

Sanoma

Laaja raportti

12.4.2021 07.50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vetovastuu on siirtynyt Learningille

Toistamme Sanoman 15,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Sanoman tekemien yritysjärjestelyiden myötä liiketoiminnan painopiste on siirtynyt tukevasti korkean kannattavuuden ja vakaan kasvunäkymän omaavaan Learning-liiketoimintaan, mikä on laskenut yhtiön riskiprofiilia. Tämä defensiivinen liiketoiminta tuo tällä hetkellä noin 2/3 konsernin tuloksesta, kun taas perinteisen median painoarvo on selvästi pienempi. Useasta kulmasta tarkasteltuna osakkeen arvostus on mielestämme perustellulla tasolla. Siten lähivuosien tuotto-odotus nojaa näkemyksemme mukaan etenkin osinkoon, mikä ei mielestämme riitä lisäostojen perusteeksi matalasta riskiprofilista huolimatta.

Learningin painoarvo jo selvästi suurempi

Sanoma on jatkanut viimeisen vuoden aikana jo usean vuoden käynnissä ollutta epäorgaanisen kasvun strategian toteuttamista. Yritysostojen seurauksena yhtiön arvonluonnin painopiste on siirtynyt sijoittajan kannalta houkuttelevampiin ja arvokkaampiin oppimisen (Learning) tuottoihin. Nämä hyvin ennustettavat, korkean kannattavuuden ja kohtuulliset kasvunäkymät omaavat liiketoiminnot muodostavat nykyisellään noin 2/3 Sanoman operatiivisesta tuloksesta. Painopisteen muutoksen seurauksena taantuvien painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on laskenut noin 25 %:iin. Odotamme painopisteen muutoksen jatkuvan yhtiön epäorgaanisen kasvun strategian painottaessa yritysjärjestelyjä vahvemmin Learningissa. Tuottojen painopisteen muuttuessa liiketoiminnan alttius talouden kehitykselle pienenee, mikä heijastuu liiketoiminnan riskiprofiiliin.

Maltillista kasvua ja skaalautuvuutta

Lyhyellä tähtäimellä Sanoma kärsii pandemian aiheuttamasta mainosmyynnin ja tapahtumatuuottojen laskusta, mutta toteutettujen yritysostojen tuoma kasvu nostaa konsernin vuoden 2020 liikevaihdon selvään kasvuun. Keskipitkällä aikavälillä Sanoman tuottoihin vaikuttavat eri suuntiin kehittyvät trendit, kun noin neljänneksen liikevaihdosta tuovan painetun median tuotot jatkavat laskua mediakulutuksen muutoksen ja mainonnan digitalisoitumisen ajamana. Vastaavasti noin puolet Sanoman liikevaihdosta muodostavat oppimateriaalien ja digitaalisten oppimisolustojen tuotot kasvavat yhdessä digitaalisten sisältöjen ja mainonnan tuottojen kanssa. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme yhtiön liikevaihdon yltävän keskipitkällä aikavälillä lievään orgaaniseen kasvuun (2022-2024 ~ 2 %), mutta korkeampikatteisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvun ansiosta odotamme operatiivisen tuloskasvun olevan noin kaksinkertainen suhteessa liikevaihdon kasvuun.

Arvostus on useasta kulmasta tarkasteltuna perustellulla tasolla

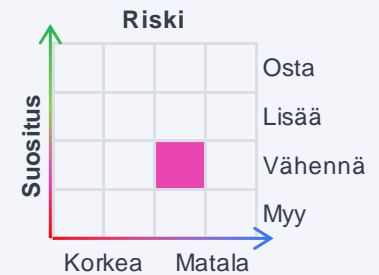
Sanoman tulospohjainen arvostus on lyhyellä tähtäimellä korkeahko (2021e P/E oik. 20x ja EV/EBIT 18x), mutta ennustamamme lähivuosien maltillisen tuloskasvun painavan arvostuskertoimet perustellulle tasolle pidemmälle katsottaessa. Osien summa -mallimme sekä kassaviitalaskelmamme (15,4-15,8 euroa/osake) indikoivat osakkeen olevan oikein hinnoiteltu. Siten useasta kulmasta tarkasteltu arvostuksen kokonaiskuva on neutraali ja seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan vajaan 4 %:n tasolle nousevan osinkotuoton varassa. Tämä ei mielestämme puolla lisäostoja, vaikkakin yhtiön riskiprofiili on näkemyksemme mukaan maltillinen. Sanoman oppimisliiketoiminnan Euroopan valloitus etenee vakuuttavasti, mutta nykyarvostukselle on mielestämme perustellua odottaa houkuttelevampaa riski/tuotto-suhdetta ennen lisäostoja.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

15,00 EUR
(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:
14,56



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	1062	1236	1282	1301
kasvu-%	16 %	16 %	4 %	2 %
EBIT oik. ilman PPA	154	195	214	221
EBIT-% oik.	14,5 %	15,8 %	16,7 %	17,0 %
Nettotulos	236,8	112,8	126,0	136,3
EPS (oik.)	0,58	0,75	0,80	0,87
P/E (oik.)	23,6	19,5	18,1	16,7
P/B	3,2	3,3	3,1	3,0
Osinkotuotto-%	3,8 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	22,1	18,3	16,1	14,5
EV/EBITDA	6,6	8,6	7,9	7,3
EV/Liikevaihto	2,8	2,4	2,3	2,2

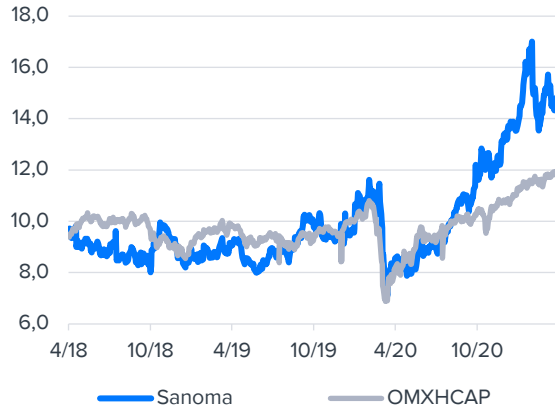
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

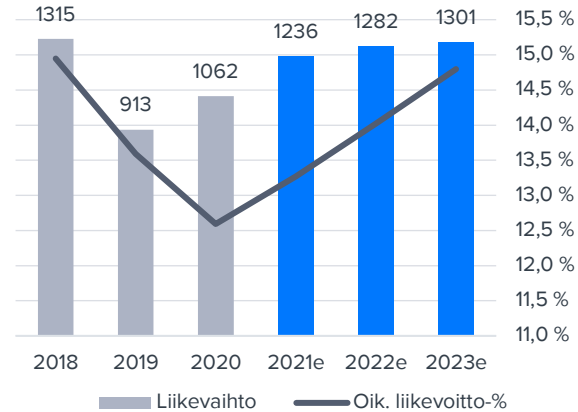
Vuonna 2021 Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,2-1,3 mrd. euroa (2020: 1,1) ja operatiivisen liikevoitto-%:n ilman hankintamenojen poistoa olevan 14-16 % (2020: 14,7 %)

Osakekurssi



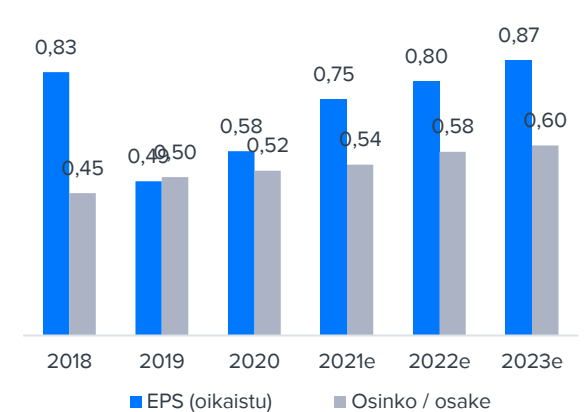
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema
- Toteutettujen yritysostojen tuomat synergiahyödyt
- Arvoa luovat yritysostot



Riskitekijät

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



Arvostus

- Orgaaninen tuloskasvunäkymä maltillinen, joten tuloskasvu nojaa etenkin epäorgaaniseen kasvuun
- Vahva operatiivinen kassavirta mahdollistaa hyvän ja ajan yli kasvavan osinkotuoton yhdessä epäorgaanisen kasvun kanssa
- Lievä tuloskasvu neutralisoi arvostuskertoimet lähivuosina
- Kassavirtalaskelma ja osien summa -laskelma indikoivat osakkeelle lievää nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - Learning	13-14
Learning	15-17
Toimialakatsaus - Media Finland	18-21
Media Finland	22-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet konsernitasonla	28-29
Sijoitusprofiili	30-31
Arvonmääritys	32-34
Taulukot	35-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Sanoma lyhyesti

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

1167 MEUR (1062 MEUR)

Pro forma liikevaihto* 2020, (2020 raportoitu liikevaihto)

15,8 % (14,7 %)

Pro forma -oikaistu liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja* (operatiivinen liikevoitto-%), 2020

52 % / 67 % (47 % / 61 %)

Learningin osuus liikevaihdosta ja oper. liikevoitosta ilman PPA-poistoja, 2020 pro forma* (raportoiduilla luvuilla)

20 % (22 %)

Syklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta, 2020 pro forma*, (raportoidut luvut)

2013-2015

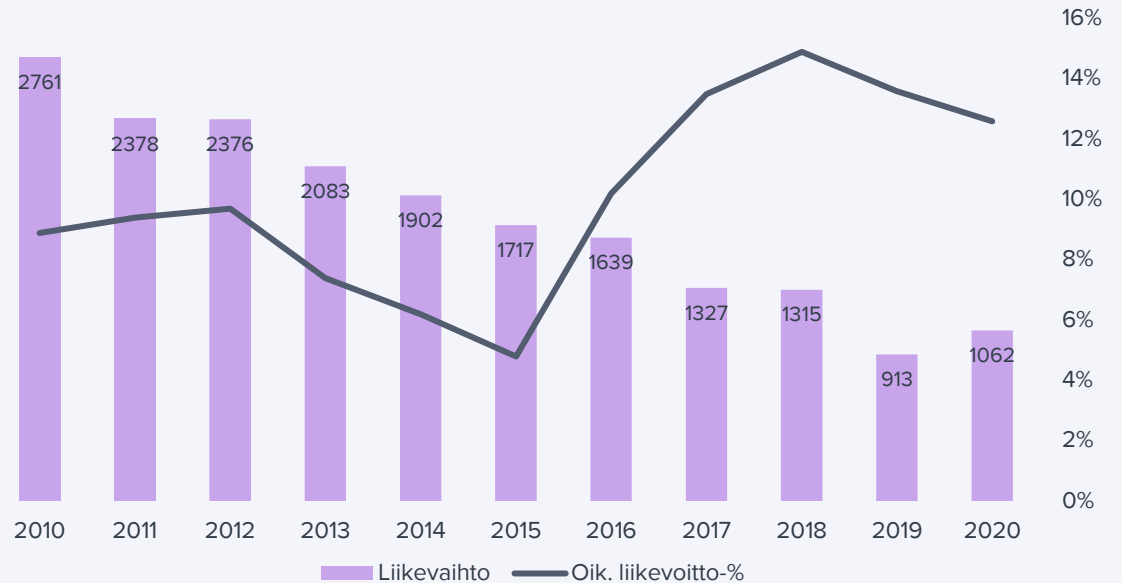
- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutuskulut painavat Sanoman mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- SBS hankinnan ensimmäinen alaskirjaus
- Learning kehittyi vakaasti
- Yhtiön velkaisuus nousee korkeaksi

2016-2019

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

2020-

- Liiketoiminnan painopiste siirtyi vahvemmin oppimisen liiketoimintaan, kun yhtiö ostaa Santilla Spainin
- Toistuvan liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu
- Aluemedialiiketoiminnan hankinta ja Oikotien myynti
- Pandemia rokottaa medialiiketoimintaa, kannattavuus säilyi kuitenkin hyvällä tasolla



Lähde: Inderes, Sanoma

* Pro forma -luvut sisältävät raportoidut luvut ja Santillana Spain -yrityskaupan

Sanoman liiketoimintamalli 1/3

Oppimiskäytäntö ja medialiikeyrittämää

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liikeyrittämisestä Learningista ja Media Finlandista koostuva oppimis- ja media-alan konserni. Yhtiöllä on oppimisen liikeyrittämiä 11 maassa, kun taas medialiikeyrittämää tehdään vain Suomessa.

Konsernin jatkuvien toimintojen ja Santillana Spain -yrityksoston huomioiva pro forma -liikeyrittäminen oli 1167 MEUR vuonna 2020. Puolestaan yrityskaupan huomioiva pro forma -operatiivinen liikeyrittäminen ilman PPA-poistoja (jatkoksa operatiivinen liikeyrittäminen) oli 184 MEUR eli 15,8 % liikeyrittämisestä. Vuoden 2020 raportoitu liikeyrittäminen oli 1062 MEUR ja operatiivinen liikeyrittäminen oli 157 MEUR. Käytämme yrityskaupan huomioivia pro forma -lukuja, sillä ne kuvaavat Sanoman tämänhetkistä liikeyrittämistä ja kokoluokkaa paremmin.

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

Kaksi itsenäistä liikeyrittämää

Learning-liikeyrittäminen koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Pro forma -luvuilla liikeyrittäminen muodosti vuonna 2020 52 % konsernin liikeyrittämisestä ja 67 % operatiivisesta liikeyrittämisestä.

Sanoman toinen liikeyrittäminen, **Media Finland** on Suomen johtava mediayhtiö. Segmentin tuotot syntyvät pääasiassa sanoma-, uutis- ja aikakauslehtimedioiden sisältö- ja mainostuotoista, TV:n, radion ja niihin liittyvien verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista. Lisäksi siihen lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista, markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2020 liikeyrittämisestä oli 48 % ja 33 % operatiivisesta liikeyrittämisestä.

Lisäksi yhtiö raportoi Muut yhtiöt ja eliminoitit segmentin alla konsernin muut, liikeyrittämis-segmenteille allokoimattomat kulut.

Neljä tuottokomponenttiä

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

1) Oppimisen tuotot (2020: 52 % liikeyrittämisestä) koostuvat kokonaan Learning-segmentin oppimateriaalien (sis. jakelun) ja digitaalisten oppimateriaalien tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori. Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtämällä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä voimakkaasti Q2-Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoma-konsernin liikeyrittämiin ja -tulokseen voimakasta kausivaihtelua.

Sanoman liikeyrittämistä, 2020

Sanoma-konserni (pro forma**)

Liikeyrittäminen 1167 MEUR

EBIT (oik. ilman PPA-poistoja) 184 MEUR

Media Finland

Lv. 563 MEUR
EBIT* 67 MEUR
EBIT-% 11,8 %

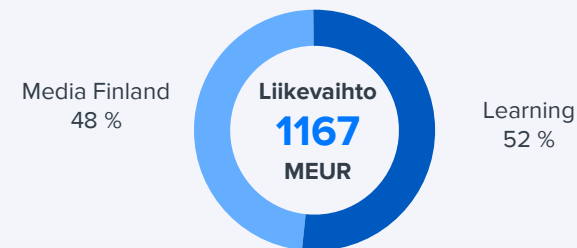
- Sanomalehdet
- Verkkomedia
- TV & Radio
- Aikakauslehdet
- Festivaalit
- Muut palvelut

Learning

Lv. 605 MEUR
EBIT* 124 MEUR
EBIT-% 20,5 %

- Oppimateriaalit
- Digitaaliset oppimateriaalit

Liikeyrittämistä, 2020 pro forma**



Liikeyrittämisestä* jakauma, 2020 pro forma**



* Operatiivinen liikeyrittäminen ilman PPA-poistoja

** Raportoitu + Santillana Spain -yrityskauppa

Sanoman liiketoimintamalli 2/3

Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositason vartin voimakkaasti, sillä oppimiskurssien kysyntää ohjaa vahvasti tyypillisesti 5-10 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetussuunnitelmauudistukset. Liiketoiminnan kasvun ja maantieteellisen laajentumisen ansiosta liiketoiminnan tuottojen heilunta kuitenkin laskee, sillä nykyisten kohdemaiden opetussuunnitelmien uudistukset eivät ajoitu samoille vuosille.

3) Median sisältötuotot (2020: 23 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu+) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 20 % ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vain vajaa 4 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

3) Median mainostuotot (2020: 20 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtien, tv- ja radiokanavien ja niihin liittyvien verkkopalvelujen mainos- ja ilmoitustuotoista. Digitaalisen median osuus mainostuotoista oli arviomme mukaan reilu 2/3 vuonna 2020 ja siten se on selkeästi painettua mediaa suuremmissa roolissa. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

4) Muut tuotot (2020: 5 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen

asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta noin 40 % muista tuotoista tavanomaisesti muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista pääosa tulee kuluttajilta. Muut tuotot olivat vuonna 2020 selvästi tavanomaista pienemmät, sillä koronapandemian vuoksi festivaaliliiketoimintaa ei voitu harjoittaa.

Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi useat, voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit.

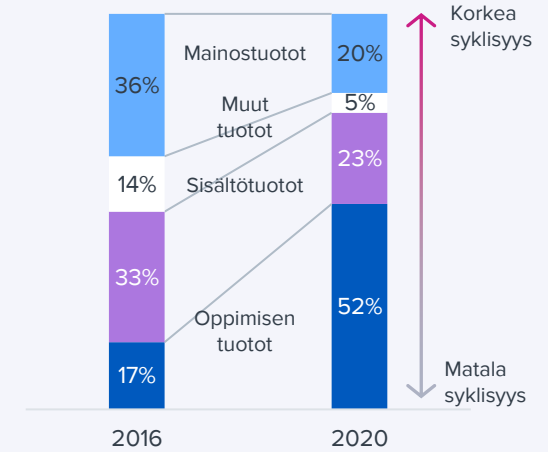
Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on 25 % (2020).

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Muun kuin painetun median median tuottojen osuus (sis. lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta on 23 % (2020).

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen ja muiden tuottojen kasvuun, mutta niiden osalta vaikutukset ovat mediaa lievemmät.

Sanoma on viime vuosina muokannut liiketoiminnan painopistettä yritysjärjestelyillä merkittävästi. Etenkin oppimisliiketoiminnan huomattavan kasvun ansiosta rakenteellisten trendien vaikutus yhtiön liiketoimintaan on muuttunut ja voimakkaammin taantuvien painetun median tuotolajien osuus on laskenut.

Sanoman liikevaihdon jakauma, 2020 pro forma**



Trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

Tuotolaji	Trendien vaikutus tuottoihin
Oppimisen tuotot	Kohtuullinen kasvu + 2-5 %/v
Sisältötuotot	Digitaalisen sisällön selvä kasvu + 5-10 %/v Perinteisen sisällön lievä lasku - 0-3 %/v
Mainostuotot	Digitaalisen mainonnan selvä kasvu + 5-10 %/v Painetun mainonnan selvä lasku -5-10 %/v
Muut tuotot	Vakaa +/- 2 %/v

Lähde: Inderes

** Raportoitu liikevaihto + Santillana Spain -yritysosto

Sanoman liiketoimintamalli 3/3

Samalla liiketoiminnan tuottojen riippuvuus yleisestä talouskehityksestä eli suhdanneherkkyys on laskenut.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

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

Hyvin ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista tulonsa saavien liiketoimintojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2020 noin 72 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja mediasisältöjen tilausmyynnistä.

Voimakkaasti kulutuskysynnän ja taloussyökliden mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on laskenut merkittävästi viime vuosien rakennejärjestelyjen myötä. Mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdosta oli 20 % vuonna 2020, kun se oli vielä vuonna 2016 36 % liikevaihdosta.

Samalla, kun mainostuottojen osuus on pienentynyt, on toistuvaan tilausmyyntiin

perustuvat sisältötuotot ottaneet jalansijaa ja ne muodostivat 20 % liikevaihdosta vuonna 2020. Lisäksi kysynnältään vakaiden ja ennustettavien oppimisen tuottojen osuus nousi 52 %:iin viime vuosien yritysjärjestelyjen myötä (2016: 17 %). Eitoistuvien sisältötuottojen (irtomerot) osuus on laskenut hyvin pieneksi noin 4 %:iin. Lisäksi yhtiön laajentuminen ydinliiketoimintojen kanssa rinnakkaisissa arvoketjuissa uusiin liiketoimintoihin näkyy muissa tuotoissa, jotka olivat 5 % liikevaihdosta.

Tuottojen suhteellisten osuuksien ja etenkin mainostuottojen sekä muiden tuottojen osalta on huomioitava, että vuonna 2020 koronapandemia heijastui näihin voimakkaasti. Pandemia esimerkiksi painoi Sanoman festivaaliliiketoiminnan liikevaihdon (2019: 35 MEUR) käytännössä nollan tasolle. Myös vuoden 2021 osalta festivaali- ja tapahtumaliiketoiminnan yllä on vielä paljon kysymysmerkkejä liittyen koronapandemian kehitykseen.

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvin vahvan hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan muutosvauhti on kuitenkin tasoittumassa, kun suuremmat mediatalat ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi

ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta. Arviomme mukaan tätä paikallisen markkinan kilpailutilanteen muutosta on voimistanut koronapandemia.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

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

Voimakkaasti kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus parempi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia.

Operatiivinen kassavirta vahva ja investointitarve maltillinen

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

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Sanoman liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sanoman strategia

Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja yhtiön strategia muodostuu itsenäisten liiketoimintojen strategioiden kautta. Konsernitason strategian puuttuminen on mielestämme luontevaa, sillä Sanoman liiketoimintojen liiketoimintamallit, markkinat ja kilpailukenttä poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden synergiat rajoittuvat konsernin hallinnollisiin osiin. Lisäksi nopeasti muuttuvassa mediakentässä pitkälle katsovat ja ”jäykät” konsernitason strategiat voisivat mielestämme luoda yhtiölle jopa kilpailuhaittaa.

Konsernitason kehityssuunnat

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

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on näkemysellemme mukaan ydinliiketoimintojen

skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, hankittujen liiketoimintojen integroinnissa, synergioiden ulosmittaamisessa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran parantamisessa. Lisäksi kasvua vauhditetaan epäorgaanisella kasvulla.

Yritysstot tärkeä osa strategiaa

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

Sanoman rahoitusasema ja kassavirta ovat vahvistuneet merkittävästi viime vuosina, joten yhtiöllä on kapasiteettia tehdä tulo-rahoituksen ja vieraan pääoman rahoituksen turvin yritysostoja. Yhtiö on itse arvioinut, että sillä on käytettävissä 300-400 MEUR yritysostoihin vuoteen 2022 mennessä. Sanoman mukaan sillä on myös selkeä arvio potentiaalisista kohteista.

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

Taloudelliset tavoitteet

Sanoman vuonna 2020 päivitetty pitkän aikavälin

taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka ovat:

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

2. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste 35-45 %.

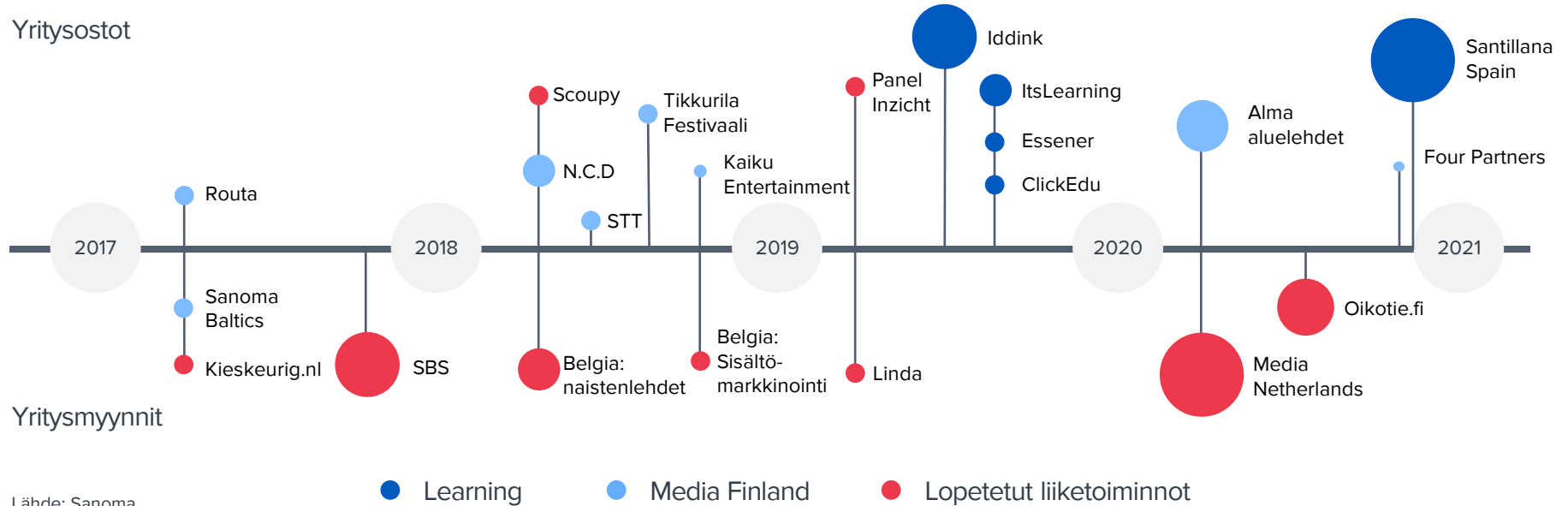
3. Osinkopolitiikka: Kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta.

Viimeisten raportoitujen lukujen (Q4'20) valossa velkaantuneisuus (2,6x) ja vakavaraisuus (37 %) ovat yhtiön pitkän aikavälin taloudellisten tavoitetasojen sisällä. Vuoden lopun tilanteen nettovelkaantuneisuutta nosti hieman Santillana Spain -yrityskauppa. Ennusteissamme odotamme yhtiön olevan tavoitteiden indikoimalla tasolla myös kuluvaan vuoden lopussa.

Sanoma on painottanut osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Uskomme yhtiön pitävän tästä tavoitteesta kiinni myös pitkässä juoksussa. Osinkoa ohjaava tekijä on arviomme mukaan etenkin tavoite kasvattaa osinkoa vuosittain, kuten nähtiin vuonna 2020. Vuodelta 2020 jaettava osinko oli 73 % vapaasta rahavirrasta.

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

Sanoman yrityskaupat 2017-2020 ja segmenttien M&A-strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Learning

- M&A:n merkitys korkea
- Yritysostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytännöt (K12) ja niihin liitännäiset markkinat
- Skaalaetujen ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoiminnoissa
- Arvoketjussa laajentuminen nykyisillä markkina-alueilla
- Laajentuminen maantieteellisesti uusille markkinoille

Media Finland

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus arvoketjun täydentämisessä ja kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa pieniä täydentäviä yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Portfolion kehittämiseksi voidaan tehdä pieniä yritysmyyntejä

Sanoman strateginen kehitys

2015
-
2017

2018
-
2020

2021-

Käännö- ja rakennemuutosvaihe

- Fokus kannattavuuden ja kassavirran parantamisessa sekä keskittymisessä ydinliiketoimintoihin
- Hollannin TV-liiketoiminnan divestointi
- Mittavat tehostusohjelmat Media Finland ja Media Netherlands segmenteissä ja konsernin toiminnoissa
- Rahoituksen uudelleenjärjestely

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenteen kevyempi, fokusoituneempi ja kannattavampi
- Liikevaihto laski rakennejärjestelyjen myötä jopa noin 40 %
- Kannattavuus nousi hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2020: oik EBIT-% lähes 15 %)
- Yhtiön tase pieneni huomattavasti, aineettoman omaisuuden määrä laskenut
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko nousi 0,10 eurosta 0,52 euroon osakkeelta

Lähde: Inderes

Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

- Fokus kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Viimeisten ydinliiketoimintaan kuulumattomien, ei-synergisten liiketoimintojen myynti (Belgian ja Hollannin medialiiiketoiminnot)
- Medialiiiketoiminnoissa Alma Median alue-medioiden osto (lisäksi pieniä ”täsmä” yritysostoja), merkittävät Iddink- ja Santillana -yrityskaupat oppimisliiketoiminnassa
- Liikevaihdon kehitys vakaantui, mutta orgaaninen kasvu lievästi negatiivista
- Learning toteutti tehokkuuden nostoon tähtäävän ”High Five”-ohjelman

Lähtöleveys 1-2v

- Koronapandemia aiheuttaa epävarmuutta festivaaliliiketoiminnan ja mainosmyynnin elpymiselle, mutta tukee viihdepalvelujen kulutusta
- Liikevaihdon orgaaninen kasvu koronasta ja median rakennemuutoksista johtuen maltillista
- Yritysostot nostavat raportoidun kokonaisliikevaihdon kuitenkin selvään kasvuun
- Kannattavuuden vahvistuminen Learningin suhteellisen osuuden kasvun myötä
- Kassavirran ja liiketoiminnan tehokkuuden asteittainen parantaminen

Vakaa kannattavuus, vahva kassavirta ja synergiset yritysostot

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa
- Median rakennemuutos jatkuu
- Maantieteellinen ja palveluportfolion laajentaminen yritysostoin Learningissa (fokusalueena Euroopan K12-markkina)
- Vakaa kannattavuus ja vahva kassavirta
- Pääoman allokoitua yritysostoihin ja kasvavaan osinkoon

Pitkä aikaväli

- Median rakennemuutoksen hallinta ja kannattavuuden asteittainen vahvistaminen printin siirtymisen digitaaliseen kulutukseen jatkuessa
- Learning, digitaaliset palvelut ja yritysostot kasvun moottoreina
- Arviomme mukaan Sanoma tavoittelee yritysostoilla selvästi nykyistä 13 % suurempaa markkinaosuutta Euroopan noin 4-5 miljardin oppimisen markkinoilla (K12)

Toimialakatsaus - Learning 1/2

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkymiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme merkittävää ajuria: digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, jatkuvat opetus- ja koulutusjärjestelmä uudistukset, sekä oppimistulosten ja resurssien tehostustarpeet.

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

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja opetusjärjestelmien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 5-10 vuoden sykleissä. Näiden syklien muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkän aikavälin trendikasvu on maltillista.

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

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

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

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

Oppimismateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimismateriaalimarkkinoiden osuus opetuksen kokonaismenoista on Sanoman mukaan vain noin 3 % yhtiön markkina-alueilla, mutta se muodostaa silti edelleen suurimman osan Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus - Learning 2/2

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

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen näkymät

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen sekä opetuksen hallinnollisten järjestelmien osuus Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (noin 10-20 %), vaikka niiden kustannukset katetaan tyypillisesti oppimateriaaleja huomattavasti suuremmasta hallintoon, järjestelmiin ja kehittämiseen suunnatusta opetustoimen budjetista, jonka suuruusluokka on tavanomaisesti noin 15 % peruskouluopetuksen (K12) kokonaismenoista.

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

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

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

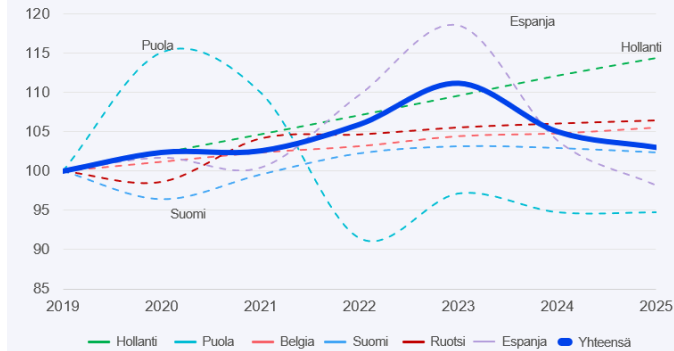
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta.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

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

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

Käsityksemme mukaan yhdessäkään Sanoma Learningin kohdemarkkinan maassa ei ole toistaiseksi syntynyt kilpailukenttään suurta digitaalista K12 materiaalien kustantajaa.

Oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



Sanoma Learning 1/3

Yrityskaupalla suuremmaksi segmentiksi

Sanoma hankki vuoden 2020 lopussa Santillana Spainin, joka on Espanjan johtava perusopetuksen ja toisen asteen koulutuksen oppimateriaalien kustantaja. Yrityskaupan seurauksena segmentistä tuli liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti. Sanoma Learningin pro forma -liikevaihto oli vuonna 2020 605 MEUR (52 % Sanoman liikevaihdosta), josta Santillana Spainin osuus oli 106 MEUR (17 % pro forma -liikevaihdosta). Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti (2020 pro forma: oper. EBIT 124 MEUR / 67 % Sanoman oper. liikevoitosta).

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

Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

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

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta 60 % syntyy sisällöstä, mikä kattaa sekä painetun että digitaalisen sisällön, 25 % materiaalien jakelusta, ja loppu 15 % jakaantuu tasaisesti opetusalustojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken. Noin 25 % tästä myynnistä muodostuu koko tarjoaman kattavista tilaustuotoista (subscription sales), kun taas 75 % muodostuvat printin ja ilmaisen tai

maksullisen digitaalisen myynnin yhdistelmästä.

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

Vuoden 2020 raportoidusta liikevaihdosta Hollannin osuus oli 40 %, Puolan 23 %, Belgian 15 %, Suomen 11 %. Noin 12 % liikevaihdosta tuli 2020 pienemmistä osuuksista Ruotsista, Espanjasta, Norjasta, Tanskasta, Ranskasta, Saksasta ja Iso-Britanniasta. Vuodesta 2021 eteenpäin Espanjan osuus tulee nousemaan merkittävästi ja arviomme mukaan nykyrakenteella se tulee vastaamaan karkeasti noin 1/5 Learningin liikevaihdosta. Sanoma on arvioinut, että hyvin pirstaloituneet Euroopan K12-markkinat ovat 4-5 mrd. euron suuruiset, joista yhtiön markkinaosuus on 13 %.

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

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

Learning lyhyesti, 2020 pro forma*

605 MEUR (2019 raportoitu: 337 MEUR)

Liikevaihto 2020 pro forma*

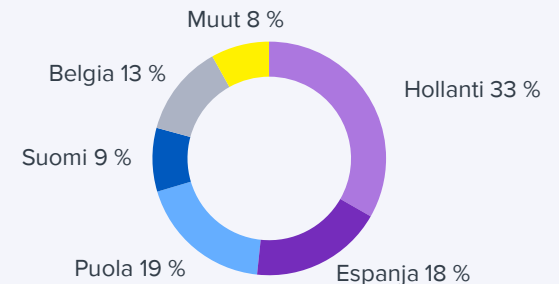
20,5 % (2019: 21,7 %)

Kannattavuus, pro forma operatiivinen liikevoitto-%*

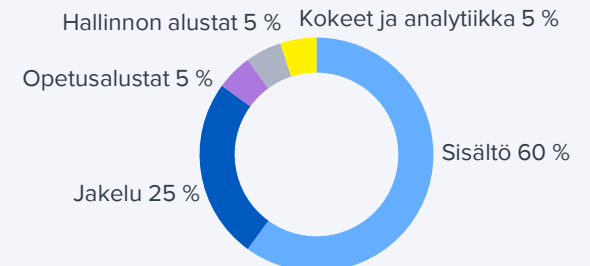
13 %:n markkinaosuus

Euroopan 4-5 miljardin K12-markkinoilla

Liikevaihto maittain, 2020 pro forma*



Liikevaihto tuotelajeittain



* Raportoitu liikevaihto + Santillana Spain -yrityskauppa
Lähde: Inderes, Sanoma

Sanoma Learning 2/3

Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat vertailukelpoisen liikevaihdon 2-5 %:n kasvu sekä oikaistu liikevoitto-% ilman PPA-poistoja yli 23 %.

Kasvua Learning tavoittelee organisesti opetussuunnitelmien muutoksien myötä sekä kasvavan digitalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa uusille maantieteellisille alueille laajentumista sekä teknologia ja palvelutarjoomansa kasvattamista.

Opetussykkien vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästikin segmentin liikevaihdon kehitykseen ja esimerkiksi vuosina 2020 ja 2021 positiivisesti vaikuttavan Puolan opetussuunnitelmauudistuksen päätyminen vaikuttaa kasvuun heikentävästi vuodesta 2022 alkaen. Puolestaan Alankomaiden opetussuunnitelmauudistuksen odotetaan kasvattavan liikevaihtoa vuosina 2021-2025 ja Espanjan etenkin vuosina 2022-2023.

Arviomme mukaan Learning pyrkii vahvistamaan otettaan etenkin eri markkinoiden digitaalisista oppimisenalustoista myös jatkossa, sillä strategisesti tämä asema on houkutteleva tuottojen tasaisen luonteen takia (vrt. opetussuunnitelmien päivityksen aiheuttama sisällön syklinen luonne). Lisäksi alustapuolella arvioimme ostojen olevan pysyvämpiä, sillä alustan vaihtokynnys on kustannusten takia korkea, kun taas oppimateriaalien vaihto on kevyempää opetussuunnitelmien vaihtuessa. Tätä laajentumista yhtiö voi tehdä tuomalla sen jo omistamia alustoja markkinoille, joissa digitaalisuusaste on kasvussa tai epäorganisesti ostamalla jo näillä markkinoilla vahvan aseman omaavia alustoja. Arvioimmekin

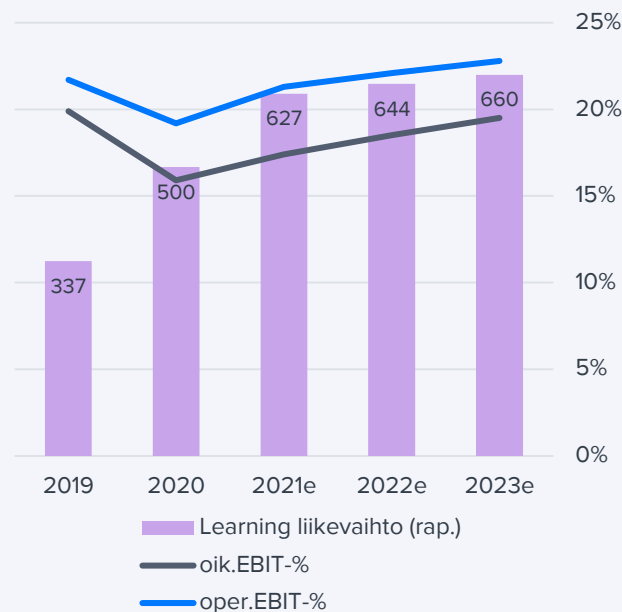
Sanoman yritysostostrategian painopisteen olevankin etenkin Learningin laajentumisessa. Laajentumisessa ensisijaisena kohdemarkkinana on K12 markkina Euroopassa, mutta myöskään Euroopan ulkopuolinen laajentuminen K12 markkinalla ei käsityksemme mukaan ole pois suljettua.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä lähivuosilta nousujohteista, mutta pitkän aikavälin taloudellisen tavoitteen (oper. EBIT-% yli 23 %) alle jäävää kehitystä, kun muun muassa opetussuunnitelmien päivitykset heijastuvat kannattavuuteen. Pitkällä aikavälillä odotamme kasvavan digitaalisuusasteen ja suuremman skaalan tukevan kannattavuutta ja pitävän sen loivalla nousukäyrällä. Tämän hetken ennusteissamme odotamme yhtiön saavuttavan taloudellisen tavoitetason vuonna 2024.

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Sanoma pystyy säilyttämään tai vahvistamaan markkinaosuuttaan kaikilla Learningin keskeisillä markkinoilla. Ennustamme Learning-segmentin raportoidun liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 voimakkaasti etenkin Espanjassa Santillana-yrityskaupan myötä (Santillana pro forma -liikevaihto 2020: 106 MEUR). Lisäksi odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan vielä Puolassa opetussuunnitelman päivityksen ajoitusta heijastellen. Näin ollen odotamme vuoden 2021 raportoidun liikevaihdon kasvavan 25 % 627 MEUR:oon (2020: 500 MEUR). Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan, mutta saavan tukea Espanjan opetussuunnitelman päivityksestä.

Liikevaihto, oik. EBIT-% ja oper. EBIT-%



Tuloslaskelma	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	337	500	627	644	660
Operatiivinen liikevoitto	73,1	95,9	133,4	142,2	150,6
Liikevoitto oik.	67,2	79,6	109	119,2	128,6
Liikevoitto	55,1	66,4	103,0	117,2	126,6
Kertaluonteiset erät	-12,1	-13,2	-6,0	-2,0	-2,0

Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-2%	48%	25%	3%	2%
Oper. liikevoiton kasvu-%	14%	18%	39%	7%	6%
Oper. Liikevoitto-%	21,7%	19,2%	21,3%	22,1%	22,8%
Oik. Liikevoitto-%	19,9%	15,9%	17,4%	18,5%	19,5%
Liikevoitto-%	16,3%	13,3%	16,4%	18,2%	19,2%

Sanoma Learning 3/3

Siten odotamme vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan 3 % 644 MEUR:oon. Vuonna 2023 odotamme kasvun hieman hidastuvan reiluun 2 %:iin ja liikevaihdon kohoavan 660 MEUR:oon.

Ennustamme Learningin vuoden 2021 operatiivisen liikevoiton kasvavan epäorgaanista kasvua heijastellen 39 % 133 MEUR:oon (2020: 96 MEUR), ja operatiivisen liikevoitto-%:n nousevan 21,3 %:iin (2020: 19,2 %) liikevaihdon jakauman muutosta ja kasvavaa operatiivista tehokkuutta heijastellen. Vuosina 2022-2023 ennustamme operatiivisen liikevoiton kasvuksi noin 6-7 % ja operatiiviseksi liikevoittomarginaaliksi 22,1-22,8 %. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi keskimäärin 2 % ilman yritysostoja ja operatiivisen liikevoitto-%:n nousevan yhtiön pitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden mukaiselle tasolle vuonna 2024.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo lähinnä opetussuunnitelmasyönten muutokset, mahdolliset ongelmat yritysostokohteiden integraatiossa sekä kertaerät.

Learning arvostus

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme viitearvona keskeisten verrokkiyhtiöiden vuoden 2021-2022 EV/EBIT-kertoimia.

Olemme identifioineet Learning -segmentille seitsemän listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden heikon tulostason ja erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei kokonaisuutena tällä hetkellä toimi relevanttina mittatikkuna Learningille. Arviomme mukaan

vertailuryhmän toimijoista Pearson, John Wiley & Sons Inc ja Wilmington soveltuvat arvostuksen vertailuun parhaiten ja olemmekin haarukoineet hyväksyttävän arvostuskertoimen näiden vuosien 2021 ja 2022 keskimääräisestä EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat 17x ja 16x. Pidämme tätä arvostushaarukkaa myös absoluuttisesti perusteltuna Learningin liiketoimintamalli ja kannattavuuspotentiaalia huomioiden. Vuosien 2021 ja 2022 operatiivisen liikevoiton (ilman PPA-poistoja) ennusteillamme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi 2320-2364 MEUR.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös osittain peilata Santillana Spain-yritysoston arvostuskertoimiin. Kaupan yritysarvo (EV) oli 465 MEUR ja ostetun kohteen keskimääräinen operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja vuosina 2018-2020 oli 34,6 MEUR. Näin ollen kaupan EV/EBIT-kerroin oli 13,4x. Ennustamme Learningin vuoden 2021 operatiivisen liikevoiton olevan 133 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1788 MEUR. Santillanan pienempi kokoluokka sekä Learningin kattavampi (maantieteellisesti sekä tarjoomaltaan) ja digitaalisempi liiketoimintaportfolio huomioiden Sanoma Learning kokonaisuudelle voidaan mielestämme kuitenkin hyväksyä yrityskaupan arvostusta korkeampi arvostuskerroin.

Learningin arvo on siten käyttämiemme menetelmien keskiarvolla laskettuna 2342 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus on noussut merkittävästi edellisestä laajasta päivityksestä (2020 arvio: 1322 MEUR). Tähän on vaikuttanut erityisesti Learningin epäorgaaninen kasvu ja arvostustasojen nousu.

Learning verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	21e	22e	21e	22e
Bloomsbury Publishing PLC	257	12,2	13,2	1,2	1,3
Houghton Mifflin Harcourt Co	1079			1,5	1,4
Pearson PLC	7647	18,7	16,0	1,9	1,8
Stride Inc	1229	12,8	14,9	1,0	1,0
John Wiley & Sons Inc	3359	20,2	19,1	2,1	2,0
Wilmington PLC	236	13,2	12,0	1,9	1,8
Chegg Inc	10899	60,1	44,9	16,4	13,5
Keskiarvo		22,9	20,0	3,7	3,3
Mediaani		16,0	15,4	1,9	1,8

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 kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Tällaisia ajureita ovat EU:n tietosuojasetukset (GDPR ja e-Privacy), jotka tasoittavat pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median voimakas lasku ja vastaavasti digimainonnan määrän kasvu. Suomen mainosmarkkina on jäänyt kasvuvauhdissaan selvästi jälkeen BKT:n kehitystä, mitä selittää

muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta. Mainonnan kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) nousi jo lähes puoleen (~47 %) kaikesta mainonnasta vuonna 2020 koronapandemian vaikuttaessa perinteisiin mainonnan muotoihin.

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

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Digitalisaatio



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

Suhdannekehitys



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

Teknologinen kehitys



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

Sääntely ja kulttuuri



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

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus - Media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina keskimäärin noin 5-10 % vuodessa, mutta poikkeuksellisen vuonna 2020 kasvu oli vain 2 %. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan aiemman ripeämmän kasvun mukaisena 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 Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (0-3 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut myös kääntämään viime vuosina Helsingin Sanomien kokonaistilajamäärän kasvuun ja tällä hetkellä Helsingin Sanomien tilaajia on yli 400 tuhatta. Digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut 70 %:iin kokonaistilaajien

määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

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

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua.

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 medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa.

Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

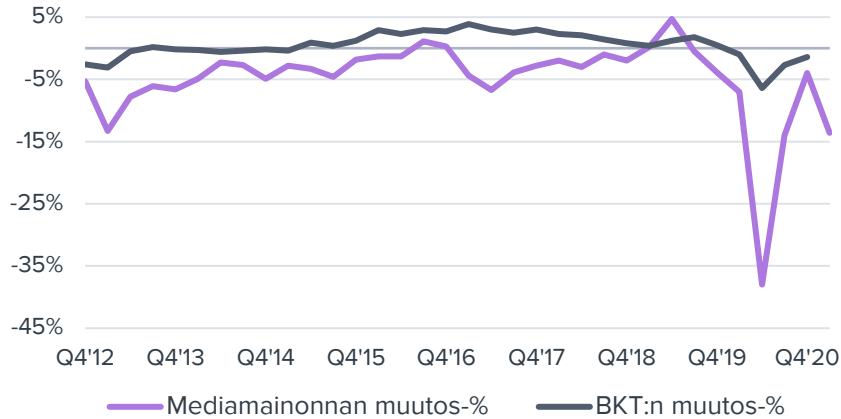
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Regulaatio voi hyödyttää mediayhtiöitä

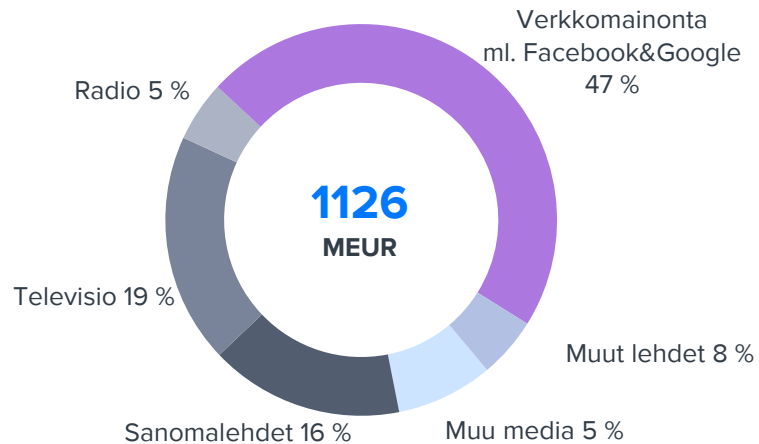
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

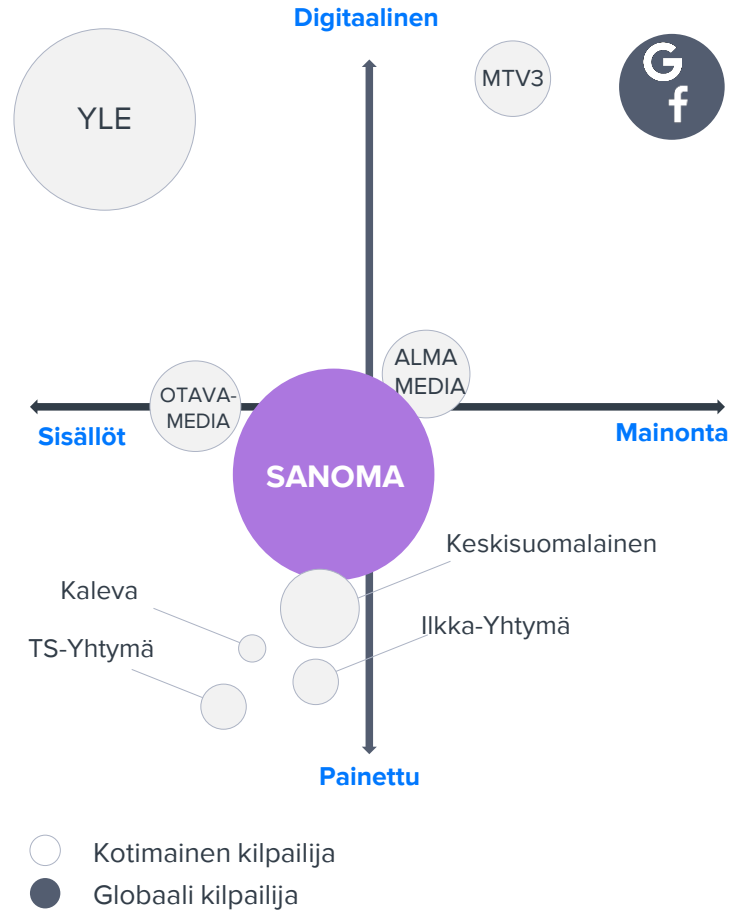
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q1'2021 saakka*



Suomen mediamainonnan jakauma, 2020



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes
*Q1'21 mediamainonnan muutos sisältää tammi-helmikuun luvut

Media Finland 1/4

Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 563 MEUR vuonna 2020, mikä vastasi 48 % Sanoman pro forma liikevaihdosta. Operatiivisella liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (oper. EBIT 67 MEUR eli 33 % Sanoman oik. liikevoitosta).

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

Media Finland on Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,13 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 20 % koko markkinasta.

Tuotot laajasti hajautuneet - painetun median painoarvo edelleen suuri

Media Finlandin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin koko Suomen mediakentän laajalaisesti kattavasta tuoteportfolioista. Aiempien vuosien lievistä laskutrendistä poiketen painetun

median suhteellinen osuus kasvoi vuonna 2020, mihin vaikutti aluemedioiden hankinta sekä festivaalliliiketoiminnan pandemiasta johtuvat peruutukset.

Sisältötuotot (tilaustuotot) nousivat Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi koronapandemian kurittaessa jo ennestään pitkässä laskutrendissä olleita mainostuottoja. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2020 noin 49 % (2019: 42 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä lähes 85 % ja irtonumeromyynnin noin 15 %. Arviomme mukaan sisältötuotoista suurempi osa syntyy vielä painettujen sanoma- ja aikakauslehtien sisältötuotoista, mutta uutismedioiden digitaalisten tilausten (HS.fi) ja videopalveluiden (Ruutu.fi) tilaustuotot ovat kasvussa, mikä nostaa niiden suhteellista osuutta asteittain.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2020 41 % segmentin liikevaihdosta (2019: 43 %). Mainostuotoista 73 % tuli vuonna 2020 suhteellisen vakaasti kehittyvästä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui 27 % tuotoista.

Muut liiketoiminnan tuotot muodostivat vuonna 2020 segmentin liikevaihdosta noin 10 % (2019: 15 %). Koronapandemia painoi voimakkaasti muita tuottoja, sillä normaalioloissa festivaali- ja tapahtumaliiketoiminta on noin 35 MEUR:n kokoluokassa. Pandemian vuoksi sen liikevaihto oli lähes nollan tasolla vuonna 2020. Muista tuotoista pienen osan muodostavat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisu- ja painopalvelut.

Media Finland lyhyesti, 2020

563 MEUR (2019: 577 MEUR)

Liikevaihto 2020

11,8 % (2019: 12,0 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%

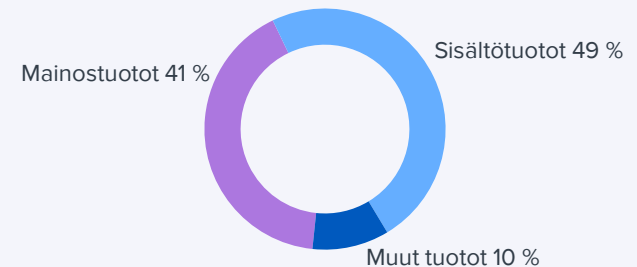
52 % / 48 %

Painetun liiketoiminnan / ei-painettujen tuottojen osuus

#1 ja #2 markkina-asema

Uutismedia, aikakauslehdet, TV&Radio, B2B

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2020



Media Finland 2/4

Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

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

Media Finlandin liikevaihdon kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä vaisut ja kaksijakoiset, sillä reilu puolet (2020: 52 %) segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan. Painetun median rakenteellisesta laskusta huolimatta yhtiö uskoo digitaalisten sisältötuottojen kysynnän olevan kestävä ja vahvassa kasvussa, minkä takia segmentin strategia painottaa johtavaa asemaa news & feature segmentissä. Näin ollen strategia rakentuu johtavan aseman ylläpitämiseen murroksessa printistä digitaaliseen, mikä oli myös peruste Alma Median aluelehtiliiketoimintojen ostolle.

Digitaalisen median matalamman yksikköhinnan myötä siirtymällä printistä digitaaliseen on kuitenkin yhtiön liikevaihtoa laskeva vaikutus. Kustannusrakenteeltaan digitaalinen on kuitenkin huomattavasti skaalautuvampi ja näin ollen myös kannattavampi. Siirtymän nopeuttaminen ei kuitenkaan ole strategisesti houkuttelevaa, sillä printin jakelu ja painokustannusten nopea skaalaaminen alas ei olisi mahdollista. Lisäksi se heikentäisi mainostuloja nopeasti eivätkä kaikki kuluttajat ole valmiita siirtymään täysin digitaaliseen kulutukseen.

Painetun median vastapainona on 48 % vuoden 2020 liikevaihdosta tuoneen muun kuin painetun

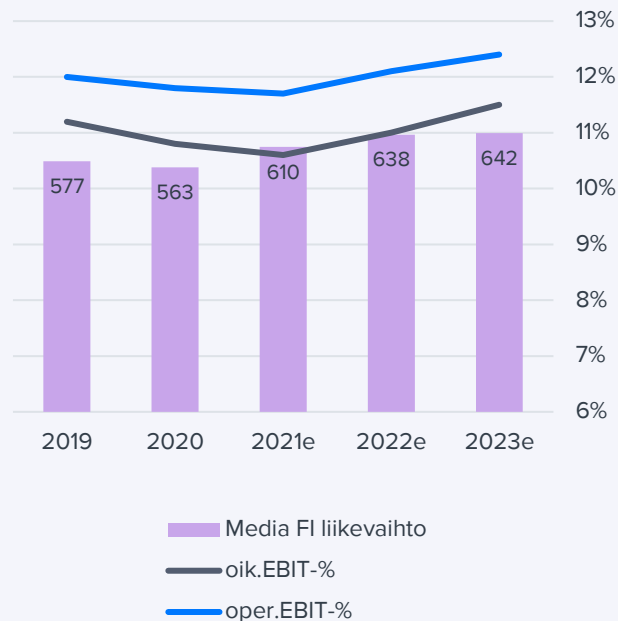
median kasvunäkymät. Sen alle lukeutuvien digitaalisten sisältöjen ja digitaalisen B2B mainonnan odotetaan kasvavan vuosittain keskipitkällä aikavälillä.

Media Finlandin kasvu- ja kannattavuusnäkymät

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 2-5 %:n laskussa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä koronan yli katsottaessa, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Media Finlandin nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme muun kuin painetun median tuottojen kasvavan yhteensä noin 3-5 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu on lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi positiivista ja linjassa taloudellisen tavoitteen kanssa. Arviomme mukaan myös Media Finlandin voidaan odottaa jatkavan epäorgaanista kasvua, joten toteutunut kasvu tulee todennäköisesti kuitenkin ylittämään orgaanisen kasvun.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä lievästi nousujohteista kehitystä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Kannattavuuteen negatiivisesti vaikuttaa painetun mediamainonnan lasku, kasvupanostukset sekä kustannusinflaatio, joita yhtiö ei pysty ennusteamme mukaan täysin kompensoimaan paremmin kannattavilla (digitaalisilla) palveluilla. Odotamme yhtiön kuitenkin saavuttavan edelleen hyötyjä toiminnan tehostamisesta ja synergioista, joista merkittävimmät muodostuvat aluemia liiketoimintojen hankinnan jälkeisistä 13 MEUR:n synergioista.

Liikevaihto, oik. EBIT-% ja oper. EBIT-%



Media Finland 3/4

Ennusteet

Lähdemme ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu on vielä paineessa H1:llä koronapandemian vaikutusten pitkittyessä. Oletamme kuitenkin talouskasvun elpyvän asteittain H2'21:stä eteenpäin rokotekattavuuden kasvaessa. Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 n. 8 % 610 MEUR:oon heijastellen odottamaamme mainonnan elpymistä vertailukauteen nähden Q2:sta eteenpäin sekä tapahtumaliiketoiminnan osittaista palautumista loppukesän osalta. Suomen nykyistä koronatilannetta ja rokotustahtia peilaten laskimme kuitenkin tapahtumaliiketoiminnan ennusteitamme selvästi Q2:n eli alkukesän osalta.

Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon elpyvän talouden mukana sekä tapahtumaliiketoiminnan normalisoitumisen myötä ja kasvavan 5 % 638 MEUR:oon. Vuodesta 2023 eteenpäin ennustamme liikevaihdon kehittyvän suhteellisen vakaasti (kasvu noin 1 %:n vuodessa) pidemmällä aikavälillä. Vuosien 2022-2023 absoluuttiset ennusteemme ovat pysyneet lähes muuttumattomina. Pidemmän aikavälin liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat linjassa segmentin taloudellisen tavoitteen kanssa.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2021 operatiivisen liikevoiton kasvavan noin 7 % 71 MEUR:oon (2020: 67 MEUR) ja oper. liikevoitto-%:n pysyvän edellisvuoden tasolla 11,7 %:ssa (2019: 11,8 %). Kannattavuuteen positiivisesti vaikuttavat synergiat aluemedioiden hankinnasta, kun viimeisetkin organisaation tehostamiseksi käydyt yt-neuvottelut saadaan vietyä loppuun. Puolestaan vertailukauteen nähden H1:n kannattavuuteen

vaikuttaa negatiivisesti Oikotien divestointi Q3'20:lla. Ennustamamme raportoitu liikevoitto laskee sen sijaan selvästi (2021e 62 MEUR vs. 2019 210 MEUR), sillä vuoden 2020 raportoituun liikevoittoon vaikutti selvästi Oikotiestä saatu 163 MEUR:n myyntivoitto (kertaeriin vuonna 2020 vaikutti myös Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto).

Vuonna 2022 odotamme kannattavuuden nousevan suhteellisen voimakkaasti (oper. liikevoiton kasvu 8 %) aluemedioiden synergioiden tullessa täysimittaisesti läpi sekä tapahtuma- ja festivaaliliiketoimintojen palautuessa toimintaympäristön normalisoituessa. Vuodelle 2023 ennustamme tällä hetkellä lievästi kasvavaa liikevoittoa ja nousevaa suhteellista kannattavuutta, ja pitkällä aikavälillä ennustamme niin ikään liikevoittoon lievää kasvua ja oikaistun liikevoitto-%:n asteittaista nousua digitaalisten tuottojen kasvua heijastellen. Kannattavuuden nousua hidastaa kuitenkin printin suhteellisen kannattavuuden heikentyminen.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia lievemmän mediamainonnan laskun vuonna 2021 ja/tai vastaavasti voimakkaamman elpymisen koronapandemian jälkeen. Lisäksi tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot voivat vauhdittaa tuloskasvua ennusteitamme nopeammaksi. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo etenkin lyhyen tähtäimen koronapandemiaan liittyvien riskien lisäksi pidemmällä aikavälillä ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset digimainonnassa ja painetun median rakennemuutoksen kiihtyminen.

Media Finland ennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	577	563	610	638	642
Oper. liikevoitto	69,2	66,6	71,5	77	79,8
Liikevoitto oik.	64,8	60,5	64,7	70,2	73,8
Liikevoitto	54,9	209,6	61,7	67,2	70,3
Kertaluonteiset erät	-9,9	149,1	-3	-3	-3,5
Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-1%	-2%	8%	5%	1%
Oper. liikevoiton kasvu-%	-6%	-7%	7%	8%	4%
Oper. Liikevoitto-%	12,0%	11,8%	11,7%	12,1%	12,4%
Oik. Liikevoitto-%	11,2%	10,8%	10,6%	11,0%	11,5%
Liikevoitto-%	9,5%	37,3%	10,1%	10,5%	11,0%

Media Finland 4/4

Media Finland arvostus

Määritämme Media Finland segmentin arvoa laajan kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta.

Olemme identifioineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 18 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kohtuullisen hyvin Media Finlandin liiketoimintamallia ja toimialan kasvuodotuksia. Verrokkiyhtiöt ovat kuitenkin pääosin huomattavasti Media Finlandia suurempia yhtiöitä ja niiden kannattavuudet ovat korkeampia. Näin ollen sovellamme Media Finlandille lievää alennusta suhteessa verrokkien arvostustasoon.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2021-2022 EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2021 EV/S-kerrointa. Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2021-2022 20x ja 19x, mediaanien ollessa 16x ja 13x. Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/S-kerroin vuodelle 2021 on puolestaan 1,9x, mediaanin ollessa 1,5x.

Verrokkien vuoden 2021-2022 mediaani arvostuskertoimilla, soveltamalla 10 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 852-1026 MEUR keskiarvon ollessa 936 MEUR.

Media Finlandin arvo on siten noussut maltillisesti edellisestä laajasta raportistamme (2020 arvio: 890

MEUR). Tähän on vaikuttanut etenkin odottamamme verrokkien arvostuskertoimien nousu, joka on kompensoinut pääosin Oikotien myynnistä johtuneen ennusteiden laskun.

Media Finland verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	21e	22e	21e	22e
Alma Media	775	15,9	13,4	3,1	3,0
DMGT plc	1891	17,4	14,0	1,4	1,4
Future PLC	3144	18,7	15,1	4,9	4,2
Gannett	1807	9,8	9,1	0,7	0,7
ITV PLC	6329	10,3	8,9	1,8	1,7
Lagardere	7619		42,1	1,6	1,3
Meredith Corp	3226	8,8	12,0	1,3	1,3
Arnoldo Mondadori Editore	444	9,0	7,6	0,6	0,6
Nordic Entertainment Group	3340	36,8	35,7	2,7	2,3
News Corp	13440	25,5	20,9	1,8	1,8
New York Times	6322	34,1	27,2	3,9	3,6
Promotora de Informaciones	1522	33,5	12,7	1,6	1,5
Prosiebensat 1 Media	6670	11,8		1,5	1,4
RCS	685	10,2	9,3	0,9	0,9
Roularta Media Group	114			0,4	0,4
Schibsted	9246	52,6	41,9	6,6	6,3
Tribune Publishing Co	536			0,8	1,0
TX Group	879	9,1	7,9	1,0	1,0
Keskiarvo		20,2	18,5	1,9	1,8
Mediaani		15,9	13,4	1,5	1,4

Taloudellinen tilanne

Taloudellinen tilanne vahva ja vakaa

Sanoman tase on pienentynyt rakennemuutosten myötä merkittävästi, ja taseen riskit ovat laskeneet maltilliselle tasolle. Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja orgaaninen kasvu ei sido juurikaan pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotammekin Sanoman jatkavan lähivuosina osinkojen kasvattamista. Tase ja kassavirrantuottokyky mahdollistavat myös yritysostot (Sanoma on indikoinut, että sillä on käytettävissä 300-400 MEUR yritysostoihin 2022 mennessä).

Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli 2020 lopussa 2048 MEUR (Q4'18: 1998 MEUR). Taseen varat sisältää merkittävästi liikearvoa (753 MEUR, 37 % taseesta) ja muuta aineetonta omaisuutta (686 MEUR, 33 % taseesta). Santillana-yrityskauppa kasvatti liikearvoa 230 MEUR:lla ja aineettomia hyödykkeitä 222 MEUR:lla. Valtaosa lopusta aineettomasta omaisuudesta liittyy aikausilehti- ja oppimisen liiketoimintojen liikearvoihin sekä esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeihin. Taseen varoissa aineellista omaisuutta (sis. leasing-omaisuus), osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on noin 275 MEUR.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2020 lopussa käyttöpääoma oli 221 MEUR negatiivinen eli -21 % liikevaihdosta.

Sanoman oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa

710 MEUR, eli 4,23 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 775 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat), rahavaroja 115 MEUR ja näin ollen korollista nettovelkaa oli 661 MEUR.

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

Velkaantuneisuus lievästi alle tavoitetason

Sanoma nettovelkaantumistaso oli Q4'20 lopussa 93 % (Q4'19: 139 %) ja nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhdeluku oli yhtiön tavoitetason (< 3x) alapuolella 2,6x tasolla. Nettovelkaisuutta vuoden lopussa nosti Santillana-yrityskauppa ja odotammekin vuoden 2021 lopun nettovelkaantumistaseen painuvan selvästi matalammalle tasolle 78 %:iin ja nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteen painuvan noin 1,6x tasolle.

Vapaan rahavirran kehitys

Sanoman liiketoiminnan rahavirta oli vuosina 2017-2018 hyvällä noin 10 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon merkittävän kannattavuuden nousun myötä. Vuosien 2019 ja 2020 operatiivinen rahavirta on ollut jopa 18 % ja 13 % raportoidusta liikevaihdosta.

Vuodesta 2019 alkaen vertailtavuutta aikaisempaan heikentää IFRS16-standardin vaikutus, joka siirsi vuokravastuut rahoituksen

rahavirtaan (aik. operatiivista rahavirtaa). Standardin muutoksella on ollut tähän mennessä 25-29 MEUR:n positiivinen vuositason vaikutus rahoituksen rahavirtaan ja tähän peilaten vuokrasopimusvelat huomioiva operatiivinen rahavirta on laskenut vuoden 2018 141 MEUR:n tasolta 108 MEUR:oon vuonna 2020 (2019: 138 MEUR). Vuoden 2020 laskun taustalla vaikutti olennaisesti Media Netherlandsin myynti. Yhtiön käyttömajausinvestoinnit ovat olleet viime vuosina suhteellisen vakaita, vaikka vuonna 2020 ne kasvoivat 43 MEUR:oon (2016-2019: 32-37 MEUR) digitaalisten alustojen ja tietojärjestelmien kehitystyöhön liittyvien panostusten sekä Learningin viimeaikaisten yritysostojen seurauksena. Raportoitu vapaa kassavirta laski 95 MEUR:oon eli 0,58 euroon osakkeelta vuonna 2020 (2019: 0,81 euroa/osake).

Osinko rahoitetaan vapaalla rahavirralla

Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % vapaasta rahavirrasta osinkoina. Vuoden 2020 osinko oli 0,52 euroa (2019: 0,50 euroa osakkeelta) ja noin 90 % raportoidusta vapaasta rahavirrasta. Osingonjakoa varten Sanoma vapaata rahavirtaa oikaistiin Media Netherlandsin myyntiin rahavirtavaikutuksella (-22 MEUR) ja näin ollen oikaistu vapaa rahavirta oli 73 % osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta.

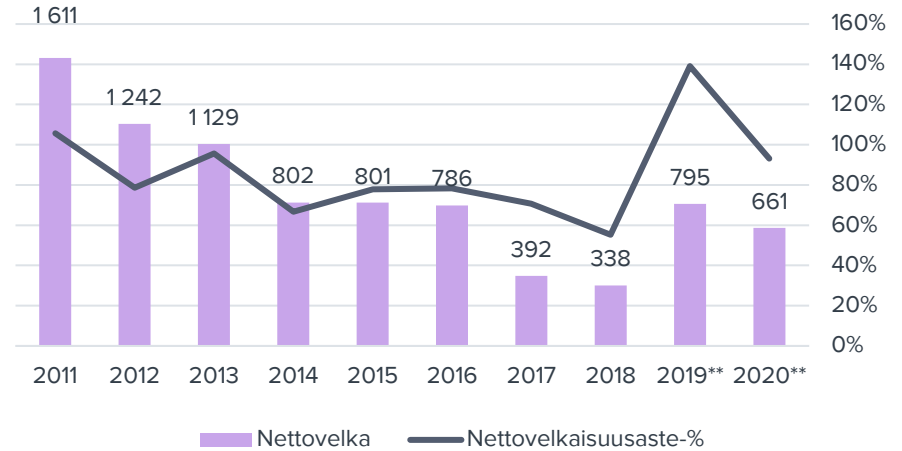
Siten rahavirta mahdollistaa edelleen osingonjakopolitiikan mukaisen osingon kasvattamisen, mutta jakosuhteen nousuvara on rajallinen ilman, että jakovaraa tuetaan taseen puolelta. Siten osakekohtaisen osingon kasvun ehtona pidemmällä aikavälillä on osakekohtaisen rahavirran kasvu, eikä osingonjakosuhteen nousu.

Taloudellinen tilanne

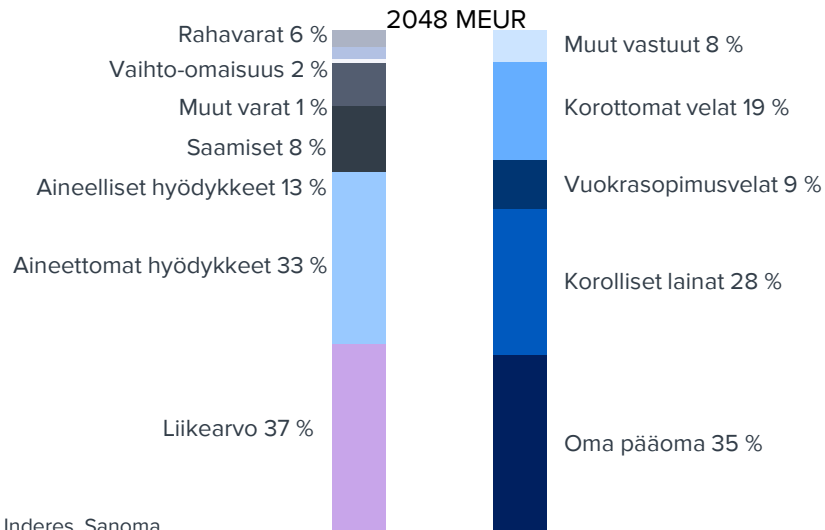
Liikevaihto, EPS ja operatiivinen EPS



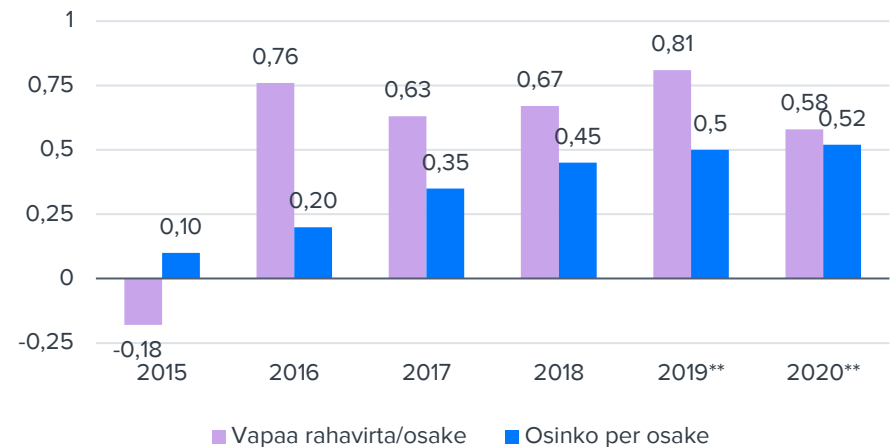
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2020



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Lähde: Inderes, Sanoma

* raportoitu liikevaihto

** Luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempaan nähden johtuen IFRS 16 –standardin vaikutuksesta nettovelkaan ja vapaaseen rahavirtaan

Ennusteet konsernitasonla

Vuosi 2021: pandemia vaikuttaa vielä osittain Media Finlandiin

Sanoma odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,2-1,3 mrd. euroa (2020: 1,1 mrd.) ja operatiivisen liikevoitto-%:n ilman hankintamenojen poistoja olevan 14-16 % (2020: 14,7 %). Ennustamme Sanoman vuoden 2021 liikevaihdoksi 1236 MEUR. Raportoiduilla luvuilla laskettuna ennakoimme siten noin 16 % liikevaihdon kasvua. Kasvu tulee ennusteessamme pääosin yritysostoista (mm. Santillana Spain, Alma aluelehdet alkuvuoden osalta), mutta ennakoimme orgaanisen kasvun etenkin Media Finlandin osalta palautuvan nousu-uralle koronapandemian vaikutusten helpottaessa H2:n aikana. Segmenteittäin odotamme Media Finlandin liikevaihdon kasvavan 9 %:lla ja Learningin puolestaan kasvavan 25 %:lla.

Ennustamme oikaistun liikevoiton ilman PPA-poistoja kasvavan noin 25 % 196 MEUR:oon (2020: 157 MEUR) ja ennustamme liikevoitto-%:n ilman PPA-poistoja nousevan 15,8 %:iin (2020: 14,8 %). Ennusteessamme liikevoittomarginaalin nousun takana on etenkin Learningin vahvistuva kannattavuuskehitys, joka saa tukea Santillanan korkeasta kannattavuudesta.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme vuonna 2021 kasvavan 0,75 euroon (2020: 0,58 euroa) operatiivista tulokasvua heijastellen. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme laskevan vertailukauden suurista kertaeristä (Oikotien myynti) johtuen 0,69 euroon (2020: 1,45 euroa). Odotamme yhtiön pitävän vahvan taseen ja kassavirran turvin kiinni osinkopolitiikastaan ja tekävän 4 %:n korotuksen osinkoon. Ennustamme osingon osakkeelta nousevan 0,54 euroon (2020: 0,52), joka vastaa noin 50 % jakosuhdetta vapaasta

kassavirrasta.

Vuosien 2022-2024 ennusteet: Media Finlandin palautumisen jälkeen maltillista tuloskasvua

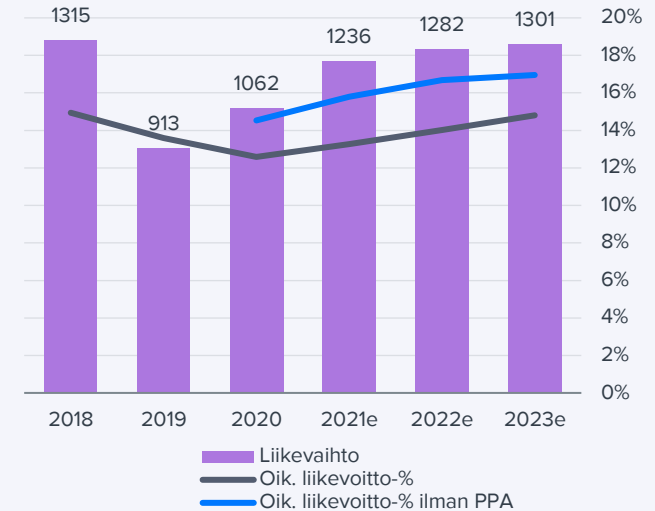
Ennustamme Sanoman orgaanisen liikevaihdon kasvavan 4 % vuonna 2022, kun Media Finland palautuu vielä osittain koronapandemian vaikutuksista (mm. tapahtumaliiketoiminta) ja Learning jatkaa maltillista kasvua. Vuosina 2023-2024 odotamme liikevaihdon kehityksen vakaantuvan ilman uusia yritysostoja. Odotamme kannattavuuden jatkavan vakaata kasvua vuodesta 2022 eteenpäin liikevaihdon kehitystä sekä asteittaisen operatiivisen tehokkuuden vahvistumisen tukemana. Maltillista tuloskasvua ja vahvaa kassavirrantuottoa peilaten odotamme vuosilta 2022-2024 lievää vuosittaista osingon kasvua.

Pitkän aikavälin tulosennusteet

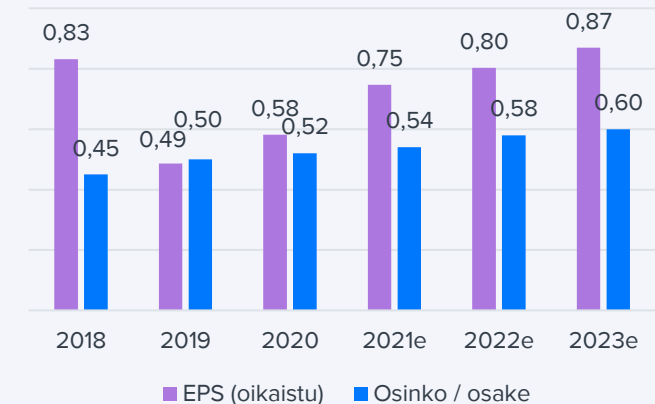
Pitkällä aikavälillä keskeisiä Sanoman tuloskehitykseen vaikuttavia tekijöitä ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys.

Oletamme Sanoman muiden kuin painetun median liiketoimintojen kasvavan markkinak kasvun mukaisesti keskimäärin noin 3-5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin 25 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan noin 5 % vuodessa, mikä painaa Sanoman liikevaihdon kokonaiskasvun matalalle tasolle (2025-2029e 2 %). Liikevaihdon jakauman ja tehokkuuden parantuminen sekä poistojen pienentyminen nostaa kuitenkin ennusteessamme Sanoman liikevoittomarginaalia (2029e: 15,5 %) ja tuloskasvun lievästi positiiviseksi.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Ennusteet konsernitasona

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	913	188	246	401	227	1062	190	265	533	248	1236	1282	1301	1315
Media Finland	577	130	131	141	161	563	126	142	170	173	610	638	642	646
Learning	337	58	115	260	66	500	64	124	363	75	627	644	660	669
Käyttökate ilman kertaeriä		44	113	118	52	326	32	99	190	36	357	372	387	396
Käyttökate	253	26	81	309	29	446	27	98	189	35	348	367	382	390
Poistot ja arvonalennukset	-151	-44	-39	-43	-51	-177	-48	-48	-48	-48	-193	-192	-195	-195
Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA	123	-6	61	73	-2	157	-8	59	149	-4	196	214	221	229
Liikevoitto ilman kertaeriä	124	-13	48	105	-6	134	-16	51	142	-12	164	180	193	201
Liikevoitto	102	-18	42	266	-22	270	-21	50	140	-14	155	175	187	195
Media Finland	65	9	14	22	16	60	8	15	23	17	65	70	74	77
Learning	67	-20	35	85	-20	80	-22	38	121	-27	109	119	129	134
Muut ja eliminoinnit	-8	-2	-1	-2	-1	-6	-2	-2	-2	-2	-10	-10	-10	-10
Nettorahoituskulut	-22	-1	-4	-2	-2	-9	-3	-3	-3	-3	-11	-14	-14	-13
Tulos ennen veroja	80	-18	38	265	-25	260	-24	47	138	-16	145	161	174	183
Verot	-17	5	-9	-20	1	-23	5	-10	-30	4	-32	-35	-38	-40
Vähemmistöosuudet	-2	0	0	-1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	61	-13	29	243	-23	237	-19	37	108	-13	113	126	136	143
EPS (oikaistu)	0,49	-0,05	0,20	0,50	-0,06	0,58	-0,08	0,23	0,67	-0,07	0,75	0,80	0,87	0,91
EPS (raportoitu)	0,38	-0,08	0,18	1,49	-0,14	1,45	-0,12	0,23	0,66	-0,08	0,69	0,77	0,84	0,88

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-30,6 %	15,3 %	-5,3 %	40,8 %	10,2 %	16,3 %	1,1 %	7,8 %	32,8 %	9,6 %	16,5 %	3,7 %	1,5 %	1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-36,9 %	109,4 %	-17,9 %	39,5 %	85,8 %	7,7 %	18,2 %	6,2 %	34,4 %	103,5 %	22,8 %	9,5 %	7,1 %	4,4 %
Oikaistu käyttökate-%		23,6 %	45,7 %	29,3 %	22,8 %	30,7 %	17,1 %	37,3 %	35,6 %	14,4 %	28,9 %	29,0 %	29,8 %	30,1 %
Käyttökate-%	27,7 %	13,9 %	33,0 %	77,1 %	13,0 %	42,0 %	14,3 %	36,9 %	35,4 %	13,9 %	28,2 %	28,6 %	29,3 %	29,6 %
Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistot		-3,4 %	24,7 %	18,3 %	-0,7 %	14,8 %	-4,2 %	22,1 %	28,0 %	-1,6 %	15,8 %	16,7 %	17,0 %	17,4 %

Ennustemuutokset	2021ee	2021	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Uusi	Vanha	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1259	1236	-2 %	1281	1282	0 %	1302	1301	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	168	164	-3 %	183	180	-2 %	196	193	-2 %
Liikevoitto	159	155	-3 %	178	175	-2 %	190	187	-2 %
Tulos ennen veroja	149	145	-3 %	164	161	-2 %	178	174	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,77	0,75	-3 %	0,82	0,80	-2 %	0,89	0,87	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,54	0,54	0 %	0,58	0,58	0 %	0,60	0,60	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut merkittävästi viime vuosien rakennemuutoksen myötä, ja yhtiö on muuttunut suhteellisen syklisestä käänneyhtiöstä vakaaksi osinkoyhtiöksi.

Osana tätä rakennemuutosta on osakkeen riskiprofiili myös arviomme mukaan madaltunut, kun korkeasyklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta on laskenut selvästi ja yhtiön liiketoimintarakenne on virtaviivaistunut. Yhtiön kassavirtaprofiilia ja osingonmaksukykyä on puolestaan parantanut kannattavuuden nousu, velan määrän ja rahoituskulujen merkittävä lasku ja investointien pienentyminen.

Yrityskaupat tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa Sanoman strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yritysjärjestelyt tulevat näkymään Sanomassa arviomme mukaan kahta kautta: 1) Yhtiö pyrkii aktiivisesti kiihdyttämään kasvua yritysostoin, 2) yhtiö muokkaa liiketoimintarakennetta myymällä strategiaan sopimattomia osia. Sanoman yritysostojen kokoluokka vaihtelee merkittävästi, mutta on todennäköistä, että suurelta yrityskaupat eivät muuta Sanoman operatiivista riskiprofiilia merkittävästi. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Sanoman keskeisimmät positiiviset arvo-ajurit

ovat:

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

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

Vahva kassavirta: Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa yli ajan sekä kasvavan osingon, investoinnit ja velan lyhentämisen että tarvittaessa myös merkittäviä yritysostoja.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Sanomalla on suurin potentiaali tuloskasvun kiihdyttämiseen yritysostojen kautta. Arviomme mukaan yritysostojen pääpaino on vakaammassa Learning-liiketoiminnassa. Siten yritysostoilla on mahdollisuus myös muokata liikevaihdon ja tuloksen rakennetta vahvemmin kohti vakaampia tuotokomponentteja. Tällä olisi myös riskiprofiilia laskeva vaikutus.

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

Painetun median tuottojen hiipuminen: Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja heikentää kykyä tuottaa

kasvavaa kassavirtaa.

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

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

Suhdanneriskit: Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikko suhdanne laskee edelleen tuloskasvuodotuksia etenkin Median Finlandissa ja heijastuu myös toimialan hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Tämä riski korostuu etenkin lyhyellä tähtäimellä koronapandemian aiheuttaman voimakkaan ja ripeän negatiivisen talouskehityksen myötä, etenkin kun talouden elpymisen aikatauluun liittyy edelleen jossain määrin epävarmuutta.

Yrityskauppariskit: Sanomalla on historiassa useita epäonnistuneita yrityskauppoja, jotka ovat tuhonneet omistaja-arvoa. Yhtiö on kuitenkin oppinut virheistään ja näemme yrityskauppoihin liittyvät riskit aiempaa pienempinä nykyjohtonäyttöjen ollessa erittäin hyvät.

Sijoitusprofiili

1.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat ydintoiminnot

2.

Konsernitason orgaanisen kasvun mahdollisuudet matalat median rakennemuutoksen takia

3.

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

4.

Hyvä taseasema ja vahva rahavirta antavat liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa vahvasti osingon ja synergisten, tulokasvua kiihdyttävien yritysostojen varaan

Potentiaali



- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja kasvava osinko
- Yritysostot

Riskit



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

Arvostus 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

Sanoman osaketta arvostettaessa annamme merkittävän painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmääritystä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF) ja arvostuskerroinanalyysin kautta. Suhteellista arvostusta olemme käyttäneet segmentikohtaisia arvoja laskettaessa osien summa -laskelmassamme. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomio mielestämme parhaiten erot Sanoman ja verokkiyhtiöiden rahoitusrakenteissa.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa arviomme mukaan lähivuosina tuntuvasti osinkotuottoon, mutta myös tulokasvukomponentilla on roolinsa. Osakkeen osinkotuotto on ennusteillamme ja nykyisellä 14,56 euron kurssitasolla laskettuna noin 4 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Sanoman osingon olevan kestäväällä nousujohteisella uralla, sillä yhtiön operatiivinen rahavirta on kasvava ja yhtiö arviomme mukaan painottaa pääoman allokoinnissa osingon kasvua yhdessä epäorgaanisen kasvun kanssa.

Ennustamme Sanoman vuosien oikaistun nettotuloksen kasvun olevan keskimäärin noin 8 %, mikä muodostuu liikevaihdon kasvusta ja kannattavuuden lievästi noususta. Arvioimme, että yhtiöltä voidaan odottaa yritysostoja seuraavan 12 kuukauden aikana, mutta emme ole huomioineet niitä ennusteissamme, koska se on käytännössä

mahdotonta. Siten yhtiön tulokasvu todennäköisesti ylittää ennustamamme vauhdin.

Ennusteidemme mukaiset Sanoman vuosien 2021-2022 oikaistut P/E-kertoimet ovat 20x ja 18x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 18x ja 16x. Vuoden 2021 arvostuskertoimet ylittävät edellisen viiden vuoden keskimääräiset tasot (2016-2020 P/E-kerroin 17x ja EV/EBIT 15x). Pidämme absoluuttisten arvostuskertoimien lievää nousua perusteltuna Learningin korkeamman hyväksyttävän arvostustason ja sen suhteellisen painoarvon kasvun myötä. Lyhyellä tähtämellä arvostustasossa ei mielestämme ole perusteltua nousuvaraa, mutta odottamamme tulokasvu painaa vuoden 2023 arvostuskertoimet perustellulle tasolle.

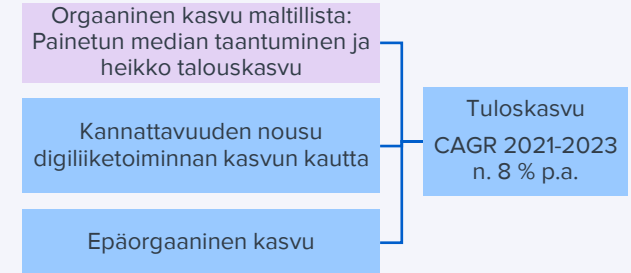
Suhteellisesti Sanoma arvostetaan lähivuosien P/E ja EV/EBIT -kertoimilla keskimäärin noin 10 %:n preemiolla suhteessa laajaan verokkiryhmään. Sovellamme verokkiryhmää pääasiassa segmenttikohtaisesti osien summa -mallissamme, sillä kokonaisuutena Learningin ja Media Finlandin verokkien liiketoiminnat eroavat selvästi toisistaan. Siten konsernitason suhteellinen arvostuksen rooli on mielestämme pieni.

Osingosta, tulokasvusta ja arvostustason muutoksesta muodostuva lähivuosien kokonaistuotto-odotus on lähivuosina arviomme mukaan vuositasolla noin 3-6 %.

Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

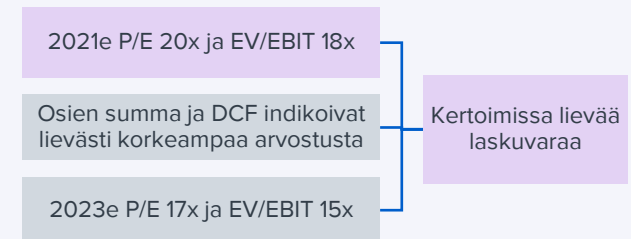
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
~ 3-6 % p.a.)

Arvostus 2/2

Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme olennaista painoarvoa, koska Sanoman taloudellinen tilanne on vakiintunut ja etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat vakaat ja ennustettavat.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 15,9 euroa. Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää lievään kasvuun keskipitkän aikavälin ennustejaksolla (2025-2030) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus nousee asteittain ja pääomantuotto pysyy vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2021 12,5 %:n tasolta 16,4 %:iin pitkällä aikavälillä. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,7 % ja oman pääoman kustannus on 7,5 %.

Osien summa -laskelma

Sanoman liiketoiminnot ovat hyvin itsenäisiä, niiden välillä on maltilliset operatiiviset synergiat ja niitä tulee mielestämme arvottaa erilaisilla arvostuskertoimilla. Siten osien summa -laskelma antaa näkemyksemme mukaan hyvän mittatikun Sanoman osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 3082 MEUR. Learningin yritysostojen ja tehokkuuden kasvun myötä nousseet tulosennusteemme ovat nostaneet Learningin jo selvästi Sanoman arvokkaammaksi osaksi ja arviomme sen yritysarvoksi on 2342 MEUR. Media Finland yritysarvoksi olemme arvioineet 936

MEUR.

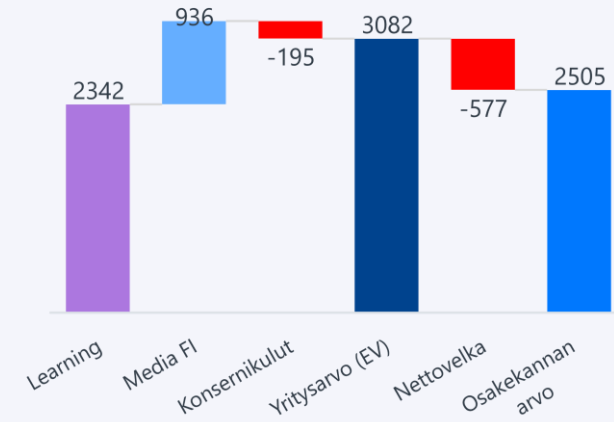
Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (- 195 MEUR) sekä ennustettu korollinen nettovelka vuoden 2021 lopussa (-577 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 2505 MEUR tai 15,4 euroa per osake.

Emme odota osien summan purkautuvan liiketoimintojen jakautumisen kautta näkyvissä olevassa tulevaisuudessa, sillä yhtiön johto on korostanut keskinäisten hallinnollisen puolen synergioiden merkitystä. Nykyisellään näemme myös medialiiiketoimintojen tuottaman kassavirran mahdollistaman Learningin epäorganisen kasvupotentiaalin merkittävänä tekijänä pitää liiketoiminnot yhtenä kokonaisuutena.

Sijoitusnäkemys

Toistamme Sanoman 15,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Useasta kulmasta tarkasteltuna Sanoman viimeisen vuoden aikana kohonnut arvostustaso on mielestämme perustellulla tasolla. Näin ollen pääosin osinkoon nojaava tuotto-odotus ei mielestämme riitä lisäostojen perusteeksi. Siten on mielestämme perusteltua odottaa houkuttelevampaa paikkaa lisäostoille Sanoman vakaasti etenevässä ja etenkin oppimisliiketoimintaan nojaavassa pitkän tähtäimen kasvustrategiassa.

Osien summa -laskelma, 4/2021



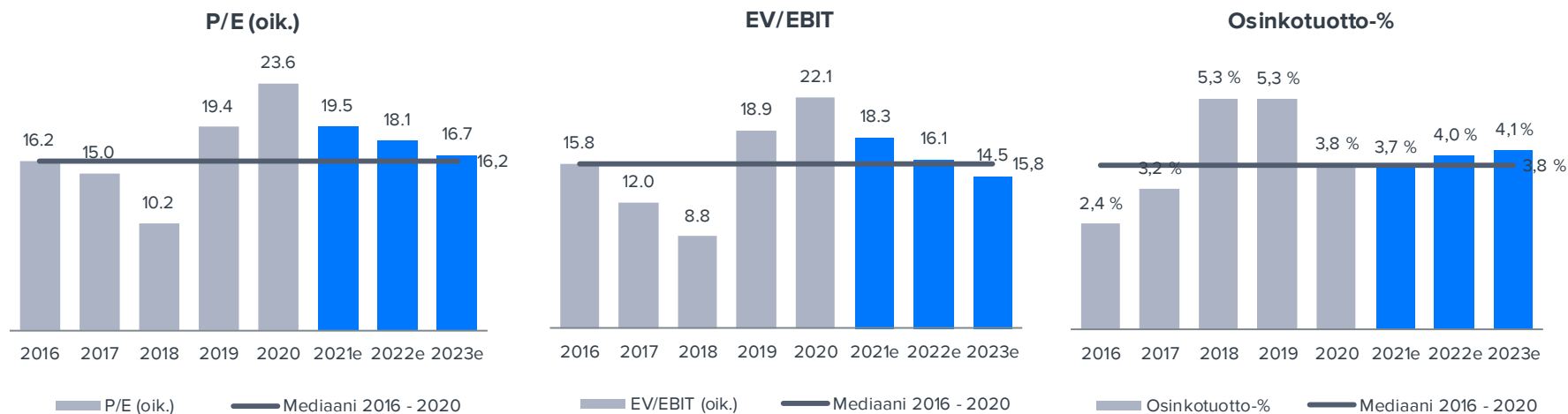
Yritysarvon jakautuminen, 4/2021



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,25	10,9	8,49	9,45	13,7	14,56	14,56	14,56	14,56
Osakemäärä, milj. kpl	162,1	163,2	162,5	162,5	163,0	163,0	163,0	163,0	163,0
Markkina-arvo	1337	1775	1380	1536	2240	2374	2374	2374	2374
Yritysarvo (EV)	2645	2150	1729	2348	2951	3002	2901	2801	2702
P/E (oik.)	16,2	15,0	10,2	19,4	23,6	19,5	18,1	16,7	16,0
P/E	12,1	neg.	12,4	25,0	9,5	21,0	18,8	17,4	16,6
P/Kassavirta	7,6	3,8	10,1	neg.	11,0	13,5	12,1	11,8	11,7
P/B	1,9	3,2	2,3	2,9	3,2	3,3	3,1	3,0	2,8
P/S	0,8	1,2	1,0	1,7	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,3	2,6	2,8	2,4	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA (oik.)	5,3	7,2	5,8	9,3	6,6	8,6	7,9	7,3	6,9
EV/EBIT (oik.)	15,8	12,0	8,8	18,9	22,1	18,3	16,1	14,5	13,4
Osinko/tulos (%)	29,3 %	neg.	65,7 %	132,3 %	35,8 %	78,0 %	75,0 %	71,8 %	82,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,2 %	5,3 %	5,3 %	3,8 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Alma Media	9,1	751	775	15,9	13,4	14,8	12,5	3,1	3,0	21,3	17,5	3,9	4,1	3,9
DMGT plc	872,0	2122	1891	17,4	14,0	16,1	13,6	1,4	1,4	36,5	27,8	2,9	3,0	1,7
Future PLC	2190,0	3050	3144	18,7	15,1	17,7	14,2	4,9	4,2	23,1	19,9	0,1	0,1	3,1
Gannett	5,2	607	1807	9,8	9,1			0,7	0,7		15,0			0,9
ITV PLC	122,8	5704	6329	10,3	8,9	9,5	9,2	1,8	1,7	11,3	9,8	4,3	4,7	3,8
Lagardere	22,4	2936	7619		42,1		38,1	1,6	1,3		34,2		3,1	3,0
Meredith Corp	30,3	1032	3226	8,8	12,0			1,3	1,3	6,9	7,4			
Arnoldo Mondadori Editore	1,6	422	444	9,0	7,6			0,6	0,6	15,4	12,3	1,9	2,5	2,1
Nordic Entertainment Group	395,4	3037	3340	36,8	35,7	34,4	33,8	2,7	2,3	39,3	40,4	1,1	1,2	4,2
News Corp	26,7	12905	13440	25,5	20,9			1,8	1,8	51,0	42,6	0,7	0,8	2,0
New York Times		6820	6322	34,1	27,2			3,9	3,6	51,8	39,4	0,5	0,6	5,8
Promotora de Informaciones	1,0	675	1522	33,5	12,7			1,6	1,5	190,2	380,4			
Prosiebensat 1 Media	17,6	4089	6670	11,8		10,9	10,0	1,5	1,4	12,6	11,2	3,8	4,3	2,9
RCS	0,7	387	685	10,2	9,3			0,9	0,9	10,6	8,9	4,7	4,7	1,2
Roularta Media Group	15,2	200	114					0,4	0,4	18,3	11,7	3,3	3,3	
Schibsted	383,6	8292	9246	52,6	41,9	55,1	48,8	6,6	6,3	53,6	40,9	0,6	0,6	4,3
Tribune Publishing Co	18,3	567	536					0,8	1,0	17,3	12,4			
TX Group	80,5	776	879	9,1	7,9	9,1	7,9	1,0	1,0	57,5	33,0	2,5	2,5	0,5
Bloomsbury Publishing PLC	300,0	291	257	12,2	13,2	12,2	13,4	1,2	1,3	17,3	18,6	2,6	2,8	
Houghton Mifflin Harcourt Co	7,3	775	1079					1,5	1,4					
Pearson PLC	805,8	7012	7647	18,7	16,0	16,5	14,6	1,9	1,8	23,8	19,8	2,5	2,6	1,4
Stride Inc	32,9	1151	1229	12,8	14,9			1,0	1,0	21,7	25,1			1,7
John Wiley & Sons Inc	56,0	2628	3359	20,2	19,1			2,1	2,0	20,8	19,9	2,6	2,7	
Wilmington PLC	195,0	197	236	13,2	12,0	13,2	12,0	1,9	1,8	15,3	14,0	2,8	3,3	
Chegg Inc	89,6	10595	10899	60,1	44,9	90,7	54,7	16,4	13,5	54,7	44,0			16,0
Sanoma (Inderes)	14,56	2374	3002	18,3	16,1	8,6	7,9	2,4	2,3	19,5	18,1	3,7	4,0	3,3
Keskisarvo				18,6	26,0	19,3	19,4	1,9	1,8	33,6	96,8	2,4	2,6	2,7
Mediaani				13,0	13,4	14,0	13,4	1,5	1,4	20,8	19,3	2,6	2,9	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				41 %	20 %	-38 %	-41 %	60 %	59 %	-6 %	-6 %	43 %	39 %	13 %

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

Kassavirtamalli

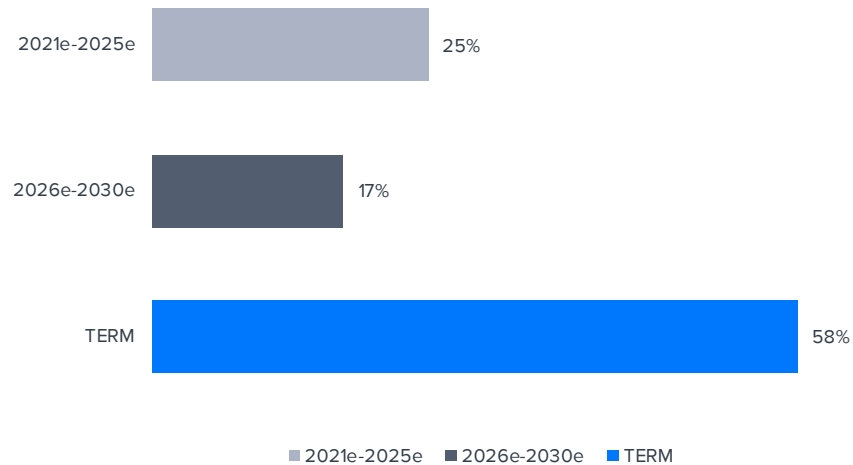
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	270	155	175	187	195	201	209	216	228	238	241	
+ Kokonaispoistot	177	193	192	195	195	180	167	159	157	157	157	
- Maksetut verot	37,5	-32	-35	-38	-40	-41	-43	-45	-47	-49	-50	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-2,3	-3,2	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	404	2,7	10,1	5,1	4,0	6,6	5,4	5,5	5,6	5,7	3,8	
Operatiivinen kassavirta	887	317	339	346	351	344	336	333	340	348	348	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-692	-141	-143	-145	-147	-150	-152	-154	-158	-157	-158	
Vapaa operatiivinen kassavirta	191	176	196	201	203	194	184	178	182	192	191	
+/- Muut	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	204	176	196	201	203	194	184	178	182	192	191	3584
Diskontattu vapaa kassavirta		168	175	168	160	143	127	115	111	109	102	1909
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		3286	3118	2943	2775	2615	2472	2345	2230	2119	2010	1909
Velaton arvo DCF		3286										
- Korolliset velat		-775,3										
+ Rahavarat		115										
-Vähemmistöosuus		-65,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		2575										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	1315,4	913,2	1061,7	1236,5	1281,7	EPS (raportoitu)	0,68	0,38	1,45	0,69	0,77
Käyttökate	299,2	252,8	446,1	348,3	367,1	EPS (oikaistu)	0,83	0,49	0,58	0,75	0,80
Liikevoitto	168,4	102,0	269,6	155,1	174,7	Operat. kassavirta / osake	1,46	-1,09	5,44	1,94	2,08
Voitto ennen veroja	150,9	80,2	260,4	144,6	161,3	Vapaa kassavirta / osake	0,84	-1,03	1,25	1,08	1,20
Nettovoitto	124,2	11,6	250,6	112,8	126,0	Omapääoma / osake	3,73	3,26	4,23	4,41	4,64
Kertaluontoiset erät	-28,2	-22,1	135,9	-9,0	-5,0	Osinko / osake	0,45	0,50	0,52	0,54	0,58
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	1519,0	1997,9	2048,3	2025,9	1986,4	Liikevaihdon kasvu-%	-8 %	-31 %	16 %	16 %	4 %
Oma pääoma	611,5	550,9	709,9	737,9	775,9	Käyttökateen kasvu-%	-722 %	-15 %	76 %	-22 %	5 %
Liikearvo	935,7	505,8	752,7	752,7	752,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	10 %	-37 %	8 %	23 %	10 %
Nettovelat	337,9	764,3	660,7	577,4	479,7	EPS oik. kasvu-%	15 %	-42 %	20 %	28 %	8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	22,7 %	27,7 %	42,0 %	28,2 %	28,6 %
Käyttökate	299,2	252,8	446,1	348,3	367,1	Oik. Liikevoitto-%	14,9 %	13,6 %	12,6 %	13,3 %	14,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-21,5	-447,8	403,9	2,7	10,1	Liikevoitto-%	12,8 %	11,2 %	25,4 %	12,5 %	13,6 %
Operatiivinen kassavirta	236,7	-177,6	886,7	316,9	338,8	ROE-%	19,2 %	10,8 %	38,8 %	16,0 %	17,1 %
Investoinnit	-111,6	-109,7	-692,1	-140,6	-142,8	ROI-%	17,2 %	8,7 %	19,0 %	10,4 %	12,2 %
Vapaa kassavirta	136,0	-168,0	204,5	176,3	196,0	Omavaraisuusaste	44,5 %	29,6 %	37,2 %	39,1 %	42,0 %
						Nettovelkaantumisaste	55,3 %	138,7 %	93,1 %	78,2 %	61,8 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Jane ja Aatos Erkon Säätiö			24,4 %			EV/Liikevaihto	1,3	2,6	2,8	2,4	2,3
Herlin Antti			11,9 %			EV/EBITDA (oik.)	5,8	9,3	6,6	8,6	7,9
Langenskiöld Lars Robin Eljas			7,5 %			EV/EBIT (oik.)	8,8	18,9	22,1	18,3	16,1
Seppälä Rafaela Violet Maria			6,3 %			P/E (oik.)	10,2	19,4	23,6	19,5	18,1
Helsingin Sanomain Säätiö			3,5 %			P/B	2,3	2,9	3,2	3,3	3,1
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			2,2 %			Osinkotuotto-%	5,3 %	5,3 %	3,8 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.2.2019	Vähennä	9,50 €	9,06 €
2.5.2019	Vähennä	9,00 €	9,09 €
12.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,56 €
26.7.2019	Lisää	9,40 €	8,90 €
16.9.2019	Lisää	10,00 €	9,52 €
28.10.2019	Lisää	10,70 €	10,16 €
12.12.2019	Vähennä	10,00 €	9,47 €
18.12.2019	Lisää	10,00 €	9,30 €
10.2.2020	Lisää	11,25 €	10,64 €
12.2.2020	Vähennä	11,60 €	11,62 €
25.3.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
30.4.2020	Lisää	9,00 €	8,51 €
29.5.2020	Lisää	9,50 €	8,55 €
27.7.2020	Lisää	10,00 €	9,30 €
20.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,84 €
30.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,48 €
9.12.2020	Vähennä	13,00 €	13,38 €
11.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,95 €
12.4.2021	Vähennä	15,00 €	14,56 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**