

# Ilkka

## Laaja raportti

12.09.2022 19:35



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tuloskasvu nousee muutosprosessin keskiöön

Toistamme Ilkan 4,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Medialiiketoiminnan murrokseen vastatakseen Ilkka on toteuttanut viime vuosina useita yritysostoja, joilla se on laajentanut digitaalisiin markkinointiin ja viestinnän liiketoimintoihin. Nämä yritysostot ovat muokanneet tulovirtoja kestävämmälle pohjalle, mutta ne eivät ole vahvistaneet konsernin tuloskehitystä tähän mennessä. Suhteessa osien summa-mallin mukaiseen arvoon on osakkeen arvostus maltillinen, mutta arviomme mukaan arvon purkautuminen edellyttää digitaalisilta liiketoiminnoilta tuloskasvua sekä taseen pääoman käytön tehostumista. Emme odota näiden toimivan arvon purkautumisen voimakkaana ajurina seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

## Perinteikäs mediatoimialan yhtiö muutosprosessin keskellä

Ilkka on perinteikäs mediatoimialan yhtiö, jolla on johtava asema Pohjanmaan mediamarkkinalla sekä merkittävä omistus Alma Mediassa. Yhtiön liikevaihdosta noin 2/3 muodostuu media- ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista, kun taas noin 1/3 muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista. Mediamarkkinan murroksen heikennettyä perinteisten liiketoimintojen näkymiä, yhtiö tavoittelee strategiassaan merkittävää kasvua digitaalisissa palveluissa. Tässä yritysjärjestelyillä on ollut keskeinen rooli, minkä seurauksena yhtiöllä on aiempaa paremmat edellytykset myös orgaaniseen kasvuun. Arvioimme kuitenkin, että vakavarainen Ilkka tulee jatkossakin vauhdittamaan konsernin muutosprosessia yritysjärjestelyillä, mihin edellytyksiä antaa noin 34 MEUR:n nettokassa. Yhtiön arvonkehityksen kannalta keskeistä on jo tehtyjen sekä tulevien investointien pääoman tuotto.

## Medialiiketoimintojen murroksen myötä tuloskasvu lepää digitaalisten liiketoimintojen harteilla

Ilkan media- ja painoliiketoimintojen liikevaihdon laskutrendin on kääntänyt viime vuosina tehdyt yritysostot, mutta nämä eivät ole kannatelleet operatiivista tuloskehitystä, joka on jäänyt vaisuksi. Tämän taustalla on arviomme mukaan media- ja painoliiketoimintojen laskeneet mittakaavaedut, mitä koronapandemian vaikutukset ovat korostaneet. Lisäksi Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kokoluokka ja kehitysvaihe ovat painaneet sen kannattavuutta. Arvioimme medialiiketoimintojen murroksen painavan niiden kannattavuutta myös jatkossa, mutta odotamme digitaalisten liiketoimintojen kannattavuuden kohoavan kasvun skaalautumisen kautta keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä kasvun edellytyksiä kuitenkin jarruttaa talouden jarrutus, joka arviomme mukaan heijastuu negatiivisesti markkinointipalveluiden kysyntään. Lähivuosien nettotuloksen ja kassavirran odotamme saavan aiempaan tapaan vahvistusta Alma Median osingoista muodostuvasta tulovirrasta.

## Osien summassa tuntuvasti hintaa enemmän arvoa, mutta sen purkautuminen vaatii aikaa

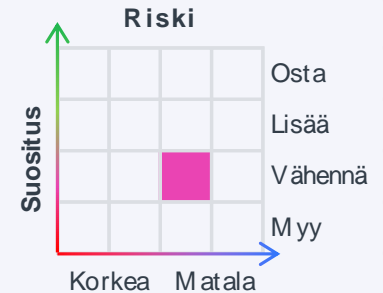
Tarkastelemme osakkeen arvostusta etenkin osien summa-laskelmamme kautta, missä merkittävä osa yhtiön arvosta muodostuu suhteellisen likvideistä Alma Median osakkeista ja Ilkan nettokassasta. Päivitetyn osien summa-mallin mukainen osakkeen arvo on 5,7 euroa osakkeelta. Arviomme mukaan pääoman käytön tulisi tehostua ja digitaalisten liiketoimintojen tuloskasvun pitäisi kiihtyä odotuksiamme voimakkaammin, jotta osien summassa piilevän arvon purkautumisesta muodostuisi tuottovaatimustamme korkeampi vuotuinen tuotto-odotus seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

## Suositus

**Vähennä**  
(aik. Vähennä)

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

**Osakekurssi:**  
3,79



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	49,7	57,0	56,3	57,1
<b>kasvu-%</b>	8 %	15 %	-1 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	1,4	0,9	1,4	1,9
<b>EBIT-% oik.</b>	2,8 %	1,6 %	2,6 %	3,4 %
<b>Nettotulos</b>	6,6	1,7	4,8	5,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,21	0,10	0,19	0,21
<b>P/E (oik.)</b>	22,9	37,1	20,1	17,8
<b>P/B</b>	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,3 %	5,3 %	5,3 %	5,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	54,7	63,1	40,1	29,7
<b>EV/EBITDA</b>	11,7	15,4	10,5	9,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,5	1,0	1,0	1,0

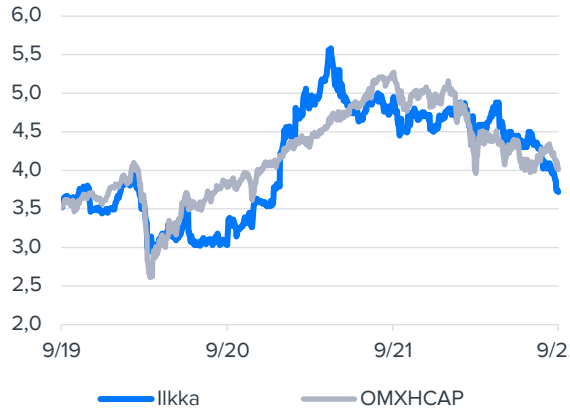
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

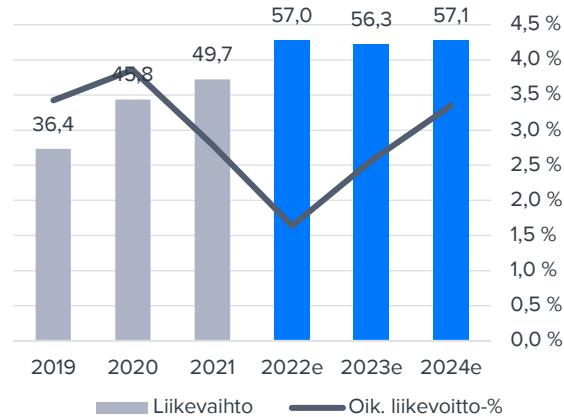
Ilkka-konsernin liikevaihdon (2021: 49,6 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta. Oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2021: 1,4 MEUR) arvioidaan pysyvän edellisvuoden tasolla tai laskevan hieman.

## Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Yritysjärjestelyiden mahdollinen epäonnistuminen
- Talouskehitykseen ja suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvupanostusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,79	3,79	3,79
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	59	58	57
P/E (oik.)	37,1	20,1	17,8
P/E	57,0	20,1	17,8
P/Kassavirta	neg.	37,9	33,7
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	1,7	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	15,4	10,5	9,6
EV/EBIT (oik.)	63,1	40,1	29,7
Osinko/tulos (%)	301,0 %	106,2 %	103,6 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>9-12</b>
Toimialakatsaus - mediatoimiala	<b>13-16</b>
Toimialakatsaus - markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	<b>17</b>
Taloudellinen tilanne	<b>18-19</b>
Ennusteet	<b>20-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24-25</b>
Arvonmääritys	<b>26-29</b>
Taulukot	<b>30-34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35</b>

# Ilkka lyhyesti

Ilkka on konserni, joka tuottaa median, viestinnän, markkinoinnin ja painamisen palveluja. Yhtiöllä on johtava asema Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan lehtimediamarkkinalla sekä kasvava kansainvälisten digitaalisten palveluiden tarjoama.

**49,7 MEUR (8%)**

Liikevaihto 2021 (liikevaihdon kasvu-%)

**2,7 MEUR (5,4%)**

Liikevoitto 2021 (liikevoitto-%)

**1,4 MEUR (2,8%)**

Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 2021 (liikevoitto-%)

**64% / 8% / 28%**

Media ja markkinointipalveluiden / Painopalveluiden / Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden osuus liikevaihdosta, 2021

**85% / 24%**

Jatkuvialaskutteen liikevaihdon osuus Lianan liikevaihdosta 2021 / osuus konsernin liikevaihdosta, 2021

Lähde: Inderes, Ilkka

## 2010-2015

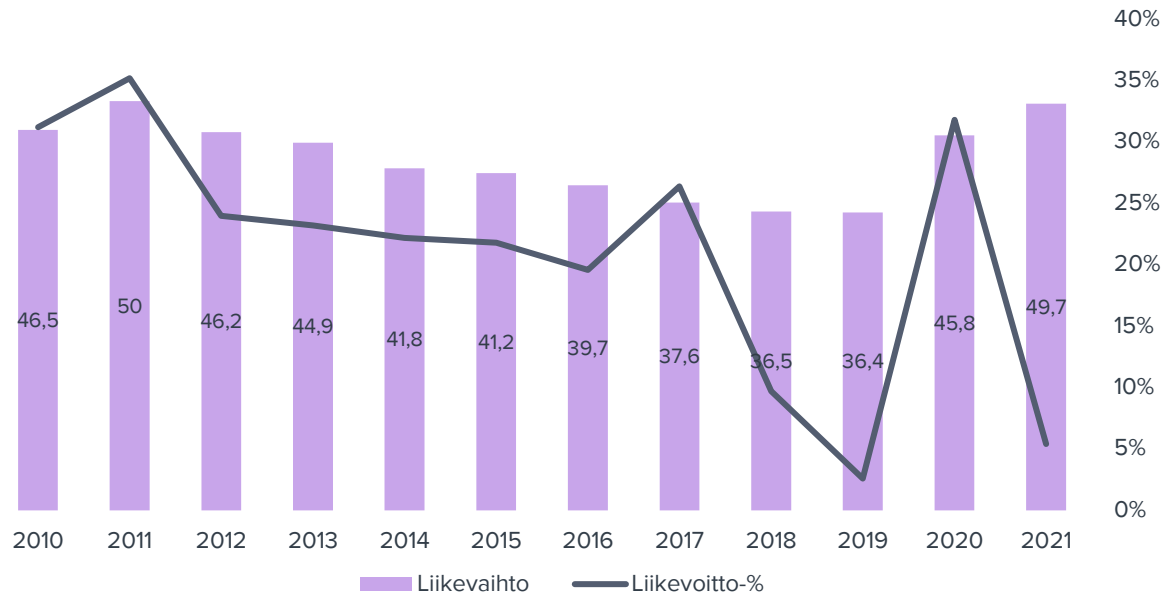
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros käänivät yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun
- Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin
- Pieniä järjestelyjä medialiiiketoiminnoissa ja omistusosuutta Alma Mediassa kasvatettiin

## 2016-2018

- Painetun median rakenteellinen murros painaa tuottoja talouden piristymisestä huolimatta
- Ensimmäiset panostukset digitaalisen markkinoinnin ja viestinnän palveluihin laajentamiseksi
- Taloudellinen asema vahvistuu merkittävästi Alma Median osakkeiden myynnillä, omistusosuus laskee 27,3 %:sta 10,9 %:iin

## 2019-2022

- Korona vaikutti merkittävästi yhtiön operatiiviseen toimintaan painetun median kysynnän laskun kiihtyessä
- Useita yritysostoja digitaalisten markkinointipalveluiden sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen laajentamiseksi (mm. Myynninmaailma, Liana, Mysome, Ungapped, Evermade, Differo)



# Liiketoimintamalli 1/2

## Mediakonserni Ilkka

Ilkka tuottaa median, viestinnän, markkinoinnin ja painamisen palveluja ja on kolmesta liiketoimintaosasta koostuva konserni: 1) Media- ja markkinointipalvelut, 2) Painopalvelut sekä 3) Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut. Konserniin kuuluu lisäksi kiinteistöyhtiö sekä osakkuusyhtiöt Arena Partners Oy (omistusosuus 41,2 %) ja Yrittävä Suupohja Oy (omistusosuus 38,5 %) ja Hilla Group Oyj (omistusosuus 29,5 %). Konsernin arvoltaan suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) Alma Median osakekannasta.

Ilkan liikevaihto vuonna 2021 oli 49,7 MEUR ja sen liikevoitto oli 2,7 MEUR eli 5,4 % liikevaihdosta. Yhtiön operatiivista kehitystä paremmin kuvaava oikaistu oman toiminnan liikevoitto oli 1,4 MEUR (oik. EBIT-% 2,8 %) ja oli näin ollen raportoitua liikevoittoa matalampi. Vuoden 2022 H1:n loppuun mennessä tehdyt yritysostot huomioiden vuoden 2021 pro forma liikevaihto oli arviomme mukaan noin 56 MEUR.

## Media- ja markkinointipalvelut konsernin suurin liiketoiminta

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin segmentti on sanomalehtien julkaisuun ja markkinoinnin ja viestinnän palveluihin keskittynyt **Media- ja markkinointipalvelut**, jonka muodostaa I-Mediat ja sen tytäryhtiöt. I-Mediat julkaisee Ilkka-Pohjalainen maakuntalehteä, sekä viittä paikallislehteä ja kahta kaupunkilehteä (Vaasa ja Epari) sekä tuottaa digitaalisia ja painettuja markkinointi- ja viestintäpalveluja. Digitaalisia markkinointi- ja viestintäpalveluja tarjoavat Somessa.com ja Mysome Oy, digimarkkinointia tarjoava markkinointitoimisto

Myynninmaailma (sis. sisältöstrategiatoimisto Differo) sekä digitoimisto Digimoguli.

Media- ja markkinointipalvelut muodostivat vuonna 2021 64 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta (31,6 MEUR) ja sen liikevoitto oli 1,6 MEUR. Vuonna 2021 liiketoiminta-alueen liikevaihdosta 55 % muodostui sisältötuotoista, 28 % ilmoitustuotoista ja loput 17 % muusta myynnistä. Liiketoiminnan asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa näillä alueilla liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnattuja palveluja ja tuotteita myyvistä yrityksistä. Markkinointi- ja viestintäpalveluja tarjoavilla yrityksillä on asiakkaita laajemmalla alueella ja ne toimivatkin valtakunnallisesti.

## Painotoimiala on arkki- ja erikoispainamista

**Painotoimiala** muodostuu konsernin tytäryhtiö I-printistä, jonka palveluita ovat arkki- ja erikoispainot sekä digitaalisen painamisen palvelut. Liiketoiminnalla oli vielä vuoteen 2022 asti rooli konsernin omien julkaisujen painamisessa ja siten merkittävä osa sen liikevaihdosta muodostui segmenttien välisistä tuotoista. Vuoden 2022 alusta alkaen Ilkka hankkii sanomalehtien painopalvelut ostopalveluina Botnia Printiltä. Painotoimialan 4,0 MEUR:n ulkoinen liikevaihto muodosti vuonna 2021 8 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta ja sen liiketulos oli -0,8 MEUR.

## Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut on liikevaihdolla mitattuna yhtiön toiseksi suurin segmentti ja sen vuoden 2021 liikevaihto oli 14,1 MEUR muodostaen 28 % konsernin liikevaihdosta.

## Liiketoimintarakenne

Ilkka konserni 2021 liikevaihto 49,7 MEUR, EBIT 2,7 MEUR		
<b>Media ja markkinointipalvelut</b> Lv. 31,6 MEUR EBIT 1,6 MEUR EBIT-% 5,1 %  • Sanomalehdet • Verkkomedia • Markkinointi- ja viestintäpalvelut	<b>Painopalvelut</b> Lv. 4,0 MEUR EBIT -0,8 MEUR EBIT-% -10,8 %  • Arkki- ja erikoispainot • Digitaalinen painaminen	<b>Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut</b> Lv. 14,1 MEUR EBIT -0,1 MEUR EBIT-% -0,6 %  • Markkinoinnin automaatio • Mediaseuranta • Julkaisujärjestelmät ja verkkokaupat

## Liikevaihdon\* jakauma, 2021



\*Ulkoinen eli raportoitu liikevaihto

# Liiketoimintamalli 2/2

Segmentin liike-tulos oli vuonna 2021 -0,1 MEUR. Segmentti muodostuu vuonna 2020 hankitusta Liana Technologiesista (omistusosuus ~ 78 %), joka on yksi Suomen suurimmista markkinoinnin ja viestinnän pilvipalveluja (SaaS) tuottavista ohjelmistoyrityksistä. Lisäksi yhtiöllä on toimistot viidessä muussa maassa ulkomailla. Liana tarjoaa asiakkailleen markkinoinnin automaatiopalveluja, jotka tuovat sen tuotoista käsityksemme mukaan noin puolet. Lisäksi se toteuttaa verkkopalveluratkaisuja ja viestintäratkaisuja, joiden tuotot muodostavat toisen puolikkaan liikevaihdosta. Yhtiön pääasiallinen kohdemarkkina on Suomi, joka tuo noin 85 % liikevaihdosta, mutta asiakkaita sillä on kymmenissä maissa. Segmenttiin lukeutuu myös Lianan vuonna 2021 hankkima markkinointiteknologia-yhtiö Ungapped sekä alkuvuodesta 2022 hankittu digitoimisto Evermade. Ungapped keskittyy sähköpostimarkkinointiin, tapahtumanhallintaan sekä kyselyihin, kun taas Evermade suunnittelee ja toteuttaa verkkosivuja ja verkkokauppoja. Lianan SaaS-pohjaisen liiketoimintamallien ansiosta koko segmentin liikevaihdosta 85 % oli jatkuvalaskutteista vuonna 2021. Puhtaasti Evermade-oston seurauksena jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus tulee kuitenkin laskemaan hieman tulevaisuudessa.

## Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Kolmen liiketoiminta-alueen lisäksi Ilkalla on arvoltaan merkittävä osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka saa myös merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta, mikä vahvistaa Ilkan rahavirtaa.

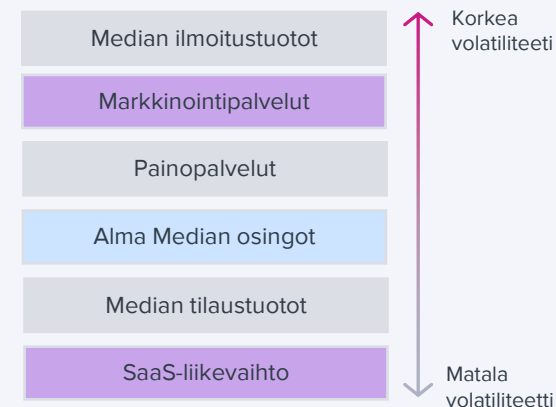
## Rakenteelliset trendit vaikuttavat tuottoihin

Ilkan liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi media-alan rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painettuun mediamainontaan ja painotuotteiden kysyntään. Ilkan liiketoiminta nojaa edelleen merkittävien osin painettuun mediaan, mutta viimeaikaisten yritysostojen seurauksena digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on kasvanut. Vuoden 2021 lopussa digitaalisen liiketoiminnan osuus Ilkan liikevaihdosta oli 44 %.

Liikevaihdon riskiprofiili on mielestämme tuottojen toistuvuuden osalta kohtuullinen, mutta luonteeltaan suhdanneherkkien median ilmoitustuottojen osuus konsernin raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2021 oli 18 %. Tätä tasoittaa kuitenkin se, että mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtelee arviomme mukaan niin voimakkaasti taloussyörien mukana.

Liikevaihdon riskiprofiilia tasoittaa myös Lianan jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus, joka vastaa vajaata 24 % Ilkan liikevaihdosta. Arviomme mukaan erilaisten markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kysyntä on kuitenkin jossain määrin riippuvainen yleisestä talouskehityksestä, ja näiden palveluiden suhteellinen osuus on kasvanut viime aikaisten yritysostojen myötä.

## Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



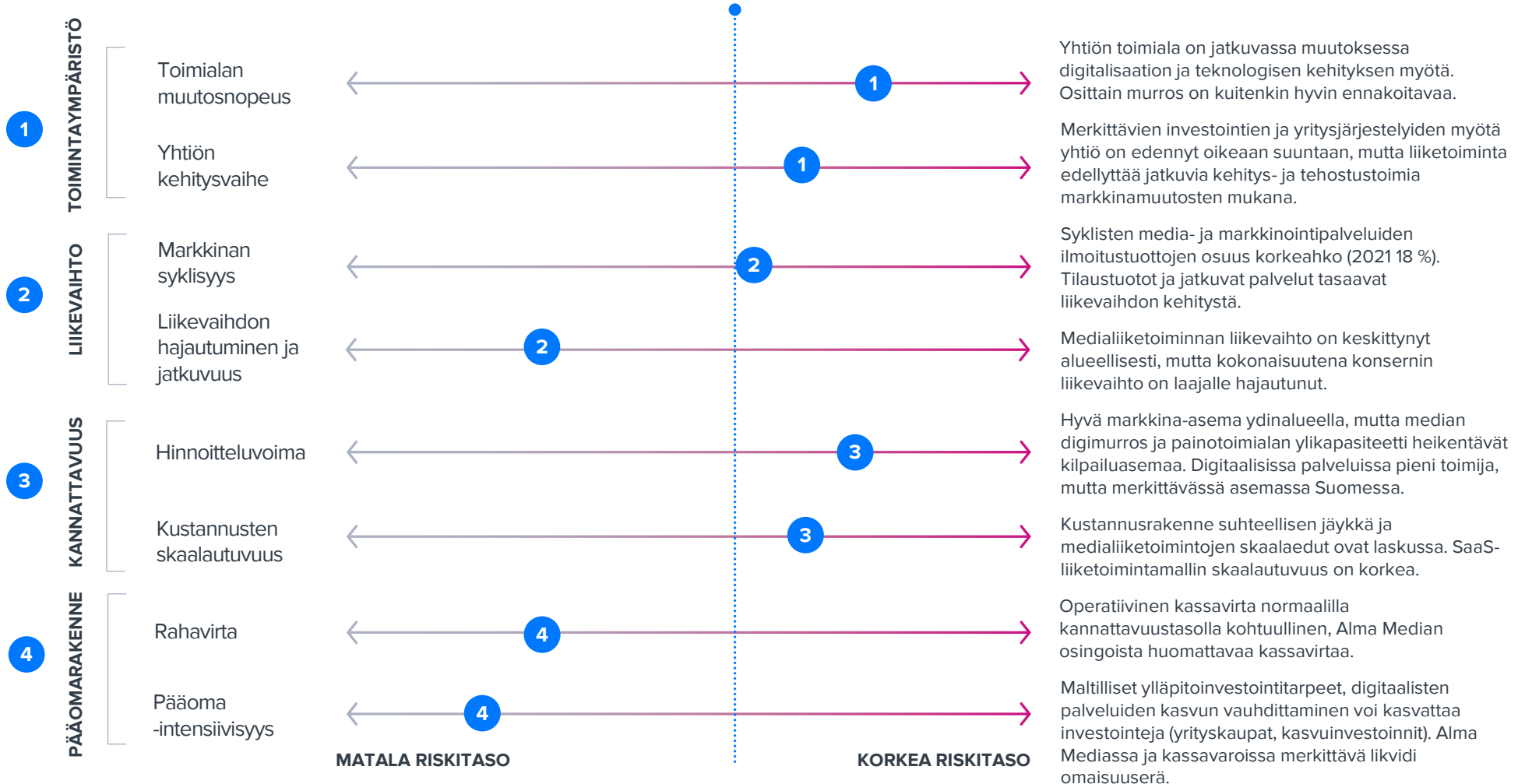
## Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2021	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Kohtuullinen (noin 10-15 %) →	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Digitaaliset palvelut/ SaaS	Merkittävä (noin 25 %) →	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Painettu media	Suuri (noin 50 %) →	laskee 5-10 %/v
Painaminen	Kohtuullinen (noin 10 %) →	Laskee 5-10%/v

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Ilkan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategiset päämäärät

Ilkan vuosille 2020-2023 laadittu strategia rakentuu neljästä liiketoimintaa ohjaavasta päämäärästä:

- Investoinnit tuottavaan kasvuun
- Digitaalinen toiminta ja tiedolla johtaminen
- Asiakasodotuksia vastaavan sisällön, tuotteiden ja palveluiden tuottaminen
- Osaamiseen ja prosessien tehokkuuteen panostaminen

Strategiset päämäärät heijastelevat näkemyksemme mukaan mediamarkkinaa ravistelevaa murrosta ja sitä, että konserni on tällä hetkellä murroksen keskellä. Murroksen myötä yhtiön painetun median ja painopalveluiden kysyntä on laskutrendillä, vaikka mediassa onkin vahva alueellinen asema. Median kulutuksen siirtyminen verkkoon osin tasapainottaa mediapalveluiden kysynnän laskua ja samalla se muuttaa jossain määrin mediayhtiön ansaintamalleja ja edellyttää panostuksia digitaalisiin tuotteisiin.

## Vahva tase mahdollistaa merkittävän kasvun

Markkinan murros, Ilkan asemoituminen ja markkinoiden kehityssuunnat huomioiden pidämme sijoittajan kannalta strategian keskeisimpänä päämääränä kasvutavoitetta. Ilkan mukaan sen keskeinen tavoite on kääntää liikevaihdon kehitys merkittävään kasvuun strategiakauden aikana. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi yhtiö otti ensimmäisiä askeleita vuonna 2019 tehtyjen yritysostojen myötä. Vuonna 2020 vauhti kiihtyi, kun yhtiö osti Liana

Technologiesin. Tämän jälkeen markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kasvu on edelleen vauhditettu yritysostoilla vuosina 2021-2022.

Vahvan taseensa ansiosta yhtiöllä on edelleen merkittävästi pääomaa, jota se voi allokoida epäorgaaniseen kasvuun ja toisaalta jo hankittujen liiketoimintojen kasvattamiseen. Sijoittajien kannalta keskeistä onkin, miten yhtiö onnistuu muokkaamaan liiketoiminnan painopistettä tulevaisuudessa niin, että entistä suurempi osa tuotoista tulee digitaalisista ja skaalautuvista palveluista. Siten liikevaihdon kasvun ohella keskeinen mittari strategian onnistumiselle on ansaintamallien onnistunut muutos markkinamurroksen mukana ja tähän tähtäävien investointien tuotto.

## Perinteisessä mediassa korostuu tehokkuus

Perinteisen median muuttuvat kulutustavat ja painetun median lasku edellyttää yhtiöltä tuntuvaa panostusta myös toiminnan tehokkuuteen, jotta kannattavan toiminnan edellytykset säilyvät. Siten strategisena kehityssuuntana kasvun ohella yhtiöltä vaaditaan jatkuvaa myynnin ja kapasiteetin optimointia, kustannustenhallintaa ja kassavirran puolustusta. Tästä esimerkkinä toimii omien lehtien osalta painamisen ulkoistaminen vuodesta 2022 alkaen. Jäljelle jääneen painoliiketoiminnan osalta yhtiöllä on vielä tehtävää, jotta liiketoiminta saadaan kannattavaksi.

## Taloudelliset tavoitteet

Ilkan taloudelliset tavoitteet ovat:

**1. Kasvu:** Liikevaihdon kasvattaminen sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti ja digitaalisen

liiketoiminnan vuotuinen kasvutavoite konsernissa yli 10 %. Yhtiön media- ja painoliiketoimintojen rakenteelliset ajurit huomioiden on yhtiön orgaaninen kasvunäkymä vaimea, mitä heijastelee myös viime vuosien liikevaihdon orgaaninen kehitys. Arviomme mukaan kasvutavoite nojaakin osin epäorgaaniseen kasvuun, jonka antaa edellytykset yli 10 %:n kasvuun.

**2. Kannattavuus:** Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 10 %. Edellisen viiden vuoden aikana yhtiön oikaistu liikevoitto on vaihdellut vuoden 2018 noin 4,5 %:n ja vuoden 2017 2,7 %:n välillä (2021: 2,8 %) ja on ollut keskimäärin 3,5 %. Viime vuosina kannattavuus on ollut heikolla tasolla median rakennemuutoksen aiheuttaman kysynnän heikentymisen ja siitä seuranneen tehokkuuden laskun johdosta ja jäänyt selvästi tavoitetason alapuolelle.

**3. Vakavaraisuus:** Omavaraisuusaste vähintään 40 %. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka täyttää vakavaraisuustavoitteensa helposti ja H1'22:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 85 %.

## Osingonjakopolitiikka

Ilkan osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi Ilkan taloudellinen asema, kannattavan kasvun vaatima rahoitus sekä tulevaisuuden näkymät ja kehitystarpeet. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön osingonjakosuhte (jatkuvat toiminnot) on ollut 41-510 % heijastellen vahvaa rahoitusasemaa, jonka ansiosta vuolasta voitonjakoa voidaan odottaa myös jatkossa.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Kasvuinvestoinnit painottuvat digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin

Ilkka panostaa perinteisten mediatoimintojensa digitalisointiin, mutta yritysostoilla on arviomme mukaan keskeinen rooli kasvutavoitteen saavuttamisessa.

Vuonna 2018 tapahtuneen noin 100 MEUR:n Alma Median osakkeiden myynnin jälkeen yhtiö on ostanut markkinointitoimisto Myynninmaailman, vaikuttajamediatoimisto somessa.comin. Lisäksi Myynninmaailma hankki osake-enemmistön digitoimisto Digimogulista. Vastaavasti vuonna 2021 Ilkka osti sosiaalisen median toimiston Mysomen. Edellä mainitut hankinnat lukeutuvat Media ja markkinointipalvelut-segmentin alle.

Toistaiseksi Ilkan suurin yritysosto oli Liana Technologiesin osto alkuvuodesta 2020. Liana puolestaan osti ruotsalaisen markkinointitekniikayhtiö Ungappedin vuonna 2021 ja suomalaisen Digitoimiston Evermaden vuonna 2022. Nämä yritysostot heijastelevat mielestämme hyvin uudistetun strategian tavoitteita ja toimivat esimerkkinä liiketoimintamallista (digitaalinen, skaalautuva, jatkuvaa liikevaihtoa) ja strategisesta yhteensopivuudesta (media- ja viestintäalan arvoketjussa toimiva yhtiö), johon Ilkan yritysostostrategia arviomme mukaan tähtää.

## Lianalla todennäköisesti olennainen rooli kasvualustana

Liana operoi omalla toimipisteverkostollaan kuudessa maassa (Suomi, Ruotsi, Ranska, Saksa, Dubai ja Hong Kong). Viime aikoina ja koronapandemian tuoman etämyyntiajan tukemana Liana on pyrkinyt tehostamaan toimintaansa keskittämällä toimintoja Suomeen ja supistamalla

kansainvälisiä toimintoja. Nyt kansainväliset toimistot keskittyvät pääasiassa myyntiin, kun taas palvelun tuottaminen on keskitetty Suomeen. Ruotsissa yhtiöllä on kuitenkin muita markkinoita suurempi tiimi, mitä on kasvatettu rekrytoinneilla sekä Ungapped-yritysostolla. Tämän taustalla on se, että yhtiö kokee fyysisen läsnäolon strategisesti tärkeäksi Ruotsin edistyneemmällä markkinalla.

Suomessa tarjoomaa on kasvatettu Evermade-yritysostolla. Evermade on digitoimisto, joka suunnittelee ja toteuttaa erityisesti verkkosivuja sekä verkkokauppoja ja se on Suomen suurimpia wordpress-toimistoja. Yhtiöllä on käynnissä kehityshanke, jolla voidaan automatisoida Lianan automaatiotyökaluja osaksi wordpress ekosysteemiä. Tämä mahdollistaa kokonaisvaltaisemman palvelutarjoajan markkinoijalle, mikä arviomme mukaan myös pienentäisi ostajan näkökulmasta tarvittavien markkinointikumppanien määrää ja suoraviivaistaisi markkinointipalvelujen ostamista. Pidämme tätä strategista tavoitetta varsin luontevana. Kokonaisvaltaisen tarjoaman ulosmittaaminen markkinoilla vaatii arviomme mukaan kuitenkin onnistumisia ja aktiivisuutta myös myyntirintamalla, sillä kilpailukenttä markkinoilla on runsaslukuinen, eikä tarjoajien eroavaisuudet välttämättä ole ostajille suoraviivaisia.

Jo tehtyjen yritysostojen ja kehityshankkeiden jälkeen arviomme koko Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden fokuksen olevan orgaanisessa kasvussa ja kannattavuuden vahvistamisessa sen nykyisillä toimintamarkkinoilla. Arviomme kuitenkin, että segmentti tekee jatkossakin keskipitkällä aikavälillä yritysostoja valikoiduilla maantieteellisillä kasvualueilla.

## Yritysostot 2019-2022

### Vaikuttajamediatoimisto somessa.com

Yrityskauppa 02/2019, omistusosuus 100 %  
Liikevaihto 0,2 MEUR (2019)

### Markkinointitoimisto Myynninmaailma

Yrityskauppa 08/2019, omistusosuus 100 %  
Liikevaihto 1,7 MEUR (2019)

### Ohjelmistoyritys Liana Technologies

Yrityskauppa 01/2020, omistusosuus 77,9 % (optio 100 % omistuksesta)

### Digitoimisto Digimoguli

Yrityskauppa 11/2020, konsernin omistusosuus 100 %  
Liikevaihto 0,5 (2020)

### Sosiaalisen median toimisto MySome

Yrityskauppa 08/2021, omistusosuus 70 %  
Liikevaihto 3,1 (2020)

### Markkinointitekniikayhtiö Ungapped

Yrityskauppa 11/2021, omistusosuus 70 %  
Liikevaihto 1,1 (2021)

### Digitoimisto Evermade

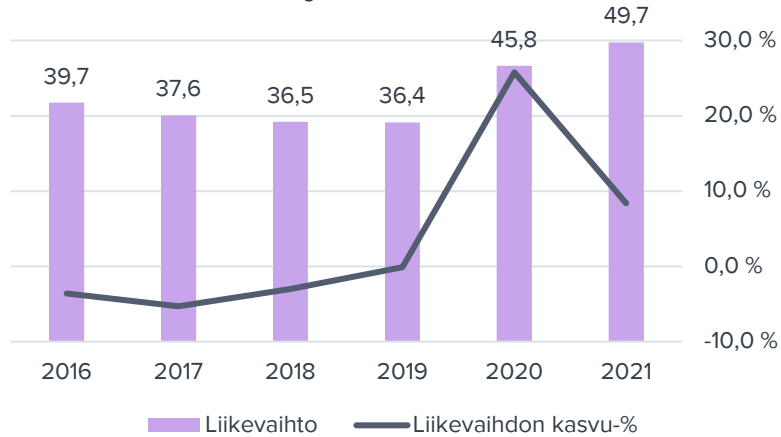
Yrityskauppa 01/2022, omistusosuus 75 %  
Liikevaihto 3,3 (2021)

### Sisältöstrategiatoimisto Differo

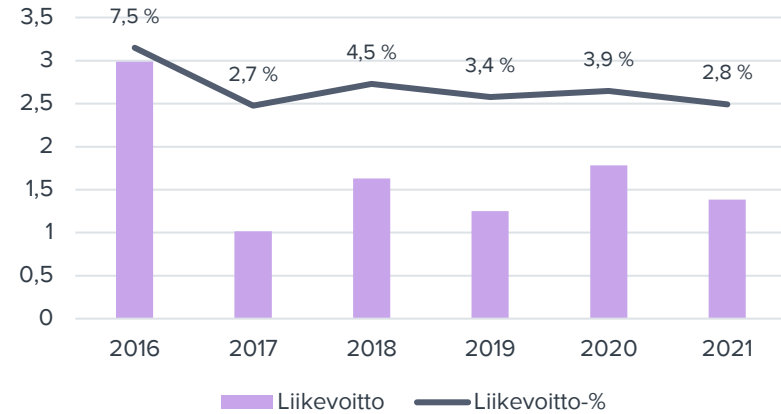
Yrityskauppa 05/2022, omistusosuus 100 %  
Liikevaihto 1,5 (2021)

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

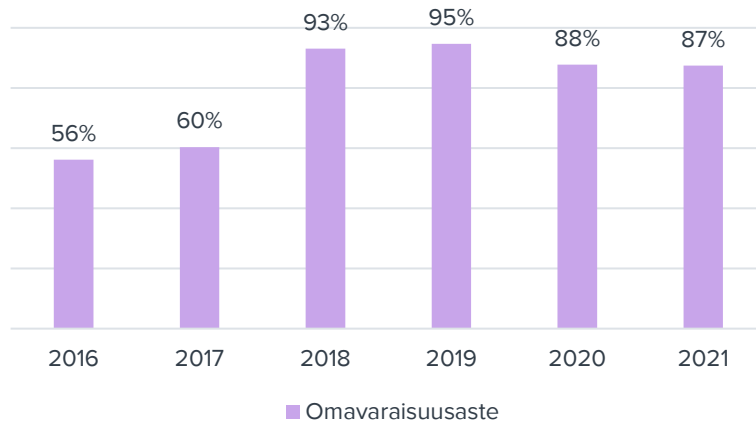
Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



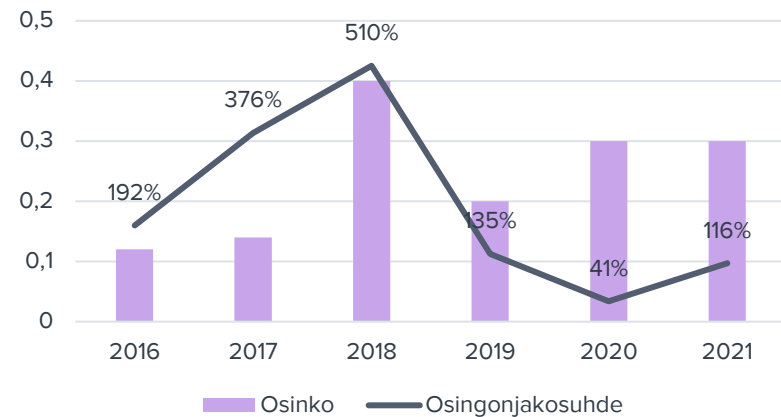
Oman toiminnan liikevoitto ja liikevoitto-%



Omavaraisuusaste, %



Osinko ja osingonjakosuhte\*, %



# Ilkka-konsernin strateginen kehitys

2013

-

2016

2017

-

2020

2021

-

2022

## Liiketoiminnan kehittäminen pienin kehitysinvestoinnein, liikevaihto laskee

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

## Strategiset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Kehityspolku perinteisestä sanomalehtiyhtymästä media- ja markkinoinnin sekä viestinnän alan palveluyhtiöksi
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaan murroksen keskellä
- Yhtiön rahoitusasema on hyvä Alma Media-osakkeiden myyntiin ja Arena Partnersin myyntivoitosta jaettujen osinkojen myötä

## Liiketoiminnan murros jatkuu, kannattavuus heikkenee

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

### Lähtöleveys 1-2v

- Investointien ja panostusten jatkaminen digitaalisten palveluiden osuuden kasvattamiseksi
- SaaS-liiketoiminnan (Lianan) kasvun kiihdyttäminen orgaanisesti sekä epäorgaanisesti
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Painotoiminnan strateginen tarkastelu, vaihtoehtoina kasvun tavoittelu tai divestointi
- Vakaa osingonmaksaja

## Pääoman allokoitua yritysstoihin ja niiden integrointia

- Sanomalehtipainamisesta luopuminen
- Digitaalisten tuottojen merkittävä kasvattaminen epäorgaanisesti ja orgaanisesti keskeisillä kohdemarkkinoilla
- Täydentäviä yritysstoihin markkinoinnin ja viestinnän palveluissa
- Fokuksen terävöittäminen Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluissa sekä palvelun tuotannon keskittäminen Suomeen
- Yritystostojen integroiminen ja synergioiden tavoittelu

### Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisten palveluiden ja tuottojen osuuden kasvattaminen
- Mediatoimialan rakennemuutos painaa perinteisten liiketoimintojen orgaanista kasvua
- Mahdollisuus kohentaa pääoman tuottoja viisaalla pääoman allokoinnilla

# 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 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 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 jatkuvan 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



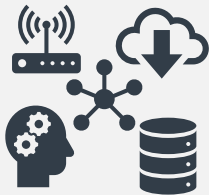
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

## 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 materiaalikulunnuksista. 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.

## 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).

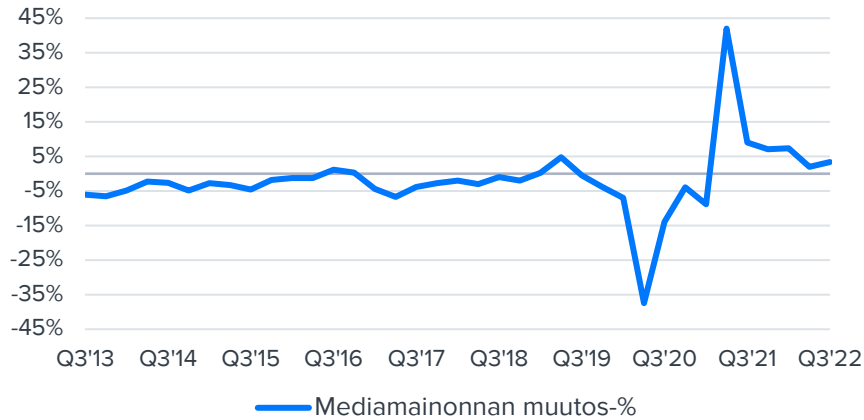
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina-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

## Regulaatio voi jopa hyödyttää mediayhtiöitä

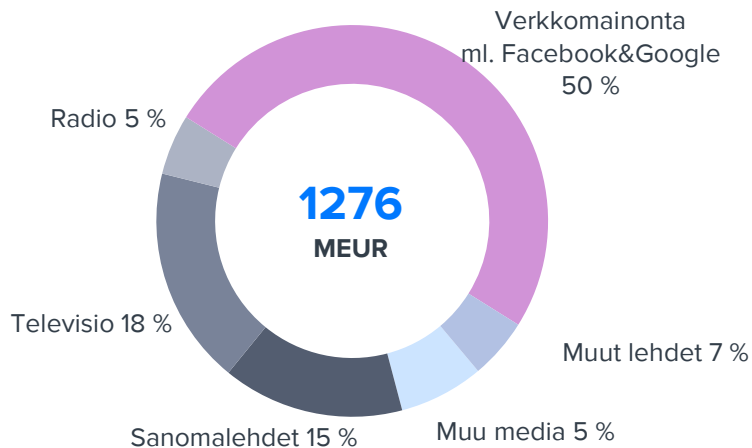
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja 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

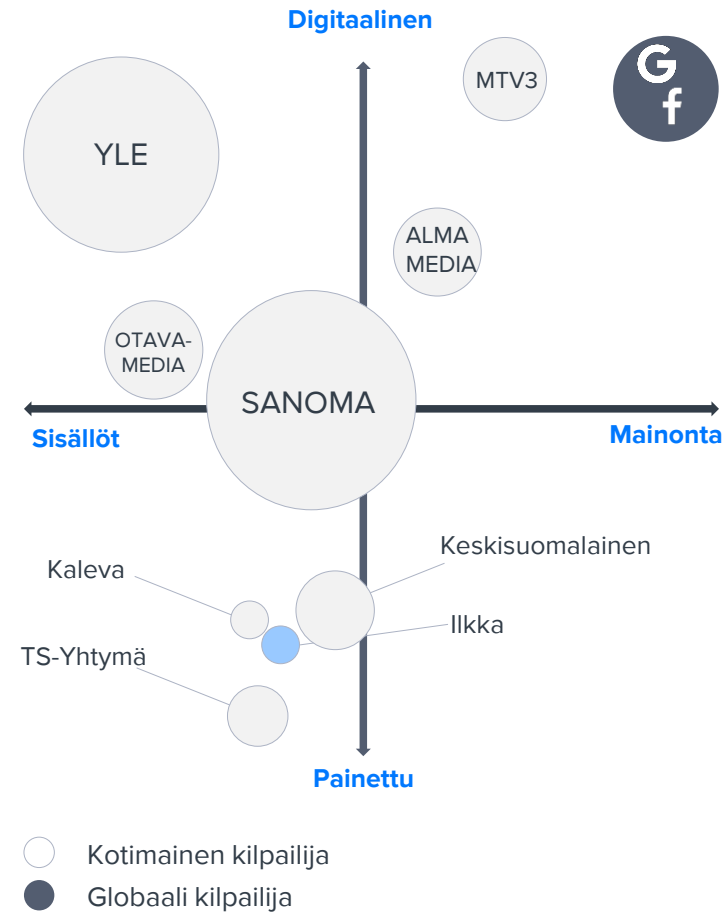
Suomen mediamainonnan kehitys \*



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 kilpailijaksi, vaikka sen toiminta rahoitetaan julkisin varoin.

Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes  
 \*Q3'22 mediamainonnan muutos sisältää heinäkuun luvut



# Toimialakatsaus - markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut

## Voimakkaasti kasvava markkina

Markkinointitekniikan markkina on VALOR Partnersin (2020) Liana Technologies -yrityskaupan yhteydessä tekemän markkinakatsauksen mukaan voimakkaasti kasvava seuraavina vuosina. Suomen markkinointitekniikan markkina (sis. Digipalvelut ja ostetut sisällöt) on ennustettu kasvavan vuoden 2020 700 MEUR:n tasosta 1200 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaisi 10 %:n vuotuista kasvua. Globaalin markkinan koon arvioitiin olevan noin 60 miljardia dollaria vuonna 2020. Markkinan kasvua vetää etenkin datan ja tekniikan merkityksen korostuminen markkinoinnissa, jolla voidaan parantaa markkinoinnin tehokkuutta (mm. kohdennettu viestintä, data-analytiikka, automaatio). Arviomme mukaan ensin koronapandemialla ja myös talouskehityksellä on ollut ja on jatkossakin vaikutusta kasvuvauhtiin, mutta markkinan keskipitkän aikavälin kasvukuvaa nämä eivät mielestämme merkittävästi muuta. Markkina onkin valtava suhteessa markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut-segmentin kokoon, eikä markkinan koko tai kasvu mielestämme rajoita sen kasvua yli ajan tarkasteltaessa.

Markkinoinnin teknologiayhtiöiden kasvuvauhdit olivat yleisesti korkeita 2010-luvulla. Nopeinta kasvu viime vuosina on ollut kansainvälisillä teknologiayhtiöillä, jotka ovat kasvaneet voimakkaasti markkinoinnin automaation liiketoiminta-alueella. Paikallisilla toimijoilla (kuten Liana) kasvu on ollut usein maltillisempaa ja ne ovat jääneet toimialan suurimpien vauhdista. Tämän taustalla on etenkin se, että suurien teknologiayhtiöiden resurssit panostaa kasvuun ovat merkittävästi suuremmat ja ne ovat vauhdittaneet

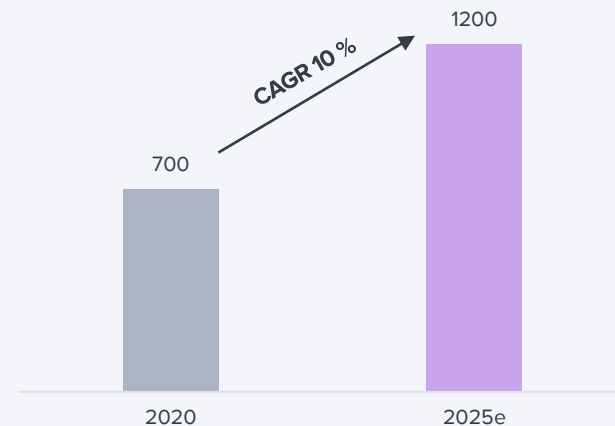
kasvua myös yritysostoin. Näkemyksemme mukaan pienemmillä paikallisilla toimijoilla on kuitenkin markkinan koon ja sen kasvun ansiosta hyvät edellytykset kasvaa markkinan pienemmissä taskuissa. Erilaiset maantieteelliset, asiakkaiden kokoluokkaan ja palveluihin liittyvät valinnat pienentävät tällöin relevanttia markkinapotentiaalia jossain määrin.

## Kilpailutilanne on moninainen

Lianan tekniikka kattaa useita viestinnän ja markkinoinnin teknologiapalveluita (markkinointiviestinnän automaatio, kanta-asiakasviestintä ja suoramarkkinointi). Markkinoilla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Salesforce, Adobe, Meltwater ja Cision) ja satoja pieniä toimijoita, mutta näiden asemoituminen markkinassa vaihtelee. Yritykset tavanomaisesti kategorisoivat tarjoomansa joko pk-yrityksille (mm. Liana ja MailChimp) tai isoille yrityksille (mm. Salesforce ja IBM) ja niiden tarjonta ei tyypillisesti koostu useista eri palveluista.

Lianan merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Apsis ja Hubspot-kumppanit, jotka tarjoavat melko kattavia paketteja pk-yrityksille. Eri palvelualueiden välillä kilpailutilanne ja kilpailijat kuitenkin usein vaihtelevat. Siten myös Lianan kilpailijat vaihtelevat palvelualueittain yhtiön tarjonnan ollessa laaja. Kokonaismarkkinan kasvunäkymän takia markkinalla on tilaa useille sekä myös uusille toimijoille ja siten kilpailutilanne markkinoilla saattaa elää nopeastikin. Kaiken kaikkiaan pidämme kuitenkin laajan toimijajoukon ja suhteellisen matalien alalle tulon kynnyksen johdosta kilpailutilannetta tiukkana, eikä markkinoilla ole mielestämme vahvoja erottautumiskijöitä eli kilpailuedun lähteitä.

## Suomen markkinointitekniikka\* (MEUR)



## Kilpailukentän toimijoita



Laaja tarjonta



Keskittyneempi tarjonta

\* Sisältää myös digipalvelut ja ostetut sisällöt  
Lähde: Avas, Marketing Innovations, Grand View Research, VALOR Partners, Ilkka

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

## Kustannusrakenne on muokkaantunut

Ilkan liiketoimintojen rakenne on muuttunut varsin merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana, jonka takia myös yhtiön kustannusrakenne on muuttunut ja tulee muuttumaan epäorgaanisen kasvustrategian myötä entisestään. Siksi historiallinen kustannusrakenne ei anna todenmukaista kuvaa nykyisestä tai arviomme mukaan tulevasta kustannusrakenteesta, kun liiketoimintojen painopiste on muuttunut perinteisestä mediasta- ja painopalveluista markkinoinnin ja viestinnän sekä digitaalisen median painottuviin liiketoimintoihin. Siten materiaalien ja palveluiden paino kustannusrakenteessa on vähentynyt (osaltaan myös painamisen kysynnän vähentymisen ja ulkoistuksen takia) ja suurempi rooli kustannusrakenteesta on nykyään henkilöstökuluilla (2021: 50 %) ja liiketoiminnan muilla kuluilla (2021: 18 %). Kustannusrakenne ei siten ole lyhyellä tähtäimellä kovin joustava.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut ovat vaihdelleet noin 15-18 %:n välillä ja olleet edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin reilu 16 % liikevaihdosta.

## Tase on jämäkässä kunnossa

Ilkan tase oli H1'22:n lopussa 196 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä johtuu muun muassa yhtiön merkittävästä omistuksesta Alma Mediassa. Omistus Alma Mediassa raportoidaan

pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli H1'22:n lopussa noin 90 MEUR ja vastasi vajaata 46 % taseen loppusummasta. Muita pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa oli H1:n lopussa 17 MEUR:n aineettomat hyödykkeet (9 % taseen loppusummasta) sekä 22 MEUR:n liikearvo (11 % taseen loppusummasta).

Ilkalla on varsin tuhti nettokassa ja H1:n lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 11 MEUR:n (6 %) kassavaroista sekä 34,5 MEUR:n (18 %) muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista. Nykyisten liiketoimintojen ansaintalogiikkaa mukaillen yhtiön käyttöpääoma on ollut negatiivinen viime vuosina, joka johtuu median tilaustuottojen ja toisaalta SaaS-palveluiden etupainotteisesta (ennakkomaksut) laskutuksesta, jolloin myyntisaamisten osuus on pienempi suhteessa ostovelkoihin ja saatuihin ennakkoihin. Liiketoiminta ei myöskään sido pääomaa vaihtomaisuuteen juurikaan. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että käyttöpääoman ollessa negatiivinen asiakkaat rahoittavat operatiivista liiketoimintaa.

Taseen velat-puolelta valtaosan kattaa oma pääoma, sillä yhtiö ei juurikaan ole rahoittanut liiketoimintojansa vieraalla pääomalla. H1'22:n lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste olikin -28 %.

Pidämme konsernin tase-eriä kurantteina, sillä Alma Median osakkeiden arvo konsernin taseessa on linjassa Inderesin arvioiman käyvän arvon kanssa ja taseen aineeton omaisuus on näkemyksemme mukaan perusteltavissa.

## Pääoman tuotoissa parantamisen varaa

Ilkan pääoman tuotot ovat viime vuosina painuneet heikentyneen tuloskehityksen ja paisuneen taseen myötä matalalle tasolle. Vuonna 2020 Arena Partnersin saama myyntivoitto Alma Mediapartnersista nosti Ilkan pääoman tuottoa kertaluonteisesti (2020 ROI 12,7 %) osakkuusyhtiötuloksen kautta, mutta vuosina 2019 ja 2021 ROI-% on ollut vaatimattomalla noin 4 %:n tasolla. Nykyisten omaisuuserien pääoman tuottokyvyn kohentaminen nojaa pitkälti digitaalisten liiketoimintojen tuloskasvuun ja taseen pääomien tuottavampaan allokointiin.

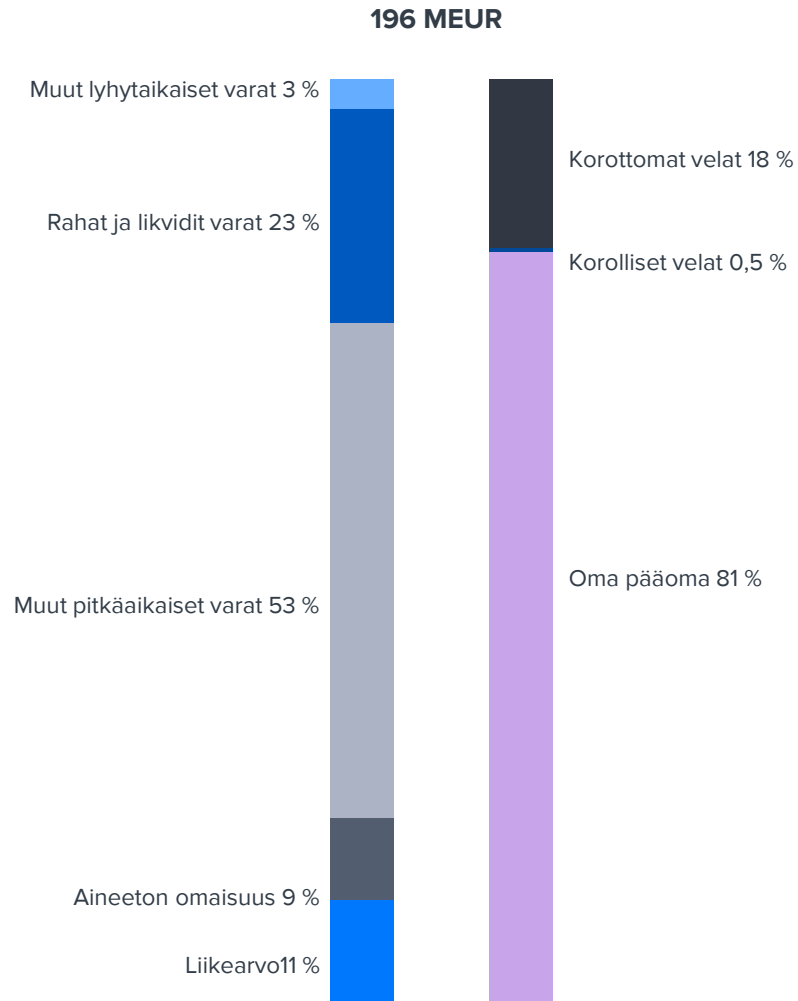
## Operatiivisen toiminnan kassavirta kohtuullista

Liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana voimakkaasti operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana (5-34 % liikevaihdosta). Periodin huippulukema (vuosi 2021) johtuu Arena Partnersin maksamista osingoista, josta oikaistuna liiketoiminnan rahavirta oli noin 9 % liikevaihdosta eli samalla tasolla kuin vuonna 2020. Tätä voidaan mielestämme pitää nykyisten liiketoimintojen kilpailukyvyt huomioiden normaalina tasona.

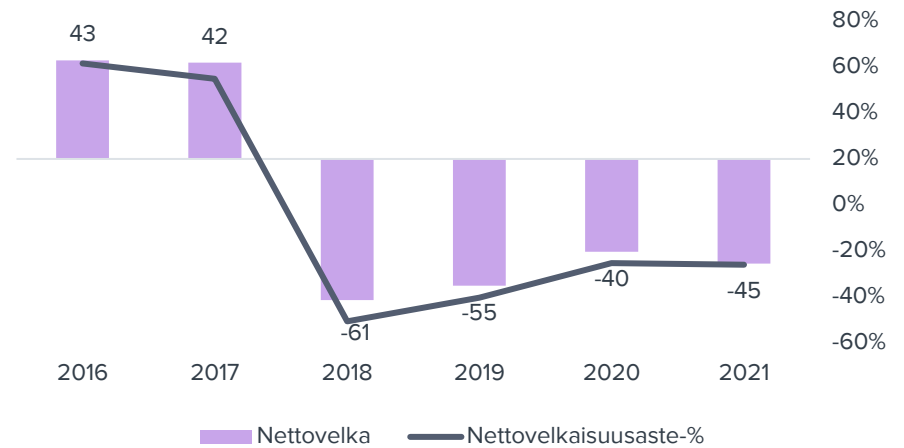
Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala ja arviomme mukaan vain noin 1-2 MEUR vuodessa. Siten yhtiö pystyy kattamaan investointitarpeet operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve siten edellytä kassan syöntiä. Tämä sekä yhtiön rahoitusasema huomioiden, on Ilkan edellytykset allokoida pääomia kasvuun ja osinkoihin erittäin hyvät.

# Taloudellinen tilanne

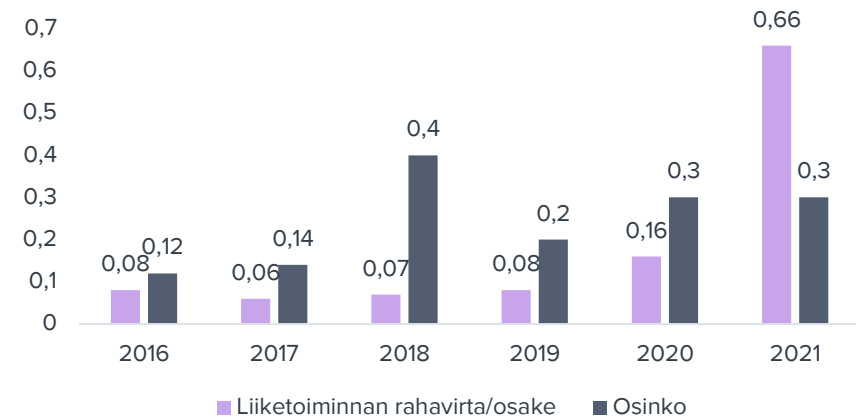
## Taserakenne, H1'22



## Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



## Operatiivinen rahavirta ja osinko per osake



# Ennusteet 1/3

## Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkan liikevaihdon kehitystä kolmen raportoitavan segmentin kautta. Media- ja markkinointipalveluiden liikevaihtoa mallinamme erikseen sisältö- ja ilmoitustuottojen osalta, sillä niiden tuottojen syklisyys eroaa toisistaan merkittävästi. Lisäksi mallinamme Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihtoa vakaampien jatkuvalaskutteisten palveluiden sekä muiden palveluiden osalta erikseen.

Odotamme liikevaihdon ennusteissamme, että medialiiketoimintojen sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositasona noin 1-2 %:n vauhtia ja mainonnan tuotot hieman voimakkaammin (noin 5 %) vuositasona.

Ennakoimaamme Media- ja markkinointipalveluiden liikevaihdon laskua ajaa rakennemurroksesta johtuva painetun median taantuminen, jota digitaalisten tuottojen kasvu ei riitä arviomme mukaan kompensoimaan.

Painopalveluiden liikevaihdon ennustamme laskevan keskimäärin noin 3-5 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä, mikä heijastelee alan trendinomaista kehitystä ja markkinan ylitarjontaa. Arviomme mukaan segmentti voi olla osallisena rakennejärjestelyissä lähivuosina, sillä sen nykyisessä kokoluokassa tyydyttävän kannattavuuden ja pääoman tuoton saavuttaminen on arviomme mukaan haastavaa. Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon ennustamme kasvavan noin 5-10 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä segmenttien liikevoittomarginaalien sekä konsernikulujen (pääosa kohdistamattomat-erästä)

kautta.

Odotamme Media- ja markkinointipalveluiden kannattavuuden kehittyvän vakaasti ja olevan keskimäärin 5,5 %:n tasolla lähivuosina, mitä tukee markkinointi- ja viestintäpalveluiden myynnin kasvu ja toiminnan tehostuminen digitalisaatioasteen lievän nousun myötä. Painopalveluiden taas odotamme tekevän noin nollatason tulosta. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluilta odotamme nousujohteista kannattavuuskehitystä, mutta tämä on arviomme mukaan vahvasti riippuvainen kasvuennusteidemme toteutumisesta, sillä sen kustannusrakenteessa ei arviomme mukaan ole laskuvaraa. Segmentin lähivuosien kannattavuusennusteemme ovat 2-5 %:n tasolla.

Näkyvyys Ilkan liikevaihdon kehitykseen on kohtuullisen hyvä lyhyellä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaampiin medialiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden jatkuvalaskutteiseen liikevaihtoon. Epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa ilmoitustuottojen syklisyys ja Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kysynnän jatkuva heikommassa talousympäristössä.

Alma Median jakamat osingot muodostavat merkittävän osan Ilkan nettotuloksesta, sillä ne nostavat yhtiön rahoituskustannukset selvästi positiiviseksi yli ajan. Näin ollen yhtiön tuloskehityksen osalta osingot ovat merkittävässä roolissa ja niiden tuottama rahavirta on arviomme mukaan myös olennainen tekijä yhtiön jakamien osinkojen kehityksen takana.

Suurimmat lyhyen tähtäimen epävarmuustekijät liittyvät etenkin lyhyellä tähtämellä

## Keskeiset ennusteparametrit

- Segmenttien kasvuodotukset (2022-)
  - Media- ja markkinointipalvelut - 2-5 % p.a.
  - Painopalvelut - 5-8 % p.a.
  - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut + 3-8 % p.a.
- Toimialojen kannattavuus (EBIT-%)
  - Media- ja markkinointipalvelut 5-6 %
  - Painopalvelut 0-2 %
  - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut 2-5 %
- Epävarmuustekijät
  - Painetun median laskuvauhti
  - Digitaalisten palveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuvuus
  - Tulevat yritysjärjestelyt (eivät sisällä ennusteisiin)

# Ennusteet 2/3

kustannusinflaation aiheuttamaan tulospaineeseen sekä Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kannattavuuden vahvistumiseen.

## Odotamme liikevaihdon kasvavan, mutta tuloksen laskevan vuonna 2022

Ilkka ohjeistaa sen vuoden 2022 liikevaihdon nousevan (2021 49,7 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2021: 1,4 MEUR) pysyvän edellisvuoden tasolla tai laskevan hieman. H1'22:n lopussa Ilkan liikevaihto oli kasvanut noin 19 % vertailukaudesta 28,2 MEUR:oon ja oikaistu oman toiminnan liiketulos oli 0,15 MEUR eli vertailukauden tasolla. Ennustemme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvuksi 15 %, kun taas oikaistun oman toiminnan liikevoiton ennustemme on 0,9 MEUR. Odotamme siten tuloksen laskevan, mutta absoluuttisin luvuin tarkasteltuna lasku on pieni, minkä takia arvioimme sen olevan linjassa ohjeistuksen kanssa.

Segmentteittäin odotamme liikevaihdon kasvavan 8 % vertailukauden tasolta Media- ja markkinointipalveluissa. Kasvua jarruttaa odottamamme sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku, mutta tämän enemmän kuin kompensoi Muun myynnin kasvu Mysome- ja Differo-yritysostoja heijastellen. Painopalveluiden (ulkoisen) liikevaihdon odotamme laskevan markkinatrendiä ja ylitarjontaa heijastellen 16 %, mutta sen pienen kokoluokan vuoksi absoluuttinen liikevaihtotason lasku on maltillinen. Vastaavasti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden odotamme kasvavan noin 40 %:n, minkä taustalla on jatkuvien palveluiden kohtuullinen orgaaninen kasvu sekä Ungapped- ja Evermade-yritysostojen tuoma epäorgaaninen kasvu.

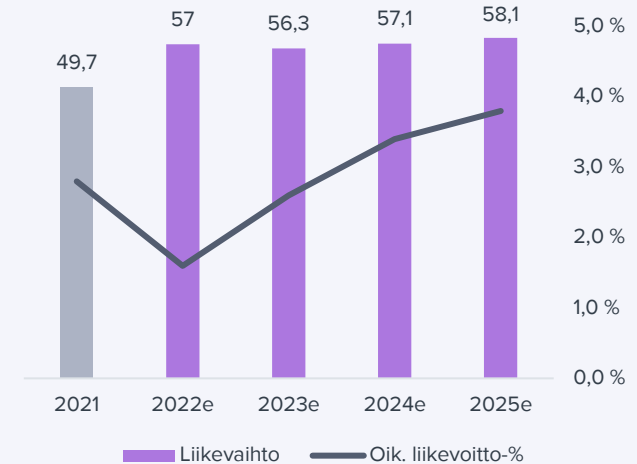
Loppuvuonna kustannustasoa arviomme mukaan kasvattaa korkea inflaatio, minkä lisäksi tulosta jarruttaa sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku. Odotamme Media ja markkinointipalveluiden tuloksen kasvavan lievästi, mutta konsernitason tämä kehitys hautautuu Painopalveluiden tappioiden alle. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tuloksen odotamme paranevan lievästi ja kampeavan hieman voitolle vuonna 2022.

Nettotulostasolla odotamme tuloksen yltävän vain hieman operatiivista tulosta korkeammalle, sillä Q2:lla rahoitusvarojen käyvän arvon muutokset painoivat nettorahoituskulut negatiiviseksi ja osin eliminoi Alma Median osinkotuottojen vaikutusta Q1:ltä. Käyvän arvon muutokset ovat seurausta korkojen ripeästä noususta, mikä osuu yhtiön korkopaperisalkkuun, mutta nämä eivät ole kassavirtavaikuttavia. Tätä kokonaiskuva heijastellen odotamme koko vuodelta 0,10 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (2021: 0,21 euroa). Vahvaa rahoitusasemaa peilaten odotamme yhtiön maksavan 0,20 euron osingon vuodelta 2022.

## Vuodet 2023-2025: maltillista kasvua ja kohenevaa kannattavuutta

Ennustamme konsernitason verkkaisesti kasvavaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2023-2025. Kasvua jarruttaa odottamamme sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku, mikä painaa Media ja markkinointipalvelut laskuun näiden suhteellista painoarvoa mukailten. Painopalveluiden liikevaihdon odotamme niin ikään laskevan markkinan supistuvaa trendiä ja ylikapasiteettia mukailten. Vastaavasti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden odotamme kasvavan keskimäärin 6 %:n kasvuvauhtia.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

Keskimäärin ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 1 %:n vuodessa.

Kannattavuuden odotamme kääntyvän nousukäyrälle vuodesta 2023 alkaen, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla keskimäärin 3,2 %:iin (2,6-3,8 %). Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tuloskasvusta, jonka liikevoitto-%:n odotamme nousevan jakson lopulla 5 %:iin skaalautuvan kasvun ansiosta.

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden lähivuosien tulosennusteidemme osalta huomioitavaa on, että kannattavuuden skaalautuminen edellyttää arviomme mukaan liikevaihdon kasvua. Siten tuloskasvuennusteiden toteutuminen on näkemyksemme mukaan pitkälti kiinni Markkinoinnin ja teknologiapalveluiden kasvun kulmakertoimesta lähivuosina. Tähän liittyvä epävarmuus on lyhyellä tähtämellä koholla talousnäkymien sukelluksen seurauksena, mutta pidemmällä tähtämellä markkinan rakenteellisten muutosten ja tästä seuraavan markkinakasvun tulisi arviomme mukaan tukea kasvun edellytyksiä.

Nettotuloksen odotamme saavan kasvavaa tukea Alma Medialle ennustamastamme osingon kasvusta, mikä yhdessä operatiivisen tuloksen lievän kasvun kanssa tukee tuloskasvua nettotulostasolla. Alma Medialta saatuja osinkoja heijastellen odotamme lähivuosien rahavirran säilyvän operatiivista tulosta vahvempana. Tätä ja tavanomaisia matalia orgaanisia investointitarpeita heijastellen odotamme Ilkan maksavan jaksolla lievästi nousevaa osinkoa ja ennusteissamme osingonjakosuhteiden säilyvän yli 100

%:n lähivuosina.

## Pitkän aikavälin ennusteet

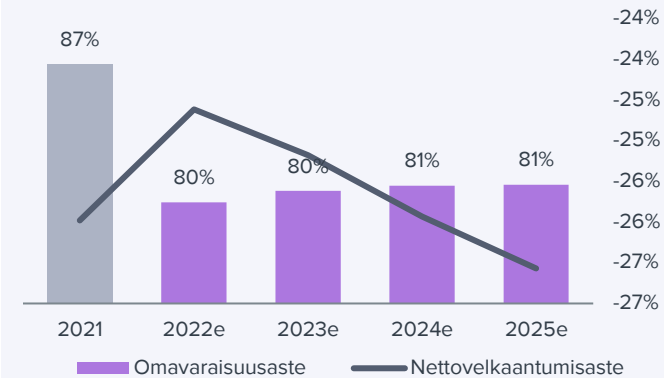
Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden skaalautuminen. Media- ja markkinointipalveluiden sekä Painopalveluiden pitkän aikavälin liikevaihdon odotamme laskevan lievästi rakenteellista murrosta peilaten.

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa niin ikään 2 %. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernitason liikevoitto-%:n asettuvan noin 3,5 %:iin.

## Epäorgaaninen kasvu ei sisälly ennusteisiin

Arviomme mukaan Ilkan voidaan odottaa tekevän etenkin keskipitkällä tähtämellä yhä uusia yritysostoja. Emme ole kuitenkaan huomioineet yritysostoja ennusteissamme, sillä niiden mallintaminen on käytännössä mahdotonta. Arviomme mukaan yhtiö tähtää epäorgaanisen kasvuun pääosin digitaalisen median tuotteiden ja palveluiden markkinalla, missä kasvu ja kannattavuusnäkyvät ovat pitkällä aikavälillä hyvin poikkeavat perinteisen median markkinaan verrattuna. Siten pitkän aikavälin ennusteissimme onnistuneilla yritysostoilla voi olla tuntuva vaikutus. Koska emme ole mallintaneet yritysostoja yhtiön tase säilyy erittäin vahvana keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme. Arviomme mukaan myös Painopalvelut voivat olla osana rakennejärjestelyjä, mutta emme ole mallintaneet myöskään näitä ennusteissamme.

## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>45,8</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,9</b>	<b>49,7</b>	<b>13,6</b>	<b>14,6</b>	<b>13,8</b>	<b>15,1</b>	<b>57,0</b>	<b>56,3</b>	<b>57,1</b>	<b>58,1</b>
Media- ja markkinointipalvelut	29,7	7,2	7,8	7,7	9,0	31,7	8,3	8,6	8,3	9,0	34,1	32,9	32,4	31,9
Painopalvelut	8,0	1,8	2,0	1,7	1,9	7,4	0,8	0,9	0,8	1,0	3,5	3,2	3,1	2,9
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelu	13,9	3,4	3,5	3,4	3,9	14,1	4,6	5,3	4,7	5,2	19,7	20,3	21,7	23,4
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-5,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-3,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Käyttökate</b>	<b>17,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-0,8	-1,3	-0,9	-0,9	-3,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-3,8	-4,1	-4,0	-3,9
<b>Oik. oman toiminnan liikevoitto</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
Media- ja markkinointipalvelut	1,1	0,3	0,4	0,4	0,5	1,6	0,7	0,4	0,4	0,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Painopalvelut	0,1	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,8	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelu	0,5	-0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,5	0,0	0,2	0,4	0,9	1,2
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	12,8	-0,3	-0,1	-0,2	2,6	1,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,8	-0,8
Nettorahoituskulut	4,0	3,3	0,5	0,1	0,5	4,4	3,0	-1,1	0,1	0,1	2,1	3,6	3,8	4,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>18,6</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>2,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>
Verot	0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>18,8</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,24</b>	<b>0,12</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,21</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,19</b>	<b>0,21</b>	<b>0,23</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,74</b>	<b>0,11</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,13</b>	<b>0,26</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,19</b>	<b>0,21</b>	<b>0,23</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	25,7 %	13,5 %	8,5 %	3,7 %	8,5 %	8,4 %	18,0 %	19,0 %	15,2 %	8,6 %	14,8 %	-1,2 %	1,3 %	1,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	42,7 %	-112,8 %	-49,5 %	-7,9 %	-58,4 %	-22,3 %	910,2 %	-219,8 %	-29,5 %	-54,2 %	-32,6 %	54,9 %	32,2 %	14,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	38,2 %	5,1 %	5,6 %	11,6 %	27,3 %	13,1 %	4,2 %	3,9 %	11,6 %	7,3 %	6,7 %	9,8 %	10,3 %	10,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,9 %	0,3 %	1,0 %	7,6 %	2,3 %	2,8 %	2,2 %	-1,0 %	4,6 %	1,0 %	1,6 %	2,6 %	3,4 %	3,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	41,1 %	23,7 %	-0,6 %	5,2 %	23,6 %	13,2 %	17,6 %	-10,2 %	4,6 %	1,0 %	3,0 %	8,5 %	9,5 %	10,1 %

Lähde: Inderes



# Sijoitusprofiili

## Tähtäimessä kasvuyhtiön status

Ilkan profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena yhtiönä, joka pyrkii hyödyntämään vahvan taseen tarjoaman liikkumavaran ja kääntämään liikevaihdon kasvuun. Osien summassa piilevän arvon ansiosta yhtiö profiloituu kuitenkin myös arvoyhtiöksi, jossa sijoittajien kannalta keskeistä on osissa piilevän arvon purkautuminen etenkin arvoa luovan pääoman allokoinnin avulla.

Osakkeen riskiprofiili on mielestämme erittäin vahvan taseen, median rakennemurroksen sekä tuottojen sykliisyyden summana kohtuullinen. Osakkeen likviditeetti on kuitenkin varsin vähäinen, mikä näkemyksemme mukaan nostaa tuottovaadetta.

## Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

Ilkan liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosien ajan melko tasaista, vaikkakin viime vuosien yritysostojen myötä liikevaihto on kasvanut epäorgaanisesti ja sen rakenne on muuttunut. Samaan aikaan taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut perinteisten mediatoimintojen ja painotoimintojen liikevaihdon ja tuloksen laskuun. Arvioimme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi arvioimme Ilkan media- ja painoliiketoimintojen orgaanisen kasvun trendin jatkuvan lievästi negatiivisena.

Hyvin markkinoiden murrokseen vastaavan Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden orgaanisen kasvun trendi on selvästi positiivinen,

mutta suhteellisesti pienemmän kokoluokan vuoksi konsernitasolla sen kasvun vaikutus on ainakin toistaiseksi rajallinen.

## Yritysostoilla vauhtia kasvuun

Yrityskaupat ovat arvioimme mukaan tärkeä osa Ilkan strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kasvun myötä ja tehokkaan pääoman allokoinnin myötä korkeampana sijoitetun pääoman tuottona. Toisaalta, mikäli yritysosto epäonnistuvat, ne näkyvät heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

## Positiiviset arvo-ajurit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet ovat:

### Uusien liiketoimintojen kasvu ja skaalautuvuus:

Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden liikevaihdon kasvu on skaalautuvaa ja siten näiden liiketoimintojen kasvu tavanomaisesti heijastuu vivulla tulokseen. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on myös niiden paremman ennustettavuuden vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu tukee myös hyväksyttävää arvostusta.

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

ansiosta odotamme Ilkan saavan merkittävää osinkovirtaa myös jatkossa.

## Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön

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

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät mahdolliset negatiiviset arvoajurit ja riskit ovat:

### Painetun median ja painotoimialan kysynnän

**kehitys:** Painetun median murroksen kiihtyminen voi painaa odotuksiamme enemmän segmenttien lähivuosien liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta.

### Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden

#### kasvattamisessa epäonnistuminen:

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

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

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

**Osakkeen likviditeetti:** Huolimatta suhteellisen hyvin hajautuneesta omistusrakenteesta, kaupankäynti yhtiön osakkeilla pörssissä on melko vähäistä, mikä heikentää tehokasta hinnan muodostusta.



# Sijoitusprofiili

1.

Painetun median orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot rakennemurroksen takia

2.

Toteutetut yritysjärjestelyt ja toiminnan tehostaminen luovat potentiaalia liikevaihdon ja -tuloksen trendin käännteelle

3.

Osien summassa arvoa Alma Media -omistuksessa ja rahoitusvaroissa

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Digitaalisten tuotteiden ja palvelujen kasvun skaalautuminen

## Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden kasvun skaalautuvuus

## Riskit



- Painetun median ja painotoiminnan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Taloussuhdanteiden kehitykseen liittyvät riskit
- Osakkeen vähäinen vaihto ja siten keskimääräistä heikompi likviditeetti

# Arvostus 1/4

## Arvonmäärittäminen

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

Perinteisiin tulos pohjaisiin liittyy selviä heikkouksia ja EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkan tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti P/E-kerrointa taas vääristää jossain määrin huomattava nettokassa. Tästä johtuen tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät mielestämme sovellu Ilkan arvonmäärittäykseen erityisen hyvin sellaisenaan.

## Osien summa -malli

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

Arviomme Ilkan liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 146 MEUR tai 5,73 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,9 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla (10,39 euroa osakkeelta) vastaa 84 MEUR eli 3,3 euroa osakkeelta. Käytämme laskelmassamme Alma Median osakkeen viimeisintä markkinahintaa, sillä se kuvastaa mielestämme parhaiten sitä, millä

hinnalla omaisuuserä olisi likvidoitavissa. Alma Median viimeisimmissä raporteissa olemme arvioineet osakkeen käyväksi arvoksi noin 11-12,4 euroa osakkeelta. Huomioitavaa kuitenkin on, että haarukan yläreunaa liikuttaa etenkin Alma Median verokkiryhmän voimakkaan kasvun ja korkean kannattavuuden yhtiöt. Siten haarukan ylälaita on osin markkinaliikkeiden heiluttama, eikä se välttämättä ole taso, jolle Alma Median osake hinnoitellaan markkinalla lyhyellä tähtäimellä. Se ei myöskään siten välttämättä kuvasta hintatasoa, jolla osakkeet olisivat realisoitavissa tällä hetkellä.

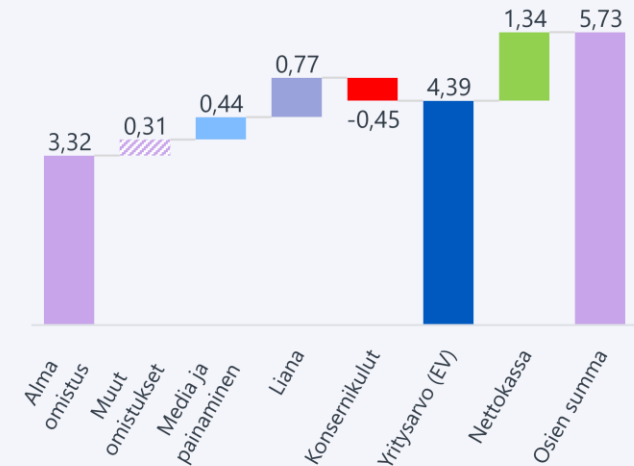
Laskelmassamme toiseksi arvokkain osa on yhtiön H1'22:n lopun nettokassa, joka oli 34 MEUR tai 1,34 euroa osakkeelta, kun huomioidaan ehdolliset kauppahinnat velkana. Edellä mainittujen omaisuuserien yhteenlaskettu arvo on konsernikulujen nykyarvon (11,3 MEUR) ja muiden pienien omistuksien vähentämisen jälkeen 115 MEUR.

Olemme arvioineet operatiivisten liiketoimintojen arvoksi noin 31 MEUR tai 1,22 per osake, mistä lähes 2/3 muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista (EV/S-kerroin 1x) ja loput Media- ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista (EV/S-kerroin 0,3x). Näin ollen osien summa laskelmamme antaa Ilkan arvoksi 146 MEUR tai 5,73 euroa osakkeelta.

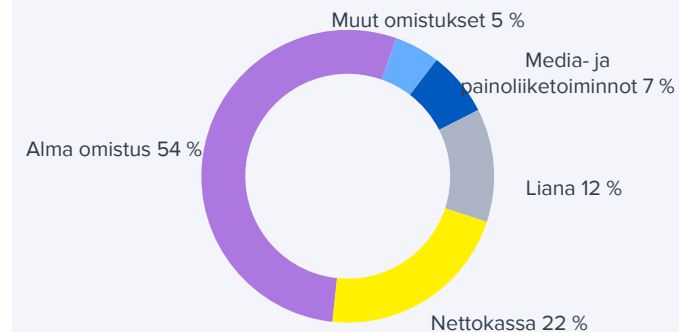
## Arvon mahdollisia purkajia

Arviomme mukaan olennainen ajuri osien summalaskelmamme mukaisen arvon purkautumiselle lähivuosina on yhtiön operatiivisen toiminnan kasvu- ja kannattavuustrendin kehitys, sillä näkemyksemme mukaan etenkin digitaalisten liiketoimintojen kääntäminen kannattavaan kasvuun

## Osien summa per osake



## Arvon jakautuminen



Lähde: Inderes

# Arvostus 2/4

vaikuttaisi osakemarkkinoiden operatiiviselle liiketoiminnalle antamaan arvoon. Tässä keskiössä on orgaanisen tuloskasvun lisäksi onnistuneet tuloskasvua vahvistavat yritysjärjestelyt eli taseen pääomien käytön tehostuminen.

Lisäksi mahdollisia keinoja arvon purkamiselle on erittäin vahvan taseen purkaminen osinkoja jakamalla tai omia osakkeita ostamalla. Pidämme kuitenkin varojen allokoimista (epäorgaaniseen) kasvuun todennäköisempänä vaihtoehtona kuin merkittävästi avokätisempää voitonjakoa.

## Arvon purkautuminen vie arviomme mukaan useita vuosia

Arviomme mukaan osien summassa piilevän arvon realisoituminen täysimääräisesti 12 kuukauden aikajänteellä ei ole realistinen odotus, ja pääoman käytön tehostuminen (esim. epäorgaaninen kasvu) tulee arviomme mukaan viemään useita vuosia. Myös odotuksemme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvusta ja kannattavuudesta ovat olleet viimeisen vuoden aikana laskusuunnalla, eikä segmentin lyhyen tähtäimen ennusteidemme mukainen kehitys arviomme mukaan ajaisi osien summan arvon purkautumista seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

Mikäli osien summassa piilevä arvo pysyisi ennallaan, mutta arvo purkautuisi lähes täysimääräisesti neljän vuoden ajanjaksolla, saisi sijoittaja nykykurssilla purkautumisen kautta noin 8 %:n vuosituoton. Tämä on hieman alle soveltamamme tuottovaatimuksen. Osien summan purkautumisen aikajännettä on haastava haarukoida, ja se riippuu arviomme mukaan edellä esiteltyjen ajureiden realisoitumisesta. Siten

vuotuinen tuotto-odotus on vain suuntaa antava hahmotelma. Mikäli arvon purkautuminen tapahtuisi hieman nopeammin eli kolmessa vuodessa olisi vuotuinen tuotto-odotus reilu 11 %, kun taas viiden vuoden jaksolla tarkasteltuna se vastaisi vajaan 7 %:n vuotuista tuotto-odotusta.

## Arvostuskertoimet eivät anna oikeaa kuvaa

Ilkan vuosien 2022 ja 2023 oikaistut EV/EBIT- ja P/E kertoimet ovat 63x ja 40x sekä 37x ja 20x. Absoluuttisesti kertoimet ovat korkeat, mutta huomioitavaa on, että ennusteissamme huomattava osuus lähivuosien nettotuloksesta (ja rahavirrasta) muodostuu Alma Median osingoista, kun taas operatiivisen tuloksen rooli on selvästi pienempi. Tämä nostaa EV/EBIT-kerrointa ja vääristää arvostuksen kokonaiskuvaa. Vastaavasti P/E-kerrointa tarkastellessa huomioitavaa on, että normaalin liiketoiminnan tarpeisiin ylisuuresta kassasta oikaistuna arvostuskertoimet painuisivat selvästi matalammaksi.

Näkemyksemme mukaan konservatiivisesti arvioiden 5 MEUR:n nettokassa olisi yhtiölle riittävä taso operatiivisen toiminnan pyörittämiseen. Siten jos oikaisemme vuosien 2022-2023 P/E-lukuja ”ylimääräisellä” kassalla painuu kerroin noin 13-12x tasoille. Tämä kuvastaa operatiivisen liiketoiminnan arvostusta, kun huomioidaan myös näkemyksemme mukaan suhteellisen likvidi omistus Alma Mediassa.

Ilkalla ei ole mielestämme löydettävissä puhtaita verrokkeja, minkä lisäksi edellä esiteltyt sudenkuopat arvostuskertoimissa tekee verrokkiarvostuksen soveltamisesta haastavan, emmekä siten soveltaisi verrokkiarvonmäärittäystä Ilkan arvonmäärittämisessä.

## Arvostus

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,79	3,79	3,79
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	59	58	57
P/E (oik.)	37,1	20,1	17,8
P/E	57,0	20,1	17,8
P/Kassavirta	neg.	37,9	33,7
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	1,7	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	15,4	10,5	9,6
EV/EBIT (oik.)	63,1	40,1	29,7
Osinko/tulos (%)	301,0 %	106,2 %	103,6 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Arvostus 3/4

## Tulostuotto-odotus on suhteellisesti korkea

Odotamme Ilkan lähivuosisien operatiivisen tuloskasvun olevan varsin hyvällä ja noin 11 %:n tasolla. Tulostuottoon liittyvä epävarmuus on kuitenkin hieman koholla, sillä merkittävässä roolissa sen ajurina toimii Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden skaalautuva liikevaihdon kasvu. Tästä ei ole vielä toistaiseksi näyttöjä, mikä nostaa tulostuottoon liittyvää epävarmuutta. Lisäksi on huomioitava, että absoluuttisesti matalan lähtötason ansiosta jo pienikin tulostuotto nostaa suhteellisen tulostuottoon korkeaksi.

## Osinkotuotto on melko korkea

Ilkan tarjoama osinkotuotto liikkuu lähivuosisien ennusteillamme ja viimeisimmällä ~ 3,8 euron kurssitasolla laskettuna keskimäärin noin 5,5 %:n tasolla lähivuosisina. Arvioimme Ilkan jakavan lähivuosisina enemmän kuin tuloksensa verran osinkoa, mihin sillä on hyvin varaa taseen nettokassan ja Alma Median osinkojen vahvistaman rahavirran ansiosta.

## Kokonaistuotto-odotus

Ilman epäorganista kasvua Ilkan osakkeen tuotto-odotuksen pohjan muodostaa arviomme mukaan lähivuosisina etenkin osinkotuotto. Olennaisesti tuotto-odotukseen vaikuttaa kuitenkin osien summassa piilevän arvon purkautuminen ja sen vauhti, minkä mahdollinen ajuri on näkemyksemme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden organinen ja epäorganinen liikevaihdon kasvu sekä tulostuotto.

Viimeisimmällä ~ 3,8 euron päätöskurssilla arvioimme Ilkan osakkeen kokonaistuottoon olevan vuositasolla linjassa osinkotuottoon kanssa, mikäli

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden skaalautuva kasvu ei toteudu odottamallamme tavalla tai yhtiö ei toteuta kasvua kiihdyttäviä ja arvoa luovia yritysostoja.

## Osinkojen nettoarvo -malli

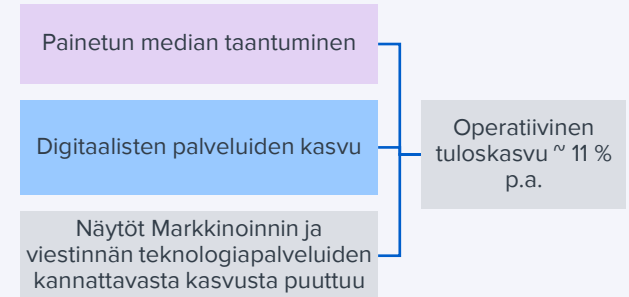
Olemme arvioineet Ilkan osakkeen käypää arvoa sen osingonjakopolitiikkaa peilaavan osinkojen nettoarvo -mallin (DDM) avulla. Korostamme, että sen yksinkertaisuuden takia malli on erittäin herkkä pienille muutoksille oletuksissa ja siten sen rooli kokonaisuuden kannalta on mielestämme vain auttaa arvostuksen viitekehysten hahmottamisessa, eikä se heijastu suoraan tavoitehintaan. Huomioitavaa on, että mallin arvonmääritys pohjautuu ainoastaan ennustamiemme osinkojen muodostamaan kassavirtaan.

Olemme käyttäneet mallissa lähivuosisien osinkojen ennusteitamme vuosille 2022-2026, kun taas tästä eteenpäin osinkojen terminaalikasvuksi olemme oletaneet 3 %. Vastaavasti oman pääoman kustannuksena olemme käyttäneet 9,2 %. Malli antaa osakkeen arvoksi 3,7 euroa osakkeelta, joka on hyvin linjassa viimeisimmän päätöskurssin kanssa. Näkemyksemme mukaan tämä kuvaa osakkeen perusteltua arvoa, mikäli yhtiön operatiivisen liiketoiminnan liikevaihdon ja tuloksen käänne kestävään kasvuun epäonnistuu, eikä muiden omaisuuserien arvo purkaudu täysimääräisesti. Toisaalta ennustamiemme osinkojen ja etenkin sen pitkän aikavälin terminaalikasvun realisoituminen edellyttää, että operatiivinen liiketoiminta tuottaa noin aiempien vuosien tasoista kassavirtaa pitkässä juoksussa ja että Alma Median jakamat osingot ovat yli ajan kasvavia.

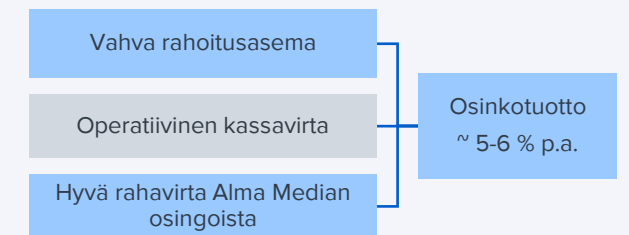
## Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

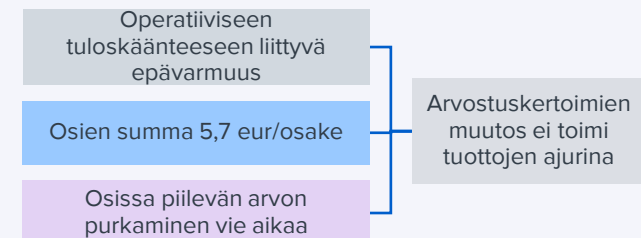
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuksen ajurit



Kokonaistuotto-odotus muodostuu osien summassa piilevän arvon purkautumisesta

# Arvostus 4/4

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Emme anna Ilkan arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) merkittävää painoarvoa, sillä mallimme ei huomioi rahavirtaa, joka tulee Alma Median osingoista. Lisäksi on huomioitavaa, että toiset yhtiön liiketoiminta-alueet (Media- ja painoliiketoiminta) ovat rakeenteellisen murroksen keskellä, kun taas digitaalisten liiketoimintojen markkina on suhteellisen nuori. Siten markkinoiden erilaiset kasvunäkymät ja pitkän aikavälin kassavirtojen jakaumaan liittyvä epävarmuus heikentävät kassavirtojen ennustettavuutta. Kassavirtamallin rooli onkin vain arvonmääritystä tukeva, ja osoittaa millaista operatiivisen liiketoiminnan kehitystä osakkeen nykyiseen arvostukseen on hinnoiteltu.

DCF-mallimme (s. 31) mukainen osakkeen arvo on 2,6 euroa. Toimialojen kehityskaarta ja liiketoimintojen suhteellista kokoluokkaa peilaten liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi nousevalla trendillä keskipitkän aikavälin ennusteiden jälkeisellä ajanjaksolla (2024-2029).

Kustannustehokkuuden parantumisen ja skaalautuvien digitaalisten liiketoimintojen suhteellisen kasvun myötä kannattavuus kuitenkin nousee keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme. Vuosien 2025-2030 EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2022 1,6 %:n tasolta noin 3,5-4 %:iin. Ikuisuuskasvun oletuksemme on 2 % ja terminaalikannattavuus ennusteemme on 3,3 %. Siten pitkän tähtäimen ennusteet eivät ole erityisen vaativia ja heijastelevatkin vielä vähäisiä näyttöjä digitaalisten liiketoimintojen kannattavasta kasvusta.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja se on nousnut lievästi selvästi nousseita korkoja heijastellen.

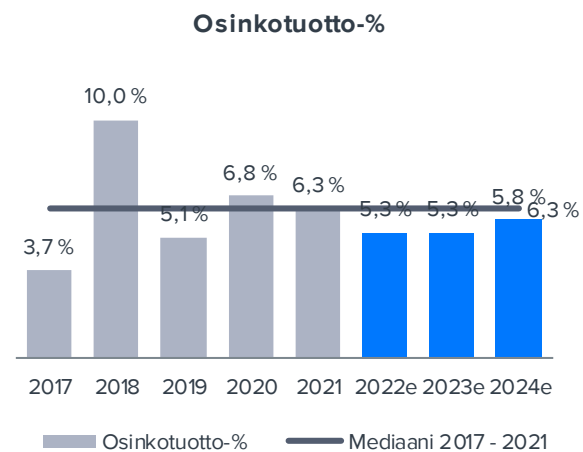
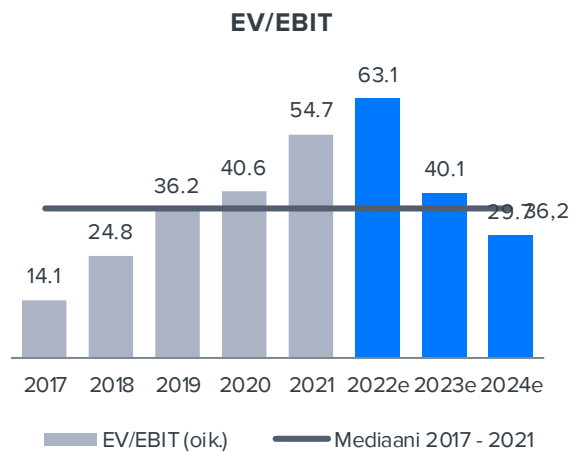
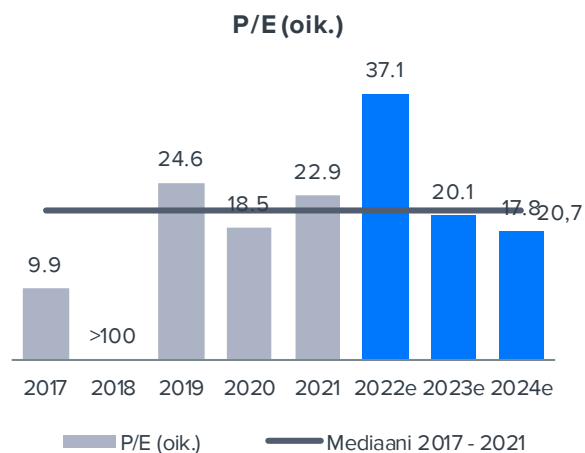
## Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Ilkan 4,0 tavoitehinnan vähennäsuosituksemme. Ilkan tase on edelleen ylikapitalisoitunut, vaikka yhtiö on toteuttanut viime vuosina useita yritysostoja. Arviomme mukaan taseen tuhdin nettokassan töihin laittaminen ja pääoman käytön tehostuminen tulee viemään useita vuosia, eikä se siten muodosta osakkeen arvonnousulle ajuria seuraavalle 12 kuukaudelle. Emme myöskään odota nykyisten digitaalisten liiketoimintojen seuraavan 12 kuukauden ennustetun tuloskasvun toimivan osien summan arvon purkajana. Mielestämme nykyisellä osakekurssin tasolla yhtiön tulisi myös harkita omien osakkeiden hankintaa. Osakekurssin ollessa selvästi osien summan indikoiman arvon alapuolella omien osakkeiden hankinnat (ja mitätöinnit) tarjoavat hyvän mahdollisuuden arvonaluontiin.

# Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,79	4,00	3,94	4,40	4,76	3,79	3,79	3,79	3,79
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	96	102	100	112	121	96	96	96	96
Yritysarvo (EV)	140	40	45	72	76	59	58	57	56
P/E (oik.)	9,9	>100	24,6	18,5	22,9	37,1	20,1	17,8	16,5
P/E	9,9	51,0	26,6	5,9	18,4	57,0	20,1	17,8	16,5
P/Kassavirta	10,5	12,6	neg.	neg.	neg.	neg.	37,9	33,7	32,4
P/B	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	2,6	2,8	2,8	2,4	2,4	1,7	1,7	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	3,7	1,1	1,2	1,6	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	12,1	7,9	17,4	4,1	11,7	15,4	10,5	9,6	9,2
EV/EBIT (oik.)	14,1	24,8	36,2	40,6	54,7	63,1	40,1	29,7	25,4
Osinko/tulos (%)	36,6 %	510,0 %	134,9 %	40,5 %	116,3 %	301,0 %	106,2 %	103,6 %	104,5 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	10,0 %	5,1 %	6,8 %	6,3 %	5,3 %	5,3 %	5,8 %	6,3 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Alma Media Oyj	762	926	12,0	12,9	9,6	10,4	3,0	3,0	12,1	13,6	4,3	4,7	3,8
Agora SA	52	216	61,1	25,3	12,0	10,1	0,9	0,9	26,5	10,6		9,4	0,3
Future PLC	2297	2819	10,2	8,7	8,3	7,7	3,0	2,8	10,4	9,8	0,2	0,2	1,9
Gannett Co Inc	332	1457	44,2	20,7	5,4	5,4	0,5	0,5					0,5
Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Soci	36	174	10,3		7,6		1,0		3,6				0,2
Lagardere SA	2202	6265	20,7	15,6	11,6	9,1	1,0	0,9	14,3	8,9	3,3	4,3	2,3
Arnoldo Mondadori Editore SpA	444	666	8,6	7,5	5,3	4,8	0,8	0,7	8,8	7,9	5,8	6,3	1,8
New York Times Co	5236	5016	22,3	20,5	17,1	15,6	2,2	2,1	33,1	30,0	1,1	1,2	3,4
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	375	520	6,2	4,7	3,9	3,4	0,6	0,6	8,0	6,0	8,3	8,3	1,0
TX Group AG	1642	1699	17,4	15,7	11,6	10,1	1,7	1,7	26,6	25,3	5,0	5,0	0,6
Promotora de Informaciones SA	338	1177	20,4	13,5	9,1	7,4	1,5	1,4		22,8			
Vocento SA	81	171	10,5	8,3	4,7	4,1	0,5	0,5	7,2	5,2	5,7	3,1	0,4
PunaMusta Media Oyj	67	75		74,9	10,7	8,3	0,6	0,6		48,6	2,8	3,4	1,6
<b>Ilkka (Inderes)</b>	<b>96</b>	<b>59</b>	<b>63,1</b>	<b>40,1</b>	<b>15,4</b>	<b>10,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>37,1</b>	<b>20,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,6</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>20,3</b>	<b>19,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>15,1</b>	<b>17,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,7</b>	<b>14,5</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>1,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>329 %</b>	<b>176 %</b>	<b>69 %</b>	<b>31 %</b>	<b>4 %</b>	<b>19 %</b>	<b>230 %</b>	<b>90 %</b>	<b>24 %</b>	<b>17 %</b>	<b>-56 %</b>

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

# Kassavirtamalli

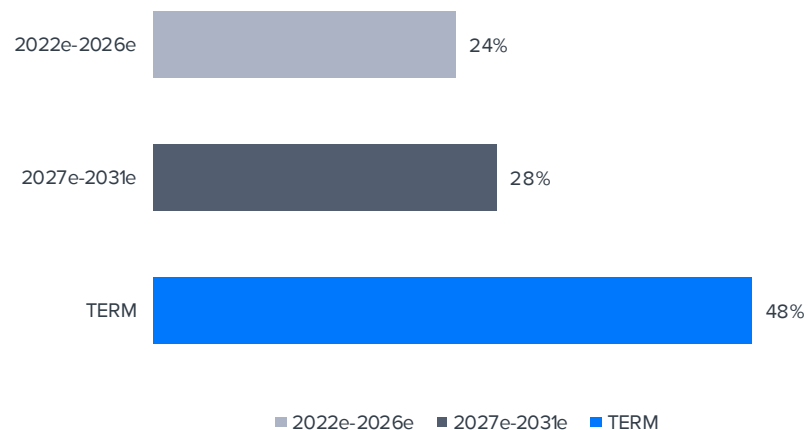
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	8,4 %	14,8 %	-1,2 %	1,3 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,4 %	0,0 %	2,6 %	3,4 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %	3,5 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	
+ Kokonaispoistot	3,8	3,8	4,1	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	
- Maksetut verot	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,8	0,9	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-25,0	-6,7	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-13,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	
+/- 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	-13,8	-2,0	2,5	2,9	3,0	2,7	3,3	3,1	2,9	2,8	2,1	30,4
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>13,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,9	29,8	27,5	25,2	23,0	21,1	19,1	17,3	15,7	14,4	13,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>27,9</b>										
- Korolliset velat		-1,1										
+ Rahavarat ja sijoitukset		46,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>65,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,6</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain





# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>138</b>	<b>154</b>	<b>156</b>	<b>155</b>	<b>154</b>
Liikearvo	15,8	19,9	24,0	24,0	24,0
Aineettomat hyödykkeet	12,4	16	14	12	11
Käyttöomaisuus	7,5	6	7	7	7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	18,3	13	13	13	13
Muut sijoitukset	83	98	98	98	98
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>
Vaihto-omaisuus	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,9	5,3	6,1	6,0	6,1
Likvidit varat	43	47	44	44	44
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>186</b>	<b>206</b>	<b>208</b>	<b>206</b>	<b>205</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>159</b>	<b>175</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	80	79	73	72	73
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	73	90	90	90	90
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,1</b>	<b>12,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>
Laskennalliset rovelat	1,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,4	9,5	9,5	9,5	9,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>17,0</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>24</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	0,6	6,9	5,5	4,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,7	17,5	19,4	19,1	19,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>186</b>	<b>206</b>	<b>208</b>	<b>206</b>	<b>205</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	36,4	45,8	49,7	57,0	56,3	EPS (raportoitu)	0,15	0,74	0,26	0,07	0,19
Käyttökate	2,6	17,5	6,5	3,8	5,5	EPS (oikaistu)	0,16	0,24	0,21	0,10	0,19
Liikevoitto	0,9	14,5	2,7	0,0	1,4	Operat. kassavirta / osake	0,14	0,94	0,36	0,19	0,21
Voitto ennen veroja	3,9	18,6	7,0	2,1	5,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,79	-0,26	-0,54	-0,08	0,10
Nettovoitto	3,8	18,8	6,6	1,7	4,8	Omapääoma / osake	5,37	6,25	6,87	6,64	6,63
Kertaluontoiset erät	-0,3	12,8	1,3	-0,9	0,0	Osinko / osake	0,20	0,30	0,30	0,20	0,20
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	146,7	186,3	205,8	207,6	205,6	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	26 %	8 %	15 %	-1 %
Oma pääoma	136,7	159,1	174,9	169,0	168,7	Käyttökateen kasvu-%	-49 %	574 %	-63 %	-41 %	44 %
Liikearvo	1,4	15,8	19,9	24,0	24,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-23 %	42 %	-22 %	-33 %	55 %
Nettovelat	-55,1	-40,3	-45,4	-37,5	-38,4	EPS oik. kasvu-%	4325 %	49 %	-13 %	-51 %	84 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	7,1 %	38,2 %	13,1 %	6,7 %	9,8 %
Käyttökate	2,6	17,5	6,5	3,8	5,5	Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	3,9 %	2,8 %	1,6 %	2,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	4,6	1,8	0,9	-0,2	Liikevoitto-%	2,6 %	31,8 %	5,4 %	0,0 %	2,6 %
Operatiivinen kassavirta	3,5	23,8	9,1	4,7	5,3	ROE-%	2,9 %	12,7 %	3,9 %	1,0 %	2,8 %
Investoinnit	-24,1	-37,2	-25,0	-6,7	-2,7	ROI-%	0,7 %	9,7 %	1,6 %	0,0 %	0,8 %
Vapaa kassavirta	-20,0	-6,7	-13,8	-2,0	2,5	Omavaraisuusaste	93,2 %	87,7 %	85,0 %	81,4 %	82,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-40,3 %	-25,3 %	-26,0 %	-22,2 %	-22,8 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	1,2	1,6	1,5	1,0	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	17,4	4,1	11,7	15,4	10,5						
EV/EBIT (oik.)	36,2	40,6	54,7	63,1	40,1						
P/E (oik.)	24,6	18,5	22,9	37,1	20,1						
P/B	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	5,1 %	6,8 %	6,3 %	5,3 %	5,3 %						

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.9.2020	Osta	3,75 €	3,03 €
3.11.2020	Osta	4,00 €	3,55 €
8.1.2021	Lisää	5,00 €	4,39 €
26.2.2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
12.5.2021	Lisää	5,50 €	5,00 €
22.6.2021	Lisää	5,30 €	4,63 €
10.8.2021	Lisää	5,50 €	4,94 €
8.10.2021	Lisää	5,00 €	4,51 €
8.11.2021	Lisää	5,00 €	4,75 €
24.2.2022	Lisää	5,00 €	4,52 €
10.5.2022	Lisää	5,00 €	4,36 €
1.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,20 €
9.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,09 €
13.9.2022	Vähennä	4,00 €	3,79 €

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

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**