

PunaMusta Media

Laaja raportti

10.10.2022 21:05



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Muutosprosessi on vaativa urakka

PunaMusta Media on jatkanut strategisen muutoshankkeen edistämistä viimeisen vuoden aikana, mutta taantuva painotoimiala tuo yhä suurimman osuuden sen tulovirroista. Yhtiön arvon kehityksen kannalta muutoshankkeen onnistuminen on kriittistä, mutta tähän liittyy mielestämme epävarmuutta tarvittavan muutoksen mittakaavan vuoksi. Osakkeen arvostus on korkea suhteessa lähivuosien odotuksiimme, mikä mielestämme kääntää riski/tuotto-suhteen heikoksi. Ennusteiden laskua ja tuottovaatimuksen kohoamista heijastellen laskemme tavoitehintamme 4,0 euroon (aik. 5,0 euroa) ja suosituksemme myy-tasolle (aik. vähennä).

Muutosprosessilla tavoitellaan tulovirtojen muokkaamista kestäväille pohjalle

Strategiassaan yhtiö tavoittelee kumppanuutta asiakkaiden markkinointisidonnaisissa palveluissa ja kasvua etenkin näkyvyys- ja digitaalisten palveluiden avulla. Tulovirtojen muutosta on tukenut jo olemassa olleet palvelut ja kyvykkyydet, minkä lisäksi tarjoamaa on vahvistettu edelleen yritysostoilla kuluneen vuoden aikana. Nämä yhdessä näkyvyys- ja digitaalisten palveluiden kasvun kanssa ovat vieneet muutosprosessia eteenpäin, mutta samalla painoliiketoiminnan supistuminen ja sen tuomat tehokkuushaitat ovat painaneet yhtiön tuloskehitystä. Onnistuessaan muutosprosessi vakauttaa yhtiön tulovirrat ja vahvistaa sen tulosta ja kassavirtaa. Vastaavasti heikossa skenaariossa tulovirtojen taantuminen jatkuu, mikä pitää yhtiön tuloskehityksen paineessa ja heikentää sen rahoitusasemaa.

Painaminen jarruttaa organista kasvua, tehostustoimet ja kasvualueet kasvattavat operatiivista tulosta

Ennusteissamme odotamme suhteellisesti merkittävässä painossa olevien painamisen tuottojen jatkavan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä taantumista, mikä painaa Punamusta Median organisen kasvun ennusteemme negatiiviseksi. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan alla odotamme näkyvyyspalveluiden ja digitaalisten palvelujen kasvavan, mutta niiden toistaiseksi pieni koko rajoittaa kasvun heijastumista konsernitason kehitykseen. Myös Medialiiketoiminnan organinen kasvu on ennusteissamme negatiivista painetun median laskun seurauksena. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme vuosien 2023-2025 liikevaihdon laskun olevan keskimäärin 3 %, vaikka epäorganisen kasvu yhdessä hintojen nousun kanssa kasvattaa vuoden 2022 liikevaihtoa selvästi (+ 25 %). Painoliiketoiminnan tehostustoimia, melko vakaata Medialiiketoiminnan kannattavuutta ja näkyvyys- sekä digitaalisten liiketoimintojen tuloskasvua mukailien odotamme keskipitkän aikavälin käyttökatteen kasvun yltävän 7 %:iin (2021-2024e CAGR-%) koronapandemian värjäämältä matalalta vertailuvuoden tasolta.

Arvostus on mielestämme haastava ja riskitaso on koholla

Tarkastelemme PunaMusta Median arvostusta etenkin suhteutettuna sen lähivuosien ennustettuun vapaaseen rahavirtaan, sillä yritysostojen seurauksena poistotaso on selvästi investointeja suurempi. Tästä johtuen arvioimme yhtiön tuloksen jäävän lähivuosien vapaata rahavirtaa matalammaksi. Osake on näkemyksemme mukaan hinnoiteltu haastavasti suhteessa ennustettuun vapaaseen rahavirtaan (2023e EV/FCF-kerroin 16x). Tätä arvostuskuvaa tukee myös kassavirtamalli, joka on alle nykykurssin. Kestävän kannattavuuskäänteen aikaansaamiseksi yhtiön tulee onnistua tulovirtojen muokkaamisessa sekä painoliiketoiminnan taantumisen hallitsemisessa. Tähän liittyy mielestämme epävarmuutta, mikä yhdessä koholla olevan velkaantuneisuuden kanssa nostaa osakkeen riskiprofilia selvästi.

Suositus

Myy
(aik. Vähennä)

4,00 EUR
(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi:

4,98



Avainluvut

Liikevaihto	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	106,0	132,7	130,6	124,7
kasvu-%	3 %	25 %	-2 %	-4 %
EBIT oik.	-1,8	-0,8	0,3	1,2
EBIT-% oik.	-1,7 %	-0,6 %	0,2 %	1,0 %
Nettotulos	4,5	-1,3	-0,4	0,4
EPS (oik.)	0,36	-0,10	-0,03	0,04
P/E (oik.)	15,3	neg.	neg.	>100
P/B	1,5	1,5	1,6	1,7
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	3,6 %	4,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	70,0
EV/EBITDA	12,6	11,4	10,0	9,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,7

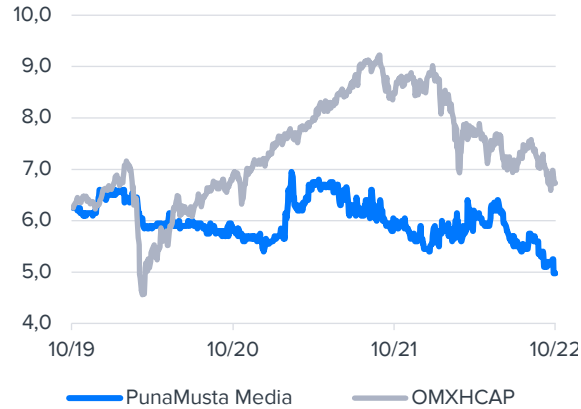
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

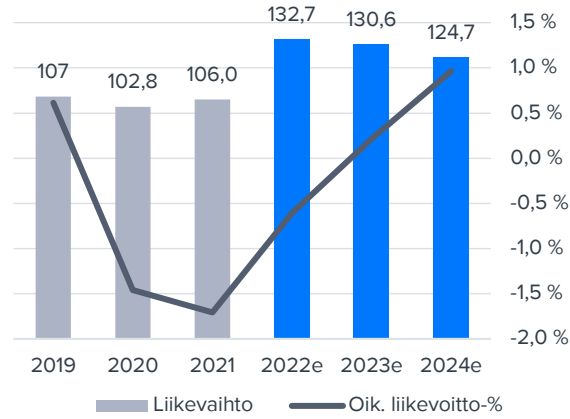
Konsernin liikevaihdon odotetaan kasvavan ja liiketuloksen arvioidaan paranevan vuoden 2021 tasoista. Vuonna 2021 liikevaihto oli 106 MEUR ja liiketulos oli -1,8 MEUR.

Osakekurssi



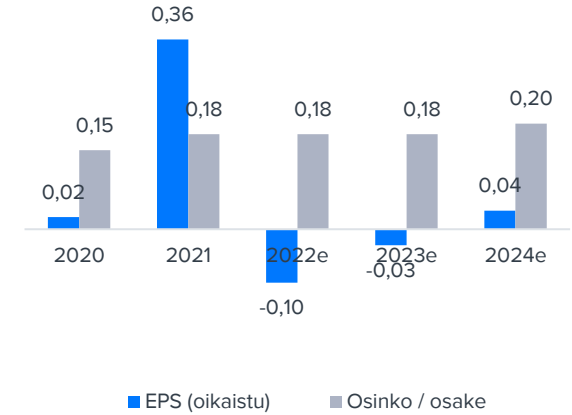
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen painoliiketoiminnassa
- Näkyvyys- ja digitaalisten palveluiden kannattava kasvu
- Positiivinen rahavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun osinkovirta ja arvonmuutokset



Riskitekijät

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

Liikevaihto	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	106,0	132,7	130,6	124,7
kasvu-%	3 %	25 %	-2 %	-4 %
EBIT oik.	-1,8	-0,8	0,3	1,2
EBIT-% oik.	-1,7 %	-0,6 %	0,2 %	1,0 %
Nettotulos	4,5	-1,3	-0,4	0,4
EPS (oik.)	0,36	-0,10	-0,03	0,04
P/E (oik.)	15,3	neg.	neg.	>100
P/B	1,5	1,5	1,6	1,7
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	3,6 %	4,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	70,0
EV/EBITDA	12,6	11,4	10,0	9,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,7

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10-13
Toimialakatsaus - mediatoimiala	14-17
Toimialakatsaus - painotoimiala	18
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	19-20
Ennusteet	21-24
Sijoitusprofiili	25
Arvostus	26-27
Taulukot	28-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

PunaMusta Media lyhyesti

PunaMusta Media on Suomeen keskittynyt kahdesta liiketoimintaosasta, 1) näkyvyysratkaisuista, 2) Pohjois-Karjalan alueella toimivasta medialiiiketoiminnasta koostuva konserni.

2015-2016

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

2017-2019

- Paino- ja mediatoimialan heikko kehitys jatkuu, mikä yhdessä tehostuskulujen kanssa painaa kannattavuutta
- Konserni toteuttaa useita yritysostoja painotoimialalla ja nousee yhdeksi Suomen suurimmista painotaloista
- Yhtiö toteuttaa mittavat tehostusohjelmat painotoimialalla

2020-2021

- Koronapandemia vaikuttaa merkittävästi liikevaihtoon sekä kannattavuuteen
- Säästö- ja sopeutustoimenpiteitä koronapandemian sekä pysyvästi muuttuneen markkinatilanteen johdosta
- Strategiapäivitys vuosille 2021-2023, jonka keskiössä asiakkaan menestymisen mahdollistaminen
- Yhtiö täydentää palvelutarjontaansa yrityskaupoilla

106 MEUR (2020: 103 MEUR)

Liikevaihto 2021

-1,8 MEUR (-1,7%)

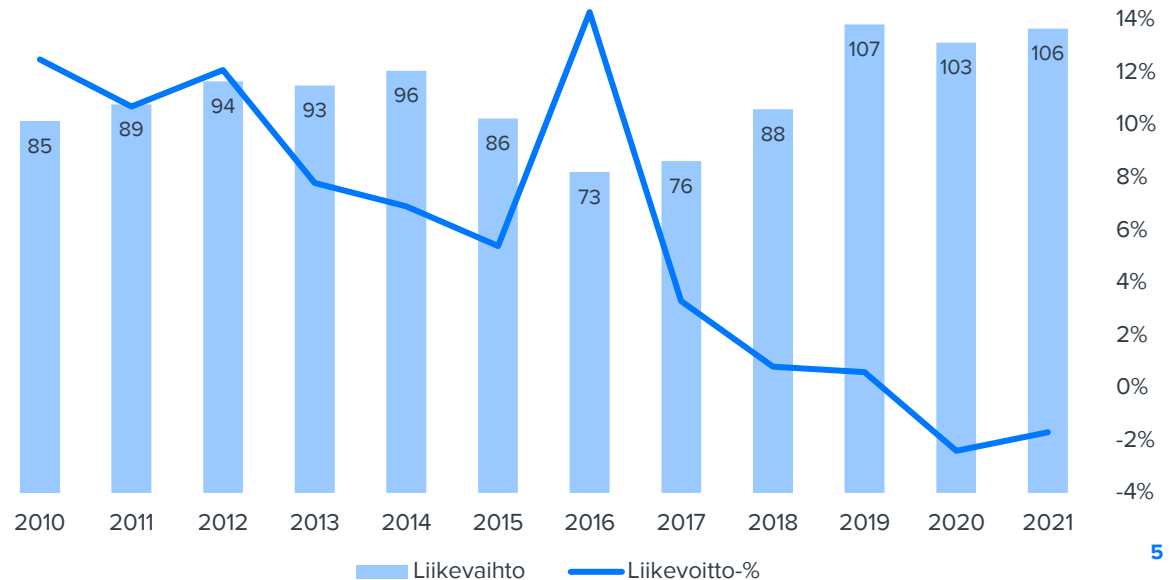
Liikevoitto 2021 (liikevoitto-%)

82 % / 18 %

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan / medialiiiketoimintojen osuus liikevaihdosta 2021

18,0 MEUR (4,9 MEUR)

Arvopaperisalkun koko, 2021
(arvopaperikaupan nettotulos, 2021)



PunaMusta Media liiketoimintamalli 1/3

Kahden liiketoimintaosan konserni

PunaMusta Media kahteen liiketoimintaan Suomessa: 1) Näkyvyysratkaisut, 2) Medialiiketoiminta, minkä lisäksi yhtiöllä on merkittävän kokoinen arvopaperisalkku. Lisäksi konserniin kuuluvat vähemmistöosuudet kahdessa kotimaisten media-yhtiöiden yhteisomistuksessa olevassa yhtiössä, Arena Partners Oy:ssä sekä Väli-Suomen Media Oy:ssä.

Konsernin liikevaihto kasvoi vuonna 2021 noin 3 % 106 MEUR:oon maltillisen epäorgaanisen kasvun avittamana, kun taas konsernin liiketappio oli -1,8 MEUR. Epäorgaanisesti liikevaihtoa tukivat vuonna 2020 tehdyt yritysostot sekä vuonna 2021 tehdyt Gredi ja Proflight -yritysostot. Arvopaperikaupan tuntuvat tuotot (4,2 MEUR) kasvattivat rahoitustuottoja ja siten yhtiön tulos ennen veroja (5,1 MEUR) oli selvästi operatiivista tulosta suurempi.

PunaMusta konserni on noussut viime vuosina tehtyjen yritysjärjestelyjen myötä liikevaihdolla mitattuna yhdeksi Suomen suurimmista painotaloista. Medialiiketoiminnassa konsernilla on johtava asema Pohjois-Karjalan alueen lehtimediemarkkinalla ja liikevaihdolla/levikillä mitattuna konserni on Suomen kymmenen suurimman kaupallisen media-yhtiön joukossa.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta konsernin suurin segmentti

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta muodosti vuonna 2021 82 % (2020: 81 %) konsernin liikevaihdosta ja sen vaikutus liiketulokseen oli -2,9 MEUR. Segmentin palveluportfolio on laajentunut viime vuosina toteutettujen yritysostojen myötä. Liiketoiminta koostuu markkinoinnin

digiportaaleista, digitaalisista näyttöratkaisuksista, brändin- ja tuotetiedonhallintapalveluista, mainos- ja digipainamisesta, messumateriaaleista ja suurkuva, asiakas- sekä aikakauslehtien painamisesta. Vuonna 2021 segmentin liikevaihdosta 85 % tuli painamisesta. Vastaavasti näkyvyyspalvelut vastasivat 10 % liikevaihdosta, kun taas pienimmän 5 %:n osuuden muodosti digitaalisia palveluja sisältävä Muut palvelut.

Segmentin asiakaskunta koostuu kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä ja osin konsernin oman medialiiketoiminnan painotuotteista. Vuonna 2022 segmenttiin on ostettu fyysisten pintojen värjäämiseen ja asiakkaiden vaikuttavuuden maksimoimiseen keskittyvä Coloro sekä tuotetiedon hallinnan ratkaisuihin erikoistunut RockOn. Yrityskaupoilla PunaMusta Media tähtää segmentin tulovirtojen muokkaukseen ja kestävän liiketoiminnan rakentamiseen painotoimialan murroksen seurauksena.

Medialiiketoiminta on konsernin perinteinen ydin

Medialiiketoiminta koostuu Pohjois-Karjalan alueella julkaistavan alueellisen sanomalehden, Karjalaisen ja kuuden paikallislehden, kaupunkilehden sekä paikallisen radioaseman muodostamasta medialiiketoiminnasta. Toimiala muodosti vuonna 2021 18 % (2020: 19 %) konsernin liikevaihdosta ja sen liiketulos oli 1,9 MEUR vastaten 10 %:n liikevoittomarginaalia. Segmentin tuotoista noin 56 % muodostui suhteellisen vakaista sanomalehtien ja niiden verkkopalveluiden sisältötuotoista, ja loput noin 44 % syklisemmistä ilmoitustuotoista.

Liiketoimintarakenne, 2021

PunaMusta Media Oyj -konserni

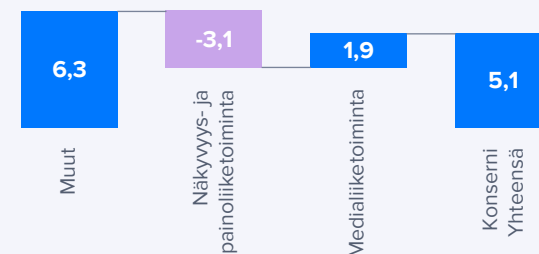
Liikevaihto 106 MEUR, EBIT -1,8 MEUR

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	Media-liiketoiminta	Muut toiminnot
Lv. 86,7 MEUR EBIT -2,9 MEUR EBIT-% -3,3 %	Lv. 19,3 MEUR EBIT 1,9 MEUR EBIT-% 10,0 %	Lv. 0 MEUR EBIT -0,9 MEUR Arvopaperituotot 4,9 MEUR
<ul style="list-style-type: none">LehtipainotDigi- ja arkipainaminenNäkyvyyspalvelutDigitaaliset palvelutSisältö- ja suunnittelupalvelut	<ul style="list-style-type: none">SanomalehdetVerkkomediaRadio	<ul style="list-style-type: none">KonsernipalvelutMerkittävän kokoinen arvopaperisalkkuMuut omistukset

Liikevaihdon jakauma, 2021



Tulos ennen veroja jakauma, 2021



PunaMusta Media liiketoimintamalli 2/3

Segmentin asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjois-Karjalan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa Pohjois-Karjalassa liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnattuja palveluja ja tuotteita myyvistä yrityksistä. Medialiiketoimintaa voi kuvailla konsernin perinteikkääksi ydinliiketoiminnaksi, jolla on Pohjois-Karjalan alueella tärkeä yhteiskunnallinen rooli.

Konsernilla on merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu liiketoiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konsernitoiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta selkeän osan konsernin tuloksesta viime vuosina (2021: 4,9 MEUR).

Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli vuoden 2021 lopussa noin 18,0 MEUR (H1'22: 15,9 MEUR) ja se koostuu suurelta osin 10,3 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkassa, jonka arvo on nykykursilla (3,42e/osake) vajaa 9 MEUR. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat kotimaisista listayhtiöistä, jotka profiloituvat valtaosin osinkoyhtiöiksi. Lisäksi emoyhtiö omistaa vajaa 9 % Arena Partnersista, joka omistaa kaksi pientä digitaaliseen rekrytointiin ja asiakasviestintään kuuluvaa yhtiötä sekä vajaa 50 % mobiilimarkkinointiin keskittyneestä yhtiöstä.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin

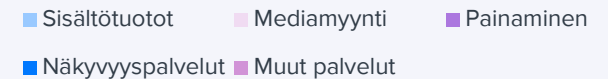
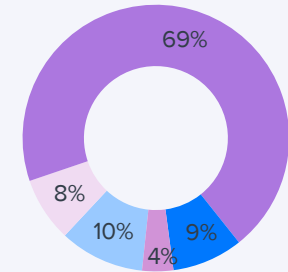
PunaMusta Median liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön

vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painetun median mainontaan ja painotuotteiden kysyntään. PunaMusta Median liiketoiminta nojaa huomattavalta osin painettuun mediaan ja digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on toistaiseksi ollut matala.

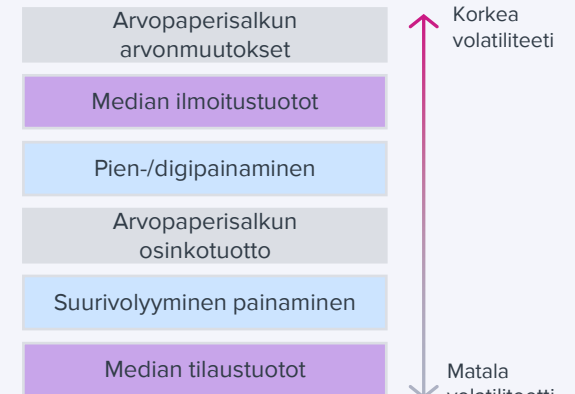
Media- ja painotoimialan sisällä digitaalisten sisältötuottojen ja digitaalisen painamisen (pienpainamisen) tuotot kasvavat ja valloittavat alaa, mutta niiden kasvu ei riitä kaikilta osin kompensoimaan kokonaismarkkinoiden supistumista.

Medialiiketoiminnan liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta maltillinen, sillä luonteeltaan syklistimpien ilmoitustuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on alle 10 %. Lisäksi mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtele niin voimakkaasti taloussykliin mukana. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa merkittävä osa liikevaihdosta on vuositasoin sopimuksiin perustuvaa ja tavanomaisesti suhteellisen ennakoitavaa tuottovirtaa, mutta etenkin painetun median laskutrendi ohjaa kysynnän kehitystä, sillä sen suhteellinen osuus on käsityksemme mukaan edelleen merkittävä (~ 50 %). Konsernin tuloskehitykseen vaikuttaa lisäksi arvopaperisalkun arvonmuutokset ja etenkin Ilkan arvonkehityksellä on olennainen rooli sen suhteellista painoarvoa heijastellen. Salkun osingot sen sijaan ovat tavanomaisesti vakaampaa tulovirtaa.

Liikevaihdon jakauma, 2021



Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



PunaMusta Media liiketoimintamalli 3/3

Painaminen on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

PunaMusta Median painoliiketoiminta on hyvin pääomavaltaista ja varsinkin perinteisten painotyömenetelmien osalta myös hyvin henkilötyöntensiivistä liiketoimintaa. Tästä johtuen Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuuden kehitys on hyvin herkkä painovolyymien ja käyttöasteiden muutoksille. Lisäksi volyymit vaikuttavat yhtiön neuvotteluvoimaan materiaalien ja palveluiden ostoissa.

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena keskimääräistä korkeampi (kts. graafi seuraavalla sivulla).

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa mielestämme erityisesti media- ja graafisen alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat erityisesti painetun median ja painopalveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä, heikentävät hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja. Liiketoiminnan riskisyyttä lieventää maltillinen syklisten tuottojen osuus ja vahva paikallinen markkina-asema mediassa.

Painamisen laskutrendi ohjaa liikevaihtoa

Painoliiketoiminta on pienpainamista lukuun ottamatta vuositason tyypillisesti vakaata ja ennustettavaa, minkä taustalla on pitkäaikaiset asiakkuudet, joiden kanssa tavanomaisesti

tehdään vuosisopimuksia. Sanomalehtien ja aikakauslehtien painamiseen käytetyn heatset-painamisen volyymit kuitenkin laskevat pitkässä juoksussa rakenteellista trendiä heijastellen. Arviomme mukaan heatset-painaminen muodostaa noin puolet yhtiön liikevaihdosta, minkä takia sen volyymien lasku heijastuu myös liikevaihdon rakenteellisen laskuna vuositason tarkasteltuna. Heatset-painamisen suuren suhteellisen osuuden vuoksi muiden liikevaihtovirtojen kokonaisuutena melko vakaa kehitys ei tähän mennessä ole riittänyt vakauttamaan liikevaihdon orgaanista kehitystä. Liikevaihdon laskutrendi yhdistettynä tuloksen riippuvuudelle volyymitasosta aiheuttaa painetta tuloskehitykselle, minkä takia liiketoiminnan jatkuva sopeuttaminen on väistämätöntä.

Painoalan ylikapasiteetti heikentää hinnoitteluvoimaa

PunaMusta Medialla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Pohjois-Karjalan mediamarkkinalla. Painetun median tavoitavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt myös paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa.

Painoalalla on Suomessa ollut jo pitkään merkittävää ylikapasiteettia ja verotuksellisista ja logistisista syistä myös painotuotteiden tuonti on kilpaillut vahvasti kotimaisen kapasiteetin kanssa. Tämä on johtanut epäterveeseen hintakilpailuun painotoimialalla. Markkinan konsolidoisella on

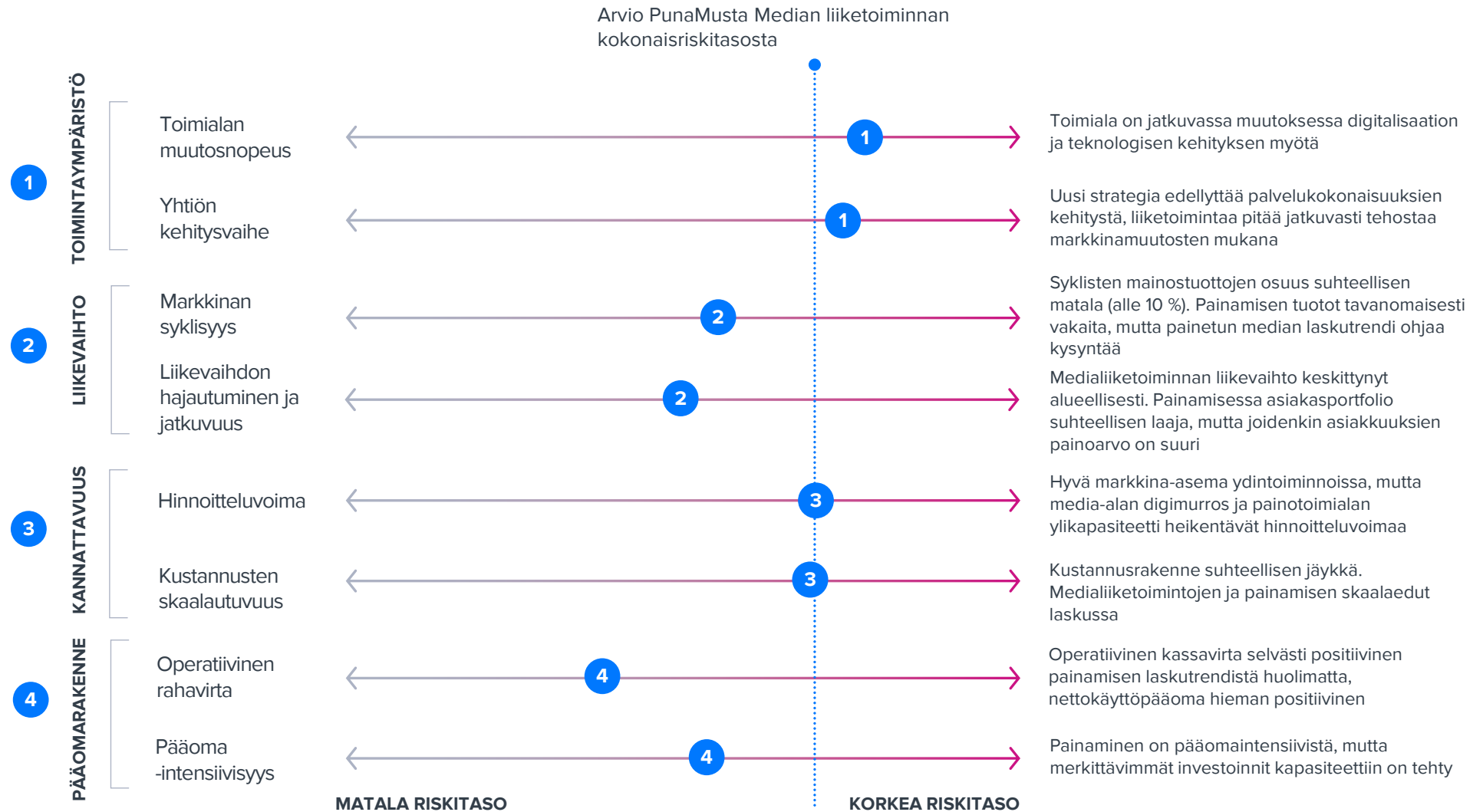
tavoiteltu kovimpien hintapaineiden hillintää, mutta arviomme mukaan viime vuosien tuntuva kysynnän lasku on vaikeuttanut tarjonnan sopeuttamista kysyntään, mikä taas estää hintapaineiden hillintää. Toimialan kapasiteettia onkin ollut vaikea saada vastaamaan kysyntää, joka laskee trendinomaisesti.

Painoliiketoiminta sitoo pääomia

PunaMusta Median liiketoiminnot sitovat melko paljon pääomaa, sillä yhtiön suurin liiketoiminta Näkyvyys- ja painoliiketoiminta on tarvittavan kone- ja laitekannan vuoksi pääomaintensiivistä. Tätä mukailen yhtiön investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen (ilman yritysostoja) ovat vaihdelleet viimeisen viiden vuoden aikana 1,1-5,6 MEUR:n välillä keskimääräisen tason ollessa 3,5 MEUR. Arviomme mukaan suurimmat investoinnit kone- ja laitekantaan on kuitenkin tehty, ja myös markkinanäkymä puoltaa maltillista etenemistä investointien suhteen.

PunaMusta Media liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia vuosille 2021-2023

PunaMusta Median strategian ytimessä on asiakkaan menestymisen mahdollistaminen, siten, että vastuullisuus on osa toimintaa. Yhtiö on itse määritellyt seuraavat ratkaisevat voitot (must-win battles), jotka mahdollistavat strategian onnistumisen: 1) Tiedolla johtaminen, 2) Ylivoimainen asiakaskokemus, 3) Teknologian hyödyntäminen ja edelläkävijyys, 4) Yhtenäinen yritys- ja johtamiskulttuuri sekä 5) Markkinaosuuden merkittävä kasvattaminen. Näiden kohtien takana on etenkin organisaatiokulttuuri, mikä perustuu tiedolla johtamiseen. Yhtiö pyrkii asiakaslähtöisesti lisäämään teknologian hyödyntämistä niin myynnissä, markkinoinnissa, omissa tuotteissaan, kuin omissa prosesseissaankin. Tämä tarkoittaa mm. analyytiikan lisäämistä osaksi konsernin kaikkia palveluita, hypoteesi- ja datapohjaisia ratkaisuehdotuksia asiakkaiden liiketoiminnan edistämiseksi sekä modernia tuotannonohjausta. Lisäksi yhtiö keskittyy asiakkuuksien kasvattamiseen vahvistamalla monikanavaista tarjontaansa (erityisesti näkyvyys- ja digitaalisia palveluita).

Strategian kolme päätavoitetta ovat 1) digitaalisten ja näkyvyyspalveluiden liikevaihdon kasvu, 2) kannattavuuden parantaminen ja 3) uusien kokonaisasiakkuuksien kasvattaminen.

PunaMusta Media on tehnyt viime vuosina useita yrityskauppoja, jotka ovat kasvattaneet ja monipuolistaneet sen markkina-asemaa ja palvelutarjontaa Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa. Siten yhtiön tarjonta on aiempaa kilpailukykyisempi tulevaisuudessa, jossa asiakkaiden kysyntä digitaalisia palveluja kohtaan kasvaa. Mikäli yhtiö

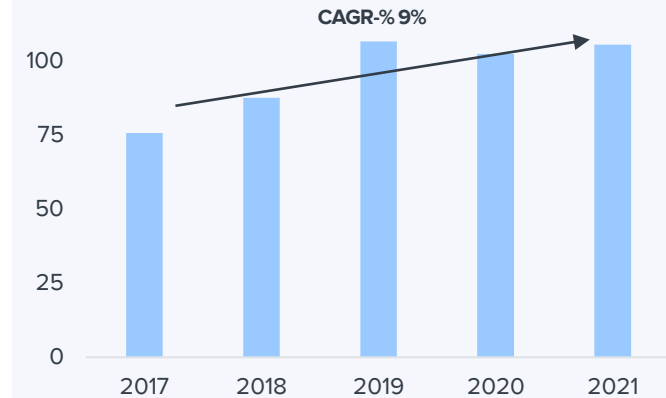
onnistuu siirtymään monipuolisesta palvelutarjoajasta vahvemmin asiakkaan kokonaisvaltaiseksi mainonnan ja näkyvyyden kumppaniksi, tukee se arviomme mukaan strategian päätavoitteiden saavuttamista. Tämä kuitenkin edellyttää arviomme mukaan kyvykkyyksien vahvistamista ja laajaa kokonaistarjoomaa sekä näiden realisoitumista myynnin kasvuna, joista ei ole tähän mennessä näyttöjä. Lyhyellä tähtäimellä yhtiön fokuksessa on ollut kyvykkyyksien rakentaminen ja organisaation toimintatavan muutos, mutta lähivuosina tehtyjen toimenpiteiden tulisi kääntää liikevaihdon trendiä, jotta liiketoiminnan kannattavuuskehitys kääntyy kestävästi. Arviomme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa jatkossakin tämän tavoitteen saavuttamisen edellytyksien parantamiseen tähtäviä yritysostoja.

Taloudelliset tavoitteet

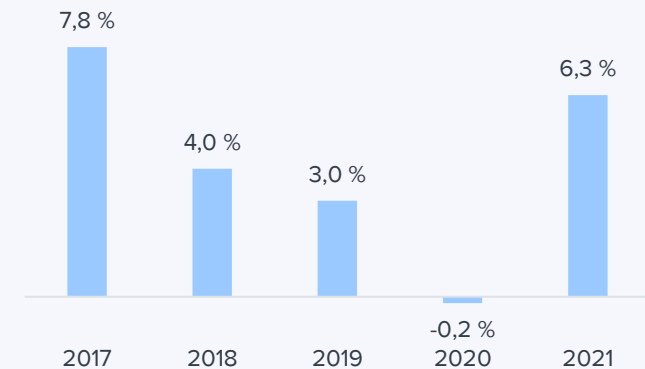
Liikevaihto - liiketoiminnan kasvattaminen vuosittain. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen kasvu on ollut noin 9 %, johon on vaikuttanut merkittävästi useat yritysostot. Arviomme mukaan liikevaihdon kasvu on viime vuosien tapaan vahvasti yritysostojen varassa myös tulevaisuudessa, kun taas orgaanista kasvua hidastaa painetun median ja painoliiketoiminnan kysynnän lasku.

Suhteellinen kannattavuus - sijoitetun pääoman tuotto yli 8 %. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto on ollut noin 4 %, mikä on selvästi alle pääoman tuottovaateen ja absoluuttisesti heikolla tasolla. Sijoitetun pääoman tuottoa on painanut heikko operatiivinen kannattavuus, jota on painanut etenkin painoliiketoiminnan tappiollisuus.

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu



Sijoitetun pääoman tuotto (raportoitu)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

On kuitenkin huomioitava, että viime vuosien aktiivisen epäorganisen kasvun ansiosta yhtiön poistot ovat kohonneet tuntuvasti, mikä painaa tulosta ja siten myös sijoitetun pääoman tuottoa. Toisaalta arvopaperisalkun kehitys on vahvistanut tuottoa esimerkiksi vuonna 2021, jolloin liiketulos oli negatiivinen. Siten etenkin osakemarkkinoiden mukana liikkuvat arvopaperisalkun tuotot heiluttavat sijoitetun pääoman tuottoa ja arvopaperisalkun tuotto-odotus (ts. osakemarkkinoiden pitkän aikavälin tuotto-odotus) rajaa sijoitetun pääoman tuottoa yli ajan tarkasteltaessa. Arviomme mukaan tavoitteen saavuttaminen vaatisi karkeasti 8 %:n liikevoittomarginaalia. Kohonneiden korkojen ympäristössä osakkeen tuottovaatimus on mielestämme yli 8 %:n, joten yhtiön tulisi myös ylittää 8%:n sijoitetun pääoman tuotto useammalla %-yksiköllä, jotta liiketoiminta luo arvoa taloudellisesta näkökulmasta.

Vakavaraisuus – omavaraisuusaste > 40 % ja nettovelka/käyttökate strategijakson lopussa alle 2,5x. Yhtiö on ylittänyt omavaraisuustavoitteen viimeisen viiden vuoden aikana selvästi, mutta H1'22:n lopussa (omavaraisuusaste 35,4 %) tavoite jäi saavuttamatta. Yhtiön H1'22:n korollisen nettovelan (44,5 MEUR) suhde viimeisen 12 kk:n käyttökatteeseen (7,9 MEUR) on 5,7x, mikä ylittää reippaasti 2,5x tavoitetasoa. Taso on myös absoluuttisesti korkea, mikä kasvattaa yhtiön riskitasoa. PunaMusta Median arvopaperisalkku oli H1:n lopussa 15,9 MEUR:n arvoinen ja tämä huomioiden yhtiön nettovelka/käyttökate laskee kohtuullisemmalle tasolle (~ 3,6x). Tämä vastaa yhtiön itse seuraamaa lukua ja tavoitteiden asetannassa käytettävää lukua.

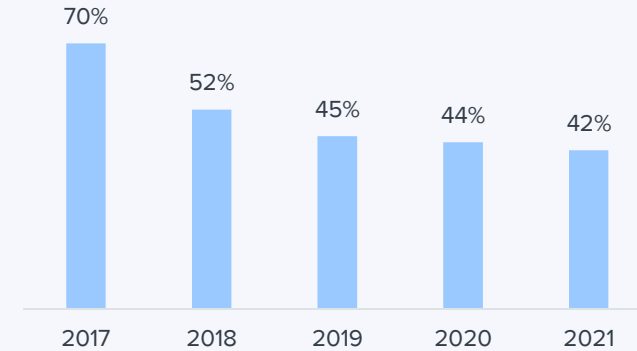
Mielestämme huomioitavaa on kuitenkin, että tämän hetkisillä kurssitasoilla arvopaperisalkusta karkeasti 60 % muodostuu omistuksesta mediayhtiö Ilkassa. Tätä omistusta ei arviomme mukaan voi pitää esimerkiksi pörssin suurimpien yhtiöiden osakkeiden kaltaisena likvidinä omaisuuseränä. Siten arvopaperisalkku ei ole mielestämme kassavaroihin verrannollinen likvidi omaisuuserä. Näkemyksemme mukaan yhtiön velkaantuneisuus onkin turhan korkealla tasolla toteutuneeseen tulos- ja kassavirtatasoon suhteutettuna.

Yhteenveto

Yhtiö ei eritele Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuuksia erikseen, mutta arviomme mukaan segmentin viime vuosien tappiot johtuvat etenkin Painoliiketoiminnan tuloksesta. Sen kohdemarkkinan ylikapasiteetti ja toisaalta rakenteellinen supistuminen huomioiden, arviomme, että toimialan pääoman tuottokyky on rakenteellisesti heikko ylikapasiteetista ja hintavetoisesta kilpailusta johtuen.

Konsernin ja etenkin painotoimialan murrokseen vastatakseen yhtiö on tehnyt viime vuosina useita yritysostoja digitaalisissa ja näkyvyyspalveluissa. Strategiassa onnistuessaan näiden palveluiden kasvu tukee myös painopalveluiden kasvua, mutta ainakin toistaiseksi niiden pienen suhteellisen osuuden takia konsernin taloudellista kehitystä on ohjannut Painopalveluiden kehitys. Näin ollen konsernin taloudellisen kehityksen kääntäminen edellyttää digitaalisten ja näkyvyyspalveluiden kannattavaa kasvua, Painopalveluiden tehostamista ja hallittua kapasiteetin supistamista oletettavaa markkinan supistumista mukaillen.

Omavaraisuusaste



PunaMusta Median strateginen ja taloudellinen kehitys

2012
-
2015

2016
-
2020

2021
-
2022

Liiketoiminnan kehittäminen investoinnein, kannattavuus heikkenee

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

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan markkina-aseman nousu ja kasvun vauhdittaminen yritysostoin ja investoinnein
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Yhtiön rahoitusasema on heikentynyt investointien ja heikon kannattavuuskehityksen seurauksena

Merkittäviä yritysjärjestelyjä ja investointeja, kannattavuus heikko

- Fokus painotoimialan kasvattamisessa ja konsolidoinnissa yritysjärjestelyin sekä investoinnein
- Tarrapainoliiketoimintojen myynti
- Painotoimialan kireä kilpailutilanne jatkuu ja rakennemurros kiihtyy entisestään koronapandemian myötä, mitkä vievät kannattavuudelta pohjan
- Laajentuminen paikallisradioliiketoimintaan
- Medialiiketoiminnassa tehostustoimia

Lähitulevaisuus 1-2v

- Painamisen tehokkuutta parannetaan kone- ja laitekannan käyttöä optimoimalla
- Painoliiketoiminnan sopeuttaminen kysynnän laskun mukana
- Tarjoaman uudistaminen kokonaisvaltaiseksi palveluksi ja kasvun vahvistaminen suurempia asiakkuuskokonaisuuksia voittamalla
- Mahdollisia täydentäviä yritysostoja palvelutarjonnan laajentamiseksi

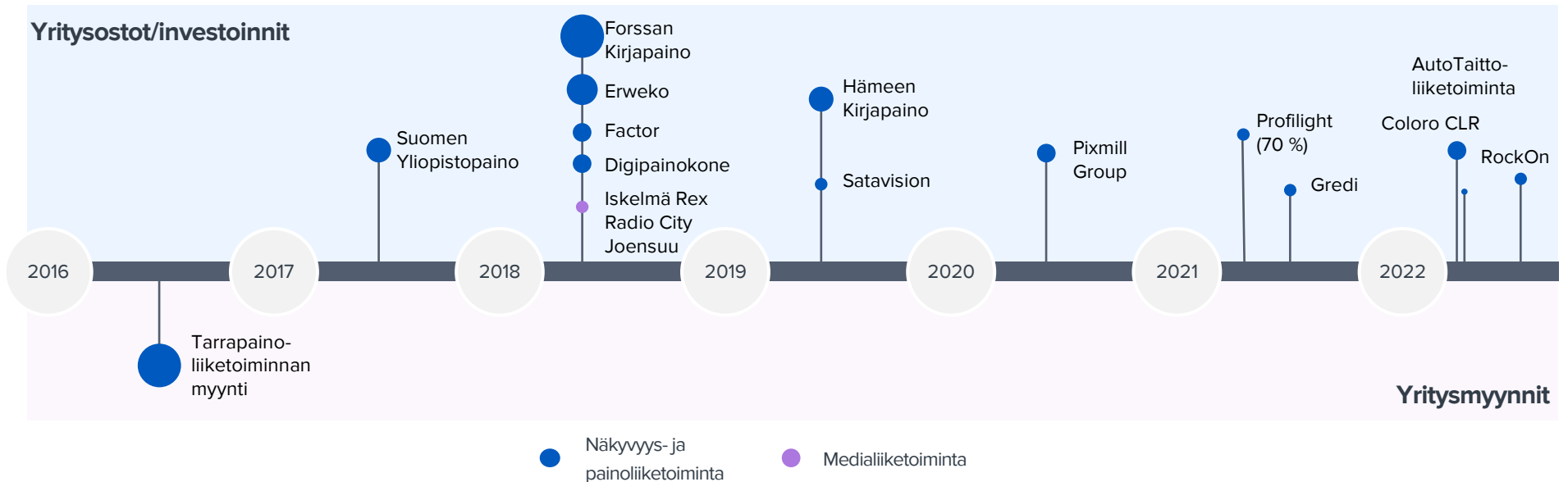
Strategian toteutus ja pääoman allokoitua täydentäviin liiketoimintoihin

- Kyvykkyyksien rakentaminen ja organisaation toimintatavan muutos vuonna 2021 päivitetyn strategian mukaiseksi
- Palvelutarjoaman vahvistaminen ja kasvu yritysostoilla (kuten Profilight, Gredi, Coloro ja RockOn)
- Kasvun perustan uudelleenrakentaminen ja vahvistaminen
- Voimakas hintojen nousu kääntää painamisen liikevaihdon kehitystä, mutta kannattavuushaasteet jatkuvat kireän kilpailun ja kustannusinflaation seurauksena

Seuraavat 5 vuotta

- Uuden strategian potentiaalinen ulosmittaaminen vuosina 2023-2025
- Todennäköinen osapuoli media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Toimialojen rakennemurros heikentää konsernitason organista kasvua
- Nykyisten liiketoimintojen pitkän aikavälin pääomantuottokyky potentiaali matala, mikä edellyttää liiketoiminnan uusien jalansijojen rakentamisen onnistumista

PunaMusta Median yrityskaupat 2015-2022 ja merkittävät investoinnit



Lähde: PunaMusta Media

Liiketoimintojen yrityskauppa- ja investointistrategia

Medialiiketoiminta

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

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta

- M&A merkitys olennainen
- Tavoitteena vahvistaa markkina-asemaa, kilpailukykyä ja kasvua Suomessa
- Yrityskauppojen fokus asiakaskunnan ja osaamisen laajentamisessa sekä näkyvyys- ja digitaalisten palveluiden kokonaistarjoonnan laajentamisessa
- Kohteena tyypillisesti pieniä yhtiöitä
- Mahdollinen osapuoli toimialan konsolidaatiossa

Lähde: Inderes

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa 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 trendin omaisena laskuna sekä digitaalisen median 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 tietosuoja-asetukset (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 kokonaisuutena 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 teknologioiden 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 kokonaisuudesta (ml. Facebook ja Google) on noussut 50 %:iin kaikesta mainonnasta vuonna 2021 koronapandemian vielä vaikuttaessa perinteisiin mainonnan muotoihin.

Noin 2/3 digimainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja loput kansallisten toimijoiden myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien pysyvän lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaisarvon kehityksen olevan painetun mediamainonnan laskun myötä hieman negatiivista Suomessa. Odotamme koronapandemian vauhdittaneen muutosta siten, että painetun median 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 karkeasti noin 5-10 % vuodessa. Vuonna 2021 kasvu oli rivakampaa (13,4 %), mitä tuki rakenteellisten tekijöiden lisäksi markkinan elpyminen koronapandemian aiheuttamasta vuoden 2020 supistumisesta ja yleisesti vahva talouskehitys. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman 2010-luvulla. 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.

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

maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden parantuminen. 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 printin korkeampien hintojen ansiosta.

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaa voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalsiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa. Painetun median kannattavuuspotentiaalia etenkin lyhyellä aikavälillä rajoittaa kuitenkin korkealle tasolle noussut kustannusinflaatio.

Gloaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa

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

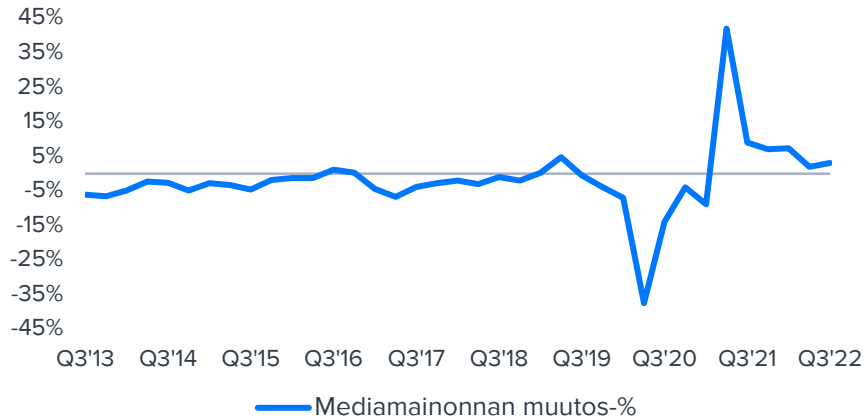
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyksen, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit.

Regulaatio voi jopa hyödyttää mediayhtiöitä

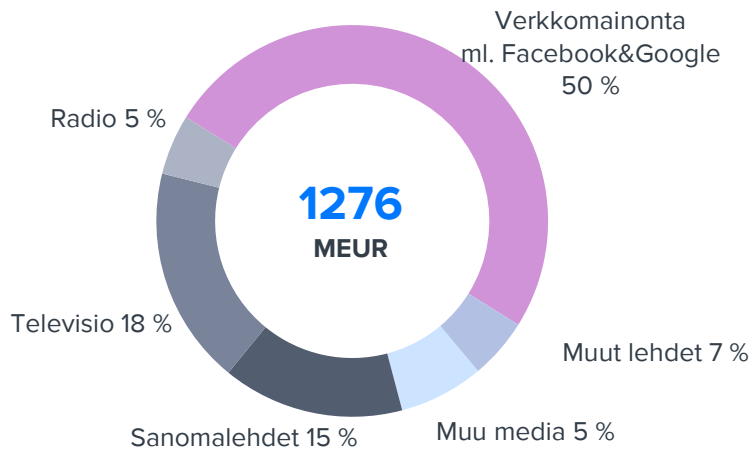
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

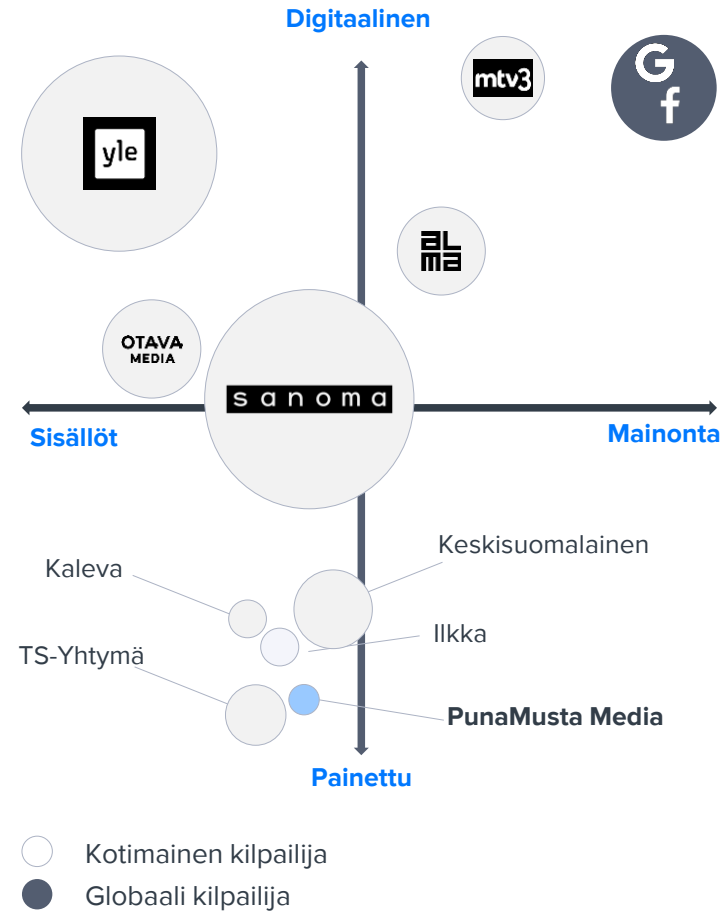
Suomen mediamainonnan kehitys*



Suomen mediamainonnan jakauma, 2021



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
 *Q3'22 mediamainonnan muutos sisältää heinä-elokuun luvut

Toimialakatsaus - painotoimiala

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään, mitä heijastellen toimialan ”Painaminen ja siihen liittyvät palvelut” liikevaihto on laskenut Tilastokeskuksen viimeisimmän tiedon mukaan vuosien 2010-2020 välisenä aikana peräti 35 %. Samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan, sillä murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos.

Perinteisille painomarkkinoille on syntynyt murroksen myötä merkittävää ylikapasiteettia, mikä on kiristänyt toimialan kilpailutilannetta ja heikentänyt alan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offset-painaminen vähenee jatkuvasti ja Suomen painoteollisuuden kilpailukyky vientimarkkinoilla on heikentynyt. Samaan aikaan pienempiin tuotantoteoriin ja uudempaan painoteknologiaan perustuva ns. digitaalinen painaminen kuitenkin kasvaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähentyy kustannustehokkuudessa perinteistä offset-painamista.

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta on yhä kesken

Suomessa painotoimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa erityisesti pääomasijoitusyhtiön omistamalla Granolla ja PunaMusta Medialla on ollut merkittävä rooli. Alan konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja toimijoiden määrän laskevan, sillä useat alan yhtiöt kärsivät kannattavuusongelmista. Johtavassa asemassa olevien painotoimialan yhtiöiden kannalta positiivista on se, että markkinoille tulon kynnyksellä on samalla noussut, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja

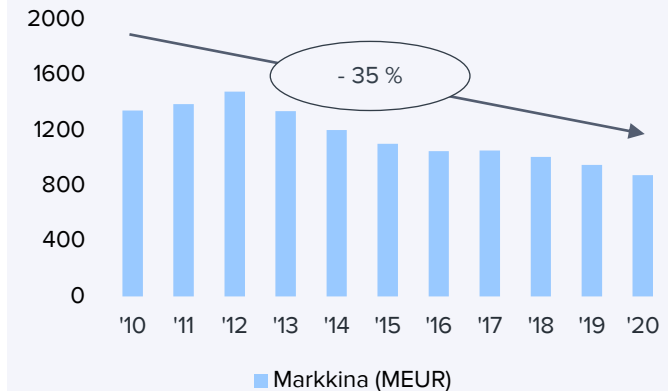
mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyyymisessä painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää selvästi pienempi joukko suuria yhtiöitä.

PunaMusta Media on toimialan suurimpia

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja PunaMusta ovat kasvaneet yritystensä kautta toimialan suurimmiksi pelaajiksi ja useat keskisuuret ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurimpia toimijoita ovat PunaMusta Media (2021: 106 MEUR) ja Grano, jonka kokonaisliikevaihto (2021: 102 MEUR) on PunaMusta Median painotoiminnan liikevaihtoa (2021: 74 MEUR) suurempi. Muita painopalveluita tarjoavia yhtiöitä ovat mm. keskisuuret HansaPrint, Lehtisepät, ja Edita Prima.

Vuonna 2020 (2021 ei vielä julkaistu) Tilastokeskuksen tietojen mukaan toimialan ”Painaminen ja siihen liittyvät palvelut” kokoluokka oli 878 MEUR. Tähän suhteutettuna suurimmatkaan toimijat eivät muodosta merkittävää osaa toimialasta, mikä kuvastaa sen pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen tietojen mukaan alalla toimikin 661 yritystä vuonna 2020. Arviomme mukaan koronapandemia heijastui negatiivisesti alan toimijoiden liikevaihtoon ja tätä kautta myös jo ennestään matalaan kannattavuuteen. Tämän taustalla on etenkin kannattavan liiketoiminnan volyymikriittisyys, minkä takia toimijoiden on myös vaikea sopeutua laskevaan kysyntään. Koronapandemian vaikutukset arviomme mukaan vauhdittivat pienempien toimijoiden pudotuspeliä ja kiihdyttivät markkinoiden konsolidaatiota, mutta tästä huolimatta ala kärsii edelleen ylikapasiteetista, minkä takia kannattavan liiketoiminnan edellytykset ovat haastavat ilman tarjonnan selvää supistumista.

Painotoimialan liikevaihdon kehitys 2010-2020



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Kustannusrakenne liiketoiminnoille tyypillinen

PunaMusta Median liiketoimintojen luonnetta mukaillen kustannusrakennetta dominoivat kaksi erää: materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaalit ja palvelut kustannuserästä huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista (esim. painopaperit ja värit) ja jakelukustannuksista. Tämä kustannuserä on vaihdellut viimeisen viiden vuoden (2017-2021) aikana noin 44-50 %:n välillä (keskimäärin 50 %) kokonaiskuluista. Liikevaihtoon nähden muuttuvat kulut ovat olleet keskimäärin 48 %, joka käänteisesti tarkoittaa, että yhtiön myyntikate-% on ollut keskimäärin noin 52 %.

Liiketoiminta sitoo tuntuvasti käsipareja ja siten toiseksi suurin kustannuserä on henkilöstökulut, joka on vaihdellut 27-32 %:n välillä (keskimäärin 30 %) suhteessa kokonaiskustannuksiin. Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Näiden osuus kustannusrakenteesta on ollut noin 15-16 %.

Tase koostuu pitkälti painamiseen liittyvästä kiinteästä omaisuudesta ja likvideistä varoista

PunaMusta Median taseen loppusumma oli H1'22:n lopussa 115 MEUR. PunaMusta Median tase ei sisällä yritysostoista huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta omaisuutta (17 MEUR, 15 % taseesta), sillä tehtyjen yritysostojen arvostus on ollut matala, mikä on heijastellut etenkin painotoimialan matalia kannattavuuksia ja markkinanäkymää.

Aineellista omaisuutta (sis. käyttöoikeusomaisuuserät) konsernilla oli H1'22:n lopussa 51 MEUR, eli 45 % taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painamisen

koneisiin ja laitteisiin sekä konsernitoimintojen alle sisältyviin konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa oli markkina-arvoltaan noin 15,9 MEUR:n arvopaperisalkku ja 2,1 MEUR:n rahavarat, jotka muodostivat yhdessä noin 16 % taseen loppusummasta.

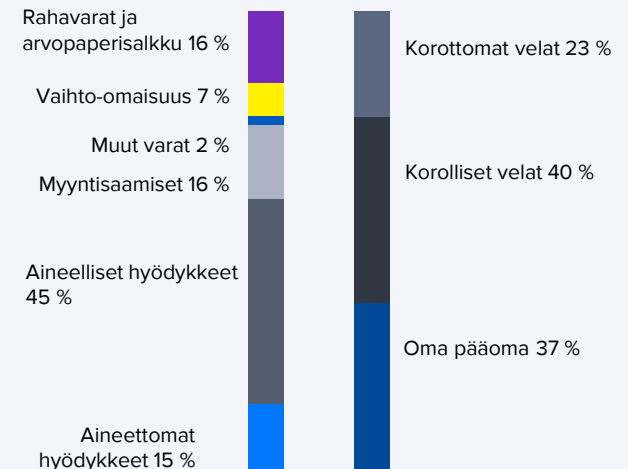
Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen suhteellisen matalalla tasolla (2017-2021 keskimäärin 3,5 % liikevaihdosta), sillä osto- ja siirtovelat ovat tyypillisesti myytisaamisten tasolla ja vaihto-omaisuus on ollut viimeisen viiden vuoden ajan keskimäärin reilu 4 % liikevaihdosta.

PunaMusta Median oma pääoma oli H1'22:n lopussa 42 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 46,6 MEUR (sis. leasingvelat). Rahavaroja oli noin 2,1 MEUR ja siten nettovelkaa oli noin 28,6 MEUR, kun arvopaperit huomioidaan likvideinä rahoitusvaroina.

Pidämme konsernin tase-eriä pääosin kurantteina, sillä yhtiön arvopaperiomistukset on arvotettu niiden markkina-arvoon, yritysostoista taseeseen on tullut lältään pääosin käyttökelpoista kone- ja laitekantaa ja liiketoiminnan kassavirta on operatiivista tulosta vahvempi. On kuitenkin huomioitava, että painoliiketoiminnan supistuva markkina painaa liiketoiminnan kysyntää, mikä taas painaa liiketoiminnan tehokkuutta ja kannattavuutta sen volyymikriittisyydestä johtuen. Siten painoliiketoiminnan omaisuuserien tasearvoihin kohdistuu jossain määrin epävarmuutta ja alaskirjaurisriskiä etenkin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. Emme odota näiden olevan yhtiön taseen kokoluokassa erityisen suuria. On kuitenkin huomioitava, että näkyvyys painotoiminnan kone- ja laitekantaan on heikko, mikä tekee niiden tasearvojen arvioinnista myös haastavaa.



Taserakenne H1'22 (115 MEUR)



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Kassavirta on heilunut huomattavasti

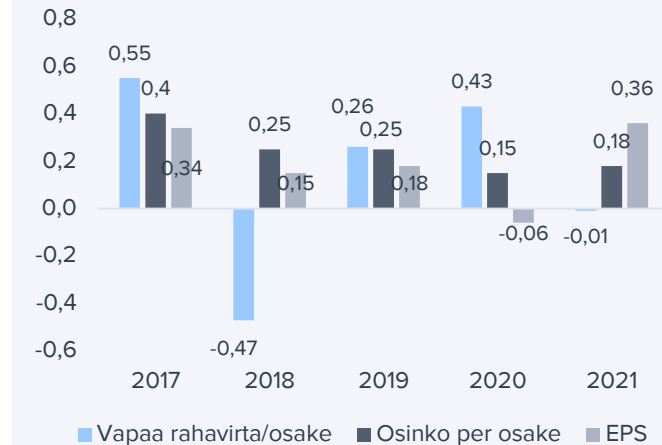
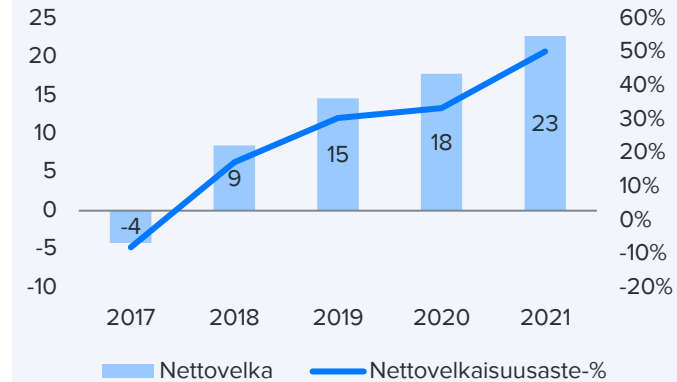
PunaMusta Median vapaa kassavirta (liiketoiminnan rahavirta vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin) on vaihdellut vuosien 2017-2021 aikana voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen, yritysjärjestelyjen ja investointien myötä. Vapaa kassavirta on ollut -7 %:n ja +9 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon (2021: 0 %).

Yhtiön normaali investointitarve käyttöomaisuuteen on arviomme mukaan noin 3-4 MEUR, mikä sisältää myös IFRS16 vastuut. Tämän ansiosta yhtiö voi allokoida kohtuullisen osan operatiivisen toiminnan tuottamasta kassavirrasta osinkoina omistajille, velkojen maksuun tai vaihtoehtoisesti yritysostojen rahoittamiseen.

Voitonjakopolitiikka on ollut avokätistä

PunaMusta Median voitonjakopolitiikka on ollut avokätistä, mitä kuvaa se, että viime vuosina yhtiö on jakanut osinkoja enemmän kuin vapaan rahavirtansa verran. Viimeisen viiden vuoden ajalta yhtiön vapaan rahavirran summa on noin 0,75 euroa/osake, kun taas vastaavalla jaksolla omistajille jaettujen osinkojen summa on 1,13 euroa/osake. Tämä yhdessä nykyisen rahoitus- ja taseaseman kanssa osoittaa, että viime vuosien tapaisen voitonjaon taso edellyttää rahavirran vahvistumista tulevaisuudessa, sillä nykyinen taseasema ei arviomme mukaan mahdollista merkittävää voitonjakoa taseesta, ilman, että arvopaperisalkkua likvidoidaan.

Vakavaraisuus



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme PunaMusta Median liikevaihdon kehitystä kahden raportoitavan segmentin kautta, jotka ovat Medialiiketoiminta ja Näkyvyys- ja painoliiketoiminta. Medialiiketoiminnan liikevaihtoa mallinamme erikseen myös sisältötuottojen ja mediamyynnin tuottojen osalta, kun taas Näkyvyys- ja palvelutuottoja mallinamme erikseen painamisen tuottojen ja palvelutuottojen osalta. Vastaavasti kannattavuuden kehitystä mallinamme segmenttien kuluennusteiden kautta. Arvopaperisalkun tuotot ovat muodostaneet ajoittain merkittävän osan PunaMusta Median tuloksesta, mutta emme ennusta arvopaperisalkun arvonmuutoksia. Nettorahoituskustannuksia kuitenkin pienentää arvopaperisalkun ennustettu osinkovirta, joka sisältyy ennusteisiimme.

Vuosi 2022: kasvua ja kustannuspaineita

PunaMusta Media ohjeistaa sen vuoden 2022 liikevaihdon (2021: 106 MEUR) kasvavan ja liiketuloksen (2021: -1,8 MEUR) paranevan vuoden 2021 tasoista. Vuoden 2022 H1:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa 62,6 MEUR liikevaihtoa, joka ylittää noin 23 %:lla vertailukauden tason. Vastaavasti yhtiön H1-liiketulos oli -0,8 MEUR (2021 H1: -1,5 MEUR).

Koko vuodelta odotamme liikevaihdon osalta Medialiiketoiminnassa 1 %:n liikevaihdon laskua, minkä taustalla on sisältötuottojen lasku ja vakaasti kehittyvät mainonnan tuotot. Vastaavasti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan liikevaihdon odotamme kasvavan peräti 31 %. Ennusteissamme Painamisen tuotot kasvavat 24 %, mistä merkittävä osa muodostuu hintojen noususta, vaikka arvioimme myös volyymien toipuvan heikosta vertailuvuodesta.

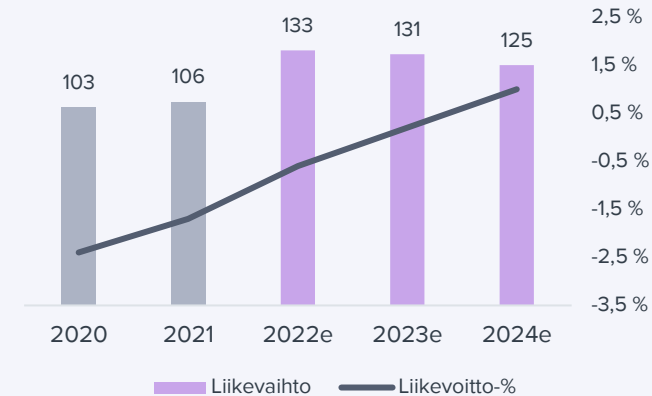
Suhteellisesti voimakkaampaa kasvua odotamme Palvelutuotoista, joiden ennustamme kasvavan 57 %. Kasvua vetää Näkyvyys- sekä myös digitaalisten palveluiden kasvu, jonka taustalla on sekä orgaaninen kehitys että tehdyt yritysostot.

Liiketuloksen osalta odotamme Medialiiketoiminnan jatkavan tapansa mukaisesti suhteellisen vakaalla kannattavuusuralla myös loppuvuonna. Vastaavasti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuuden odotamme olevan yhä paineessa ja jäävän selvästi pakkaselle koko vuoden osalta. Huomioitavaa on kuitenkin, että viime vuosien yritysostot ovat kohottaneet etenkin Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan poistoja, minkä takia liikevoittotaso antaa alla olevasta kannattavuustasosta jossain määrin liian pessimistisen kuvan.

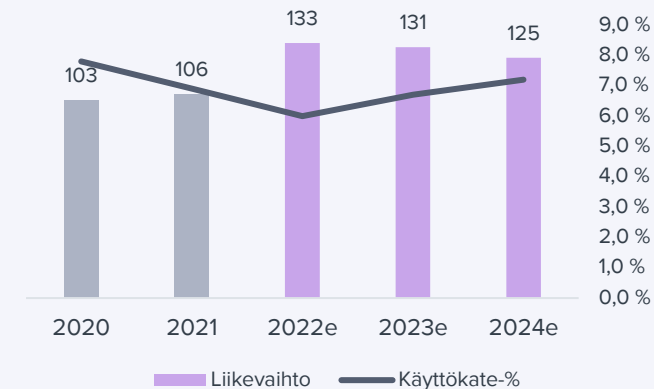
Konsernitason ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan 133 MEUR:oon vuonna 2022 (+ 25 % v/v) ja liiketuloksen olevan tappiolla -0,8 MEUR:ssa. Pidämme myös liikevaihdon ohjeistuksen kohottamista pykälän verran (ts. kasvaa selvästi mahdollisena kuluvana vuonna).

Tulosta ennen veroja odotamme painavan nettorahoituskustannukset alkuvuoden arvopaperisalkun huomattavaa arvonmuutosta peilaten. Tätä kokonaiskuvaa peilaten osakekohtaisen tuloksen ennustamme painuvan -0,10 euroon. Ennustamme yhtiön säilyttävän osinkonsa 0,18 eurossa edellisvuoden tapaan. Keskeinen lyhyen tähtäimen ennusteriski liittyy kustannusinflaation vaikutukseen loppuvuonna 2022.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Liikevaihto ja käyttökate-%



Ennusteet 2/3

Vuodet 2023-2024

Ennustamme PunaMusta Median liikevaihdon laskevan vajaa 2 % vuonna 2023, minkä taustalla on Medialiiketoiminnan 2 %:n lasku ja Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan vajaan 2 %:n lasku. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan orgaanisen liikevaihdon laskun odotamme olevan hieman suurempi, mutta tämän vaikutusta vaimentaa tehtyjen yritysostojen tuoma epäorgaaninen kasvu vuodelle 2023. Puhtaasti orgaanisen kehitykseen nojaava vuoden 2024 ennusteemme vastaavasti odottaa liikevaihdon laskevan lähes 5 %. Tämän taustalla on Medialiiketoiminnan 2 %:n liikevaihdon lasku, kun taas Painoliiketoiminnan voimakkaampaa laskua heijastellen odotamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan liikevaihdon laskevan 5 %.

Vuonna 2023 odotamme yhtiön liiketuloksen nousevan konsernitasolla aavistuksen nollan yläpuolelle. Segmenteittäin odotamme Medialiiketoiminnalta melko vakaata kannattavuutta, kun taas Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan odotamme parantavan lievästi tehtyjen tehostustoimien seurauksena. Vuoden 2024 kannattavuuden odotamme kohoavan suhteellisesti tuntuvasti, vaikka kannattavuustaso on yhä matala (liikevoitto-% 1 %). Liikevoiton tasolla tulosparannusta ajaa etenkin laskevat poistot, mitkä vahvistavat Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan liikevoittoa.

Kohonneita korkoja ja kasvanutta velkamäärää heijastellen odotamme yhtiön nettorahoituskustannuksien kääntyvän negatiivisiksi vuosina 2023 ja 2024, mikä pitää osakekohtaisen tuloksen -0,03 eurossa/osake vuonna 2023. Vuonna 2024 odotamme osakekohtaisen tuloksen

nousevan 0,04 euroon operatiivista tulosta peilaten. Paranevaa tulostasoa ja operatiivista tulosta parempaa rahavirtaa mukaillen odotamme yhtiön maksavan vuodelta 2023 0,18 euron ja vuodelta 2024 0,20 euron osakekohtaiset osingot.

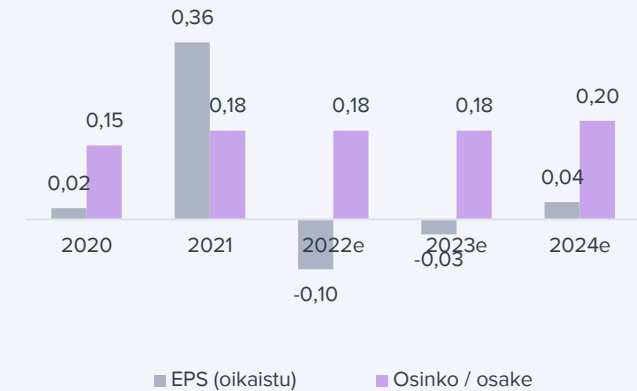
Lähivuosien ennusteissamme yhtiön tase- ja rahoitusasema kehittyvät melko vakaasti positiivista rahavirtaa mukaillen.

Pitkän aikavälin ennusteet

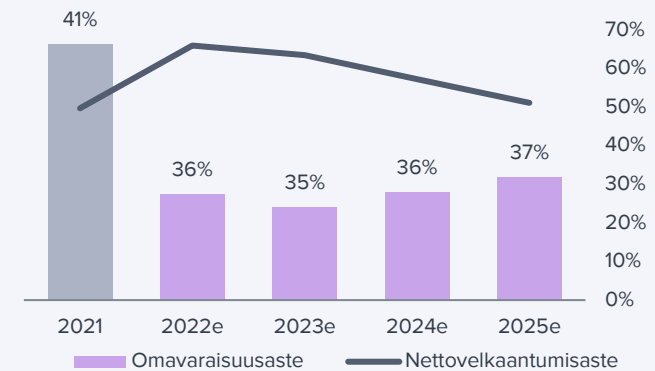
Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuustason kehitys, mihin vaikuttaa olennaisesti myynnin jakauman kehitys. Ennustamme konsernin liikevaihdon laskevan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa terminaalikasvun ollessa 0 %. Tämä pohjaa oletukseen painoliiketoiminnan keskipitkän aikavälin supistumisesta, ennen kuin painoliiketoiminnan vakautuminen yhdessä muiden palveluiden kasvun kanssa pysäyttävät liikevaihdon laskun. Samalla odotamme liikevoitto-%:n nousevan etenkin laskevien poistojen myötä 5-8 %:iin. Poistojen pienentymisen vuoksi käyttökattetasolla mitattuna pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme eivät olennaisesti eroa keskipitkän aikavälin ennusteista. Siten uuden liikevaihdon painopisteen ja sen mahdollistaman kannattavuusparannuksen realisoituminen on keskeistä myös pitkän aikavälin ennusteiden näkökulmasta.

Painomarkkinan tasapainon ja siten liikevaihdon ja –tuloksen vakautumiseen liittyvät ennusteriskit ovat suuret, minkä takia pitkän aikavälin ennusteisiin liitty mielestämme huomattavaa epävarmuutta.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Olemme tehneet ennusteisiimme muutoksia päivityksen yhteydessä
- Sisällytimme ennusteisiimme pienen [RockOn yritystalon](#), millä oli pieni positiivinen vaikutus lähivuovuosien ennusteisiin
- Tarkistimme kuitenkin orgaanisia ennusteitamme hieman alaspäin, minkä seurauksena lähivuovuosien liikevaihdon ennustemuutokset jäivät marginaalisiksi
- Tulosenusteisiimme yritystolla oli lievä positiivinen vaikutus, mutta suurempi tulosajuri käyttökateetasolla oli orgaanisten ennusteiden lasku. Tätä heijastellen vuosien 2023 ja 2024 käyttökateen ennusteemme laskivat 3-10 %
- Liikevoiton tasolla ennusteemme laskivat selvästi enemmän, minkä taustalla oli poistojen ennusteiden tuntuva nousu. Poistojen ennusteisiimme heijastui yritystalon lisäksi tarkistuksen muun poistomassan laskun kulmakertoimeen
- Nostimme myös lähivuovuosien rahoituskustannuksien ennusteitamme selvästi viime aikaista korkojen kehitystä heijastellen, mikä yhdessä poistojen nousun kanssa painoi lähivuovuosien osakekohtaisen tuloksen ennusteita selvästi
- Nostimme kuluvan vuoden osingon ennusteen edellisvuoden tasolle, kun taas vuosien 2023 ja 2024 osinkojen ennusteet säilyivät ennallaan

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	132	133	0 %	130	131	1 %	125	125	0 %
Käyttökate	7,4	7,9	7 %	9,1	8,8	-3 %	10,0	9,0	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,1	-0,8	-28 %	1,5	0,3	-81 %	2,6	1,2	-53 %
Liikevoitto	-1,1	-0,8	-28 %	1,5	0,3	-81 %	2,6	1,2	-53 %
Tulos ennen veroja	-1,5	-1,5	6 %	1,9	-0,2	-112 %	3,0	0,8	-73 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,10	-0,10	6 %	0,11	-0,03	-127 %	0,18	0,04	-80 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,18	20 %	0,18	0,18	0 %	0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	103	24,3	26,5	23,7	31,5	106	28,3	34,3	31,5	38,7	132,7	130,6	125	121
Medialiiketoiminta	19,3	4,5	5,2	4,6	5,0	19,3	4,7	4,9	4,6	4,9	19,1	18,7	18,3	17,9
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	83,5	19,8	21,2	19,1	26,6	86,7	23,6	29,4	26,9	33,8	114	112	106	103
Käyttökate	8,0	1,1	1,8	1,5	3,0	7,3	1,9	1,6	1,6	2,9	7,9	8,8	9,0	9,3
Poistot ja arvonalennukset	-10,5	-2,2	-2,2	-2,0	-2,7	-9,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-8,8	-8,5	-7,8	-7,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,5	-1,1	-0,5	-0,5	0,3	-1,8	-0,2	-0,7	-0,6	0,6	-0,8	0,3	1,2	2,2
Liikevoitto	-2,5	-1,1	-0,5	-0,5	0,3	-1,8	-0,2	-0,7	-0,6	0,6	-0,8	0,3	1,2	2,2
Medialiiketoiminta	1,8	0,4	0,7	0,4	0,5	1,9	0,2	0,3	0,3	0,5	1,3	1,2	1,4	1,5
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	-4,1	-1,2	-1,0	-1,1	0,5	-2,9	-0,2	-0,8	-0,9	0,2	-1,6	-0,5	0,2	1,1
Muut toiminnot	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Nettorahoituskulut	1,7	6,4	-0,5	0,2	0,8	7,0	-1,1	0,2	0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4
Tulos ennen veroja	-0,8	5,3	-0,9	-0,3	1,1	5,1	-1,3	-0,4	-0,4	0,6	-1,5	-0,2	0,8	1,8
Verot	0,1	-1,0	-0,1	0,4	0,0	-0,6	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4	0,0	-0,2	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	-0,7	4,3	-1,0	0,1	1,1	4,5	-1,1	-0,3	-0,3	0,5	-1,3	-0,4	0,4	1,2
EPS (oikaistu)	0,02	0,34	-0,08	0,01	0,08	0,36	-0,09	-0,03	-0,03	0,04	-0,10	-0,03	0,04	0,10
EPS (raportoitu)	-0,06	0,34	-0,08	0,01	0,08	0,36	-0,09	-0,03	-0,03	0,04	-0,10	-0,03	0,04	0,10

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,6 %	-11,0 %	16,2 %	-1,7 %	10,2 %	3,1 %	16,5 %	29,3 %	32,8 %	22,8 %	25,2 %	-1,6 %	-4,5 %	-2,8 %
Käyttökate-%	7,8 %	4,5 %	6,6 %	6,2 %	9,4 %	6,9 %	6,7 %	4,5 %	5,1 %	7,5 %	6,0 %	6,7 %	7,2 %	7,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,5 %	-4,5 %	-1,7 %	-2,2 %	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-1,9 %	-1,9 %	1,6 %	-0,6 %	0,2 %	1,0 %	1,8 %
Liikevoitto-%	-2,4 %	-4,5 %	-1,7 %	-2,2 %	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-1,9 %	-1,9 %	1,6 %	-0,6 %	0,2 %	1,0 %	1,8 %
Nettotulos-%	-0,7 %	17,7 %	-3,7 %	0,5 %	3,4 %	4,2 %	-3,9 %	-0,9 %	-1,1 %	1,3 %	-1,0 %	-0,3 %	0,4 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Painoliiketoiminnan orgaanista kasvua painaa markkinan rakennemurros

2.

Toiminnan jatkuva tehostaminen edellytys kannattavuusparannukselle

3.

Tulovirtojen muutos ja vakauttaminen kannattavuuskäänteen edellytyksenä

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Rahavirta > liike-tulos

Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkina-aseman vahvistuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Vahvistuva kassavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun osingot ja arvonnousu

Riskit



- Painetun median ja painotoimialan kysynnän lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Uuden strategian mukaisen muutosprosessin epäonnistuminen
- Arvopaperisalkun arvonneuotokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme PunaMusta Median näkemystämme pohjautuen lähivuosien ennusteisiin perustuvaan osakkeen kokonaistuotto-odotukseen (tulokasvu+osingot+ odotettu arvostuskertoimien muutos) sekä kassavirtamalliin (DCF).

Arvonmäärityksessä P/E-kertoimen käyttöä puoltaa arvopaperisalkun tulovirta, joka heijastuu vasta rahoitustuottoihin. Toisaalta P/E-lukua kasvattaa koholla (ts. investointeja suurempi) lähivuosina oleva poistotaso. Tästä syystä käytämmekin lisäksi EV/vapaa kassavirta-kerrointa (EV/FCF) arvostuksen mittatikkuna. Tarkastelemme arvostusta myös EV/EBITDA-kertoimella, joka huomioi pääomarakenteen, muttei toisaalta huomioi rahoitustuottoja. Tulospohjaisten kertoimien lisäksi käytämme arvostuksen mittatikkuna tasepohjaista arvostusta.

Tulostuotto-odotus korkea

Odotamme PunaMusta Median lähivuosien operatiivisen tuloksen saavan tukea tehdyistä yritysostoista ja tehostustoimista, mutta samalla etenkin lyhyellä tähtäimellä kustannusinflaatio aiheuttaa tulokselle painetta. Näitä heijastellen odotamme yhtiön tuloksen kohoavan käyttökatetasolla 7 %:n keskimääräistä tahtia (CAGR-% 2021-2024e).

Huomautamme, että ennustamaamme tulokäänteen toteutumiseen liittyy epävarmuutta. Ennustettavuutta heikentävä tekijä on painetun median ja painoliiketoiminnan jatkuva murros, jotka ovat historiallisesti heikentäneet merkittävästi PunaMusta Median kannattavuutta.

Osinkotuotto kohtuullisella tasolla

PunaMusta Median tarjoama osinkotuotto liikkuu ennusteillamme ja nykykurssilla laskettuna kohtuullisella 3,5-3,8 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme PunaMusta Median kykenevän maksamaan nettotulostaan suurempaa voitonjakoa, sillä odotamme yhtiön operatiivisen rahavirran säilyvän positiivisena poistoja maltillisempia investointeja mukailen.

Arvostuskertoimet ovat korkealla tasolla

PunaMusta Median EV/EBITDA-kertoimet ovat vuosien 2022 ja 2023 ennusteillamme 11x ja 10x. Vastaavat EV/FCF kertoimet ovat 50x ja 16x. Kuluva vuoden arvostuskertoimet ovat mielestämme todella korkeat, eikä myöskään ensi vuoden tulos- ja kassavirran parantumisen huomioivat kertoimet laske mielestämme perustellulle tasolle. Siten osakkeen arvostuksessa on mielestämme selvää laskuvaraa arvostuskertoimien pohjalta tarkasteltaessa.

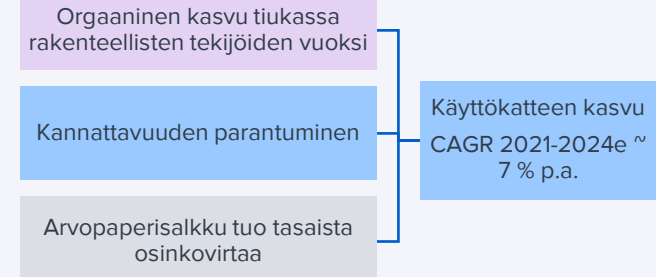
Arvostuksen mittatikkuna toimii mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin, joka on 1,5x. Tämä on korkea taso, kun sitä suhteutetaan viime vuosien toteutuneeseen ja ennustamaamme oman pääoman tuottoon (2018-2023e ROE-% k.a. 2,2 %).

PunaMusta Medialle ei ole mielestämme löydettävissä selkeitä verrokkeja, minkä ansiosta emme anna suhteelliselle arvostukselle olennaista painoarvoa. Mielestämme PunaMusta Median arvostukselle tiettyä mittakaavaa antaa kuitenkin vuosien 2022 ja 2023 EV/EBITDA-kertoimet, jolla PunaMusta Media arvostetaan reilun 40 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmän mediaanikertoimiin.

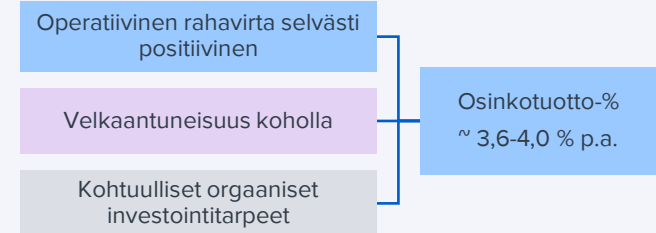
Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

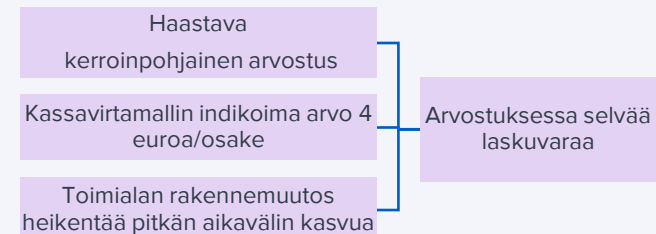
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Riski/tuotto-suhde on nykyisellä arvostuksella heikko

Lähde: Inderes

Arvostus 2/2

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

PunaMusta Median osakkeen tuotto-odotus saa lähivuosina tukea osinkotuotosta, sillä odotamme yhtiön jatkavan avokätistä voitonjakoa positiivisen rahavirran ansiosta. Toisena tuotto-odotuksen ajurina toimii ennustamamme operatiivisen tuloksen kasvu. Vastaavasti selvästi suurimpana ajurina toimii mielestämme perusteltu arvostuksen lasku, jonka tulisi olla nykyisen korkean arvostuksen vuoksi mielestämme negatiivinen. Nykyisellä 4,98 euron kurssitasolla PunaMusta Median osakkeen kokonaistuotto-odotus on mielestämme negatiivinen. Näkemyksemme mukaan tämä yhdessä liiketoiminnan käänteeseen ja nykyiseen velkaantuneisuuteen liittyvien riskien kanssa kääntää riski/tuotto-suhteen heikoksi.

Kassavirtalaskelma (DCF)

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 4,0 euroa. Painetun median ja painoliiketoiminnan rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä koko ennusteperiodin (2022-2030) ajan, kun taas terminaalikasvun oletuksemme on nollan tasolla.

Liikevoittomarginaali nousee mallissamme vuoden 2022e lievästi negatiiviselta tasolta 8 %:iin pitkällä aikavälillä. Liikevoittomarginaaliin vaikuttaa poistojen selvä lasku, mutta EBITDA-%:n tasolla kannattavuuden nousu on maltillisempi (2022e EBITDA-% 6 % vs. 2030e 11,1 %). Kassavirtamallin osalta on huomioitavaa, ettei se huomioi arvopaperisalkun osinkotuottojen muodostamaa rahavirtaa. Arvopaperisalkku sisältyy rahavaroihin, jolloin se pienentää yhtiön nettovelkaa mallissa.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen

arvosta on kohtuullisella 50 %:n tasolla. Olemme kohottaneet korkojen nousun ja siitä seuranneen tuottovaateiden nousun seurauksena rahavirtamallissa käyttämämme pääoman keskimääräistä kustannusta 8,7 %:iin.

Käytännössä kassavirtamallimme perustuu oletukseen, että painoliiketoiminnan lasku vakautuu pitkällä aikavälillä ja muiden liiketoimintojen kasvu ja kohentuva kannattavuus pitävät yllä yhtiön kassavirtaa ja kääntää sen pitkällä aikavälillä kasvuun. Painamisen murros ja nykyisen strategian toteutuksen aikainen vaihe huomioiden näiden oletuksien toteutumisesta ei ole takeita. Tämä mielestämme heikentääkin kassavirtamallin soveltuvuutta yhtiön arvonmääritykseen. Parhaiten kassavirtamallin mukainen osakkeen arvo ja sen taustalla olevat ennusteparametrit kuvaavatkin nykyiseen kurssiin ladattuja odotuksia. Pitkän aikavälin ennusteparametreihin liittyvän epävarmuuteen ja toisaalta nykyiseen kurssitasoon pohjautuen pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykykurssilla heikkona.

Arvostus

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,98	4,98	4,98
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	62	62	62
Yritysarvo (EV)	90	88	84
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100
P/E	neg.	neg.	>100
P/B	1,5	1,6	1,7
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,4	10,0	9,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	70,0
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	564,4 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,6 %	4,0 %

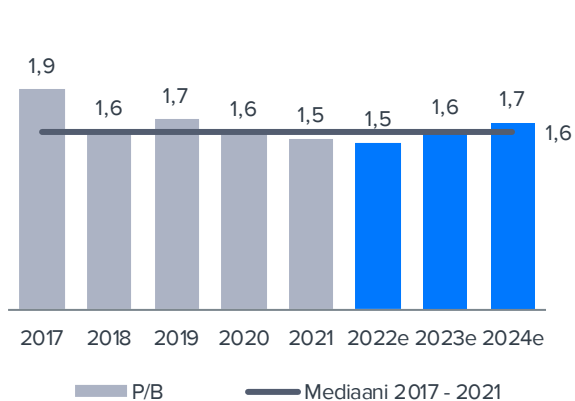
Lähde: Inderes

Arvostus

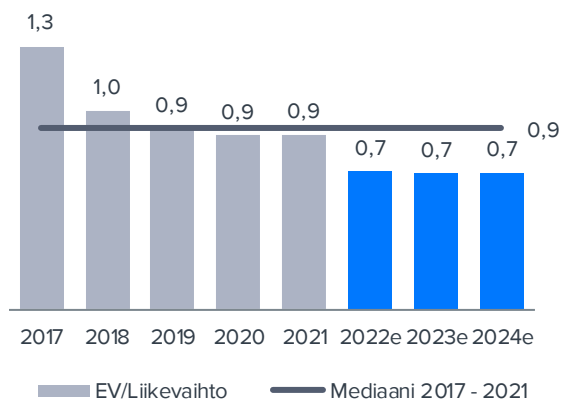
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,18	6,20	6,50	5,55	5,50	4,98	4,98	4,98	4,98
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	102	78	81	69	69	62	62	62	62
Yritysarvo (EV)	99	86	96	88	92	90	88	84	81
P/E (oik.)	24,8	76,2	36,0	>100	15,3	neg.	neg.	>100	50,3
P/E	24,8	40,8	36,0	neg.	15,3	neg.	neg.	>100	50,3
P/B	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7
P/S	1,4	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,8	14,7	9,7	11,1	12,6	11,4	10,0	9,4	8,8
EV/EBIT (oik.)	41,1	>100	>100	neg.	neg.	neg.	>100	70,0	37,0
Osinko/tulos (%)	121 %	164 %	138 %	neg.	50 %	neg.	neg.	564 %	202 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,0 %	3,8 %	2,7 %	3,3 %	3,6 %	3,6 %	4,0 %	4,0 %

Lähde: Inderes

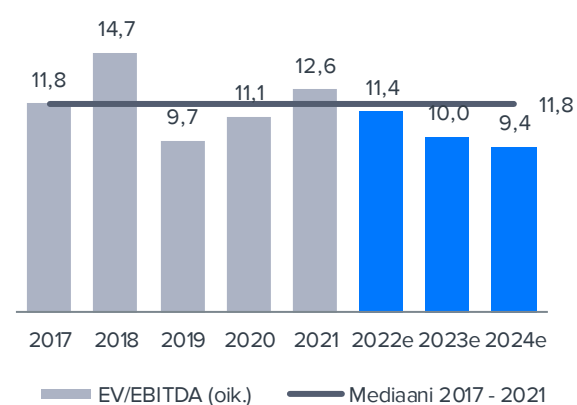
P/B



EV/Liikevaihto



EV/EBITDA



Kassavirtamalli

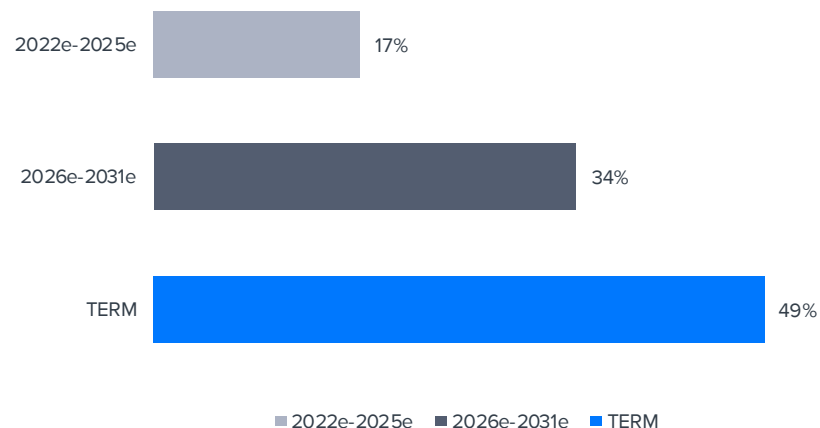
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	25,2 %	-1,6 %	-4,5 %	-2,8 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %	0,0 %	0,0 %
Liikevoitto-%	-1,7 %	-0,6 %	0,2 %	1,0 %	1,8 %	3,0 %	5,0 %	6,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	-1,8	-0,8	0,3	1,2	2,2	3,6	5,8	7,4	8,9	8,8	8,8	
+ Kokonaispoistot	9,1	8,8	8,5	7,8	7,1	6,4	5,7	5,1	3,9	3,6	3,6	
- Maksetut verot	0,0	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-1,1	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	
- verot rahoituskuluista	0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-3,9	-1,8	0,3	1,0	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,2	6,3	9,0	9,7	9,3	9,6	10,7	11,4	11,4	11,0	10,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,3	-8,5	-3,5	-3,5	-3,4	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-3,2	-3,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,1	-2,2	5,6	6,3	6,0	6,3	7,5	8,1	8,3	7,8	7,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,1	-2,2	5,6	6,3	6,0	6,3	7,5	8,1	8,3	7,8	7,0	80,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,2	5,0	5,2	4,6	4,4	4,8	4,8	4,5	3,9	3,2	37,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		75,6	77,8	72,7	67,5	62,9	58,5	53,7	48,9	44,4	40,4	37,2
Velaton arvo DCF		75,6										
- Korolliset velat		-43,6										
+ Rahavarat ja arvopaperisalkku		20,9										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		-2,3										
Oman pääoman arvo DCF		50,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Alma Media Oyj	678	842	10,9	12,0	8,9	9,6	2,8	2,8	11,3	12,4	4,8	5,3	3,4
Agora SA	49	207	60,5	25,0	11,9	10,0	0,9	0,8	25,4	10,1		9,9	0,3
Future PLC	1814	2329	9,0	7,7	7,0	6,5	2,5	2,4	8,3	7,8	0,3	0,3	1,5
Gannett Co Inc	223	1379	40,8	19,1	5,0	5,0	0,5	0,5					0,3
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Soci	29	169	9,9		7,4		1,0		2,9				0,2
Lagardere SA	2209	6272	20,4	15,3	10,8	8,6	1,0	0,9	14,9	8,9	3,3	4,2	2,4
Arnoldo Mondadori Editore SpA	420	704	9,1	7,9	5,7	5,1	0,8	0,7	8,3	7,3	6,1	6,7	1,7
New York Times Co	4968	4742	20,5	18,9	15,7	14,4	2,0	1,9	30,6	27,7	1,2	1,3	3,2
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	337	482	5,7	4,4	3,7	3,1	0,6	0,5	7,2	5,4	9,3	9,3	0,9
TX Group AG	1428	1486	16,1	12,7	9,5	7,7	1,6	1,5		74,3	5,8	6,0	0,5
Promotora de Informaciones SA	280	1119	19,4	12,8	8,7	7,0	1,4	1,3		18,9			
Vocento SA	80	169	10,4	8,2	4,7	4,1	0,5	0,5	7,1	5,1	5,8	3,1	0,4
PunaMusta Media (Inderes)	62	90	-112,6	315,7	11,4	10,0	0,7	0,7	-49,4	-165,1	3,6	3,6	1,5
Keskiarvo			19,4	13,1	8,2	7,4	1,3	1,3	12,9	17,8	4,6	5,1	1,3
Mediaani			13,5	12,7	8,0	7,0	1,0	0,9	8,3	9,5	5,3	5,3	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-934 %	2395 %	42 %	42 %	-30 %	-24 %	-696 %	-1832 %	-32 %	-31 %	69 %

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

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	65	68	68	63	59
Liikearvo	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Aineettomat hyödykkeet	3,0	8,9	11,6	10,0	8,6
Käyttöomaisuus	54	51	48	45	42
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	38	43	51	50	48
Vaihto-omaisuus	4,2	5,7	5,8	5,7	5,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12	17	20	20	19
Likvidit varat	22	21	25	25	24
Taseen loppusumma	103	112	119	113	106

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	44	46	42	40	38
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	35	38	35	32	30
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,7	6,4	6,4	6,4	6,4
Vähemmistöosuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	24	26	30	28	26
Laskennalliset verovelat	4,3	4,9	4,9	4,9	4,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	20	20	24	22	20
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset velat	35	40	47	46	43
Lainat rahoituslaitoksilta	21	24	29	28	25
Lyhytaikaiset korottomat velat	4	5	7	7	6
Muut lyhytaikaiset velat	9,6	11,0	11,0	11,0	11,0
Taseen loppusumma	103	112	119	113	106

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	107,3	102,8	106,0	132,7	130,6	EPS (raportoitu)	0,18	-0,06	0,36	-0,10	-0,03
Käyttökate	9,9	8,0	7,3	7,9	8,8	EPS (oikaistu)	0,18	0,02	0,36	-0,10	-0,03
Liikevoitto	0,7	-2,5	-1,8	-0,8	0,3	Operat. kassavirta / osake	0,88	0,83	0,34	0,50	0,72
Voitto ennen veroja	2,0	-0,8	5,1	-1,5	-0,2	Vapaa kassavirta / osake	0,13	-0,12	-0,56	-0,18	0,45
Nettovoitto	2,3	-0,7	4,5	-1,3	-0,4	Omapääoma / osake	3,86	3,53	3,64	3,36	3,15
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,25	0,15	0,18	0,18	0,18
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	103,8	103,3	111,8	119,0	113,1	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	-4 %	3 %	25 %	-2 %
Oma pääoma	48,4	44,3	45,7	42,2	39,6	Käyttökateen kasvu-%	68 %	-19 %	-9 %	9 %	11 %
Liikearvo	6,0	6,3	6,3	6,3	6,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-11 %	-327 %	21 %	-56 %	-135 %
Nettovelat	14,6	18,8	22,7	27,9	25,1	EPS oik. kasvu-%	122 %	-87 %	1452 %	-128 %	-70 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	9,2 %	7,8 %	6,9 %	6,0 %	6,7 %
Käyttökate	9,9	8,0	7,3	7,9	8,8	Oik. Liikevoitto-%	0,6 %	-1,5 %	-1,7 %	-0,6 %	0,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	1,1	-3,9	-1,8	0,3	Liikevoitto-%	0,6 %	-2,4 %	-1,7 %	-0,6 %	0,2 %
Operatiivinen kassavirta	11,0	10,4	4,2	6,3	9,0	ROE-%	4,6 %	-1,5 %	10,0 %	-2,9 %	-0,9 %
Investoinnit	-15,3	-12,5	-12,3	-8,5	-3,5	ROI-%	2,9 %	-5,1 %	-2,1 %	-0,9 %	0,3 %
Vapaa kassavirta	1,6	-1,5	-7,1	-2,2	5,6	Omavaraisuusaste	47,3 %	43,5 %	41,5 %	35,9 %	35,5 %
						Nettovelkaantumisaste	30,2 %	42,5 %	49,7 %	66,0 %	63,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	9,7	11,1	12,6	11,4	10,0						
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	>100						
P/E (oik.)	36,0	>100	15,3	neg.	neg.						
P/B	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6						
Osinkotuotto-%	3,8 %	2,7 %	3,3 %	3,6 %	3,6 %						

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Lisätietoja 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
6.6.2019	Myy	5,30 €	6,25 €
9.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
26.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
29.10.2019	Vähennä	5,90 €	6,25 €
10.2.2020	Myy	5,60 €	6,35 €
2.3.2020	Myy	5,60 €	6,45 €
2.4.2020	Myy	5,40 €	5,85 €
28.4.2020	Myy	5,30 €	5,95 €
6.8.2020	Myy	5,30 €	5,90 €
24.8.2020	Myy	5,30 €	5,85 €
14.9.2020	Vähennä	5,30 €	5,80 €
26.10.2020	Vähennä	5,30 €	5,80 €
1.3.2021	Vähennä	5,30 €	6,30 €
26.4.2021	Vähennä	5,80 €	6,70 €
23.8.2021	Vähennä	5,80 €	6,60 €
18.10.2021	Vähennä	5,80 €	6,00 €
1.11.2021	Vähennä	5,80 €	6,00 €
28.2.2022	Vähennä	5,60 €	6,00 €
2.5.2022	Vähennä	5,60 €	5,95 €
22.8.2022	Vähennä	5,00 €	5,70 €
11.10.2022	Myy	4,00 €	4,98 €

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 Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**