään liikevaihdon ja tuloksensa nousuun. Osien summassa piilevän arvon ansiosta yhtiö profiloituu kuitenkin myös arvoyhtiöksi, jossa sijoittajien kannalta keskeistä on osissa piilevän arvon purkautuminen etenkin arvoa luovan pääoman allokoinnin avulla. Osakkeen riskiprofiili on mielestämme erittäin vahvan taseen, median rakennemurroksen sekä tuottojen syklisyyden summana kohtuullinen. Osakkeen likviditeetti on kuitenkin varsin vähäinen, mikä mielestämme kohottaa tuottovaadetta selkeästi.

## Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

Ilkan operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosina laskevaa, vaikkakin viime vuosien yritysostojen myötä liikevaihto on kasvanut epäorgaanisesti ja sen rakenne on muuttunut. Samaan aikaan taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut mediatoimintojen liikevaihdon ja tuloksen laskuun. Sama kehitys näkyi painoliiketoiminnassa, joka on sittemmin divestoitu. Arvioimme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi odotamme medialiiiketoimintojen orgaanisen kasvun trendin jatkuvan negatiivisena.

Markkinoiden murrokseen vastaavan Markkinointi- ja teknologiapalveluiden orgaanisen kasvun trendi on selvästi positiivinen, mutta suhteellisesti pienemmän kokoluokan vuoksi sen kasvu ei riitä muuttamaan konsernitason kasvunäkymää

merkittävästi.

## Yritysostot ovat työkalupakissa myös jatkossa

Yrityskaupat ovat arviomme mukaan osa Ilkan strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyttä myös jatkossa. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kasvun sekä tehokkaamman pääoman allokoinnin myötä korkeampana sijoitetun pääoman tuottona. Toisaalta, mikäli yritysostot epäonnistuvat, ne näkyvät heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

## Positiiviset arvo-ajurit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet ovat:

**Uusien liiketoimintojen kasvu ja skaalautuvuus:** digitaalisten tuotteiden ja palveluiden liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan skaalautuvaa ja siten näiden liiketoimintojen kasvu tavanomaisesti heijastuu vivulla tulokseen. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on myös niiden paremman ennustettavuuden vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu tukee myös operatiivisen liiketoiminnan hyväksyttävää arvostusta.

**Alma Media :** Alma Media -osakkeet muodostavat merkittävän osan konsernin arvosta. Näin ollen Alma Median liiketoimintojen kehityksen merkitys Ilkan osakkeenomistajille on olennainen. Alma Medialla on näkemyksemme mukaan hyvät mahdollisuudet arvonluontiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ja myös sen voitonjakopolitiikan ansiosta odotamme Ilkan saavan merkittävää

osinkovirtaa myös jatkossa.

## Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön

**tehostuminen:** Ilkalla on vankan taseen ansiosta edellytykset arvoa luovaan (RONIC > WACC) pääoman allokointiin yritysostojen muodossa.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät mahdolliset negatiiviset arvoajurit ja riskit ovat:

**Painetun median kysynnän kehitys:** painetun median voi painaa odotuksiamme enemmän segmentin lähivuosien lukuja.

## Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kasvattamisessa epäonnistuminen:

mediamarkkinan murroksen mukana kilpailukenttä etenkin digitaalisissa markkinoinnin palveluissa laajenee. Siten digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kasvu on avainasemassa yhtiön lähivuosien tulostason kehityksessä.

**Suhdanneriskit:** Ilkan liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen korkea.

**Yrityskauppariskit:** epäorgaaniseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen integrointi ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua tai ostettavasta kohteesta voidaan maksaa liian korkea hinta.

**Pääoman heikko tuotto:** yhtiön pääoman tuotto on ollut viime vuosina vahvan taseen ja rajallisten investointikohteiden vuoksi heikko. Arviomme mukaan sijoittajan tuotto-odotuksen kannalta osinkojen lisäksi keskiössä on pääoman käytön tehostuminen ja sitä kautta vahvistuva pääoman tuotto. Jos pääoman tuotto ei kohene, uhkaa sijoittajan tuotto-odotus myös jäädä heikoksi.

# Sijoitusprofiili

1.

Painetun median kasvun ja kannattavuuden näkymät heikot rakennemurroksen takia

2.

Digitaalisten tuotteiden ja palvelujen kasvun skaalautuminen avainasemassa

3.

Osien summassa arvoa Alma Media -omistuksessa ja rahoitusvaroissa

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Vakavarainen tase mahdollistaa avokätisen voitonjaon

## Potentiaali



- Markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden kasvun skaalautuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Alma Median edellytykset arvonluonnille ovat hyvät

## Riskit



- Painetun median heikko kehitys
- Kilpailutilanne Markkinointi- ja teknologiapalveluissa
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Osakkeen vähäinen vaihto ja siten keskimääräistä heikompi likviditeetti
- Pääomien vaisu tuotto



# Arvostus 1/4

## Arvonmäärittäminen

Ilkan osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon osien summa -laskelmamme, sillä se huomioi parhaiten yhtiön erityyppisten omaisuuserien arvon. Lisäksi tarkastelemme osakkeen arvoa osinkojen nettonykyarvomallilla (DDM), kassavirtamallilla ja yhtiön lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella.

Perinteisiin tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin liittyy heikkouksia ja esimerkiksi EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkan tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti rahoitustuotot huomioivaa P/E-kerrointa taas vääristää huomattava nettokassa. Tästä johtuen tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät mielestämme sovellu Ilkan arvonnäytteen erityisen hyvin sellaisenaan. Tämä luonnollisesti myös heikentää suhteellisen arvostuksen käyttökelpoisuutta.

## Osien summa -malli

Merkittävä osa Ilkan arvosta muodostuu näkemyksemme mukaan sen taseessa olevista likvideistä omaisuuseristä. Siten osien summa -laskelma antaa mielestämme hyvän mittatikun konsernin arvolle ja lisää läpinäkyvyyttä siihen, millaisia odotuksia markkinat hinnoittelevat yhtiön operatiiviselle liiketoiminnalle.

Arviomme Ilkan liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 155 MEUR tai 6,09 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,9 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla (11,35 euroa osakkeelta) vastaa 102 MEUR eli 4,0 euroa

osakkeelta. Käytämme laskelmassamme Alma Median osakkeen viimeisintä markkinahintaa, sillä se kuvastaa mielestämme hyvin sitä, millä hinnalla omaisuuserä olisi likvidoitavissa. Huomionarvoista on, että Alma Median osakekurssi on myös melko hyvin linjassa sille antamamme tavoitehinnan (11,0 e/osake) kanssa.

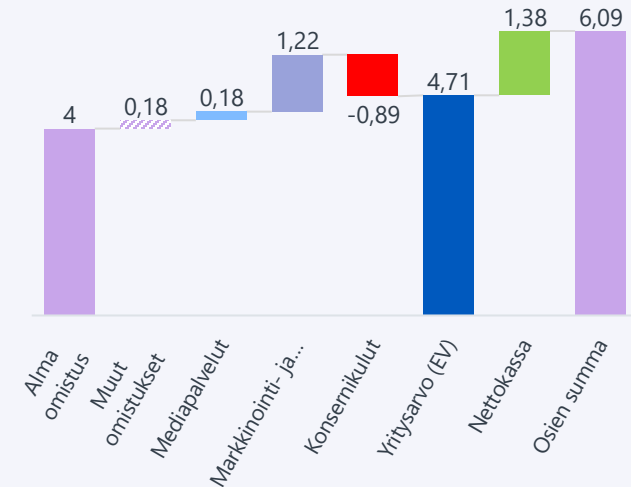
Laskelmassamme toiseksi arvokkain osa on yhtiön H1'24:n lopun nettokassa, joka oli noin 35 MEUR tai 1,38 euroa osakkeelta. Edellä mainittujen omaisuuserien ja muiden pienten omistusten yhteenlaskettu arvo on konsernikulujen nykyarvon (23 MEUR) vähentämisen jälkeen 120 MEUR (vrt. Ilkan markkina-arvo 77 MEUR).

Olemme arvioineet operatiivisten liiketoimintojen arvoksi noin 36 MEUR tai 1,4 euroa/osake, mistä valtaosa muodostuu Markkinointi- ja teknologiapalveluista (EV/S-kerroin 1x) ja loput Mediapalveluista (EV/S-kerroin 0,2x). Nämä arvostuskertoimet eivät ole erityisen korkeita, etenkin Saas-pohjaiselle liiketoiminnalle. Toisaalta Markkinointi- ja teknologiapalveluiden perusteltua arvostuskerrointa painaa ainakin toistaiseksi puuttuvat näytöt kannattavuuden skaalautumisesta ja osin henkilöstöintensiiviset palveluliiketoiminnot, joiden kannattavuuspotentiaali on rajallinen.

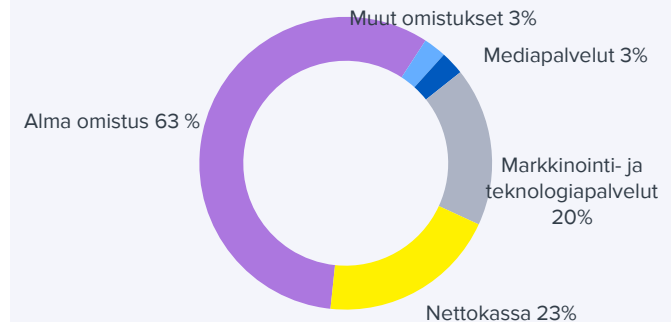
## Arvon mahdollisia purkajia

Arviomme mukaan ajuri osien summa -laskelmamme mukaisen arvonnäytteen keskpitkällä ja pitkällä aikavälillä voisi olla yhtiön operatiivisen toiminnan kasvu- ja kannattavuustrendin kehitys, sillä näkemyksemme mukaan etenkin digitaalisten liiketoimintojen kääntäminen kannattavaan kasvuun vaikuttaisi

## Osien summa per osake



## Arvon jakautuminen \*



Lähde: Inderes

\* Ilman konsernikuluja, joiden arvo on negatiivinen ~ 15 %

# Arvostus 2/4

osakemarkkinoiden operatiiviselle liiketoiminnalle antamaan arvoon. Nykyinen toimintaympäristö eli vaisu talouskehitys ei kuitenkaan anna tukea voimakkaalle orgaaniselle kasvulle lyhyellä tähtämellä, etenkin kun rakenteelliset trendit tuovat vastatuulta perinteisen median liiketoiminnassa. Muita mahdollisia keinoja arvon purkamiselle on erittäin vahvan taseen purkaminen avokätisemmällä varojen jaolla, joskaan emme pidä tätä erityisen todennäköisenä. Myös omien osakkeiden ostaminen voisi luoda arvoa ja purkaa aliarvostusta suhteessa osien summaan, mutta osakkeen varsin matalan likviditeetin vuoksi omien osakkeiden hankintapotentialiaali on rajallinen. Hankintapotentialiaali voi myös parantua nykyisestä tasosta, sillä yleisesti Helsingin pörssin vaihtomäärät ovat arviomme mukaan nyt pidemmän aikavälin keskimääräistä tasoa matalammat.

## Arvon purkautuminen tuskin tapahtuu lyhyessä ajassa

Arviomme mukaan osien summassa piilevän arvon realisoituminen täysimääräisesti 12 kuukauden aikajänteellä ei ole realistinen odotus, sillä emme odota yhtiön purkavan tasettaan aktiivisesti esimerkiksi jakamalla avokätisiä osinkoja tai Alma Median osakkeita sen omistajille. Myös odotuksemme Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvusta ja kannattavuuden kohoamisesta ovat maltilliset, eikä segmentin lyhyen tähtäimen ennusteidemme mukainen kehitys arviomme mukaan ajaisi osien summan arvon purkautumista seuraavan 12 kuukauden tähtämellä.

Mikäli osien summassa piilevä arvo pysyisi ennallaan, mutta arvo purkautuisi lähes täysimääräisesti kolmen vuoden ajanjaksolla, saisi

sijoittaja nykykurssilla purkautumisen kautta noin 26 %:n vuosituoton, mikä ylittää soveltamamme tuottovaatimuksen tason. Vastaavasti mikäli arvon purkautuminen tapahtuisi viidessä vuodessa olisi vuotuinen tuotto-odotus noin 15 %, mikä on sekin tuntuvasti yli soveltamamme tuottovaatimuksen.

Osien summan purkautumisen aikajännettä on haastava haarukoida, ja se riippuu arviomme mukaan edellä esiteltyjen ajureiden toteutumisesta. Siten vuotuinen tuotto-odotus on vain suuntaa antava hahmotelma, mikä mielestämme kuitenkin kuvaa osakkeen riski/tuotto-suhdetta kohtuullisen hyvin.

## Arvostuskertoimet eivät sellaisenaan anna oikeaa kuvaa

Ilkan vuoden 2024 ja 2025 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat huomattavan korkeat 93x ja 36x. Vastaavat oikaistut P/E-kertoimet ovat 12x ja 14x. Nämä arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena varsin korkeat, mutta huomioitavaa on, että ennusteissamme huomattava osuus lähivuosien nettotuloksesta (ja rahavirrasta) muodostuu Alma Median osingoista ja rahoitusomaisuuden korkotuotoista, kun taas operatiivisen tuloksen rooli on selvästi pienempi. Tämä nostaa EV/EBIT-kerrointa ja vääristää arvostuksen kokonaiskuvaa. Vastaavasti P/E-kerrointa tarkastellessa huomioitavaa on, että normaalin liiketoiminnan tarpeisiin ylisuuresta kassasta oikaistuna arvostuskertoimet painuisivat selvästi matalammaksi. Tätä taustaa vasten mielestämme Ilkan arvostusta ei ole erityisen järkevä lähestyä absoluuttisten arvostuskertoimien kautta ja mielestämme ne eivät anna arvostuksesta oikeaa kuvaa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,04	3,04	3,04
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	77	77	77
Yritysarvo (EV)	37	36	36
P/E (oik.)	12,1	14,1	13,1
P/E	17,5	19,0	17,1
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	14,2	10,3	10,2
EV/EBIT (oik.)	93,4	35,5	29,7
Osinko/tulos (%)	115,4 %	137,3 %	123,8 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes

# Arvostus 3/4

Ilkalla ei ole mielestämme löydettävissä hyviä verrokkeja, minkä lisäksi edellä esiteltyt sudenkuopat arvostuskertoimissa tekevät verrokkiarvostuksen soveltamisesta haastavan, emmekä siten sovelta verrokkiarvonmäärittystä Ilkan arvonnäärityksessä.

## Tulostuotto-odotus on suhteellisesti korkea

Odotamme Ilkan lähivuosisien operatiivisen tuloskasvun olevan selkeästi kaksinumeroisella tasolla, mikä johtuu absoluuttisesti hyvin pienestä lähtötasosta. Lisäksi tuloskasvuun liittyvät riskit ovat koholla, sillä merkittävässä roolissa sen ajurina toimii Markkinointi- ja teknologiapalveluiden skaalautuva liikevaihdon kasvu. Tästä ei ole vielä toistaiseksi merkittävästi näyttöjä, mikä nostaa tuloskasvuun liittyvää epävarmuutta.

## Osinkotuotto on korkea

Ilkan tarjoama osinkotuotto liikkuu lähivuosisien ennusteillamme ja viimeisimmällä 3,04 euron kurssitasolla laskettuna keskimäärin noin 7 %:n tasolla lähivuosisina. Siten osinkotuotto on sijoittajan tuotto-odotukselle merkittävä ajuri. Arvioimme Ilkan jakavan lähivuosisina enemmän kuin tuloksensa verran osinkoa, mihin sillä on hyvin varaa taseen nettokassan ja rahoitustuottojen ansiosta.

## Kokonaistuotto-odotus

Lähivuosisien tuotto-odotukseen vaikuttaa olennaisesti osien summassa piilevän arvon purkautuminen ja sen vauhti, minkä mahdollinen ajuri on näkemyksemme Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvu ja sen skaalautuminen eli kannattavuuden nousu. Myös taseen pääomien tehokas allokointi voisi toimia arvon purkajana.

Yhtiö rakenne ja eri osakesarjat sekä niiden eri äänimäärät huomioiden emme pidä yritystoa todennäköisenä arvon purkajana.

## Osinkojen nettohyöty -malli

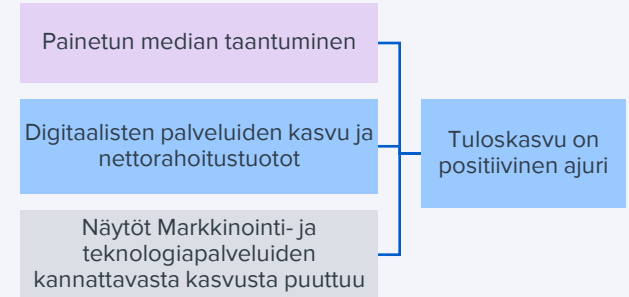
Olemme arvioineet Ilkan osakkeen käypää arvoa sen osingonjakopolitiikkaa peilaavan osinkojen nettohyöty -mallin (DDM) avulla. Korostamme, että sen yksinkertaisuuden takia malli on erittäin herkkä pienille muutoksille oletuksissa ja siten sen rooli kokonaisuuden kannalta on mielestämme vain auttaa arvostuksen viitekehysten hahmottamisessa, eikä se muodosta suoraan tavoitehintaa. Malli kuitenkin mielestämme viitoittaa osakkeen arvoa skenaariossa, jossa osissa oleva arvo ei realisoitu ja sijoittajan tuotto rakentuu pitkässä juoksussa vain osinkojen tulovirrasta.

Olemme käyttäneet mallissa lähivuosisien osinkojen ennusteitamme vuosille 2024-2028, kun taas tästä eteenpäin osinkojen terminaalikasvuksi olemme olettaneet 2 %. Vastaavasti oman pääoman kustannuksena olemme käyttäneet kassavirtamallin mukaista 9,2 %. Osinkojen nettohyötymalli antaa osakkeen arvoksi noin 3,5 euroa osakkeelta. Näkemyksemme mukaan tämä kuvaa osakkeen perusteltua arvoa, mikäli yhtiön operatiivisen liiketoiminnan liikevaihdon ja tuloksen käänne kestävään kasvuun epäonnistuu, eikä muiden omaisuusarvo purkautu. Toisaalta ennustamiemme osinkojen ja etenkin sen pitkän aikavälin terminaalikasvun realisoituminen edellyttää, että operatiivinen liiketoiminta tuottaa positiivista vapaata kassavirtaa pitkässä juoksussa ja että Alma Median jakamat osingot ovat yli ajan kasvavia, kuten ennustamme.

## Osaketuoton ajurit H1'24-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

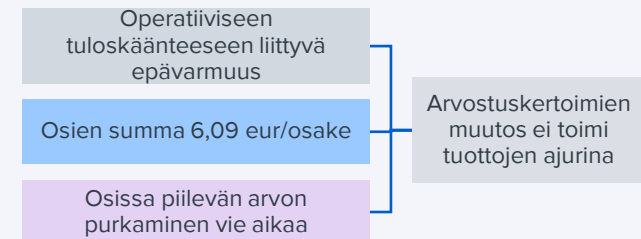
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuksen ajurit



Kokonaistuotto-odotus muodostuu osien summassa piilevän arvon purkautumisesta

# Arvostus 4/4

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Emme anna Ilkan arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) olennaista painoarvoa, sillä mallimme ei huomioi rahavirtaa, joka tulee Alma Median osingoista. Toisaalta tämän voi huomioida laskelmalla yhtiön Alma-omistuksen arvon (4,0 euroa/osake) kassavirtamallin mukaisen arvon päälle. On kuitenkin huomioitavaa, että Mediapalvelut ovat rakeenteellisen murroksen keskellä, kun taas Markkinointi- ja teknologiapalveluiden rakenteelliset ajurit ovat toisen suuntaisia. Siten markkinoiden erilaiset kasvunäkymät ja pitkän aikavälin kassavirtojen jakaumaan liittyvä epävarmuus heikentävät kassavirtojen ennustettavuutta. Kassavirtamallin rooli onkin vain arvonmääritystä tukeva, ja osoittaa millaista operatiivisen liiketoiminnan kehitystä osakkeen nykyiseen arvostukseen on hinnoiteltu.

DCF-mallimme (ks. liite) mukainen osakkeen arvo on 2,5 euroa. Toimialojen kehityskaarta ja liiketoimintojen suhteellista kokoluokkaa peilaten liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi nousevalla trendillä keskipitkän aikavälin ennusteiden jälkeisellä ajanjaksolla (2027-2033). Kustannustehokkuuden parantumisen ja skaalautuvien digitaalisten liiketoimintojen suhteellisen kasvun myötä kannattavuus kuitenkin nousee keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme. Vuosien 2028-2033 EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2023 0,8 %:n tasolta (oikaistu oman toiminnan liikevoitto-%) 3,5-5 %:iin. Ikuisuuskasvun oletuksemme on 2 % ja terminaalikannattavuus ennusteemme on 5,0 %. Siten pitkän tähtäimen ennusteet ovat yli lähihistorian toteuman. Näin ollen ne

heijastelevatkin odotuksia Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liiketoimintojen kannattavasta kasvusta, joskaan odotukset eivät ole erityisen korkealla ja ovat myös alle yhtiön omien tavoitteiden. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % eli samalla tasolla kuin soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus.

## Suositus ja tavoitehinta

Näkemyksemme mukaan eri arvonmääritysmenetelmillä Ilkan osakkeelle on haarukoitavissa leveä arvohaarukka. Tämä johtuu siitä, että taseen osissa on merkittävästi arvoa, mutta sen purkautuminen ja purkautumisen edellyttämän ajan kesto ovat vaikeasti arvioitavissa. Mielestämme osinkojen nykyarvomalli kuvastaa skenaariota, jossa osissa piilevä arvo ei realisoidu lainkaan. Vastaavasti osien summan mukainen arvo kuvastaa skenaariota, jossa arvo purkautuisi välittömästi. Siten mielestämme osinkojen nykyarvomalli muodostaa tiettyä lattiaa osakkeen käyvälle arvolle, kun taas osien summa muodostaa käyvän arvon haarukalle ylälaidan. Emme kuitenkaan usko, että osaketta hinnoiteltaisiin tismalleen sen osien summan tasolle pörssissä, joten sovellamme 10 %:n alennusta käyvän arvon haarukoinnissa. Tätä kautta voimme haarukoida osakkeelle 3,5-5,5 euron käyvän arvon haarukan.

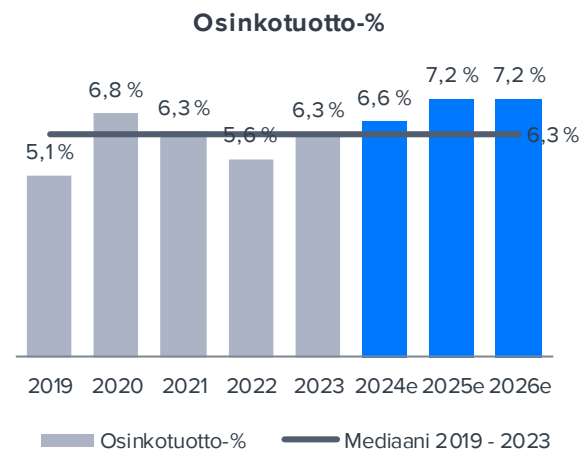
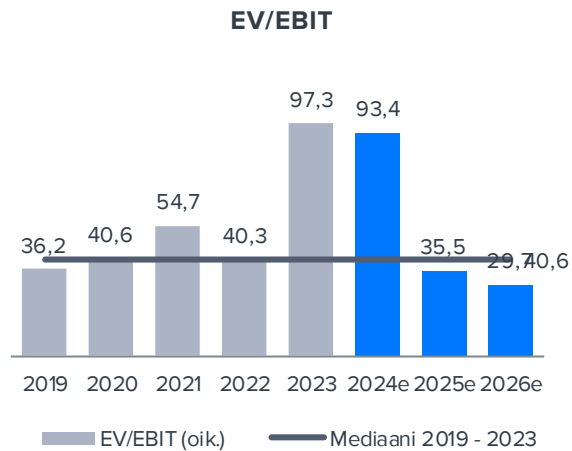
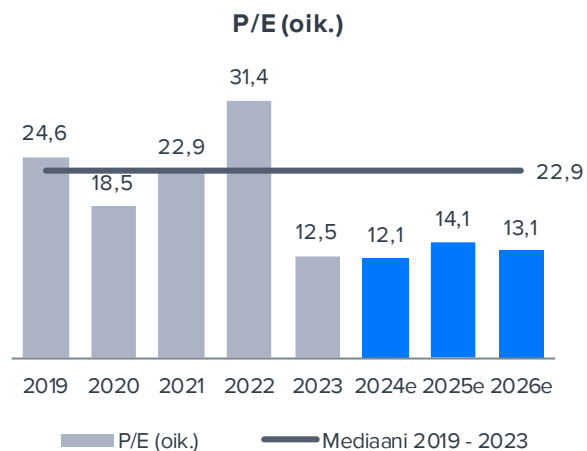
Osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle osinkojen nykyarvomallin, minkä perusteella pidämme nykyistä osakkeen riski/tuotto-suhdetta hyvänä. Vielä parempi riski/tuotto-suhde edellyttäisi tehokasta eli ripeästi tapahtuvaa osien summassa piilevän arvon realisoitumista. Koska emme näe tälle ajureita lyhyellä tähtäimellä, emme pohjaa

tavoitehintaamme suoraan osien summan mukaiseen arvoon. Siten toistamme 3,5 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

# Arvostus

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,94	4,40	4,76	3,60	3,20	<b>3,04</b>	<b>3,04</b>	<b>3,04</b>	<b>3,04</b>
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5	25,4	25,4	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>
Markkina-arvo	100	112	121	92	81	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>77</b>
Yritysarvo (EV)	45	72	76	52	41	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
P/E (oik.)	24,6	18,5	22,9	31,4	12,5	<b>12,1</b>	<b>14,1</b>	<b>13,1</b>	<b>12,8</b>
P/E	26,6	5,9	18,4	>100	16,9	<b>17,5</b>	<b>19,0</b>	<b>17,1</b>	<b>16,6</b>
P/B	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
P/S	2,8	2,4	2,4	1,7	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
EV/Liikevaihto	1,2	1,6	1,5	1,0	0,7	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EV/EBITDA	17,4	4,1	11,7	18,5	14,1	<b>14,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>
EV/EBIT (oik.)	36,2	40,6	54,7	40,3	97,3	<b>93,4</b>	<b>35,5</b>	<b>29,7</b>	<b>26,2</b>
Osinko/tulos (%)	134,9 %	40,5 %	116,3 %	585,2 %	105,5 %	<b>115,4 %</b>	<b>137,3 %</b>	<b>123,8 %</b>	<b>131,1 %</b>
Osinkotuotto-%	5,1 %	6,8 %	6,3 %	5,6 %	6,3 %	<b>6,6 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>7,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>139</b>	<b>138</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>135</b>
Liikearvo	22,2	22,4	22,4	22,4	22,4
Aineettomat hyödykkeet	17,3	16	14	12	10
Käyttöomaisuus	5,4	4	5	5	6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	8,0	7	7	7	7
Muut sijoitukset	86	87	87	87	87
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
Vaihto-omaisuus	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,6	6,4	6,3	6,4	6,5
Likvidit varat	40	40	41	41	41
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	<b>184</b>	<b>184</b>	<b>183</b>

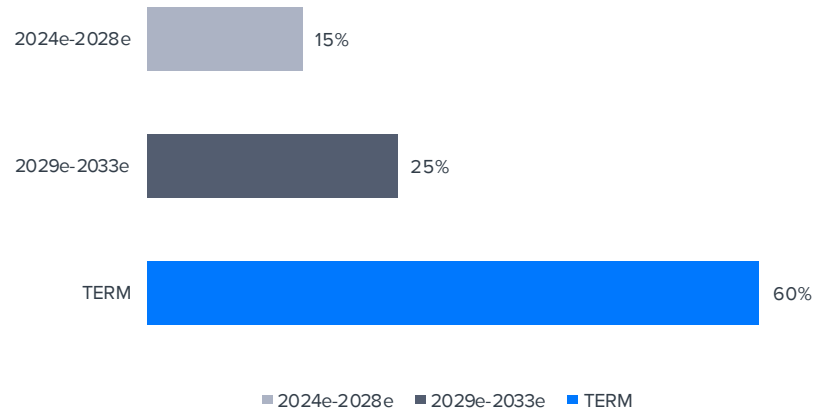
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>155</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>155</b>	<b>153</b>
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	72	72	71	70	69
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	77	78	78	78	78
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>11,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Laskennalliset verovelat	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	8,8	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,0</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Korolliset velat	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19	24	24	25	25
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>187</b>	<b>185</b>	<b>184</b>	<b>184</b>	<b>183</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	-3,1 %	2,8 %	1,5 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-2,3 %	-2,9 %	-0,7 %	-0,3 %	-0,1 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	
+ Kokonaispoistot	4,2	4,1	3,9	3,7	3,6	3,2	2,8	2,7	2,8	3,1	3,0	
- Maksetut verot	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	
+ 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	5,1	0,0	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,1	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,4	0,0	1,3	1,0	1,1	2,5	2,4	2,6	2,8	3,1	2,8	40,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>17,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		29,8	29,7	28,6	27,7	26,9	25,2	23,7	22,2	20,7	19,2	17,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>29,8</b>										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		39,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>64,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



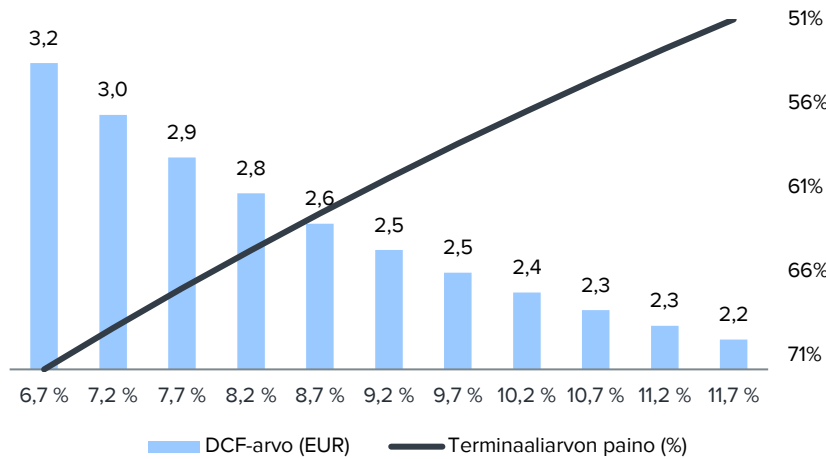
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

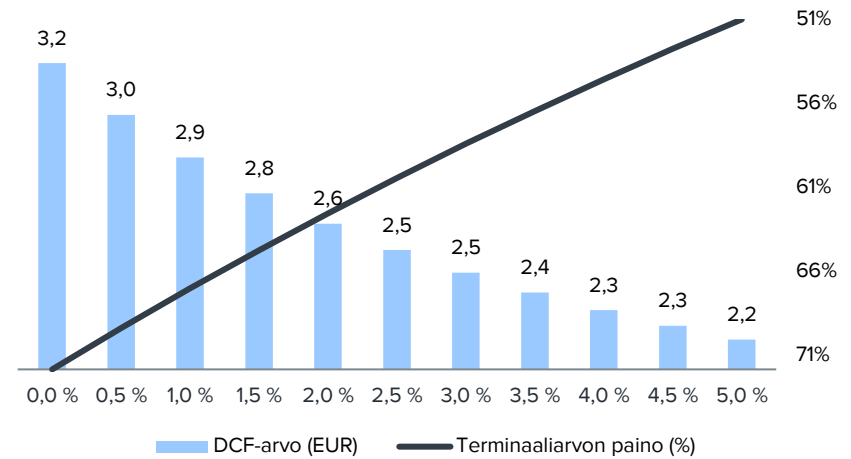
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

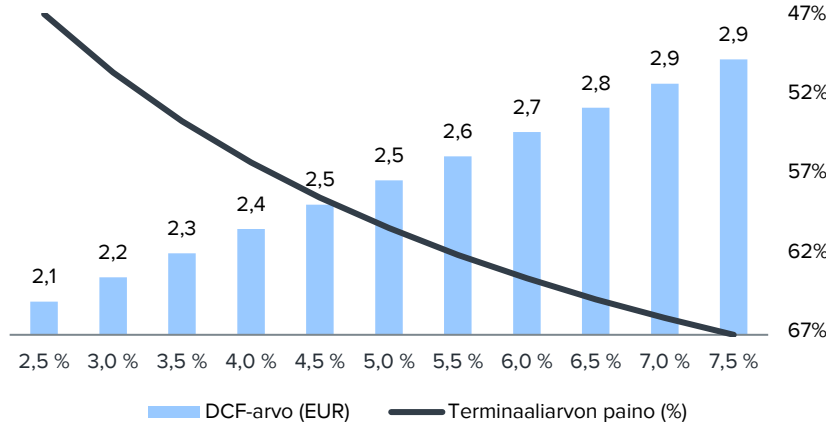
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



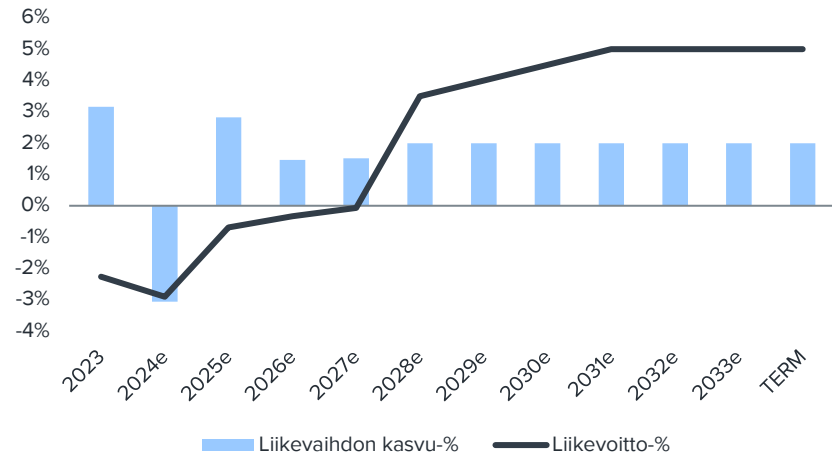
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Ilkka	80	45			14,8	11,1	0,8	0,8	16,0	13,8	6,6	7,2	0,5
Agora SA	103	309	19,6	11,2	5,6	4,6	0,9	0,8	23,3	8,8		5,2	0,6
Future PLC	1296	1699	6,5	6,4	6,0	5,9	1,8	1,8	8,2	7,6	0,4	0,4	2,0
Lagardere SA	3007	7934	13,9	12,8	8,4	8,8	0,9	0,9	11,5	10,1	3,1	3,2	4,0
New York Times Co	8348	7971	24,4	19,5	18,6	16,7	3,4	3,2	29,5	27,0	0,9	0,9	4,7
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	407	592	5,9		4,1		0,7		7,1		7,7		0,9
TX Group AG	1590	1866	16,2	10,9	8,7	7,2	1,8	1,9	15,6	13,8	1,8	2,5	64,2
Promotora de Informaciones SA	372	1077	9,3	7,9	5,7	5,1	1,1	1,1		11,4			
Vocento SA	86	193	1284,9	20,0	8,0	5,5	0,5	0,5	11,4	68,6	7,1	7,3	0,4
<b>Ilkka (Inderes)</b>	<b>77</b>	<b>37</b>	<b>93,4</b>	<b>35,5</b>	<b>14,2</b>	<b>10,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>12,1</b>	<b>14,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>0,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>172,6</b>	<b>12,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>15,3</b>	<b>20,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>9,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,0</b>	<b>11,2</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>13,5</b>	<b>12,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>neg.</b>	<b>217 %</b>	<b>77 %</b>	<b>56 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>12 %</b>	<b>110 %</b>	<b>125 %</b>	<b>-66 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	49,7	54,4	56,1	54,4	55,9	EPS (raportoitu)	0,26	0,03	0,19	0,17	0,16
Käyttökate	6,5	2,8	2,9	2,6	3,5	EPS (oikaistu)	0,21	0,11	0,26	0,25	0,22
Liikevoitto	2,7	-0,8	-1,3	-1,6	-0,4	Operat. kassavirta / osake	0,36	0,14	0,33	0,11	0,16
Voitto ennen veroja	7,0	1,3	5,4	5,0	4,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,54	0,36	-0,13	0,00	0,05
Nettovoitto	6,6	0,9	4,7	4,4	4,1	Omapääoma / osake	6,87	6,09	6,16	6,13	6,09
Kertaluontoiset erät	1,3	-2,0	-1,7	-2,0	-1,4	Osinko / osake	0,30	0,20	0,20	0,20	0,22
<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	205,8	186,5	185,1	183,9	183,5	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	9 %	3 %	-3 %	3 %
Oma pääoma	174,9	154,9	156,2	155,5	154,5	Käyttökateen kasvu-%	-63 %	-57 %	5 %	-12 %	36 %
Liikearvo	19,9	22,2	22,4	22,4	22,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-22 %	-7 %	-67 %	-8 %	159 %
Nettovelat	-45,4	-39,8	-39,8	-40,5	-41,1	EPS oik. kasvu-%	-13 %	-45 %	124 %	-2 %	-14 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	13,1 %	5,1 %	5,2 %	4,7 %	6,3 %
Käyttökate	6,5	2,8	2,9	2,6	3,5	Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,4 %	0,8 %	0,7 %	1,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,8	0,4	5,1	0,0	0,5	Liikevoitto-%	5,4 %	-1,4 %	-2,3 %	-2,9 %	-0,7 %
Operatiivinen kassavirta	9,1	3,5	8,3	2,7	4,0	ROE-%	3,9 %	0,5 %	3,1 %	2,8 %	2,6 %
Investoinnit	-25,0	6,3	-4,1	-2,7	-2,7	ROI-%	1,6 %	-0,5 %	-0,8 %	-1,0 %	-0,2 %
Vapaa kassavirta	-13,8	9,1	-3,4	0,0	1,3	Omavaraisuusaste	87,4 %	85,9 %	87,4 %	84,6 %	84,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-26,0 %	-25,7 %	-25,5 %	-26,0 %	-26,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	1,5	1,0	0,7	0,7	0,6						
EV/EBITDA	11,7	18,5	14,1	14,2	10,3						
EV/EBIT (oik.)	54,7	40,3	97,3	93,4	35,5						
P/E (oik.)	22,9	31,4	12,5	12,1	14,1						
P/B	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5						
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,6 %	6,3 %	6,6 %	7,2 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. 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
7.9.2020	Osta	3,75 €	3,03 €
3.11.2020	Osta	4,00 €	3,55 €
8.1.2021	Lisää	5,00 €	4,39 €
26.2.2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
12.5.2021	Lisää	5,50 €	5,00 €
22.6.2021	Lisää	5,30 €	4,63 €
10.8.2021	Lisää	5,50 €	4,94 €
8.10.2021	Lisää	5,00 €	4,51 €
8.11.2021	Lisää	5,00 €	4,75 €
24.2.2022	Lisää	5,00 €	4,52 €
10.5.2022	Lisää	5,00 €	4,36 €
1.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,20 €
9.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,09 €
13.9.2022	Vähennä	4,00 €	3,79 €
8.11.2022	Vähennä	3,70 €	3,55 €
24.2.2023	Vähennä	3,70 €	3,72 €
9.5.2023	Lisää	3,70 €	3,49 €
15.8.2023	Lisää	3,70 €	3,21 €
16.9.2023	Lisää	3,50 €	3,10 €
7.11.2023	Lisää	3,50 €	3,11 €
22.2.2024	Lisää	3,50 €	3,20 €
6.5.2024	Lisää	3,50 €	3,13 €
12.8.2024	Lisää	3,50 €	3,07 €
18.10.2024	Lisää	3,50 €	3,04 €

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**