

PunaMusta Media

Seurannan aloitus

06/06/2019

Konsolidaatiosta avaimet tulokäänteeseen

Aloitamme PunaMusta Median (ent. Pohjois-Karjalan Kirjapaino) seurannan 5,30 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Yhtiön liiketoimintaa on painanut pitkään media- ja painotoimialaa ravisteleva digimurros, joka on laskenut voimakkaasti erityisesti painamisen volyymeja ja luonut painotoimialalle epäterveen kilpailuympäristön. Vastauksena murrokseen vakavarainen PunaMusta Media on ottanut viimeisen vuoden aikana aktiivisen roolin painotoimialan yritysjärjestelyissä, minkä kautta yhtiö on saavuttamassa paremman kilpailuaseman ja tavoittelee lähivuosina merkittävää tulosparannusta. Suhtaudumme luottavaisesti yhtiön voimakkaan kannattavuuskäänteen toteutumiseen, mutta pidämme osakkeen arvostustasoa liian korkeana.

Perinteikäs paino- ja lehtitoimialan yhtiö

PunaMusta Media on perinteikäs paino- ja lehtitoimialaan keskittynyt yhtiö, jolla on johtava asema Suomen lehtipainamisen ja pienpainamisen markkinalla sekä Pohjois-Karjalan alueen lehtimediamarkkinalla. Yhtiön liikevaihdosta syntyy nykyisin noin 80 % painotoimialalta ja 20 % medialiiiketoiminnasta. Lisäksi vakavaraisella yhtiöllä on noin 15 MEUR:n arvopaperisalkku (n. 20 % yhtiön markkina-arvosta), joka on muodostanut viime vuosina merkittävän, mutta vaihteluille alttiin osan yhtiön tuloksesta. Painotoimialan rooli yhtiön liiketoiminnasta on kasvanut viimeisten vuosien aikana tehtyjen useiden yritysostojen ja investointien kautta ratkaisevaan rooliin yhtiön arvonmuodostuksesta, sillä mittavien kustannussäästöjen, skaala- ja synergiaetujen ansiosta painotoimialalle odotetaan lähivuosina merkittävää tulosparannusloikkaa sekä pääoman tehokkaamman käytön myötä vahvistuvaa kassavirtaa. Medialiiiketoimintojen kehitys on puolestaan suhteellisen vakaata ja kannattavuus kohtuullisen hyvä.

Odotamme yhtiöltä merkittävää tulosloikkaa, vaikka rakennemurros ei lupaa hyvää kasvun suhteen

PunaMusta Median liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut 2010-luvun ajan laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut merkittävään ylikapasiteettiin ja epäterveeseen kilpailutilanteeseen painotoimialalla sekä laskenut perinteisen sanomalehtimedian tuottoja ja kannattavuutta. Näemme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi arvioimme PunaMusta Median orgaanisen kasvun trendin jatkuvan lievästi negatiivisena. Heikosta toimintaympäristöstä huolimatta ennustamme yhtiön osakekohtaiseen tuloksen kasvavan keskimäärin 40 % vuodessa 2019-2021 aikana, kun yhtiön toteuttamat noin 3 %:iin liikevaihdosta yltävät kustannussäästöt ja parantunut hinnoitteluvoima alkavat asteittain tukemaan liiketulosta. Samanaikaisesti odotamme myös yhtiön kassavirtoihin investointitarpeiden pienentyessä voimakasta kasvua, mikä mahdollistaa kasvavan osinkotuoton.

Osakkeen arvostus on tulosparannuspotentista huolimatta perusteettoman korkealla

PunaMusta Median osake on lähivuosien voimakkaasta tuloskasvuodotuksesta huolimatta hinnoiteltu näkemyksemme mukaan erittäin haastavalle tasolle (P/E 2019e 24x, EV/EBITDA 8x, PEG 2019-2021e 1,1x), mikä asettaa näkemyksemme mukaan osakkeen lähivuosien arvonkehitykselle suurimman negatiivisen ajurin ja riskin. Olettaen PunaMusta Median erittäin epälikvidin osakkeen arvostustason asettuvan parin vuoden tähtäimellä Alma Median ja Sanoman tasolle, näemme esimerkiksi P/E-kertoimessa noin 50 %:n laskuvaran, mikä kumoaa tuloskasvun vaikutuksen. Vahvistuvasta kassavirrasta ja vakavaraisesta taseesta johtuen PunaMusta Media tarjoaa ennusteellamme kohtuullisen vahvaa 4-7 %n osinkotuottoa, mutta tälläkään mittarilla osake ei ole noin 10 %:n tuottovaateeseen tai verrokkien tarjoamaan osinkoon (6-7 %) nähden erityisen houkutteleva.

Analytiikko



Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Myy

(aik.)



5,30 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi: 6,25 EUR

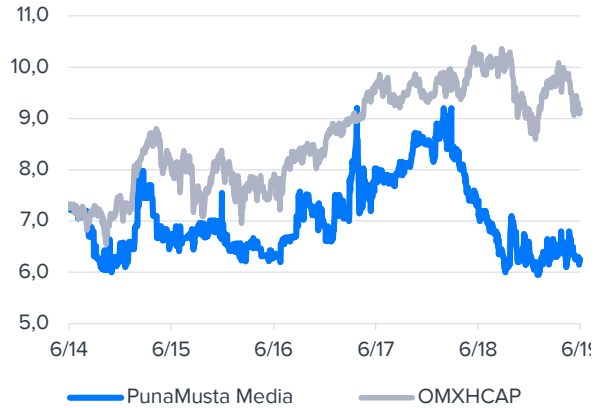
Potentiaali: -15 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	87,6	102,6	103,1	102,4
kasvu-%	16 %	17 %	0 %	-1 %
EBIT oik.	0,7	3,0	4,9	5,9
EBIT-% oik.	0,8 %	3,0 %	4,7 %	5,8 %
Nettotulos	1,9	3,3	4,3	5,2
EPS (oik.)	0,08	0,26	0,34	0,41
P/E (oik.)	76,2	23,7	18,4	15,1
P/B	1,6	1,6	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,2 %	5,4 %	6,6 %
EV/EBIT (oik.)	>100	28,0	16,2	12,4
EV/EBITDA	14,7	8,1	6,7	6,0
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,8	0,7

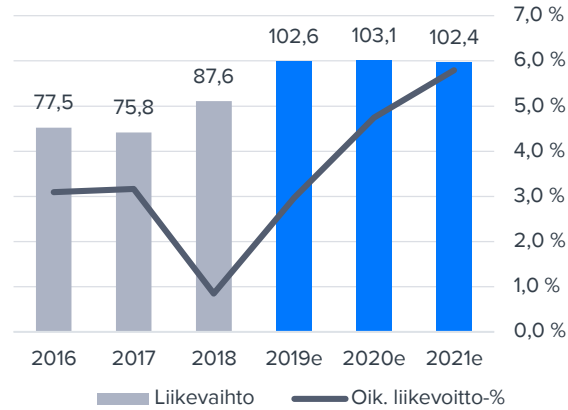
Lähde: Inderes

Osakekurssi



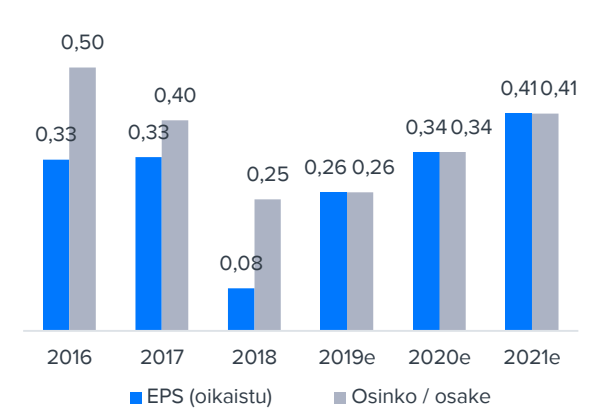
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkina-aseman vahvistuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Vahvistuva kassavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset

Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja osittain epäterve hintataso
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus

- Absoluuttisesti ja suhteellisesti korkeat arvostuskertoimet voimakkaasta tuloskäänteestä huolimatta
- Näkyvyys tuloskäänteen toteutumiseen vielä osittain heikko
- Hyvä osinkotuotto
- Kassavirtapohjainen analyysi indikoi selvää laskuvaraa osakkeeseen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - mediatoimiala	13-16
Toimialakatsaus – painotoimiala	17
Taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-22
Sijoitusprofiili	23-24
Arvonmääritys	25-27
Taulukot	28-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

PunaMusta Media lyhyesti

PunaMusta Media (ent. Pohjois-Karjalan Kirjapaino) on Suomeen keskittynyt 3 liiketoimintaosasta, 1) Suomen suurimpiin lukeutuvasta painotalosta, 2) Pohjois-Karjalan alueella toimivasta lehti- ja radiomedialiiketoiminnasta, sekä 3) kotimaisiin pörssiosakkeisiin sijoituksia tekevästä arvopaperisalkusta koostuva konserni. Konsernin strategiana on toimialan murroksen keskellä hakea kasvua painotoimialan yritysjärjestelyjen ja investointien kautta.

87,6 MEUR (pro forma 108,8 MEUR)

Liikevaihto 2018 (Pro forma liikevaihto, jos yritysostot mukana koko vuoden)

0,7 MEUR (0,7 %)

Liikevoitto 2018 (liikevoitto-%)

80 % / 20 %

Painoliiketoiminnan / medialiiketoimintojen osuus 2018 pro forma liikevaihdosta

15 MEUR (47 %)

Arvopaperisalkun koko, 2018 (osuus tuloksesta ennen veroja)

2010-2014

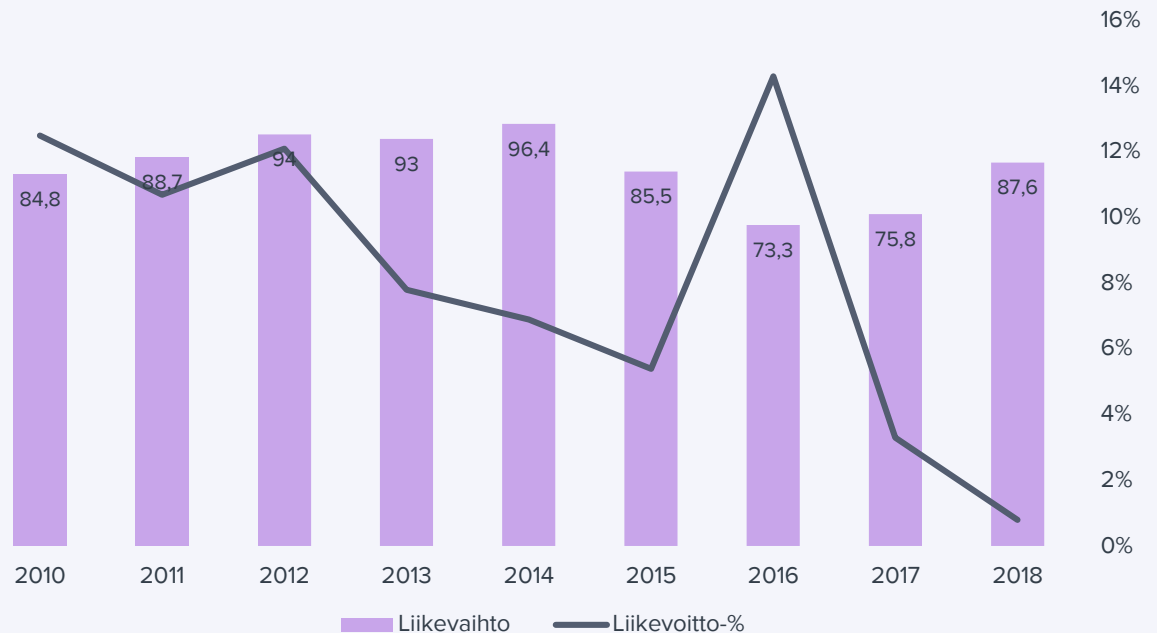
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- ja painotoimialan murros käänsvät yhtiön tulostason laskuun
- Investointipäätökset uudesta sanomalehtipainosta

2015-2016

- Painoteollisuuden heikentyminen ja painetun median taantuminen kiihtyy
- Jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus heikkenee tehostustoimista huolimatta
- Tarrapainoliiketoiminnan divestointi (myyntivoitto 8,3 MEUR)
- Painokoneinvestoinnit otetaan käyttöön ja suurkuvatuotannon investointi

2017-H1'2019

- Paino- ja mediatoimialan heikko kehitys jatkuu, mikä yhdessä tehostuskulujen kanssa painaa kannattavuutta
- Konserni toteuttaa 5 yritysostoa painotoimialalla ja nousee Suomen 2. suurimmaksi painotaloksi
- Yhtiö toteuttaa mittavat tehostusohjelmat painotoimialalla



PunaMusta media liiketoimintamalli 1/4

Aluemia- ja painopalveluyhtiö

PunaMusta Media (ent. Pohjois-Karjalan Kirjapaino) on Suomeen keskittynyt, kolmesta liiketoimintaosasta koostuva konserni: 1) Painotoimiala, 2) Lehtitoimiala, sekä 3) kotimaisista pörssiosakkeista koostuva arvopaperisalkku. Lisäksi konserniin kuuluu vähemmistöosuudet kahdesta kotimaisten mediayhtiöiden yhteisomistuksessa olevasta yhtiöstä, Arena Partners Oy:stä sekä Väli-Suomen Media Oy:stä.

Konsernin liikevaihto kasvoi yrityskauppojen myötä vuonna 2018 noin 16 % 88 MEUR:oon (Pro forma 109 MEUR). Konserni liikevoitto oli 0,7 MEUR (Pro forma 0,5 MEUR), eli noin 0,8 % liikevaihdosta.

PunaMusta konserni on noussut vuosina 2017-2018 tehtyjen yritysjärjestelyjen myötä liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurimmaksi painotaloksi. Medialiiketoiminnassa konsernilla on johtava asema Pohjois-Karjalan alueen lehtimediamarkkinalla ja liikevaihdolla/levikillä mitattuna konserni on Suomen kymmenen suurimman kaupallisen mediayhtiön joukossa.

Painotoimiala konsernin suurin liiketoiminta

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin liiketoiminta on painamisen palveluihin keskittynyt **Painotoimiala** (PunaMusta Oy). Painotoimiala muodosti vuonna 2018: 75 % konsernin liikevaihdosta ja sen vaikutus liike tulokseen oli 0,7 MEUR negatiivinen. Painotoimialan osuus konsernin liikevaihdosta olisi ollut yritysostojen täysi vaikutus huomioiden arviolta noin 80 % vuonna 2018.

Painotoimialan liiketoiminta koostuu aikakaus-, sanomalehti- ja digipainamisesta, suurkuvatulostamisesta sekä erilaisten mainospainotuotteiden painamisesta. Lisäksi liiketoimintaan kuuluu lehtien taitto-, suunnittelu- ja ilmoitustuotannon palveluita.

Painotoimialalla on tuotantoa 7 eri kaupungissa ympäri Suomen, ja sen asiakaskunta koostuu konsernin oman medialiiketoiminnan painotuotteista (noin 5 % liikevaihdosta), kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden painotuotteita käyttävistä yrityksistä.

Lehtitoimiala on konsernin perinteinen ydin

Lehtitoimiala koostuu Pohjois-Karjalan alueella julkaistavan alueellisen sanomalehden, Karjalaisen ja 6 paikallislehden sekä 2 paikallisen radioaseman muodostamasta medialiiketoiminnasta. Lehtitoimiala muodosti vuonna 2018 25 % konsernin liikevaihdosta (Pro forma 20 %) ja sen liike tulos oli 1,6 MEUR.

Lehtitoimialan tuotoista noin 50 % syntyy sanomalehtien ja niiden verkkopalveluiden sisältötuotoista ja loput noin 50 % ilmoitustuotoista.

Lehtitoimialan asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjois-Karjalan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa Pohjois-Karjalassa liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteista myyvistä yrityksistä.

Lehtitoimialaa voi kuvailla konsernin perinteikkääksi, perheyhtiötaustaiseksi ydinliiketoiminnaksi, jolla on Pohjois-Karjalan alueella tärkeä yhteiskunnallinen rooli.

Liiketoimintarakenne, 2018

PunaMusta media Oyj -konserni

Liikevaihto 87,6 MEUR, EBIT 0,7 MEUR

Painotoimiala	Lehtitoimiala	Muut toiminnot
Lv. 66 MEUR EBIT -0,7 MEUR EBIT-% -1 %	Lv. 21,6 MEUR EBIT 1,6 MEUR EBIT-% 7,4 %	Lv. 0 MEUR EBIT -0,1 MEUR Arvopaperituotot 1,1 MEUR
<ul style="list-style-type: none">LehtipainotDigipainaminenSuurkuvatulostusEsituotannon palvelut	<ul style="list-style-type: none">SanomalehdetVerkkomediaRadio	<ul style="list-style-type: none">KonsernipalvelutNoin 15 MEUR arvopaperisalkkuMuut omistukset

Liikevaihdon jakauma, 2018 (Pro forma liikevaihdon jakauma, 2018)



Tulos ennen veroja jakauma, 2018



PunaMusta media liiketoimintamalli 2/4

Konsernilla merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu liiketoiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konsernitoiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta kohtuullisen merkittävän osan konsernin tuloksesta (vuonna 2018 1,1 MEUR / 36 % tuloksesta ennen veroja).

Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli viime vuoden lopussa noin 15 MEUR ja se koostuu pääosin (noin 9 MEUR) noin 10 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkka-Yhtymässä. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat korkean osinkotuoton kotimaisista listayhtiöistä. Lisäksi emoyhtiö omistaa 8 % Arena Partners Oy:stä (mm. Alma Mediapartners Oy:n vähemmistöomistaja), mutta tällä omistuksella on arviomme mukaan ollut viime vuodet varsin pieni vaikutus muiden liiketoimintojen liikevoittoon.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin - tuottojen toistuvuus pääosin korkea

PunaMusta median liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painetun median mainontaan ja painotuotteiden kysyntään. PunaMusta median liiketoiminta nojaa lähes kokonaan painettuun mediaan ja digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on toistaiseksi ollut hyvin matala.

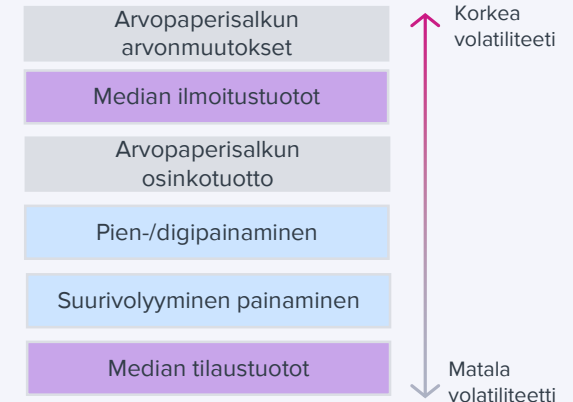
Media- ja painotoimialan sisällä digitaalisten sisältötuottojen ja digitaalisen painamisen (pienpainamisen) tuotot kasvavat ja valloittavat alaa, mutta niiden kasvu ei riitä kaikilta osin kompensoimaan kokonaismarkkinoiden supistumista. Käymme tarkemmin läpi toimialojen trendejä toimialakatsauksissa sivuilla 13-17.

PunaMusta median liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta maltillinen, sillä luonteeltaan syklisimpien ilmoitustuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on vain noin 10 %. Lisäksi mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtele niin voimakkaasti taloussykliä mukana. Painotoimialalla merkittävä osa liikevaihdosta on vuositasen sopimuksiin perustuvaa ja lyhyellä tähtäimellä hyvin ennakoitavaa tuottovirtaa. Lisäksi konsernin tuloskehitykseen vaikuttaa voimakkaasti arvopaperisalkun arvonmuutokset.

Painotoimialan liiketoiminta on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

PunaMusta median painotoimialan liiketoiminta on hyvin pääomavaltaista ja varsinkin perinteisten painotyömenetelmien osalta myös hyvin henkilötyöntensiivistä liiketoimintaa. Tästä johtuen Painotoimialan kannattavuuden kehitys on hyvin herkkä painovolyymien ja käyttöasteiden muutoksille. Lisäksi volyymit vaikuttavat yhtiön neuvotteluvoimaan materiaalien ja palveluiden ostoissa. Herkkyyttä kuvastaa mm. Painotoimialan vuosien 2015-2016 kehitys, jolloin pääasiassa volyymien laskusta johtunut liikevaihdon noin 11 %:n lasku pudotti toimialan liikevoitto-%:n yli 4 %:n tasolta lähes nollatasolle.

Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2018	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Pieni (noin 1%)	Selvä kasvu >10 %/v
Digipainaminen	Kohtalainen (noin 15%)	Lievä kasvu +2-5 %/v
Media-logistiikka	Pieni (noin 2%)	Vakaa +/- 2 %/v
Suurivolyyminen-painaminen	Korkea (noin 60%)	Laskee -2-4 %/v
Painettu media	Merkittävä (noin 20%)	Laskee -3-5 %/v

PunaMusta media liiketoimintamalli 3/4

PunaMusta median liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

PunaMusta median liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hieman keskimääräistä korkeampi (kts. Graafi seuraavalla sivulla).

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa mielestämme erityisesti media- ja graafisen alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat erityisesti painetun median ja painopalveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä, heikentävät hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

Liiketoiminnan riskisyyttä lieventää maltillinen syklisten tuottojen osuus, vahva paikallinen markkina-asema mediassa ja Suomen painotoimialalla, vahva rahoitusasema ja vahvistuva operatiivinen kassavirta.

Kassavirrat kohtuullisen vakaita ja ennustettavia

PunaMusta median liiketoimintojen liikevaihdosta arviomme mukaan valtaosa muodostuu luonteeltaan melko vakaista ja ennustettavista tilaustuotoista ja pitkäaikaisista painamisen asiakkuuksista.

Kulutuskysynnän ja taloussykkien mukana elävien mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on vain noin 10 %. Toistuvien tilausmyyntiin perustuvien sisältötuottojen osuus liikevaihdosta on noin 10 %.

Painotoimialalla liikevaihto on noin 15 % liikevaihdosta tuovaa pienpainamista lukuun ottamatta vuositasolla tyypillisesti hyvin vakaata ja

ennustettavaa. Pienpainamisessa puolestaan asiakkaiden lukumäärä on toimipisteverkoston myötä laajentunut huomattavasti, mikä tasoittaa kysynnän vaihteluita.

Painoalan ylikapasiteetti ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

PunaMusta medialla on periaatteessa vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Pohjois-Karjalan mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut mediamyynnissä yhtiölle perinteisesti kohtuullisen hyvän hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt myös paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa.

Painoalalla on Suomessa ollut jo pitkään merkittävää ylikapasiteettia ja verotuksellisista ja logistisista syistä myös painotuotteiden tuonti on kilpailut vahvasti kotimaisen kapasiteetin kanssa. Tämä on johtanut epäterveeseen hintakilpailuun painotoimialalla. Markkinan konsolidoituminen on kuitenkin arviomme mukaan vähentämässä kovimpia hintapaineita.

Painotoimialan skaalaedut nousussa, mutta mediatoiminnan skaalaedut pienet

PunaMusta median kustannusrakenne on sanoma- ja painoliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävältä osin kiinteää. Painetun median asteittaisesta taantumisesta ja mediamainonnan kilpailukyvyyn heikentymisestä johtuen PunaMusta

median skaalaedut ovat medialiiketoiminnan osalta arviomme mukaan laskussa, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaa.

Voimakkaasti konsolidaation myötä kasvaneiden Painotoimialan liiketoimintojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin parantumassa, mikä kompensoi toimialan asteittain heikentyvää kysyntää.

Yhtiön liiketoiminta sitoo paljon pääomia, mutta investointitarve pienenee tulevaisuudessa

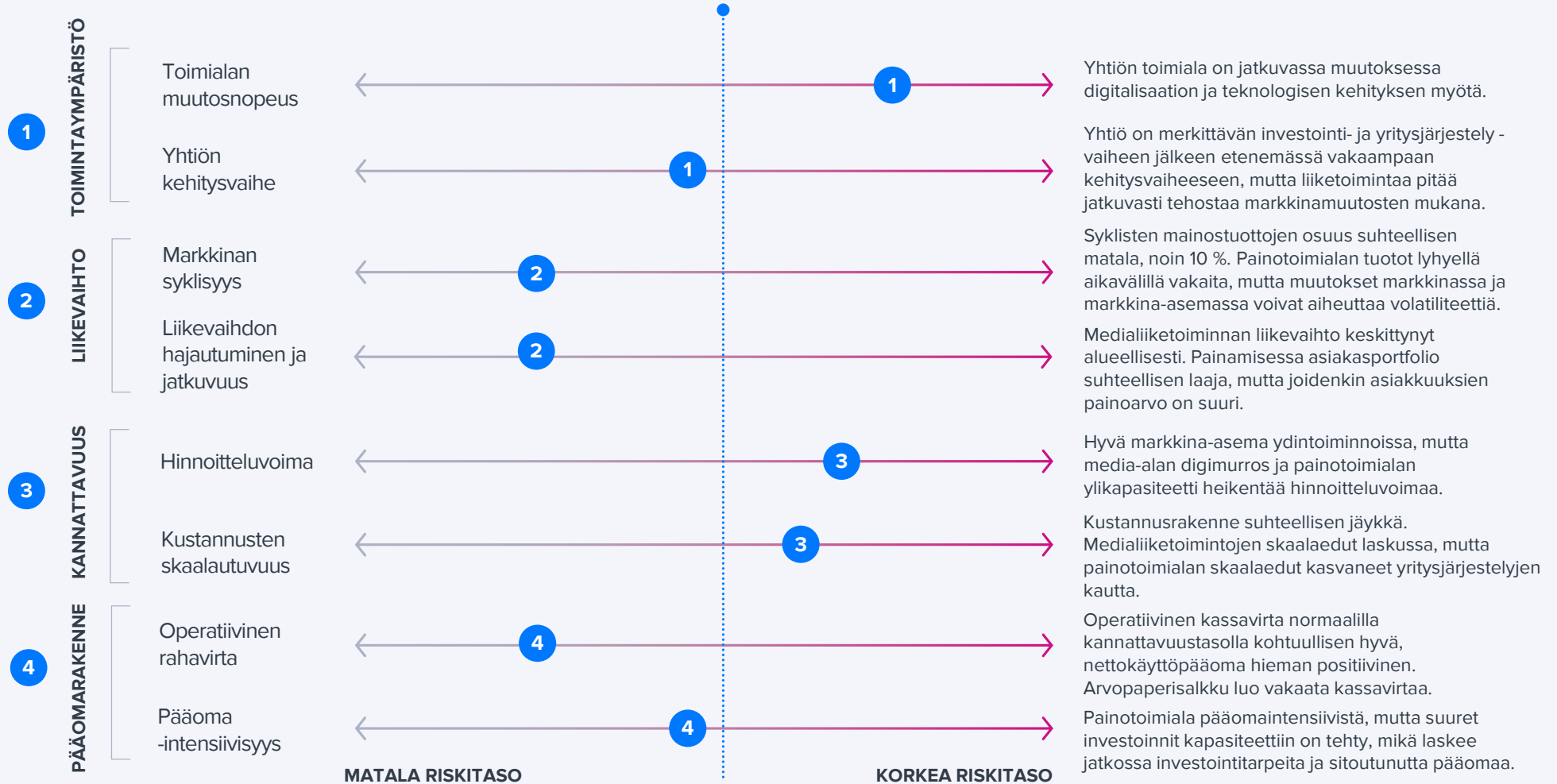
PunaMusta median liiketoiminnat sitovat kohtuullisen paljon pääomaa, sillä yhtiön suurimman liiketoiminnan, Painotoimialan liiketoiminta on pääomaintensiivistä.

Arviomme yhtiön kyvyn tuottaa kassavirtaa kuitenkin parantuvan jatkossa, kun konsernin tulostaso paranee ja investointitarve pienenee.

PunaMusta media liiketoimintamalli 4/4

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio PunaMusta Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



PunaMusta media - strategia

Ei julkilausuttua strategiaa tai tavoitteita

PunaMusta Medialla ei ole tällä hetkellä julkilausuttua konsernitason strategiaa tai taloudellisia tavoitteita, ja yhtiön strategia muodostuukin käytännössä toimialojen erillisten kehityssuuntien ja kehitysvaiheen kautta. Yhtiön strategian ja arvojen keskiössä voi sanoa olevan 1) kotimaisuuden, ja erityisesti Pohjois-Karjalan alueen huomioiminen, 2) painotoimialan Suomen johtavan markkina-aseman, kasvun ja kannattavuuden vahvistaminen, sekä 3) hyvä vakavaraisuus ja osinkotuotto.

PunaMusta Median strategiaan ja kehitykseen vaikuttaa voimakkaasti toimintaympäristön kehitystrendit, joista voimakkaimpia ovat mediamarkkinan digitalisoituminen ja painetun median taantuminen, sekä painotoimialan rakenteellinen supistuminen ja ylikapasiteetti.

Konsernitason kehityssuunnat

PunaMusta Media -konsernin strategiaa voi hahmotella yhtiön viime vuosina tekemien kehitystoimien ja yritysjärjestelyjen kautta.

Vuosien 2014-2018 aikana yhtiö kävi läpi merkittävän rakennemuutos- ja investointivaiheen, jonka aikana konserni kasvatti painotoimialan liiketoiminnoista Suomen markkinoiden johtavan toimijan sekä toteutti mittavat kustannussäästö- ja tehostusohjelmat. Kehitysvaiheen strategisena tavoitteena oli parantaa konsernin painamisen liiketoimintojen kilpailu- ja markkina-asemaa, tervehdyttää ylikapasiteetista voimakkaasti kärsivän painotoimialan rakennetta, sekä vahvistaa yhtiön kasvua. Lisäksi yhtiö tehosti medialiiketoimintojen rakennetta

markkinatilanteen mukaiseksi ja laajensi liiketoimintaa paikallisradioon.

Lähivuosina PunaMusta Median strateginen fokus on näkemyksemme mukaan myynnin ja kapasiteetin optimoinnissa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran parantamisessa. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan aktiivista osallistumista markkinan konsolidaatioon.

Yritysjärjestelyjen ja investointien luoma tehokkuuden parannuspotentiaali mittava

Yritysjärjestelyt ja investoinnit ovat nostaneet merkittävästi PunaMustan painotoimialan kapasiteettia ja laajentaneet yhtiön asiakaskuntaa ja myyntipotentiaalia käytännössä koko Suomen kattavaksi. Yhtiölle on syntynyt tästä syystä huomattavaa pääoman käytön ja kannattavuuden tehostuspotentiaalia sekä lisämyyntimahdollisuuksia.

Arvioimme mukaan yhtiön ei tarvitse tehdä merkittäviä nettoinvestointeja kapasiteettiin useisiin vuosiin tai jopa vuosikymmeneen, sillä se voi nykyistä kapasiteettia optimoimalla ja kone- ja laitekantaa kehittämällä laskea huomattavasti tuotannon yksikkökustannuksia ja parantaa kassavirtaa. Lisäksi osittain epäterveellä kannattavuustasolla toimineiden yhtiöiden ostaminen ja kilpailuaseman vahvistuminen mahdollistaa PunaMustalle aiempaa paremman hinnoitteluvoiman ja merkittävät kustannussynergiat, minkä pitäisi johtaa parempaan kannattavuustasoon. Mediatoiminnoissa yritysjärjestelyiden (radiotoiminnot) odotetaan tarjoavan yhtiön mediamyynnille uuden, nykyisiä sanomalehtimedioita täydentävän myyntikanavan.

Yhtiön potentiaalinen taloudellinen suorituskyky

Yhtiön historiallisen kehityksen, johdon kanssa käymiemme keskustelujen, sekä toimialan kehityksen perusteella arvioimme PunaMusta Median keskeisten taloudellisten mittareiden tasoksi seuraavaa:

1. Kasvu: Arvioimme yhtiön orgaanisen kasvun olevan pitkällä aikavälillä kokonaisuutena lievästi negatiivista ja liikevaihdon kasvun olevan lähes kokonaan jo toteutuneiden ja uusien yritystojen varassa.

2. Kannattavuus: Arvioimme yhtiön lehtitoimialan liikevoitto-%:n tasoksi pitkällä aikavälillä noin 10 % +/- 2 %:n vaihteluvälillä. Painotoimialan liikevoitto-%:n arvioimme liikkuvan noin 3-5 %:n tasolla. Arvopaperisijoitusten tuotot ovat riippuvaisia osakemarkkinoiden yleisestä kehityksestä, mutta arvioimme niiden tuottaman osinkovirran olevan noin 5 %:n tasolla pääomasta.

3. Vakavaraisuus: Ennustamme konsernin tuloksen ja kassavirran säilyvän selvästi positiivisena lähivuodet, minkä myötä odotamme konsernin omavaraisuusasteen säilyvän yli 50 %:n tasolla ja nettovelan muuttuvan nettokassaksi muutaman vuoden aikajänteellä.

4. Voitonjako: PunaMusta Media harjoittaa yhtiön johdon mukaan aktiivista osinkopolitiikkaa. Tulkitsemme tämän tarkoittavan yhtiön vahvan rahoitustilanteen ja vahvistuvan kassavirran olosuhteissa sitä, että yhtiö tulee myös jatkossa jakamaan koko nettotuloksen osinkoina omistajilleen. Korkeaa voitonjakosuhdetta tukee myös yhtiön perheomistajataustainen omistajarakenne.

PunaMusta median strateginen kehitys

2012
-
2015

2016
-
2018

2019-

Liiketoiminnan kehittäminen investoinnein, kannattavuus heikkenee

- Fokus painotoimialan kone- ja laitekannan uudistamisessa sekä medialiiketoiminnan tehostamisessa ja digitalisoinnissa
- Painotoimialalla kireä kilpailutilanne ylikapasiteetin ja kysynnän laskun vuoksi
- Lehtitoimialalla painetun mediamainonnan kysyntä laskee voimakkaasti ja jakelukustannukset kasvavat
- Arvopaperikaupan ja kiinteistöomaisuuden myyntien tulosvaikutus merkittävä

Merkittäviä yritysjärjestelyjä ja investointeja, kannattavuus heikko

- Fokus painotoimialan kasvattamisessa ja konsolidoinnissa yritysjärjestelyin sekä investoinnein
- Tarrapainoliiketoimintojen myynti
- Painotoimialan kireä kilpailutilanne jatkuu ja lehtitoimialalla rakennemurros kiihtyy
- Useita merkittäviä asiakaskantaa, maantieteellistä peittoa ja tarjoomaa Suomessa laajentavia yritysostoja painotoimialalla
- Laajentuminen paikallisradioliiketoimintaan yritysostoin
- Yritysostot rahoitetaan pääasiassa vieraalla pääomalla

Yritysostojen konsolidointi ja synergiaetujen varmistaminen

- Vuonna 2018 tehtyjen yritysostojen konsolidointi, synergiaetujen varmistaminen ja toiminnan tehokkuuden parantaminen painotoimialalla
- Lehtitoimialalla tehostustoimia
- Pieni täydentävä yritysosto painotoimialalla
- Kannattavuuden parantuminen H2'19->

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Painotoimialan markkina-aseman ja kasvun vahvistaminen yritysostoin ja investoinnein
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaasta murroksesta huolimatta
- Yhtiön rahoitusasema vahva velkaisuuden kasvusta huolimatta

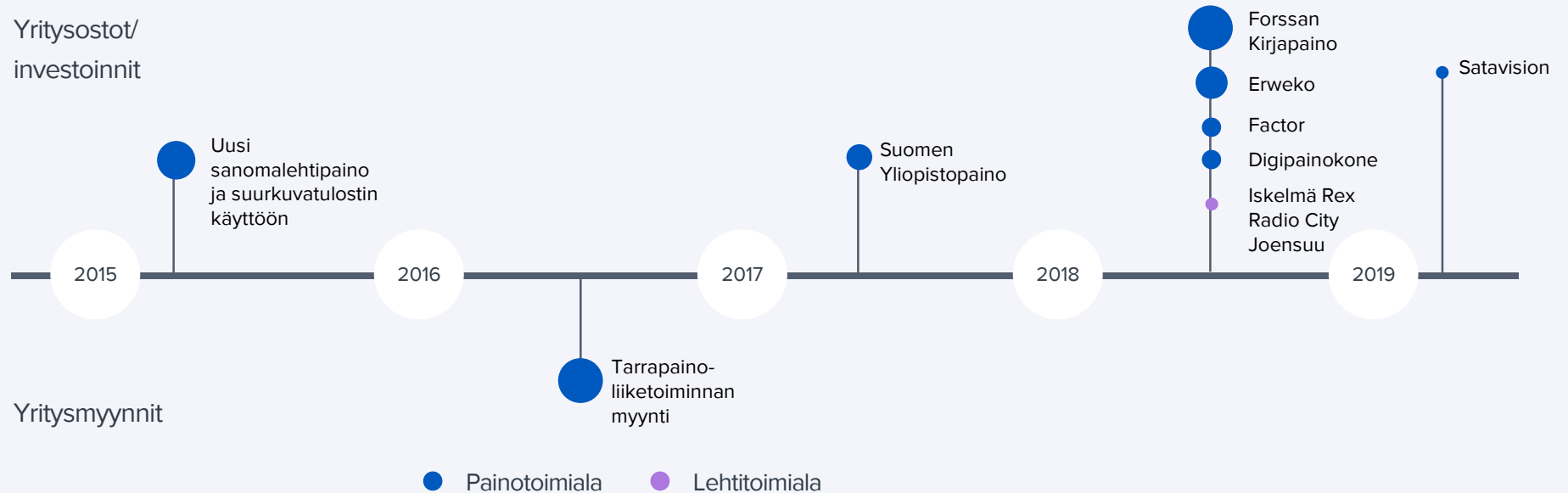
Lähitulevaisuus 1-2v

- Yhtiön tulostasoon ja kassavirtaan odotetaan merkittävää parannusta
 - Vuosien 2018-2019 tehostustoimien ja yritysostojen vaikutus heijastuu tulokseen
 - Investointitarve pienenee merkittävästi
- Painotoimialan tehokkuutta parannetaan ja kasvua vahvistetaan kone- ja laitekannan käyttöä optimoimalla, laajentuneen toimipisteverkon ja asiakaskannan avulla
- Vientiliiketoiminnan kasvattaminen
- Medialiiketoiminnan kehitystoimien jatkaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Aktiivinen osapuoli media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Toimialojen rakennemurros heikentää organista kasvua
- Kassavirtojen vahvistuminen parantaa rahoitusasemaa ja mahdollistaa kasvavan osinkovirran

PunaMusta median yrityskaupat 2015-2019 ja merkittävät investoinnit



Lähde: PunaMusta media

Liiketoimintojen yrityskauppa- ja investointistrategia

Lehtitoimiala

- M&A:n merkitys täydentävä
- Pääasiassa pieniä medialiiiketoimintaan rinnakkaisia ”täsmä”yrityksistöjä Pohjois-Karjalan alueelta
- Potentiaalinen osapuoli media-alan konsolidaatiokehityksessä liiketoiminnan ja osakeomistusten kautta

Painotoimiala

- M&A merkitys korkea
- Tavoitteena vahvistaa markkina-asemaa, kilpailukykyä ja kasvua Suomessa
- Yrityskauppojen fokus asiakaskunnan laajentamisessa ja digipainamisen liiketoiminnan kasvattamisessa
- Kohteena tyypillisesti pieniä yhtiöitä
- Aktiivinen osapuoli toimialan konsolidaatiossa

Lähde: Inderes

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 digimedian kysynnän kasvuna.

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Viive vuosina Suomen mainosmarkkinalla painetun median mainonta on laskenut voimakkaasti ja digimainonnan määrä on kasvanut. Suomen mainosmarkkinan kasvu on jäänyt selvästi jälkeen BKT:n kehityksestä.

Suomen mainosmarkkinan yleistä talouskehitystä heikompaa kokonaiskehitystä selittää erityisesti painetun median mainonnan korkea osuus, jota digitaalisen mainonnan kasvu ei ole riittänyt paikkaamaan. Toisaalta mainonnan kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on supistunut eniten aikakaus- ja sanomalehdissä (yht. n. -49 % 2011-2017), mutta myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi (-15 % 2011-2017). Sen sijaan digimainonnan määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (+72 % 2011-2017) ja sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 30 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 25 %) jälkeen.

Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta.

Mediatoimialan ajurit ja trendit



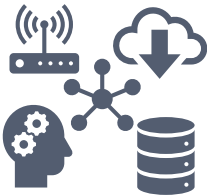
Digitalisaatio

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

Odotamme mainosmarkkinan trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena lievästi negatiivista Suomessa

TNS Kantarin ja IAB:n mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuodet keskimäärin noin 5-10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan samantasoisena myös keskipitkällä aikavälillä.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mm. listattujen mediatyhtiöiden sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2018. Kovinta lasku on ollut arviomme 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 matala, on suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää.

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

kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden parantuminen. Valtaosa digitaalisten palveluiden tilaajista on alle 50 vuotiaita. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, ja aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut vaisua.

Painetun median sisältötuottojen kysyntä näyttää jatkavan tasaista laskua, ja painettujen lehtien tilaajien keski-ikä on noussut jo 50-60-vuoteen. Arvioimme, että painetun lehden tilaustuottojen määrä tulee puolittumaan seuraavan kymmenen vuoden kuluessa. Lisäksi kesällä 2019 voimaan astuva digijulkaisujen alv-kannan alentuminen samalle tasolle painetun median kanssa (10 %) voi kiihdyttää siirtymää painetusta mediasta digiin.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina nollassa tai hieman negatiivista, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua. Erityisesti alueellisten ja paikallislehtien tasolla digitaalisten tilaustuottojen osuus on vielä todella matala.

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 mediaan

voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnon liikevoitto-% liikkuu karkeasti 15-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-20 %:n haarukassa.

Globaalit jätit hallitsevat digimainonnan kilpailukenttää – paikalliset muuta markkinaa

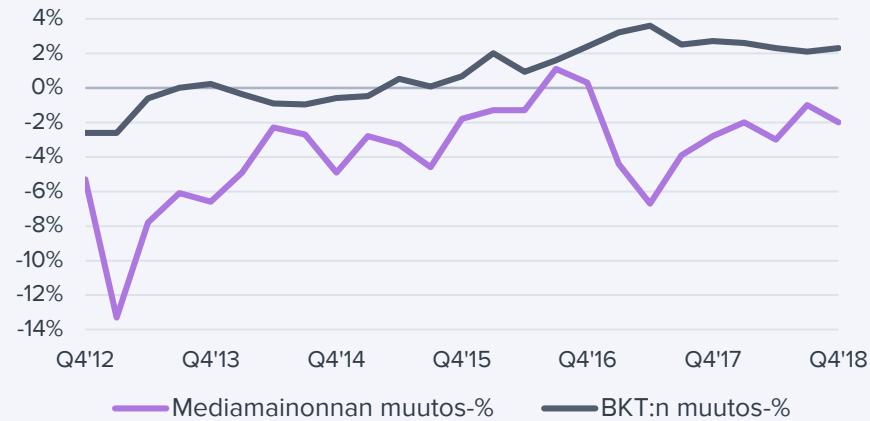
Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu pääasiassa globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan, kuin paikallisten mediatyhtiöiden välillä. Sisältötuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista,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

Suomen johtavat mediatyhtiöt Sanoma ja Alma Media ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Muut mediatyhtiöt ovat sen sijaan saavuttaneet vain pienen jalansijan verkkomainonnassa ja digimainonnan kasvu ei ole riittänyt kompensoimaan painetun mediamainonnan laskua.

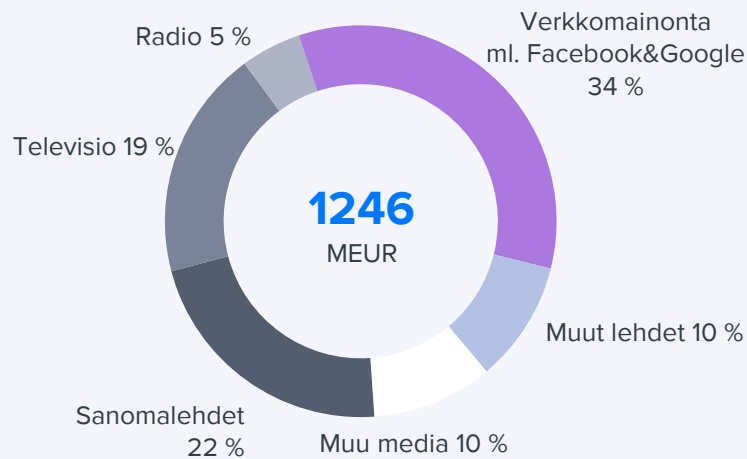
Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyksen, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

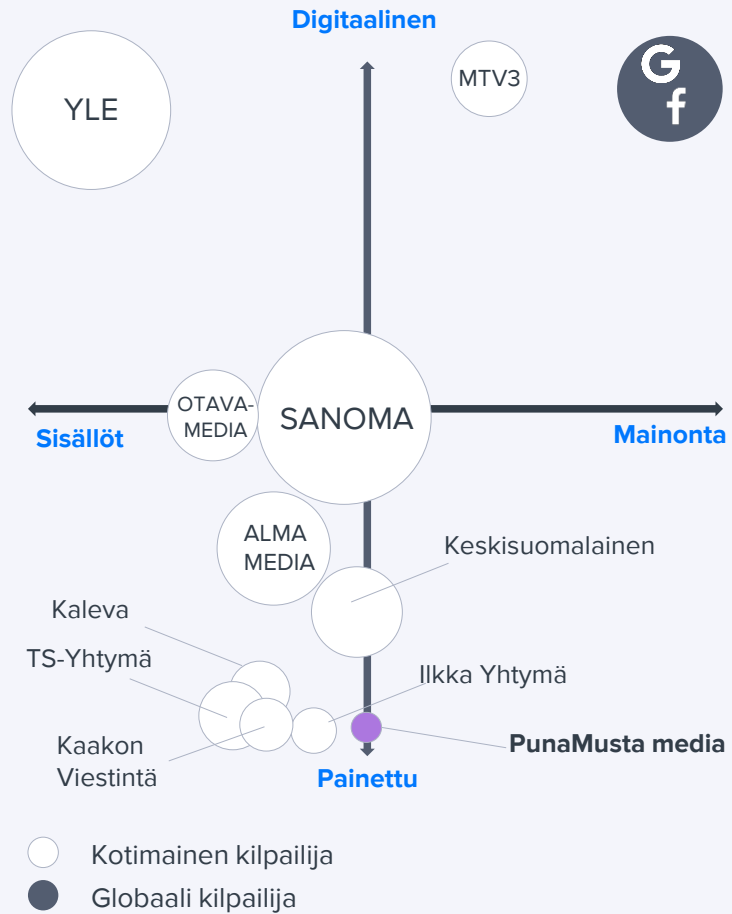
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT



Suomen mediamainonnan jakauma, 2018



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



Pallon koko ilmentää yhtiön Suomen medialiiketoimintojen kokoa tilipäästö tietoihin ja Inderesin arvioihin perustuen. YLE on arvioitu sisältötuottojen osalta media-alan toimijoiden kilpailijaksi, vaikka sen toiminta rahoitetaan julkisin varoin.

Toimialakatsaus - painotoimiala

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään ja samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan. Murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos. Perinteisille painomarkkinoille on syntynyt murroksen myötä merkittävää ylikapasiteettia, mikä on kiristänyt toimialan kilpailutilannetta ja heikentänyt alan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offsetpainaminen vähenee jatkuvasti ja Suomen painoteollisuuden kilpailukyky vientimarkkinoilla on heikentynyt. Samaan aikaan pienempiin tuotantoeeriin ja uudempaan painoteknologiaan perustuva ns. digitaalinen painaminen kuitenkin kasvaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähentyy kustannustehokkuudessa perinteistä offsetpainamista.

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta kesken

Suomessa painotoimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa erityisesti pääomasijoitusyhtiön omistamalla Granolla ja PunaMustalla on ollut merkittävä rooli. Alan konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja toimijoiden määrän laskevan, sillä useat alan yhtiöt kärsivät kannattavuusongelmista. Johtavassa asemassa olevien painotoimialan yhtiöiden kannalta positiivista on se, että markkinoille tulokynnys on samalla kasvamassa, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyymisessa painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää vain muutama suuri yhtiö.

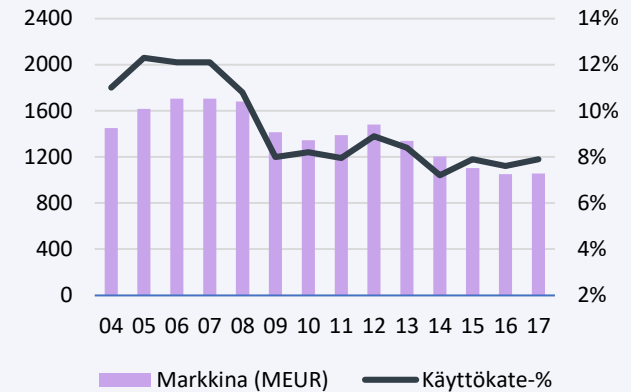
PunaMusta yksi toimialan suurimmista yhtiöistä

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja PunaMusta ovat kasvaneet yritysostojen kautta toimialan suurimmiksi pelaajaksi ja useat keski- ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurin toimija, noin 2019e 135 MEUR:n liikevaihdolla on Grano, ja toiseksi suurin yhtiö yli 80 MEUR:n painotoimialan liikevaihdolla on PunaMusta Media. Muita suuria, konsernin ulkopuolisia painopalveluita tarjoavia painotaloja ovat mm. HansaPrint, HelPrint, Lehtisepät, UPC, ja Edita Prima.

Alan yleinen kannattavuustaso on laskenut 2010-luvulla selvästi aiemmasta ja alan keskimääräinen käyttökate-% on noin 8 % ja nettotulosmarginaali noin 2,5 %. Toimialan suurimman yhtiön Granon kannattavuus on käyttökateella mitattuna noin 11-12 %:n tasolla viime vuodet, mikä kertoo sekä yhtiön mittakaavaeduista että keskittymisestä digipainamiseen.

Perinteisessä offset- ja rotaatiopainamisessa kannattavuus on ollut yleisesti keskimääräistä heikompi ylikapasiteetin takia. Esimerkiksi rotaatiopainamiseen vahvasti keskittyneen PunaMustan painotoimialan käyttökate-% oli vuonna 2017 7,5 %. Lisäksi varsinkin perinteisen painamisen puolella on ollut paljon ”hinta-häiriköitä”, jotka ovat keskittyneet pääasiassa kassavirran pitämiseen positiivisena hintatason kustannuksella. Useimmiten nämä ovat pieniä toimijoita, jotka pyrkivät selviämään haastavassa markkinatilanteessa. Yksi tällainen häiriikkö oli arviomme mukaan PunaMustan viime vuonna ostama Forssan Kirjapaino, joka oli saneerausmenettelyssä.

Painotoimialan liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2004-2018e



Taloudellinen tilanne

Vahva taloudellinen tilanne heikosta tuloskehityksestä ja investoinneista huolimatta

PunaMusta Median taloudellinen tilanne heikkeni vuosina 2016-2018 selvästi aiemmasta, erityisesti painotoimialan vaisun operatiivisen tuloskehityksen sekä yhtiön toteuttamien mittavien investointien ja yritysjärjestelyjen myötä. Yhtiön tulos on säilynyt kuitenkin positiivisena mediatoimintojen melko vakaan tuloskehityksen ja sijoitustuottojen tukemana. Konsernin tase ja korolliset velat ovat kasvaneet investointien ja yritysostojen myötä selvästi, mikä on heikentänyt pääoman tuottavuutta, mutta taseen riskitaso ja velkaisuusaste ovat kohtuullisella tasolla.

Yhtiön liiketoimintamalli, kapasiteettiin tehdyt merkittävät investoinnit, sekä arvopaperisalkku mahdollistavat yhtiölle normalisoidulla kannattavuustasolla kohtuullisen vahvan kassavirran, joten yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotamme PunaMusta Median jatkavan lähivuosina anteliasta osinkopolitiikkaa. Myös velkaisuuden pitäisi kääntyä lasku-uralle ilman uusia merkittäviä yritysostoja.

Taseessa paljon painotoimialaan liittyvää kiinteä omaisuutta sekä likvidejä varoja

PunaMusta Median taseen loppusumma oli Q4'18 lopussa 96 MEUR (Q4'17: 77,4 MEUR). Tase on kasvanut viime vuosina voimakkaasti yritysjärjestelyjen ja painokoneinvestointien myötä. Kokonaisuutena arvioimme, että taseen varoista jakautuu karkeasti noin 60 % painamisen liiketoiminnoille, noin 30 % konsernitoiminnoille ja loput noin 10 % medialiiketoiminnalle.

PunaMusta Median tase ei sisällä yritysostoista

huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta omaisuutta (2 MEUR, 2 % taseesta), sillä yhtiön yritysostokohteet ovat olleet heikosti kannattavia ja niiden yritysarvot matalia. Aineellista omaisuutta konsernilla oli vuoden 2018 lopussa noin 53 MEUR, eli noin 55 % taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painotoimialan koneisiin ja laitteisiin sekä konsernitoimintojen alle sisältyviin konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa on markkina-arvoltaan noin 15 MEUR:n arvopaperisalkku ja noin 7 MEUR:n rahavarat, jotka muodostivat yhdessä noin 23 % taseen loppusummassa vuoden 2018 lopussa.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen suhteellisen matalalla tasolla (Q4'2018: 4 MEUR), sillä osto- ja siirtovelat ovat tyypillisesti myyntisaamisten tasolla ja vaihto-omaisuus noin 3-4 % liikevaihdosta.

PunaMusta Median oma pääoma oli Q4'18 lopussa 49 MEUR, eli 3,94 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'18 lopussa noin 30 MEUR, rahavaroja noin 7 MEUR ja nettovelkaa noin 24 MEUR (2017: 7 MEUR).

Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena hyvin kuranttina, sillä yhtiön arvopaperiomistukset on arvotettu niiden markkina-arvoon, yritysostoista taseeseen on tullut lähinnä iältään käyttökelpoista kone- ja laitekantaa ja konsernin kiinteistöomaisuuden hankinta-arvosta on poistettu keskimäärin jo noin 40 %.

Velkaisuus noussut, mutta kohtuullisella tasolla

PunaMusta Median nettovelkaantumistaso oli Q4'18 lopussa 17,3 % (Q4'17: -8 %) ja omavaraisuusaste 52 % (Q4'17: 70 %).

Velkaisuutta on nostanut aiemmasta pääasiassa yritysostot ja investoinnit. IFRS 16 muutokset heikentävät velkaantumisen tunnuslukuja vuodesta 2019 alkaen, mutta muutokset huomioidenkin PunaMusta Median velkaisuus säilyy maltillisena.

Pääoman tuotto heikentynyt

PunaMusta Median sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) painuivat vuonna 2017-2018 heikentyneen tuloskehityksen ja kasvaneen taseen myötä heikolle tasolle (2017-2018 ROI 4,0-8,2 %) ja ROE-% 3,7-7,8 %). Vuonna 2016 pääoman tuottoa nosti Tarrapainoliiketoiminnan myynti (2016 ROI 18 % ja ROE 25 %), mutta operatiivisesta tuloksesta laskettu pääoman tuotto olisi ollut selvästi heikompi.

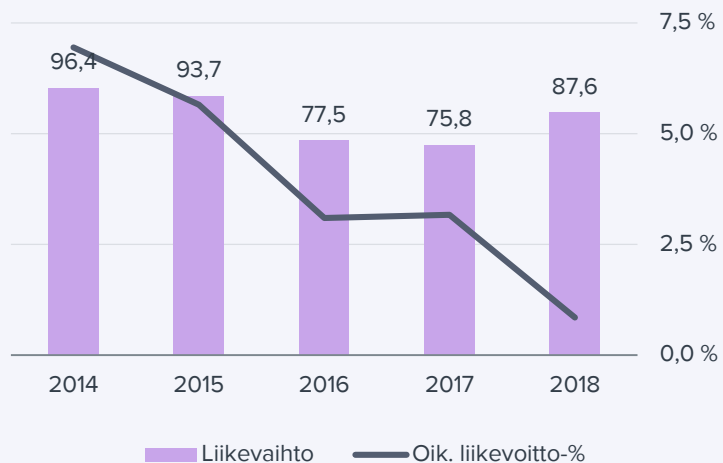
Kassavirta ja osinko vaihdellut yritysjärjestelyjen myötä voimakkaasti

PunaMusta Median vapaa rahavirta on vaihdellut viime vuosina voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen, yritysjärjestelyjen ja investointien mukana, ja se on ollut noin -9 % +26 % tasolla suhteessa liikevaihtoon (2018: -7 %). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala, arvioimme mukaan vain noin 1-2 MEUR vuodessa.

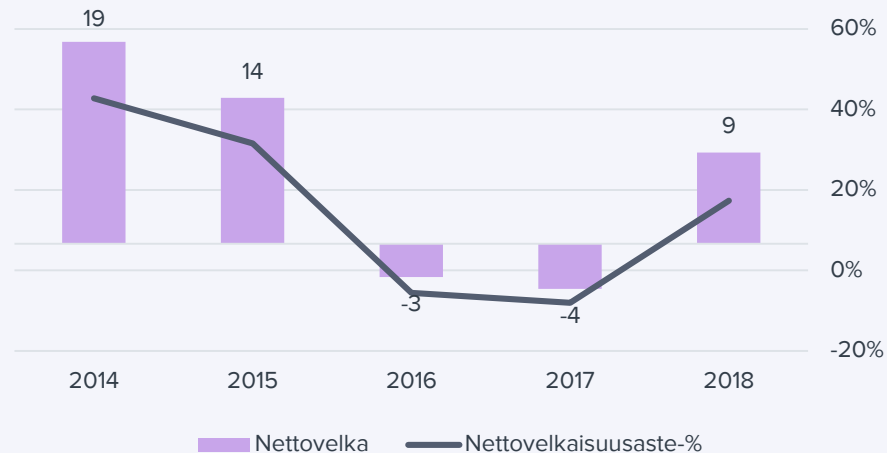
Yhtiöllä osinkopolitiikkana on ollut jakaa käytännössä koko tulos ulos osinkoina, mistä johtuen vuosien 2014-2018 osingonjakosuhte on ollut keskimäärin noin 100 %. Vuoden 2018 osinko oli 0,25 euroa (2017: 0,40 euroa osakkeelta, mikä vastasi noin 164 %:n osingonjakosuhdetta (2017: 119 %).

Taloudellinen tilanne

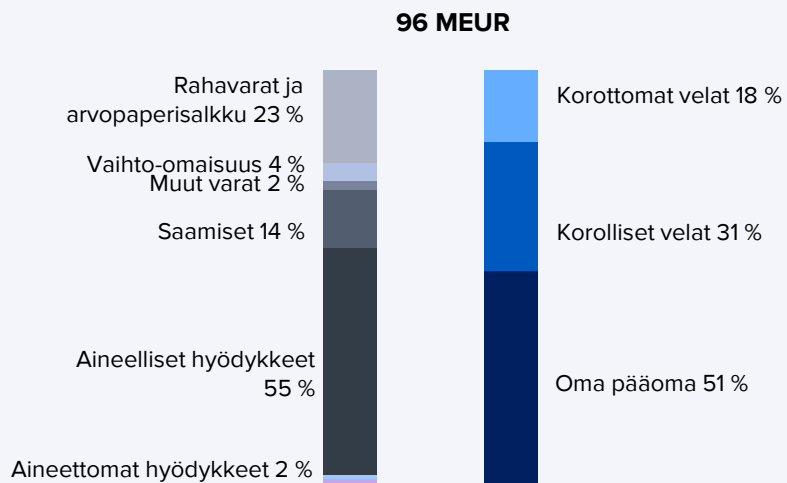
Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-%



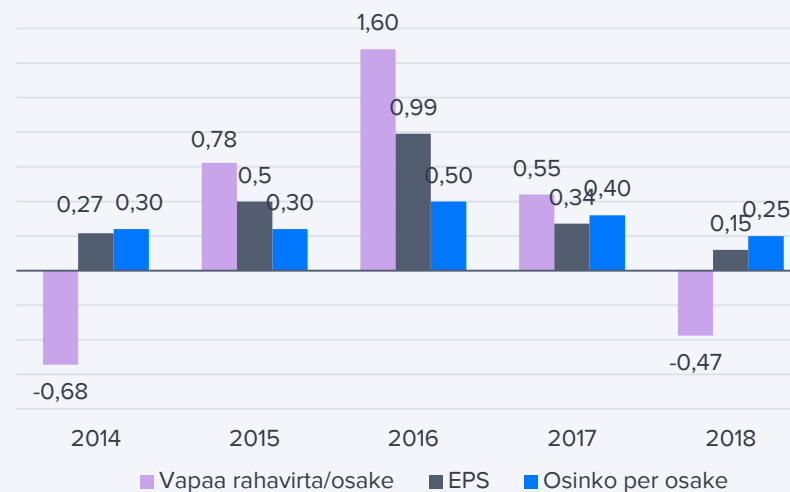
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2018



Vapaa rahavirta, tulos per osake (EPS) ja osinko per osake



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme PunaMusta Median liikevaihdon kehitystä kahden segmentin kautta:

- Lehtitoimiala
- Painotoimiala

Oletamme liikevaihdon ennustemallissamme, että yhtiön medialiiketoimintojen sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositason keskimäärin noin 2 %:n vauhtia (CAGR 2014-2018 -2 %) ja mainonnan tuotot hieman voimakkaammin, noin -4 % vuositason (CAGR 2014-2018 -6 %). Ennakoimaamme Lehtitoimialan liikevaihdon laskua ajaa rakennemurroksesta johtuva painetun median taantuminen, jota digitaalisten tuottojen kasvu ei riitä arviomme mukaan kompensoimaan. Painotoimialan liikevaihdon ennustamme laskevan keskimäärin noin 1 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä (orgaaninen CAGR 2014-2018 noin -2 %). Ennusteessamme arvioimme Painotoimialan volyymin laskevan liikevaihtoa voimakkaammin, mutta materiaalikustannusten nousu (mm. paperin) tukee ennusteessamme liikevaihdon kehitystä. Konsernin liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa lisäksi voimakkaasti yritysjärjestelyt, mutta mallinamme niitä vain toteutuneiden yrityskauppojen osalta.

Mallinamme PunaMusta Median kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien ja toissijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta. Mallissamme odotamme Lehtitoimialan kannattavuuden säilyvän vakaana nykyisellä noin 10 %:n liikevoittomarginaalin tasolla, sillä yhtiö on

osoittanut historiallisesti pystyvän kompensoimaan liikevaihdon laskua tehostus- ja kehitystoimien kautta. Oletamme Painotoimialan yltävän vakaassa kehitysvaiheessa ja täysimääräisten kustannussynergioiden ja tehostustoimien kanssa noin 11-12 %:n käyttökatemarginaaliin ja noin 5 %:n liikevoittomarginaaliin.

Näkyvyys PunaMusta Median liikevaihdon kehityksen suhteen on kohtuullisen hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaisiin medialiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä painotoimialan vuosisopimuksiin perustuviin tuottoihin, ja yhtiön liikevaihto on hajautunut suhteellisen laaja-alaisesti asiakaskunnan kesken. Toimialan rakennemuutoksen eteneminen ja painotoimialan kilpailutilanteen kehittyminen määrittää kuitenkin pitkällä aikavälillä yhtiön liikevaihdon kehityksen.

Arvopaperisalkun tuotot muodostavat merkittävän osan PunaMusta Median tuloksesta. Emme ennusta mallissamme arvopaperisalkun arvonmuutoksia kvartaalia pidemmälle, mutta salkun osinkotuotot sisältyvät ennustemalliimme. Odotamme arvopaperisalkun tuottavan noin 5 %:n osinkotuoton pääomalle. Huomionarvoista on, että PunaMusta Median sijoitukset koostuvat listayhtiöiden osakkeista, joten yhtiö ei maksa osinkotuotoista veroja.

Ennustemallissamme suurimmat epävarmuustekijät liittyvät liiketoimintojen kannattavuuskehitykseen (erityisesti painotoimialalla), arvopaperisalkun arvonmuutoksiin sekä investointien kassavirtoihin. Lisäksi rakennemuutosten pitkän aikavälin vaikutusten arviointi on haastavaa.

Keskeiset ennusteparametrit

- Toimialojen kasvuodotus
 - Lehtitoimiala -2 % p.a.
 - Painotoimiala -1 % p.a.
- Toimialojenkannattavuus
 - Lehtitoimiala EBIT-% n. 10 %
 - Painotoimiala EBIT-% n. 5 %
- Arvopaperisalkun tuotto
 - Arvonmuutokset ei ennusteissa
 - Osinkotuotto noin 5 % salkun arvosta
- Epävarmuustekijät
 - Kannattavuuskäänteen toteutuminen ja kestävä kannattavuustaso (erityisesti painotoimialalla)
 - Arvopaperisalkun kehitys
 - Investointien kassavirrat
 - Tulevat yritysjärjestelyt (ei ennusteissa)

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Vuosi 2019: yritysostovetoista kasvua

PunaMusta Media ohjeistaa vuonna 2018 toteutettujen yritysostojen myötä liikevaihtoon kasvua (2018: 87,6 MEUR) ja parantuvaa liikevoittoa (2018: 0,7 MEUR, EBIT-% 0,8 %). Ennusteemme on linjassa ohjeistukseen, sillä odotamme PunaMustan liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 102,6 MEUR:oon (+17 % v/v) ja liikevoiton 311 % 3,0 MEUR:oon (EBIT-% 3,0 %).

Liikevaihdon osalta odotamme vakaata kehitystä Lehtitoimialalle vaalivuoden ja radioliiketoiminnan myötä, jotka kompensoivat media-alan rakenteellisten trendien negatiivisen vaikutuksen. Painotoimiala-segmentin odotamme jatkavan voimakasta yritysostovetoista kasvua (+23 %) vuoden 2018 lopulla ja vuoden 2019 alussa toteutettujen yritysostojen myötä. Painotoimialan orgaanisen kasvun odotamme kuitenkin jäävän hiukan negatiiviseksi. Ennusteessamme konsernin liikevoittoa nostaa pääasiassa Painotoimialan yritysostojen synergiaetujen ja tehostustoimien kulusäästöjen realisoituminen H2'19 alkaen, sekä Lehtitoimialan kustannustehokkuuden kasvu.

Tuloksen ennen veroja odotamme kasvavan liikevoittoa maltillisemmin vertailukaudesta ja olevan 3,9 MEUR (2018: 2,4 MEUR). Ennustamme vuodelle 2019 vertailukautta pienempiä rahoitustuottoja, sillä vuonna 2018 tuottoja nosti 0,9 MEUR:n kertaluonteinen arvomuutos. Arvopaperisalkun tuottojen odotamme nousevan hiukan vertailukaudesta 1,2 MEUR:oon (2018: 1,1 MEUR). Osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,26 euroon (2018: 0,15 euroa) ja osingon 0,01 eurolla 0,26 euroon osakkeelta (2018: 0,25 euroa).

Vuodet 2020-2022: kannattavuus nousee

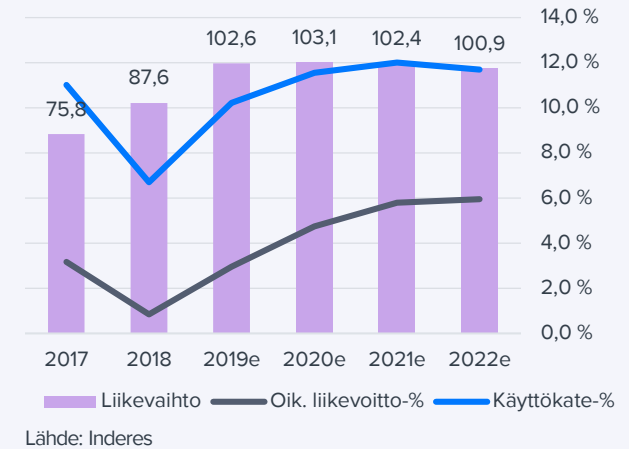
Ennustamme PunaMusta medialle hieman laskevaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2020-2022 molempien liiketoiminta-alueiden laskevan orgaanisen liikevaihdon kehityksen myötä. Keskimäärin ennustamme konsernin liikevaihdon laskevan jaksolla noin -1 %:n vuodessa, noin 103 MEUR:oon. Vuosien 2020-2022 ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja.

Kannattavuuden osalta odotamme jaksolle sen sijaan selvästi positiivista kehitystä, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla keskimäärin 5,5 %:iin (4,7-6,0 %). Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Painotoimialasta, jonka liikevoitto-%:n nousevan jakson lopulla noin 5 %:iin parantuvan kustannus- ja pääoman tehokkuuden, myyntimixin ja hinnoitteluvoiman myötä. Medialiiketoiminnassa liikevoitto-% on ennusteessamme vakaalla noin 10 %:n tasolla. Nettotulokseen vaikuttaa lisäksi merkittävästi arvopaperisalkun tuotot, joiden oletamme olevan noin 5 % salkun arvosta (n. 0,7 MEUR). Emme ennusta jaksolle salkun arvomuutoksia.

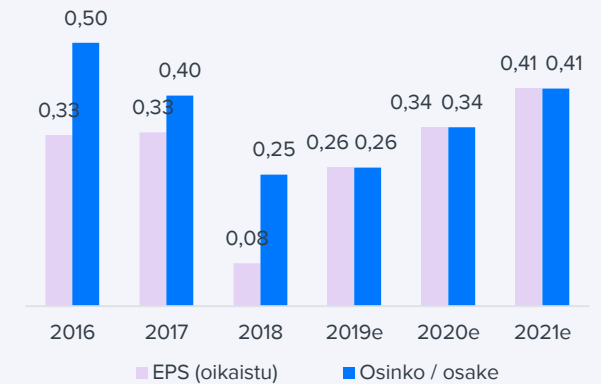
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Painotoimialan kannattavuustason kehitys. Lehtitoimialan odotamme kehittyvän suhteellisen vakaasti. Oletamme konsernin liikevaihdon laskevan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 3 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa 1 % Pitkällä aikavälillä oletamme liikevoitto-%:n nousevan laskevien poistojen myötä 6,5 %:iin, mikä yhdessä liikevaihdon laskun kanssa tarkoittaa vuosien 2020-2028 tuloskasvuksi keskimäärin noin 7 % vuodessa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2020-2028 = -1,6 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu = 1,0 %
Käyttökateen kasvu: CAGR 2020-2028 = 0 %
Käyttökate-% 2028- = 11,4 %
Liikevoiton kasvu: CAGR 2020-2028 = 7 %
Liikevoitto-% 2028- = 6,5 %

Ennusteet 3/3

Tuloslaskelma	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	77,5	39,3	36,5	75,8	43,1	44,5	87,6	53,4	49,1	102,6	103,1	102,4	100,9
Lehtitoimiala	24,2	12,1	11,0	23,1	11,1	10,5	21,6	11,0	10,5	21,5	21,2	20,4	19,6
Painotoimiala	53,2	27,2	30,5	57,7	32,0	33,9	65,9	42,5	38,6	81,1	81,9	82,0	81,2
Muut toiminnot	0,1	0,0	-5,1	-5,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	17,0	1,9	6,4	8,3	2,9	3,0	5,9	5,0	5,4	10,5	11,9	12,3	11,8
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	0,0	-5,9	-5,9	-2,4	-2,7	-5,1	-3,8	-3,7	-7,4	-7,0	-6,4	-5,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	1,9	0,5	2,4	0,5	0,2	0,7	1,3	1,7	3,0	4,9	5,9	6,0
Liikevoitto	10,7	1,9	0,5	2,4	0,5	0,2	0,7	1,3	1,7	3,0	4,9	5,9	6,0
Lehtitoimiala	2,2	1,6	0,9	2,5	0,7	0,9	1,6	1,2	1,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Painotoimiala	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	0,8	0,9	2,9	4,0	4,1
Muut toiminnot	8,2	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettorahoituskulut	2,3	0,0	2,7	2,7	0,3	1,4	1,7	1,0	-0,2	0,9	0,2	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	13,0	1,9	3,2	5,1	0,8	1,6	2,4	2,3	1,6	3,9	5,1	6,2	6,3
Verot	-0,7	0,0	-0,9	-0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1
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
Nettotulos	12,4	1,9	2,2	4,1	0,6	1,3	1,9	2,0	1,3	3,3	4,3	5,2	5,2
EPS (oikaistu)	0,33	0,15	0,18	0,33	0,05	0,03	0,08	0,16	0,11	0,26	0,34	0,41	0,42
EPS (raportoitu)	0,99	0,15	0,18	0,33	0,05	0,10	0,15	0,16	0,11	0,26	0,34	0,41	0,42

Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-17,3 %			-12,6 %	9,7 %	22,1 %	15,6 %	24,0 %	10,4 %	17,1 %	0,5 %	-0,6 %	-1,5 %
Lehtitoimiala kasvu-%	-0,8 %			-4,5 %	-8,3 %	-4,1 %	-6,3 %	-1,4 %	-0,1 %	-0,7 %	-1,5 %	-3,4 %	-3,9 %
Painotoimiala kasvu-%	-23,1 %			8,5 %	17,6 %	11,1 %	14,2 %	32,8 %	13,9 %	23,1 %	1,0 %	0,1 %	-0,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-54,7 %	90,0 %	-64,3 %	0,0 %	-73,7 %	-52,0 %	-69 %	160 %	627 %	311 %	60,8 %	21,3 %	1,3 %
Käyttökate-%	21,9 %	4,8 %	17,7 %	11,0 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	9,4 %	11,1 %	10,2 %	11,6 %	12,0 %	11,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,1 %	4,8 %	1,4 %	3,2 %	1,2 %	0,5 %	0,8 %	2,4 %	3,6 %	3,0 %	4,7 %	5,8 %	6,0 %
Liikevoitto-%	13,8 %	4,8 %	1,4 %	3,2 %	1,2 %	0,5 %	0,8 %	2,4 %	3,6 %	3,0 %	4,7 %	5,8 %	6,0 %
Lehtitoimiala liikevoitto-%	9,1 %	13,2 %	8,2 %	10,8 %	6,3 %	8,4 %	7,3 %	11,0 %	9,5 %	10,2 %	9,9 %	10,0 %	10,2 %
Painotoimiala liikevoitto-%	0,6 %	1,1 %	-0,3 %	0,3 %	-0,6 %	-1,5 %	-1,1 %	0,2 %	2,2 %	1,2 %	3,5 %	4,9 %	5,1 %
Nettotulos-%	16,0 %	4,8 %	6,1 %	5,5 %	1,4 %	2,9 %	2,2 %	3,7 %	2,7 %	3,2 %	4,1 %	5,0 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Vakavarainen käänneyhtiö

PunaMusta Media profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena perheyhtiönä, joka pyrkii tarjoamaan vahvaa osinkotuottoa. Yhtiö on vuosia kestäneen media- ja painotoimialan rakennemurroksen ja vuonna 2018 toteutettujen yrityskauppojen kautta myös käänneyhtiö, jolta odotetaan merkittävää parannusta tulokseen ja kassavirtaan.

Osakkeen riskiprofiili on yhtiön vakaan markkina-aseman, laajalle hajautuneiden tuottojen sekä matalan syklisten tuottojen osuuden myötä maltillinen, joskin osakkeen likviditeetti on heikko ja nostaa sijoittajan tuottovaadetta.

Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

PunaMusta Median liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut 2010-luvun ajan laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut merkittävään ylikapasiteettiin ja epäterveeseen kilpailutilanteeseen Suomen painotoimialalla sekä laskenut perinteisen sanomalehtimedian tuottoja ja kannattavuutta. Näemme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi arvioimme PunaMusta Median organisen kasvun trendin jatkuvan lievästi negatiivisena.

Yritysjärjestelyt tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat nykyisin tärkeä osa PunaMusta Median strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja tuloksen kasvuna, ja

epäonnistuessaan heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä. Lisäksi konsolidaation kautta yhtiö voi vaikuttaa toimialan kilpailutilanteen tervehtymiseen. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme, mutta vuonna 2018 toteutuneilla yrityskaupoilla on merkittävä vaikutus vuoden 2019 kehitykseen.

Positiiviset arvo-ajurit

Kustannustehokkuuden parantuminen:

PunaMusta Media on toteuttanut merkittävät tehostusohjelmat, joiden hyötyjen pitäisi näkyä merkittävänä tulosparannuksena lähivuosien tuloksessa.

Markkina-aseman vahvistuminen: Parantuva kilpailuasema antaa yhtiölle hinnoitteluvoimaa, laajemman potentiaalisen markkinan, sekä skaalaetuja, jotka voivat vahvistaa yhtiön kasvua ja kannattavuutta.

Pääoman käytön tehostuminen: Yhtiölle on muodostunut yrityskauppojen ja investointien kautta merkittävä tuotantokapasiteetti, jonka optimointi ja kehittäminen laskee investointitarpeita sekä parantaa toimitusvarmuutta.

Vahvistuva kassavirta: Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa vahvistuu tulosparannuksen kautta ja lisäksi yhtiön investoinnit alittavat selvästi poistot, mikä mahdollistaa sekä kasvavan osingon, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös yritysostoja.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: PunaMusta Medialla on edelleen merkittävää potentiaalia tuloskasvun kiihdyttämiseen yritysostojen kautta.

Arvopaperisalkun arvomuutokset: PunaMusta Median arvopaperisalkun merkittävä arvonnousu voisi heijastua positiivisesti yhtiön arvonehkitykseen.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen: Toimialojen rakenteellisen murroksen kiihtyminen voisi heikentää merkittävästi odotuksiamme enemmän yhtiön kannattavuutta ja kasvua.

Kilpailutilanteen kiristyminen: Painotalojen kilpailukenttä on edelleen hyvin hajaantunut ja alalla on ylikapasiteettia, mikä voi johtaa epäterveeseen kilpailuun. Lisäksi media-alalla digitaalisissa palveluissa suuret kansainväliset teknologiayhtiöt ja kotimaiset suuret mediatatlot vievät kasvavan osan mainostuotoista.

Suhdanneriskit: PunaMusta Median liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen pieni, mutta heikentyvä suhdanne laskisi edelleen tuloskasvuodotuksia ja toimialan hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Yrityskaarpariskit: PunaMustalla ei ole historiassa epäonnistuneita yrityskauppoja ja yhtiö on maksanut matalat kertoimet yritysostoistaan, mutta esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua.

Arvopaperisalkun arvomuutokset: PunaMusta Median arvopaperisalkun merkittävä arvonalasku heijastuisi heikentävästi yhtiön arvoon.

Osakkeen heikko likviditeetti: Yhtiön osakekannasta vain murto-osa on Laakkosen suvun ulkopuolisilla jäsenillä, mikä heikentää osakkeen vaihdettavuutta ja hinnan muodostusta.

Sijoitusprofiili

1.

Ydinliiketoimintojen orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot rakennemurroksen takia

2.

Yritysjärjestelyt ja toiminnan tehostaminen luovat potentiaalia merkittäväälle kannattavuusparannukselle

3.

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

4.

Kannattavuuden nousu ja matalat investointitarpeet vahvistavat kassavirtaa

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa vahvasti osingon varaan

Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkina-aseman vahvistuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Vahvistuva kassavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset

Riskit



- Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus 1/3

Arvonmäärittäminen

PunaMusta Median osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon yhtiön lähivuosisien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu+osingot+ odotettu arvostuskertoimien muutos) sekä kassavirtamallille (DCF). Lisäksi mittaamme osakkeen potentiaalia yhtiön arvostuskertoimien ja verrokkien arvostuskerroinanalyysin kautta. Suosimme arvonmäärittäksessä erityisesti P/kassavirta- ja P/E-kertoimia, sekä ennustettua osinkotuottoa.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

PunaMusta Median osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosisina arvioimme mukaan voimakkaasti osinkotuoton varaan, sillä odotamme positiivisesta kannattavuuskäänteestä syntyvän korkean tulokasvun neutralisoituvan erittäin korkealla tasolla olevien arvostuskertoimien normalisoitumisen kautta. Nykyisellä 6,25 euron kurssitasolla odotamme PunaMusta Median osakkeen kokonaistuoton jäävän vuositasona negatiiviseksi, mikä on osakkeelle määrittelemäämme noin 10 %:n tuottovaateeseen nähden liian matala taso.

Tulostuotto-odotus korkea käänneyhtiölle tyypilliseen tapaan

Odotamme PunaMusta Median lähivuosisien nettotuloksen kasvun olevan yritysjärjestelyjen ja tehokkuustoimien luoman kannattavuusparannuksen myötä voimakasta (CAGR 2018-2021 +40 %). Korostamme kuitenkin, että ennustamaamme tulokäänteen toteutumiseen liittyy kuitenkin edelleen merkittävää epävarmuutta, mikä kasvattaa

tulostuoton riskitasoa alaspäin. Toinen ennustettavuutta heikentävä tekijä on media- ja painotoimialojen jatkuva murros, jotka ovat historiallisesti heikentäneet merkittävästi PunaMusta Median kannattavuutta. Lisäksi tulostuottoon vaikuttaa merkittävästi konsernin arvopaperisalkun arvonmuutokset. Viime vuosina nämä arvonmuutokset ovat olleet positiivisia.

Osinkotuotto vahva ja suhteellisen vakaalla pohjalla

PunaMusta Median tarjoama osinkotuotto liikkuu ennusteellamme ja nykyisellä noin 6,25 euron kurssitasolla laskettuna vahvalla, noin 4-7 %:n tasolla lähivuosisina.

Arvioimme PunaMusta Median kykenevän maksamaan lähivuosisina koko tuloksensa ulos osinkoina (osingon jakosuhte väh. 100 %), sillä yhtiön operatiivinen rahavirta on vahvistumassa tulokäänteen myötä merkittävästi ja yhtiöllä on potentiaalia madaltaa investointitasoa selvästi poistojen alle lähivuosisina. Myös yhtiön velkaisuus on vahvistuva operatiivinen kassavirta ja arvopaperisalkun arvo huomioiden maltillisella tasolla (nettovelka/oik. käyttökate Q4'19e alle 1x). Sijoittajien on hyvä huomata, että arvopaperisalkun merkittävällä arvonmuutoksilla voi olla tuloksen kautta vaikutusta myös yhtiön osinkoon, vaikka arvonmuutokset ovatkin ei-kassavirtavaikuttaisia eriä.

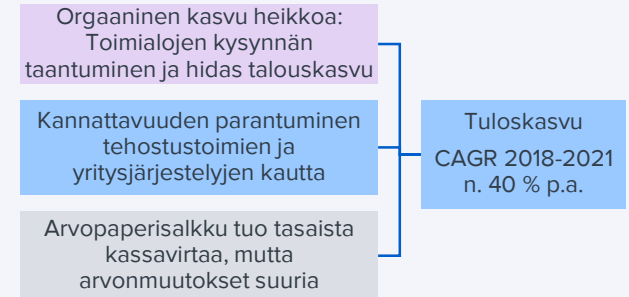
Arvostuskertoimet korkealla tasolla

PunaMusta Median arvostuskertoimet ovat sekä absoluuttisesti että suhteellisesti erittäin haastavalla tasolla, mikä asettaa näkemyksemme mukaan osakkeen lähivuosisien arvonkehitykselle suurimman negatiivisen ajurin ja riskin.

Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

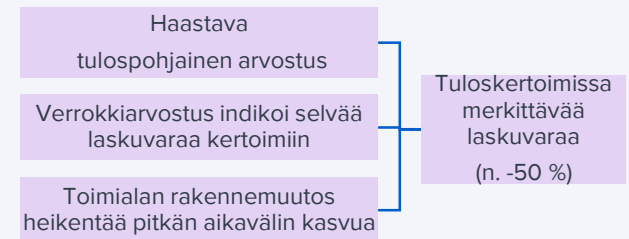
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus (negatiivinen -2 % p.a.)

Arvostus 2/3

Näkemyksemme mukaan PunaMusta Median ennustettu voimakas tuloskäännös, merkittävästi vahvistuva kassavirta sekä vahva osinkotuotto antavat hyvät perusteet hyväksyä yhtiölle väliaikaisesti normaalia korkeammat arvostuskertoimet, mutta yhtiön kestävään tulos- ja tuottotasoon nähden nykyiset arvostuskertoimet (2019e-2020e P/E 24-18x, P/kassavirta 10-9x, ja P/B 1,6x) ovat mielestämme liian korkeita. Lisäksi korkeat kertoimet eivät huomio osakkeen heikkoo likviditeettiä.

Vahvan tuloskasvun takia 2018 P/E 42x antaisi osakkeelle seuraavan 3 vuoden osakekohtaisen tuloksen kasvulla (CAGR EPS, 2018-2021e 40 %) mitattuna neutraalin PEG-luvun 1,1x. Pidemmällä aikavälillä (2021-) tuloskasvun voi kuitenkin odottaa jäävän hyvin hitaaksi ja kestävämpi taso P/E-kertoimelle on mielestämme silloin yhtiön vahva rahoitusasema ja kassavirta huomioiden noin 9-10x tasolla. Nykyiselle kurssitasolla vuoden 2021e P/E on 15x, mikä indikoi osakkeen olevan pitkän aikavälin tuloskasvun nähden selvästi yliarvostettu.

Tavoitehinnallamme (5,30 euroa) hyväksymme PunaMusta Medialle suunnitteleen 2019-2020e P/E-kertoimet 20x ja 16x, P/kassavirta-kertoimet 7-8x, EV/S-kertoimen 0,7x ja P/B-kertoimen 1,3x. Osinkotuotto-% nousee tavoitehinnallamme vuonna 2019 5 %:iin ja vuonna 2020 6,4 %:iin. Tavoitehinnallammekin arvostuskertoimet ovat siten haastavat, mutta odotamme, että tuloskäänteen realisoituessa loppuvuonna 2019 osakkeen kertoimiin ei kohdistu seuraavan 12 kk:n kuluessa vielä niin merkittävää painetta.

PunaMusta Medialle ei ole mielestämme

löydettävissä puhtaita verrokkeja, mutta olemme peilanneet yhtiön arvostusta kotimaisten mediayhtiöiden Alma Median ja Sanoman kertoimiin. Käytämme arvostustasojen vertailussa Inderesin laatimia vuosien 2020 ennusteita, sillä ne heijastelevat PunaMusta Medialle normaalimpaa tulostasoa.

Sanoman ja Alma Median keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2019e on noin 9x tasolla ja P/E-kertoimet noin 11x tasolla, mitkä indikoisivat PunaMusta Mediaan arvostustasoon (P/E 24x ja EV/EBIT 28x) noin 60 %:n laskuvaraa. Vaikka PunaMusta Median tuloskasvuodotukset ovat lähivuosille Alma Mediaa ja Sanomaa paremmat, on PunaMustan osake merkittävästi suurempia verrokkejaan epäliikvidimpi ja yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali on näkemyksemme mukaan rajatumpi.

Kassavirtalaskelma (DCF)

PunaMusta median arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska yhtiön liiketoiminta-alueet ovat kypsässä kehitysvaiheessa, investointien tarve pienenee ja yhtiön kassavirrat ovat suhteellisen hyvin ennustettavia ja positiiviset.

DCF-mallimme (kts. Sivu 30) mukainen osakkeen arvo on 5,3 euroa. Toimialojen rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä koko ennusteperiodin (2019-2028) ajan, mutta kustannustehokkuuden parantumisen ja poistojen sekä investointien pienentymisen myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomantuotto pysyvät vahvalla tasolla.

PunaMusta Media arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	6,25	6,25	6,25
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	78	78	78
Yritysarvo (EV)	85	79	74
P/E (oik.)	23,7	18,4	15,1
P/E	23,7	18,4	15,1
P/Kassavirta	9,9	8,5	8,4
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,1	6,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	28,0	16,2	12,4
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,4 %	6,6 %

Lähde: Inderes

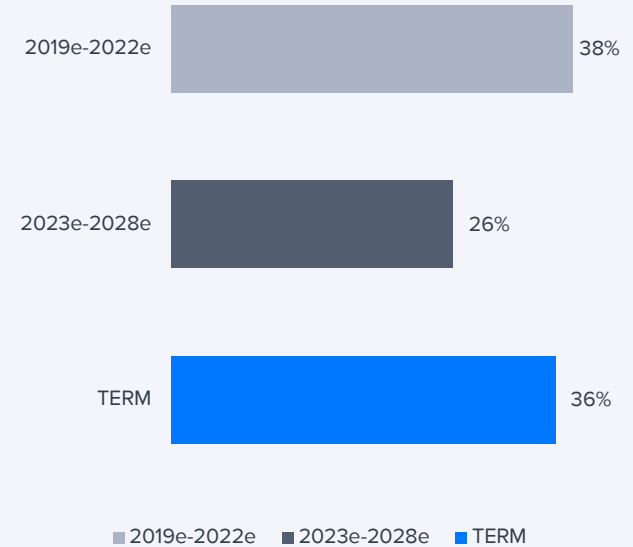
Arvostus 3/3

EBIT-marginaali nousee mallissamme FY'19e noin 3,0 %:n tasolta noin 6,5 %:iin pitkällä aikavälillä, mutta EBITDA-% säilyy koko jakson ajan vakaana noin 11-12 %:n välillä.. Ennustamme yhtiön investointien alittavan selvästi poistot koko ennustejakson ajan, mikä nostaa kassavirtoja. Käyttöpääoman odotamme säilyvän koko jakson ajan lievästi positiivisena, mutta pienenevän absoluuttisesti liikevaihdon laskun mukana. Ikuisuuskasvuoletuksemme on 1,0 %.

Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on maltillisella noin 36 %:n tasolla, mikä kertoo yhtiön kypsästä kehitysvaiheesta ja matalista tuloskasvuodotuksista. Vastaavasti vuosien 2019-2022e kassavirrat muodostava noin 38 % kassavirtojen arvosta.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus on 10,0 %.

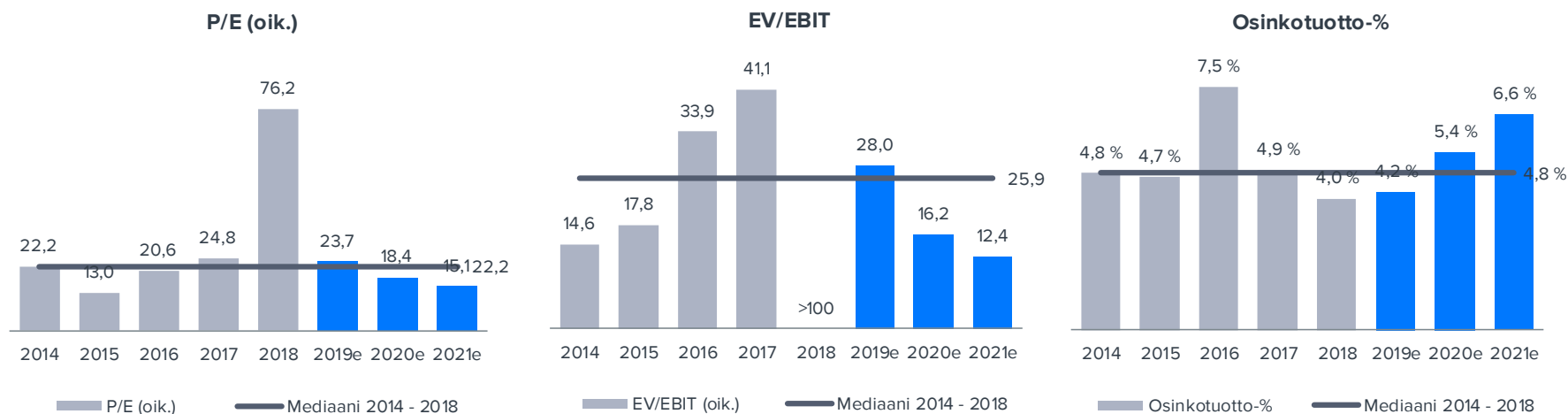
Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostus

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,25	6,42	6,71	8,18	6,20	6,25	6,25	6,25	6,25
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	78	80	84	102	78	78	78	78	78
Yritysarvo (EV)	98	95	81	99	86	85	79	74	70
P/E (oik.)	22,2	13,0	20,6	24,8	76,2	23,7	18,4	15,1	15,0
P/E	22,2	13,0	6,8	24,8	40,8	23,7	18,4	15,1	15,0
P/Kassavirta	neg.	11,3	4,6	19,8	neg.	9,9	8,5	8,4	9,3
P/B	1,8	1,7	1,5	1,9	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
P/S	0,8	0,9	1,1	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,1	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	7,8	7,9	4,8	11,8	14,7	8,1	6,7	6,0	6,0
EV/EBIT (oik.)	14,6	17,8	33,9	41,1	>100	28,0	16,2	12,4	11,7
Osinko/tulos (%)	107 %	61 %	51 %	121 %	164 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,7 %	7,5 %	4,9 %	4,0 %	4,2 %	5,4 %	6,6 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Likevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Alma Media	5,68	469	562	9,6	9,3	7,3	7,2	1,6	1,6	11,3	11,0	6,1	6,9	2,7
Agora SA	12,55	136	270	43,8	29,9	9,5	9,9	1,0	1,0	42,8	20,8	4,0	4,0	0,6
Future PLC	1144	1038	1084	23,9	20,8	21,3	19,0	4,8	4,6	29,6	26,6	0,1	0,1	3,9
Daily Mail and General Trust P L C	741	1741	1550	10,2	10,0	7,4	7,4	1,0	1,0	19,7	17,8	3,3	3,4	1,7
Gannett Co Inc	7,91	805	993	8,2	9,9	3,9	4,2	0,4	0,4	12,5	11,9	8,0	6,0	0,9
GEDI Gruppo Editoriale SpA	0,30	146	272	10,2	10,3	5,8	5,9	0,4	0,4	11,5	9,6		2,3	0,3
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Sociais SA	0,22	38	215	12,7	11,9	9,4	9,4	1,2	1,2	5,7	4,5			0,3
Lagardere SCA	22,78	2955	4496	10,7	10,4	6,5	6,2	0,6	0,6	12,1	11,4	5,8	5,9	1,6
Meredith Corp	53,12	2166	5242	13,0	10,5	8,3	7,0	1,9	2,0	17,2	7,6	4,2	4,5	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,55	403	723	11,5	10,8	7,9	7,6	0,8	0,8	10,8	10,0	1,9	4,0	2,4
New York Times Co	32,84	4845	4519	26,5	24,0	20,4	19,0	2,8	2,6	38,7	35,0	0,6	0,6	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	0,90	466	655	5,6	5,4	4,1	4,0	0,7	0,7	6,1	5,8	6,3	6,3	1,5
Sanoma Oyj	8,06	1317	1860	10,1	10,2	5,6	5,6	1,5	1,5	10,0	10,0	6,0	6,4	2,0
Tamedia AG	108,40	1028	1343	11,9	12,2	7,3	7,5	1,4	1,4	16,4	17,5	4,1	4,1	0,6
Promotora de Informaciones SA	1,46	1027	2034	11,8	9,2	7,2	6,1	1,6	1,5	14,3	11,1			
Tribune Publishing Co	46,19	3624	5081	20,5	14,2	11,6	9,2	3,0	2,7	17,9	13,7	2,2	2,3	1,1
Vocento SA	1,29	160	277	10,6	9,4	6,7	6,3	0,7	0,7	16,0	12,3	0,9	2,6	0,7
PunaMusta Media (Inderes)	6,25	78	85	28,0	16,2	8,1	6,7	0,8	0,8	23,7	18,4	4,2	5,4	1,6
Keskiarvo				14,7	12,8	8,8	8,3	1,5	1,5	17,2	13,9	3,8	4,0	1,4
Mediaani				11,5	10,4	7,3	7,2	1,2	1,2	14,3	11,4	4,0	4,0	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				143 %	56 %	11 %	-8 %	-31 %	-35 %	66 %	61 %	5 %	37 %	22 %

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

Kassavirtamalli

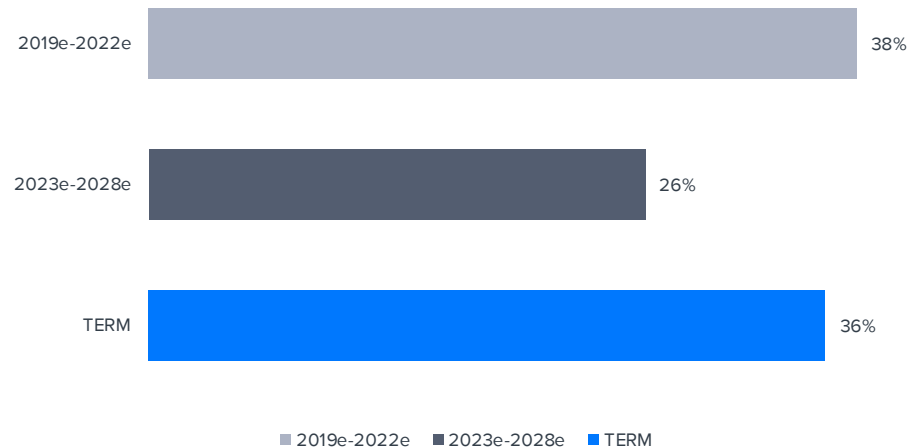
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,7	3,0	4,9	5,9	6,0	5,9	5,7	5,6	5,9	5,7	5,8	
+ Kokonaispoistot	5,1	7,4	7,0	6,4	5,8	5,3	5,3	5,2	4,5	4,4	4,4	
- Maksetut verot	0,0	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,0	10,2	11,4	11,5	10,9	10,3	10,1	9,9	9,4	9,2	9,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-13,0	-6,3	-2,2	-2,2	-2,5	-3,0	-3,3	-3,5	-3,8	-4,2	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,0	3,9	9,2	9,4	8,4	7,3	6,9	6,4	5,7	5,0	4,8	
+/- Muut	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-8,0	7,9	9,2	9,4	8,4	7,3	6,9	6,4	5,7	5,0	4,8	62,5
Diskontattu vapaa kassavirta		7,5	8,1	7,5	6,3	5,0	4,3	3,7	3,0	2,5	2,1	28,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		78,2	70,6	62,6	55,0	48,7	43,8	39,5	35,8	32,7	30,3	28,1
Velaton arvo DCF		78,2										
- Korolliset velat		-30,1										
+ Rahavarat ja arvopaperisalkku		21,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF		66,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	49,3	57,7	56,5	51,7	47,5
Liikearvo	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,9	0,9	0,7	0,6
Käyttöomaisuus	47,4	52,9	51,8	47,1	42,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	28,1	38,3	34,9	34,8	36,6
Vaihto-omaisuus	2,8	4,1	3,9	3,7	3,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,6	12,6	11,6	11,6	11,6
Likvidit varat	16,6	21,6	19,4	19,4	21,4
Taseen loppusumma	77,4	96,0	91,4	86,4	84,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	52,8	49,3	49,5	50,5	51,4
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	43,8	40,6	40,8	41,7	42,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Vähemmistöosuus	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,0	14,7	15,8	15,8	15,8
Laskennalliset verovelat	3,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	11,0	12,0	12,0	12,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	17,6	31,9	26,1	20,2	16,9
Lainat rahoituslaitoksilta	8,8	19,1	14,4	8,4	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,7	12,7	11,7	11,9	11,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	77,4	96,0	91,4	86,4	84,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	77,5	75,8	87,6	102,6	103,1	EPS (raportoitu)	0,99	0,33	0,15	0,26	0,34
Käyttökate	17,0	8,3	5,9	10,5	11,9	EPS (oikaistu)	0,33	0,33	0,08	0,26	0,34
Liikevoitto	10,7	2,4	0,7	3,0	4,9	Operat. kassavirta / osake	1,33	0,56	0,40	0,82	0,91
Voitto ennen veroja	13,0	5,1	2,4	3,9	5,1	Vapaa kassavirta / osake	1,46	0,41	-0,64	0,63	0,74
Nettovoitto	12,4	4,1	1,9	3,3	4,3	Omapääoma / osake	4,36	4,19	3,94	3,95	4,03
Kertaluontoiset erät	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,50	0,40	0,25	0,26	0,34

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	79,0	77,4	96,0	91,4	86,4	Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	-2 %	16 %	17 %	0 %
Oma pääoma	54,8	52,8	49,3	49,5	50,5	Käyttökatteen kasvu-%	42 %	-51%	-30 %	79 %	14 %
Liikearvo	0,0	0,3	1,0	1,0	1,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-55 %	0 %	-69 %	311 %	61 %
Nettovelat	-3,0	-4,2	8,5	7,0	0,9	EPS oik. kasvu-%	-34 %	1 %	-75 %	224 %	29 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	21,9 %	11,0 %	6,7 %	10,2 %	11,6 %
Käyttökate	17,0	8,3	5,9	10,5	11,9	Oik. Liikevoitto-%	3,1 %	3,2 %	0,8 %	3,0 %	4,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	-0,7	-1,3	0,2	0,3	Liikevoitto-%	13,8 %	3,2 %	0,8 %	3,0 %	4,7 %
Operatiivinen kassavirta	16,7	7,0	5,0	10,2	11,4	ROE-%	24,6 %	7,7 %	3,7 %	6,7 %	8,5 %
Investoinnit	1,5	-1,8	-13,0	-6,3	-2,2	ROI-%	19,0 %	8,0 %	4,0 %	5,7 %	7,6 %
Vapaa kassavirta	18,2	5,2	-8,0	7,9	9,2	Omavaraisuusaste	70,8 %	69,6 %	52,3 %	55,1 %	59,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-5,6 %	-8,0 %	17,3 %	14,2 %	1,8 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Kauppahuone Laakkonen oy	26,4 %
HML Finance Oy (Hannu Laakkonen)	23,4 %
Laakkonen Yrjö	20,4 %
Foncia Invest Oy (Päivi Laakkonen-Mäkihonko)	10,2 %
Laakkonen Reetta	2,9 %
Laakkonen Outi	2,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,0	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	4,8	11,8	14,7	8,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	33,9	41,1	>100	28,0	16,2
P/E (oik.)	20,6	24,8	76,2	23,7	18,4
P/B	1,5	1,9	1,6	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	7,5 %	4,9 %	4,0 %	4,2 %	5,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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 (välittömät 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät 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 tulevastä. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.6.2019	Myy	5,30 €	6,25 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**