

# Ilkka-Yhtymä

Laaja raportti

07.10.2021 22:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Muutosprosessi etenee asteittain

Tarkistamme Ilkka-Yhtymän tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 5,5) ja toistamme lisää-suosituksemme. Vakavarainen Ilkka-Yhtymä on nostanut digitaalisten liiketoimintojen merkittävän kasvattamisen strategiansa keskiöön vastauksena perinteistä mediaa ravistelevaan murrokseen. Liiketoiminnan painopisteen muutos on vielä kesken ja odotamme yhtiön kiihdyttävän sitä yritysostoilla. Tähän yhtiöllä on selkeät askelmerkit, mutta muutos tapahtuu asteittain. Odotamme epäorgaanisen kasvun purkavan osien summa -laskelmassa piilevää arvoa tarjoten riskitasoon nähden varsin hyvän tuotto-odotuksen keskipitkälle aikavälille.

## Perinteikäs mediatoimialan yhtiö muutosprosessin alkupuolella

Ilkka-Yhtymä on perinteikäs mediatoimialaan keskittynyt yhtiö, jolla on johtava asema Pohjanmaan mediapalveluilla sekä merkittävä omistus Alma Mediassa. Liikevaihdosta noin 2/3 muodostuu media- ja markkinointipalveluista, vajaa 1/3 markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista ja loput painopalveluista. Mediapalveluilla murroksen heikennettyä perinteisten liiketoimintojen näkymiä, yhtiö tavoittelee strategiassaan merkittävää kasvua digitaalisissa palveluissa. Tässä yritysjärjestelyillä on arviomme mukaan keskeinen rooli ja niiden painopiste on arviomme mukaan vuonna 2020 toteutetulla yrityskaupalla muodostuneessa markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut liiketoiminta-alueessa. Erittäin vakavaraisella Ilkka-Yhtymällä on noin 46 MEUR:n nettokassa, minkä ansiosta sillä on erittäin hyvät edellytykset vauhdittaa liiketoiminnan painopisteen muutosta sekä kasvua.

## Operatiiviseen kehitykseen heijastuu edelleen markkinan murros

Ilkka-Yhtymän liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosina laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on nakertanut perinteisen median tuottoja ja kannattavuutta. Arvioimme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi Ilkka-Yhtymän kasvupotentiaali nojaa uusien palveluiden ja yritysostojen varaan, joiden osalta näyttöjä vielä odotetaan. Odotamme perinteisessä liiketoiminnossa tehtyjen tehostustoimien ja digitaalisten palveluiden kääntävän operatiivisen tuloksen maltilliseen nousuun lähivuosina, vaikka liikevaihto kehittyi suhteellisen vakaasti perinteisen median murrosta peilaten. Operatiivisen tuloskäänteen lisäksi kassavirtaa ja osingonmaksukykyä vahvistaa Alma Medialta saatava osinkovirta, mitkä yhdessä vahvan taseen kanssa mahdollistavat avokätisen voitonjaon sekä yritysjärjestelyt.

## Osien summassa merkittävästi arvoa, mutta sen purkaminen vie aikaa

Tarkastelemme osakkeen arvostusta etenkin osien summa-laskelmamme kautta, missä merkittävä osa yhtiön arvosta muodostuu suhteellisen likvideistä omaisuuseristä. Tämä arvo hautautuu painetun median rakenteellisen murroksen rasittaman operatiivisen tuloksen kehityksen alle ja suurin epävarmuus liittyy osissa piilevän arvon purkautumiseen. Konservatiivisella arviolla arvon purkautumisen kestosta sijoittajan keskipitkän aikavälin vuotuinen tuotto-odotus nousee arviomme mukaan hyvälle 10-15 %:n tasolle. Osien summassa piilevän arvon purkautumista odotellessa ennustamme osakkeen tarjoavan hyvää noin 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina. Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-suhde on mielestämme varsin hyvä nykyinen arvostus sekä osien summaan sisältyvä potentiaalia huomioiden.

## Suositus

**Lisää**

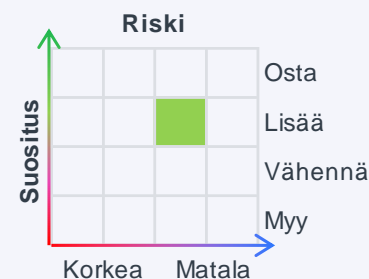
(aik. Lisää)

**5,00 EUR**

(aik. 5,50 EUR)

**Osakekurssi:**

4,51



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	45,8	49,5	49,6	50,3
<b>kasvu-%</b>	26 %	8 %	0 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	1,8	1,3	1,6	2,1
<b>EBIT-% oik.</b>	3,9 %	2,6 %	3,2 %	4,2 %
<b>Nettotulos</b>	18,8	4,1	4,5	5,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,24	0,20	0,18	0,21
<b>P/E (oik.)</b>	18,5	22,7	25,5	21,1
<b>P/B</b>	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,8 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	40,6	58,3	47,7	35,2
<b>EV/EBITDA</b>	4,1	18,8	16,3	14,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,6	1,5	1,5	1,5

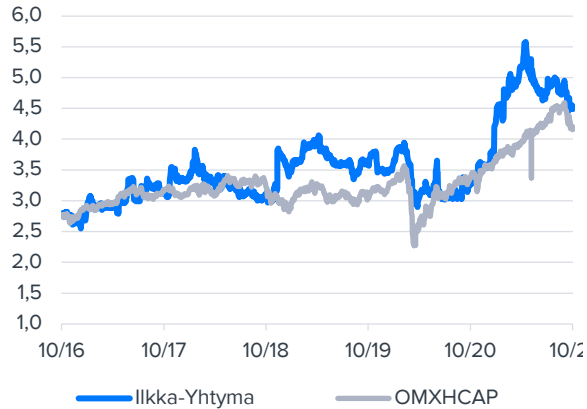
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

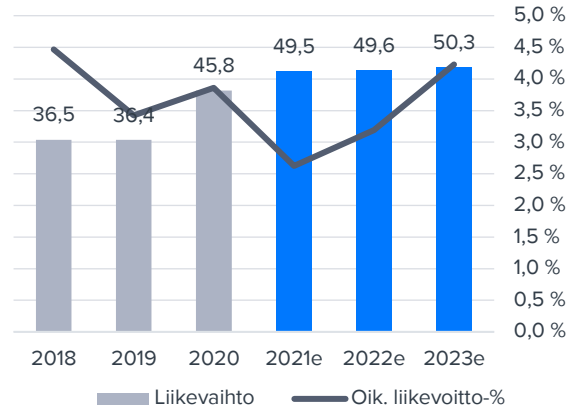
Ilkka-Yhtymä-konsernin liikevaihdon (2020: 45,8 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2020: 1,8 MEUR) arvioidaan laskevan edellisvuodesta.

## Osakekurssi



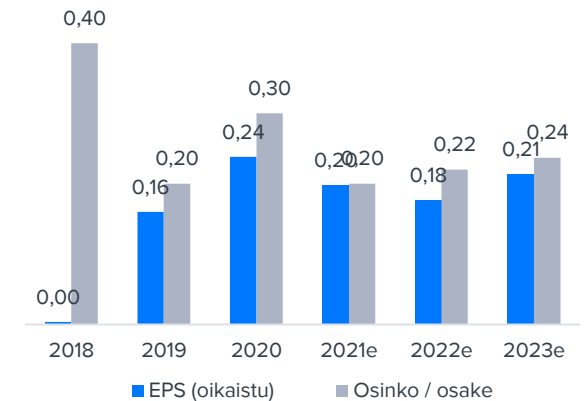
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Digitaalisten palveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median ja vähemmistöomistusten arvonkehitys ja osinkovirta



### Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Yritysjärjestelyiden mahdollinen epäonnistuminen
- Koronapandemiaan liittyvät riskit ja suhdanneriskit
- Digitaalisten palveluiden kasvun epäonnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,51	4,51	4,51
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	115	115	115
Yritysarvo (EV)	76	76	75
P/E (oik.)	22,7	25,5	21,1
P/E	27,9	25,5	21,1
P/Kassavirta	50,5	54,2	45,5
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	2,3	2,3	2,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	18,8	16,3	14,8
EV/EBIT (oik.)	58,3	47,7	35,2
Osinko/tulos (%)	123,5 %	124,5 %	110,9 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,9 %	5,3 %

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-Yhtymä lyhyesti

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

**45,8 MEUR (26 %)**

Liikevaihto 2020 (liikevaihdon kasvu-%)

**14,5 MEUR (31,7 %)**

Liikevoitto 2020 (liikevoitto-%)

**65 % / 9 % / 26 %**

Media ja markkinointipalveluiden / painopalveluiden / markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden osuus liikevaihdosta, 2020

**80 % / 24 %**

Jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus Lianan liikevaihdosta 2020 / osuus konsernin liikevaihdosta, 2020

Lähde: Inderes, Ilkka-Yhtymä

\* Inderesin arvio pro forma -liikevaihdosta 2019

## 2010-2015

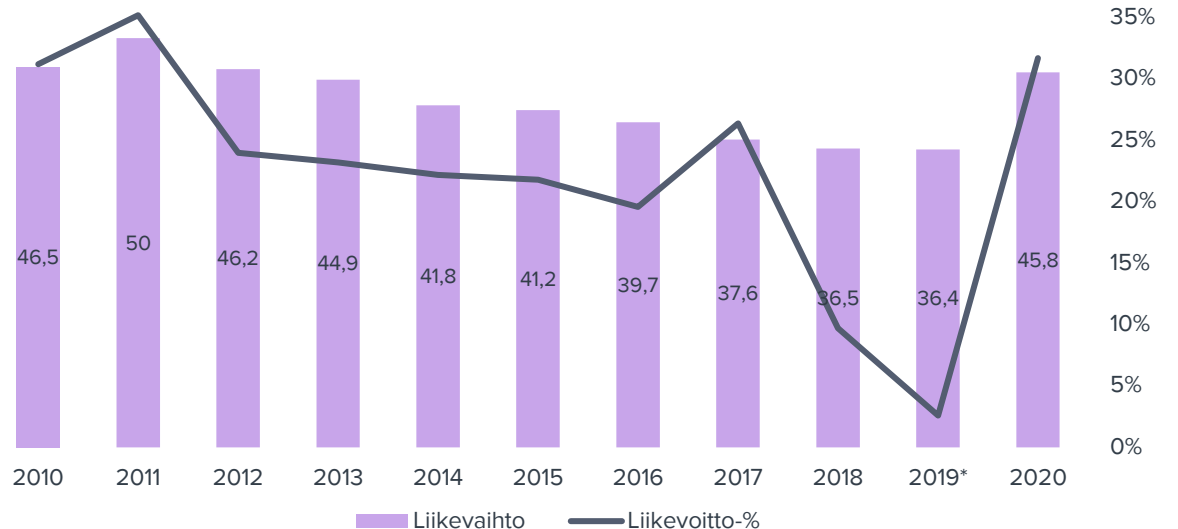
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros käänivät yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun
- Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin
- Pieniä järjestelyjä medialiiketoiminnoissa ja omistusosuutta Alma Mediassa kasvatettiin

## 2016-2018

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

## 2019-2020

- Maakuntalehdet Ilkka ja Pohjalainen yhdistyvät Ilkka-Pohjalaiseksi
- Useita yritysostoja digitaalisten markkinointipalveluiden sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen laajentamiseksi, joista merkittävimpänä Liana Technologies
- Korona vaikutti merkittävästi yhtiön operatiiviseen liiketoimintaan painetun median kysynnän laskun kiihtyessä



# Liiketoimintamalli 1/2

## Mediakonserni Ilkka-Yhtymä

Ilkka-Yhtymä 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 %). Konsernin arvoltaan suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) Alma Median osakekannasta.

Ilkka-Yhtymä konsernin liikevaihto vuonna 2020 oli 45,8 MEUR ja sen liikevoitto oli 14,5 MEUR eli 31,7 % liikevaihdosta. Konsernin vuoden 2020 raportoituun liikevaihtoon vaikutti Liana Technologiesin hankintamenon käyvän arvon kohdistamisesta aiheutunut -1,9 MEUR:n oikaisu. Raportoituun liikevoittoon vaikutti puolestaan voimakkaasti osakkuusyhtiö Arena Partnersin 15 MEUR:n myyntivoitto Alma Mediapartners -yrityskaupasta. Yhtiön operatiivista kehitystä paremmin kuvaava oikaistu oman toiminnan liikevoitto olikin 1,8 MEUR ja oli näin ollen raportoitua liikevoittoa selvästi matalampi.

## Media- ja markkinointipalvelut konsernin suurin liiketoiminta

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin segmentti on sanomalehtien julkaisuun pääasiassa 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 etenkin Somessa.com ja Mysome Oy, digimarkkinointia tarjoava markkinointitoimisto Myynninmaailma ja digitoimisto Digimoguli.

Media- ja markkinointipalvelut muodostivat vuonna 2020 65 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta (29,6 MEUR) ja sen liikevoitto oli 1,1 MEUR. Liiketoiminta-alueen ulkoisesta liikevaihdosta vuonna 2020 60 % muodostui sisältötuotoista, 29 % ilmoitustuotoista ja loput 11 % muusta myynnistä. Liiketoiminnan asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa näillä alueilla liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteista myyvistä yrityksistä. Lisäksi markkinointipalveluja tarjoavilla yrityksillä on asiakkaita laajemmalla alueella.

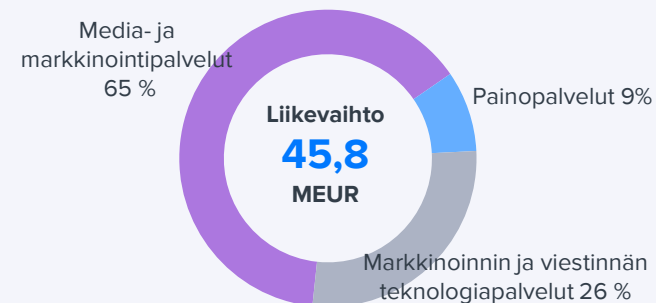
## Painotoimialan volyymistä merkittävä osa palvelee omaa mediayksikköä

**Painotoimiala** muodostuu konsernin tytäryhtiö I-printistä, jonka palveluita ovat lehtipaino, arkkii- ja erikoispainot sekä jakelu- ja suoramarkkinointipalvelut. Liiketoiminnalla on vielä tällä hetkellä rooli konsernin julkaisujen painamisessa ja siten merkittävä osa sen liikevaihdosta muodostuu segmenttien välisistä tuotoista. Painotoimialan 4,2 MEUR:n ulkoinen liikevaihto muodosti vuonna 2020 9 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta ja sen liiketulos oli 0,1 MEUR. Segmenttien välinen liikevaihto (2020: 3,8 MEUR) kuvastaa yhtiön omien julkaisujen suurta roolia painotoiminnan volyyymeissa, mikä nosti koko painotoimialan liikevaihdon 8,0 MEUR:oon vuonna 2020.

## Liiketoimintarakenne

Ilkka-Yhtymä-konserni 2020 liikevaihto 45,8 MEUR, EBIT 14,5 MEUR		
<b>Media ja markkinointipalvelut</b> Lv. 29,6 MEUR EBIT 1,1 MEUR EBIT-% 3,8 %  • Sanomalehdet • Verkko-media • Markkinointipalvelut	<b>Painopalvelut</b> Lv. 4,2 MEUR EBIT 0,1 MEUR EBIT-% 1,1 %  • Lehtipainot • Arkkii- ja erikoispainot • Jakelupalvelut	<b>Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut</b> Lv. 13,9 MEUR EBIT 0,5 MEUR EBIT-% 3,5 %  • Markkinoinnin automaatio • Mediaseuranta • Julkaisujärjestelmät ja verkkokaupat

## Liikevaihdon\* jakauma, 2020



\*Ilman segmenttien välisiä liikevaihtoa

# Liiketoimintamalli 2/2

## Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut on liikevaihdolla mitattuna yhtiön toiseksi suurin segmentti. Segmentin vuoden 2020 liikevaihto oli 13,9 MEUR ja se muodosti 26 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta. Lianan operatiivinen liiketulos vuonna 2020 oli 0,5 MEUR (liikevoitto-% 3,5 %). Segmentti muodostuu vuonna 2020 hankitusta Liana Technologiesista (omistusosuus 73 %), 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. SaaS-pohjaisen liiketoimintamallin ansiosta liikevaihdosta 80 % oli jatkuvalaskutteista vuonna 2020.

## Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Kolmen liiketoiminta-alueen lisäksi Ilkka-Yhtymällä on arvoltaan merkittävä osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka-Yhtymä saa merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta. Lisäksi Ilkka-Yhtymä omistaa 41,2 % Arena Partners Oy:stä.

## Rakenteelliset trendit vaikuttavat tuottoihin

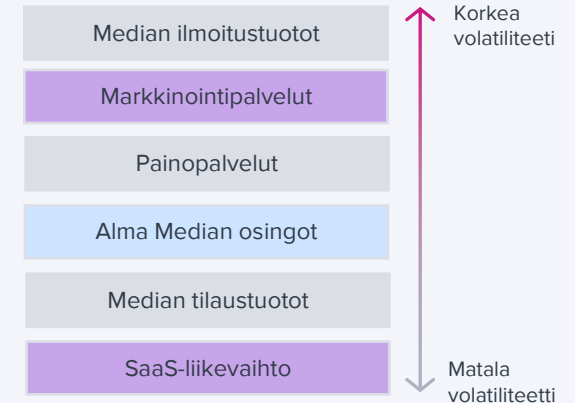
Ilkka-Yhtymän liiketoimintojen kehitystä ohjaa

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, painetun median mainontaan ja painotuotteiden kysyntään. Ilkka-Yhtymän liiketoiminta nojaa edelleen merkittävin osin painettuun mediaan, mutta viimeaikaisten yritysostojen seurauksena digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on kasvussa. Media- ja painotoimialan sisällä digitaalisten sisältötuottojen, digitaalisen mainonnan ja digitaalisen painamisen tuotot kasvavat.

Yhtiön liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta suhteellisen maltillinen, mutta luonteeltaan suhdanneherkkien median ilmoitustuottojen osuus konsernin raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2020 oli 19 %. Tätä tasoittaa kuitenkin se, että mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtele niin voimakkaasti taloussykkien mukana.

Painotoimialalla noin puolet liikevaihdosta on tullut konsernin oman toiminnan kautta (segmenttien välinen liikevaihto), mikä on ollut suhteellisen ennakoitavaa liikevaihtoa. Tämän osalta ulkoistaminen tulee kuitenkin pienentämään Painopalveluiden liikevaihtoa ja muokkaa konsernin liikevaihdon rakennetta. Liikevaihdon riskiprofiilia tasoittaa Lianan jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus, joka vastaa vajaata 25 % Ilkka-Yhtymän liikevaihdosta.

## Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



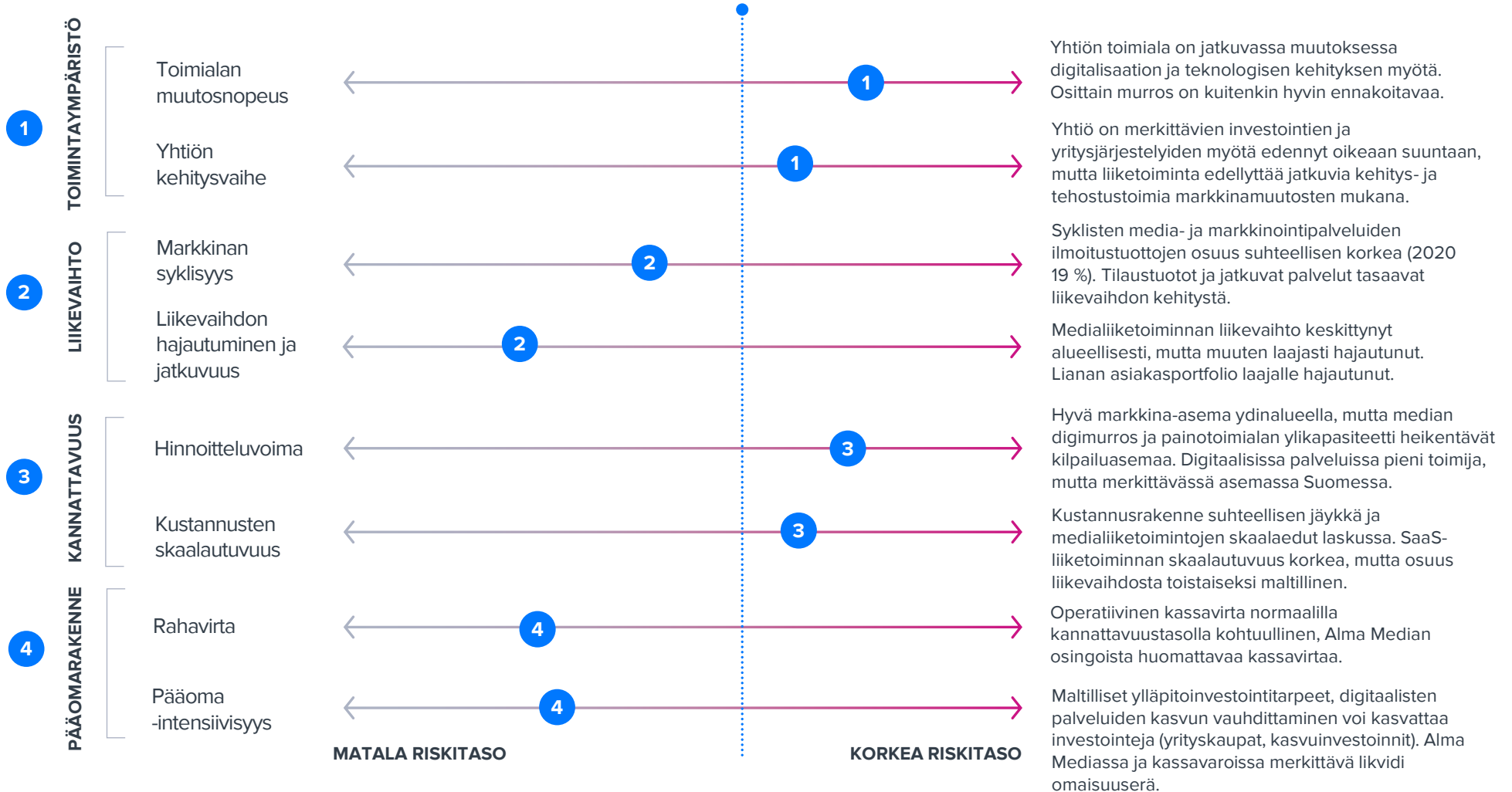
## Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2020	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Pieni (noin 5 %)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Digitaaliset palvelut/ SaaS	Merkittävä (noin 25 %)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Painettu media	Suuri (noin 60 %)	laskee 2-5 %/v
Painaminen	Merkittävä (noin 10 %)	Laskee- 2-5%/v

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Ilkka-Yhtymän liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategiset päämäärät

Ilkka-Yhtymän 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 huolimatta vahvasta alueellisesta asemasta. Median kulutuksen siirtyminen verkkoon osin tasapainottaa mediapalveluiden kysynnän laskua ja samalla se muuttaa jossain määrin mediayhtiön ansaintamalleja ja edellyttää panostuksia digitaalisiin tuotteisiin. Painetun median kysynnän lasku heijastuu mediapalveluiden lisäksi myös konsernin painopalveluihin, mikä nostaa toiminnan tehostamisen keskeiseen rooliin sen kannattavuuden varmistamiseksi.

## Vahva tase mahdollistaa merkittävän kasvun

Markkinan murros, Ilkka-Yhtymän asemoituminen ja markkinoiden kehityssuunnat huomioiden pidämme sijoittajan kannalta strategian keskeisimpänä päämääränä kasvutavoitetta. Ilkka-Yhtymän mukaan sen keskeinen tavoite on kääntää liikevaihdon kehitys merkittävään kasvuun strategiakauden aikana. Tämän

tavoitteen saavuttamiseksi yhtiö on ottanut ensimmäisiä askeleita jo vuonna 2019 tehtyjen ostojen myötä ja merkittävin askel toistaiseksi on vuoden 2020 alussa tehty Liana Technologies -yritysosto.

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.

## 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 myyntiin ja kapasiteetin optimointia, kustannustenhallintaa ja kassavirran puolustusta. Tästä esimerkkinä toimii omien lehtien osalta painamisen ulkoistaminen vuodesta 2022 alkaen.

## Taloudelliset tavoitteet

Ilkka-Yhtymän 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 lasku. Arviomme mukaan kasvutavoite nojaakin etenkin digitaalisiin liiketoimintoihin ja epäorgaaniseen kasvuun, missä on edellytykset yli 10 %:n kasvuun.

**2. Kannattavuus:** Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 10 %. Edellisen viiden vuoden aikana yhtiön oikaistu liikevoitto on vaihdellut vuoden 2016 noin 7,5 %:n ja vuoden 2017 2,7 %:n välillä (2020: 3,9 %) ja on ollut keskimäärin 4,4 %. Viime vuosina kannattavuus on ollut heikolla tasolla median rakennemuutoksen muodostaman kysynnän heikentymisen ja siitä seuranneen tehokkuuden laskun johdosta ja jäänyt selvästi tavoitetason alapuolelle.

**3. Vakavaraisuus:** Omavaraisuusaste vähintään 40 %. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka-Yhtymä täyttää vakavaraisuustavoitteensa kirkkaasti ja H1'21 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 88 % (2020: 88 %).

## Osingonjakopolitiikka

Ilkka-Yhtymän osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi yhtymän 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-Yhtymän strategian keskeinen tavoite on kääntää liikevaihto merkittävään kasvuun tehden investointeja erityisesti digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin. Vaikka yhtiö panostaa vahvasti perinteisten toimintojensa digitalisointiin, on kasvutavoitteen saavuttamisessa nähdäksemme keskeisin rooli yritysostoilla.

Ilkka-Yhtymä on tehnyt marraskuussa 2018 tapahtuneen noin 100 MEUR:n Alma Median osakkeiden myynnin jälkeen muutaman pienehkön yrityskaupan. Yhtiö on ostanut markkinointitoimisto Myynninmaailman, vaikuttajamediatoimisto somessa.comin, Myynninmaailma hankki osake-enemmistön digitoimisto Digimogulista sekä viimeisimpänä Ilkka-Yhtymä osti sosiaalisen median toimiston Mysome.comin. Näiden lisäksi Ilkka-Yhtymä on tehnyt yhden suuremman yritysoston, kun se osti SaaS-yhtiö Liana Technologiesin. Nämä yritysostot heijastelevat mielestämme hyvin uudistetun strategian tavoitteita. Erityisesti Liana Technologies (Liana) -yritysosto antaa mielestämme hyvän esimerkin kokoluokasta (10-20 MEUR liikevaihto), liiketoimintamallista (100 % digitaalinen, skaalautuva, jatkuvaa liikevaihtoa) ja strategisesta yhteensopivuudesta (media- ja viestintäalan arvoketjussa toimiva yhtiö), johon Ilkka-Yhtymän yritysostostrategia näkemyksemme mukaan tähtää.

## Lianalla todennäköisesti olennainen rooli kasvualustana

Liana on laajentunut omalla toimipisteverkostollaan kuuteen maahan (Suomi, Ruotsi, Ranska, Saksa, Dubai ja Hong Kong). Historiassaan se on kasvanut pääasiassa tulorahoituksen turvin, mikä arviomme mukaan alkoi viime vuosien aikana rajoittamaan

yhtiön kasvumahdollisuuksia yhdessä sen kanssa, että kasvuhakuisuudesta puuttui fokusalueet. Tämä arviomme mukaan käynnisti omistus- ja yritysjärjestelyn valmistelun. Osapuolten mukaan Ilkka-Yhtymä valikoitui prosessissa Lianan uudeksi omistajaksi siksi, että 1) Ilkka-Yhtymä tarjosi Lianalle vahvat taloudelliset resurssit kasvun tukemiseksi, 2) Liana voi jatkaa itsenäisenä toimijana osana Ilkka-Yhtymää ja säilyttää oman toimintakulttuurin, 3) Ilkka-Yhtymä sai kaupan mukana yhtiöön uudenlaista osaamista, kokemusta digitaalisen liiketoiminnan kasvusta, sekä alustan skaalautuvan ja digitaalisen liiketoiminnan laajentamiseksi, ja 4) Ilkka-Yhtymän ja Lianan liiketoimintaa yhdistää viestinnän ja markkinoinnin toimialan osaaminen ja asiakaskunta.

Käsityksemme mukaan Ilkka-Yhtymä on pyrkinyt fokusoimaan Lianan kasvuhakuisuutta, jota tavoitellaan ja johon panostetaan jatkossa kapeammalla maantieteellisellä alueella (vrt. kaikki kansainväliset toimistot) ja selkeämmällä palvelukokonaisuudella. Arviomme mukaan yhtiön kasvustrategia keskittyykin jatkossa kotimaan lisäksi muihin Pohjoismaihin, joista Ruotsiin yhtiö on kasannut kasvun edellytyksien kannalta kriittistä organisaatiota.

Orgaanisen kasvun lisäksi Liana toimii jatkossa eräänlaisena alustana M&A-prosessin kehittämiseksi sekä uusille yritysostoille. Odotamme Lianan tekevän lähivuosina kasvua tukevia yritysostoja valikoiduilla maantieteellisillä kasvualueilla. Arviomme mukaan yhtiötä kiinnostaa ensisijaisesti ostettavien kohteiden asiakkuudet, eikä teknologiset ratkaisut. Siten potentiaalisten yritysostojen on tarkoitus tukea kasvua ja etenkin korkeamman kannattavuuden edellytyksien eli asiakaskunnan ja liikevaihdon kriittisen massan saavuttamista.

## Yritysostot 2019-2021

### Vaikuttajamediatoimisto somessa.com

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

### Markkinointitoimisto Myynninmaailma

Yrityskauppa 08/2019, omistusosuus 70 %  
Liikevaihto 1,7 MEUR (2019)

### Ohjelmistoyritys Liana Technologies

Yrityskauppa 01/2020, omistusosuus 73 % (optio 100 % omistuksesta)

### Digitoimisto Digimoguli

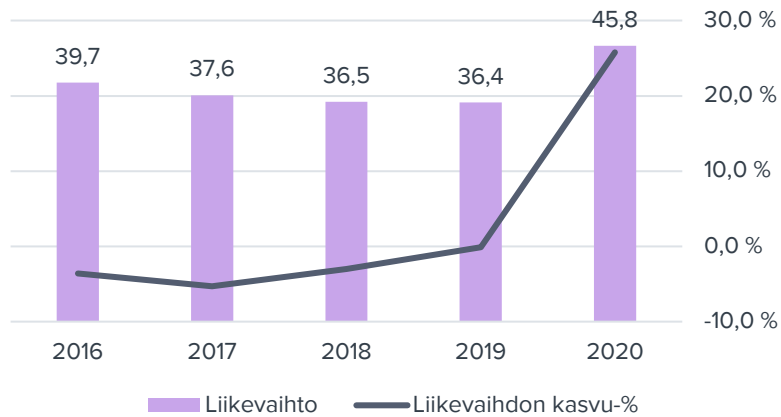
Yrityskauppa 11/2020, konsernin omistusosuus 47 %  
Liikevaihto 0,5 (2020)

### Sosiaalisen median toimisto MySome

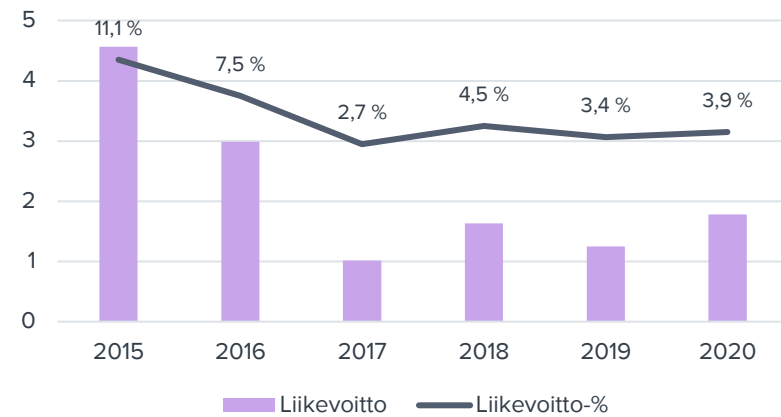
Yrityskauppa 08/2021, omistusosuus 70 %  
Liikevaihto 1,3 (2020)

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

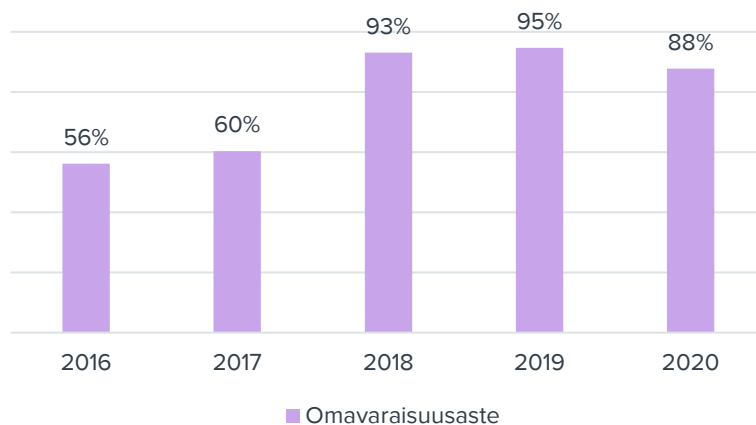
## Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



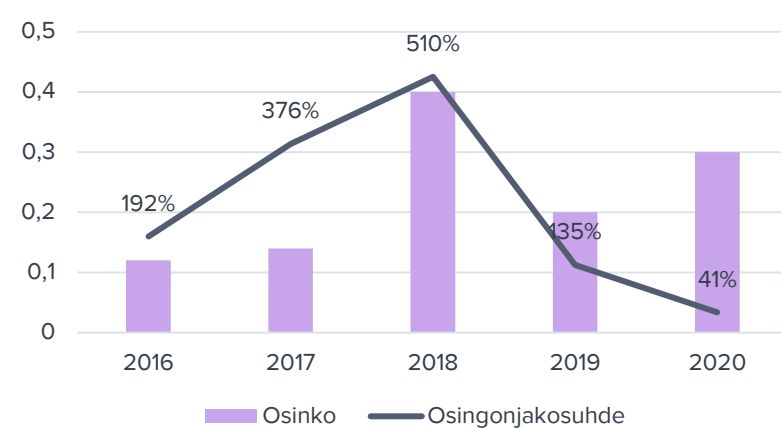
## Oman toiminnan liikevoitto ja liikevoitto-%



## Omavaraisuusaste, %



## Osinko ja osingonjakosuhte\*, %



# Ilkka-Yhtymän strateginen kehitys

2013  
-  
2016

2017  
-  
2020

2021-

## Liiketoiminnan kehittäminen pienin kehitysinvestoinnein, liikevaihto laskee

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

## Strategiset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Aloitettu kehityspolku perinteisestä sanomalehtiyhtymästä media-alan palveluyhtiöksi
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen (mm. sanomalehtipainamisen hankkiminen ostopalveluina)
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaan murroksen keskellä
- Yhtiön rahoitusasema on erinomainen 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, tarjontaa täydennettiin pienillä yritysostoilla
- Alma Media -omistuksen keventäminen vahvistaa rahoitusasemaa ja antaa edellytykset panostaa kasvuun
- Markkinoinnin ja viestinnän palveluja tuottavan Liana Technologiesin hankinta laajentaa digitaalista palvelutarjontaa

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Investointien (erityisesti yritysjärjestelyjen) jatkaminen digitaalisten palveluiden osuuden kasvattamiseksi
- SaaS-liiketoiminnan (Lianan) kasvun kiihdyttäminen orgaanisesti sekä epäorgaanisesti koronan väistyessä taka-alalle
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Vakaa osingonmaksaja

## Yritystoston konsolidointi ja tehostustoimien läpivienti

- Sanomalehtipainamisesta luopuminen
- Digitaalisten tuottojen merkittävä kasvattaminen keskeisillä kohdemarkkinoilla Pohjoismaissa
- Pieniä täydentäviä yritysostoja markkinoinnin ja viestinnän palveluissa
- Fokuksen terävöittäminen Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluissa ja kasvun kiihdyttäminen orgaanisesti sekä epäorgaanisesti

### Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisten palveluiden osuus liikevaihdosta kasvanut merkittävästi
- Mahdollinen osapuoli media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Mediatoimialan rakennemurros painaa perinteisten liiketoimintojen orgaanista kasvua
- Pääoman tuoton tehostuminen vahvaa tasetta hyödyntäen

# Toimialakatsaus - media 1/2

## Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa tällä hetkellä useat erisuuntaiset rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit.

Media-alan kasvun pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen murros, joka muokkaa kuluttajien ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana trendilaskuna sekä digimedian kysynnän kasvuna.

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

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

## Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

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

## Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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

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

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

IAB:n mukaan reilu 60 % verkkomainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja loput 40 % kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena negatiivista Suomessa. Odotamme koronapandemian vauhdittaneen siten, että rakenteellinen trendi jatkunee aiempaa matalammalta tasolta.

# Mediatoimialan ajurit ja trendit

## Digitalisaatio



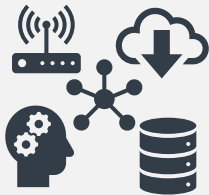
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

## Suhdannekehitys



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

## Teknologinen kehitys



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

## Sääntely ja kulttuuri



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

## Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

## Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

# Toimialakatsaus - media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina keskimäärin noin 5-10 % vuodessa, mutta poikkeuksellisenä vuonna 2020 kasvu oli vain 2 %. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan aiemman ripeämmän kasvun mukaisena keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

## Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (0-3 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

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

määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vauvutisiin liittynyt keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden parantuminen. Valtaosa digitaalisten palveluiden tilaajista on alle 50-vuotiaita. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, ja aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut vaisua.

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

## Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaan voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa.

## Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

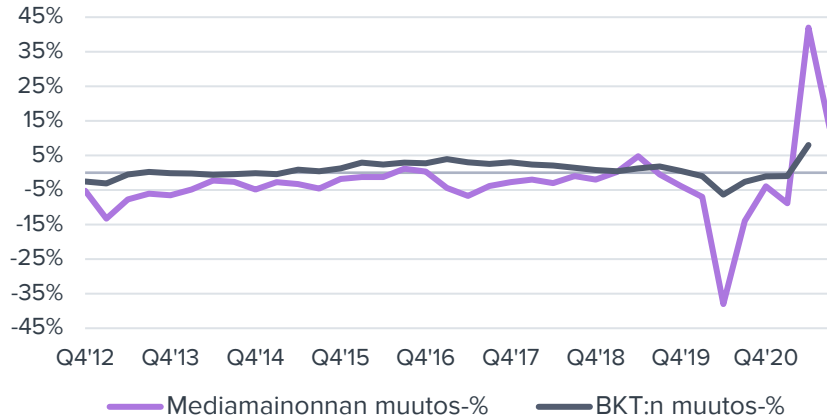
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

## Regulaatio voi jopa hyödyttää mediatyhtiöitä

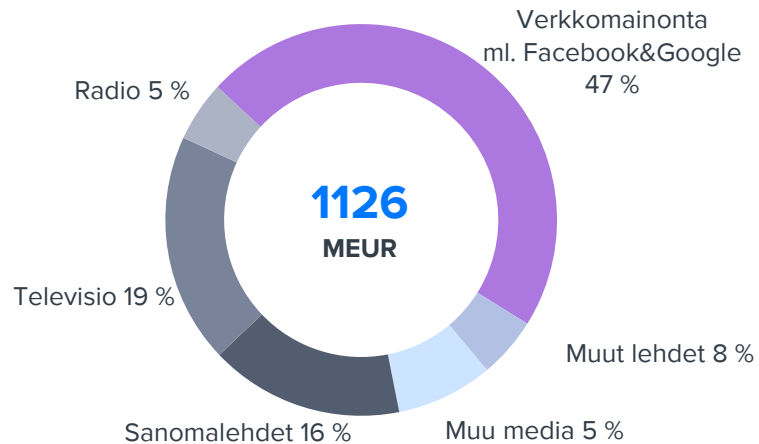
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja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

# Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

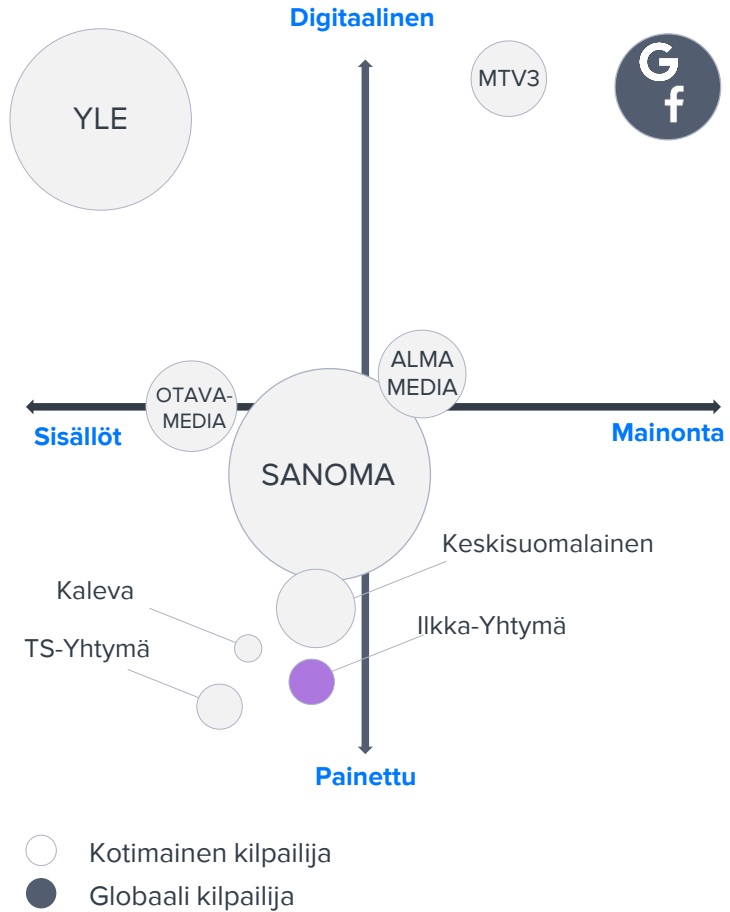
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q3'2021 saakka



Suomen mediamainonnan jakauma, 2020



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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



# 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 markkinan (sis. Digipalvelut ja ostetut sisällöt) ennustetaan 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. Globaalin markkinan ennustetaan kasvavan hieman Suomen markkinaa nopeammin (CAGR 2020-2025e: 13 %) ja kohoavan 110 miljardiin dollariin vuoteen 2025 mennessä. Markkinan kasvua vetää etenkin datan ja teknologian merkityksen korostuminen markkinoinnissa, jolla voidaan parantaa markkinoinnin tehokkuutta (mm. kohdennettu viestintä, data-analytiikka, automaatio). Arviomme mukaan koronapandemialla on ollut vaikutusta absoluuttisiin lukuihin, mutta markkinan ripeää kasvukuvaa se ei ole oleellisesti muuttanut. Luvut myös osoittavat, että markkina on valtava suhteessa Lianan kokoon, eikä markkinan koko tai kasvu mielestämme rajoita yhtiön kasvua.

Markkinoinnin automaation 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

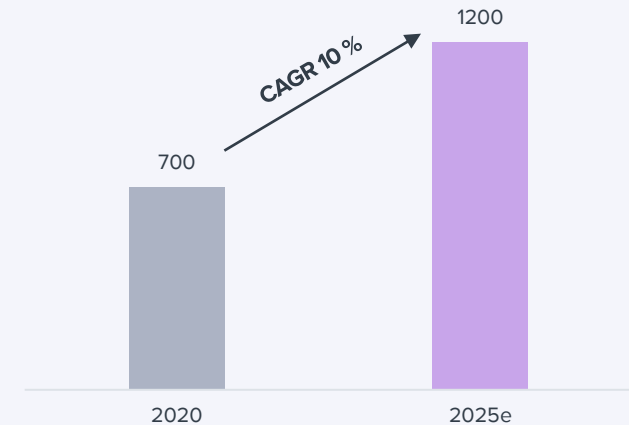
merkittävästi suuremmat ja ne ovat vauhdittaneet kasvua myös yritysostoin. Näkemyksemme mukaan pienemmillä paikallisilla toimijoilla on kuitenkin markkinan koon ja sen kasvun ansiosta hyvät edellytykset kasvaa markkinan pienemmissä taskuissa. Erilaiset maantieteelliset, asiakkaiden kokoluokkaan ja palveluihin liittyvät valinnat pienentävät relevanttia markkinapotentiaalia, mutta tästä huolimatta erittäin suuri ja kasvava markkina ei mielestämme rajoita Lianan tapaisten pienempien paikallisten toimijoiden kasvupotentiaalia.

## Kilpailutilanne vaihtelee arvoketjun osa-alueiden välillä

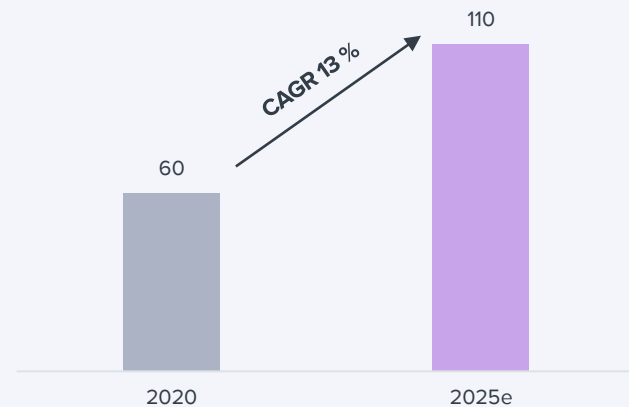
Lianan teknologia kattaa useita viestinnän ja markkinoinnin teknologiapalveluita (markkinointiviestinnän automatisaatio, kanta-asiakasviestintä ja suoramarkkinointi). Markkinoilla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Salesforce, Adobe, Meltwater ja Cision) ja satoja pieniä toimijoita, mutta näiden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

Lianan merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Apsis ja Hubspot, jotka molemmat myös tarjoavat melko kattavia paketteja pk-yrityksille. Eri palvelualueiden välillä kilpailutilanne ja kilpailijat kuitenkin usein vaihtelevat. Siten myös Lianan kilpailijat vaihtelevat palvelualueiden välillä yhtiön toimiessa monella palvelualueella. Kokonaismarkkinan kasvunäkymän takia markkinalla on tilaa useille ja myös uusille toimijoille, joten kilpailutilanne markkinoilla saattaa elää nopeastikin.

## Suomen markkinointitekniikka\* (MEUR)



## Globaali markkinointitekniikka\* (mrd. USD)



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

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

## Kustannusrakennetta dominoi kaksi erää

Liiketoimintamallia heijastellen Ilkka-Yhtymän kustannusrakenne koostuu pääosin kahdesta keskeisestä erästä, jotka ovat materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaalit ja palvelut kustannuserästä huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista (esim. painopaperit ja värit) ja jakelukustannuksista. Tämä kustannuserä on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana noin 29-37 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 34,7 % liikevaihdosta. Käänteisesti, yhtiön myyntikate-% on ollut vastaavalla ajanjaksolla keskimäärin noin 65,3 %. Vastaavasti henkilöstökulut ovat vaihdelleet noin 40-50,3 %:n välillä ja ovat olleet keskimäärin 43,3 %:n tasolla vuosina 2016-2020.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut ovat vaihdelleet noin 13-18%:n välillä ja olleet edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin reilu 15 % liikevaihdosta.

## Tase on erinomaisessa kunnossa

Ilkka-Yhtymän taseen loppusumma oli H1'21:n lopussa 197 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä heijasteleekin muun muassa yhtiön merkittävää omistusta Alma Mediassa.

Omistus Alma Mediassa raportoidaan pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli H1'21-lopussa noin 95,1 MEUR ja vastasi reilusta 48 %:sta taseen

loppusummasta. Muita merkittäviä pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa olivat H1-lopussa 12,4 MEUR:n (6 % taseen loppusummasta) aineettomat hyödykkeet sekä 15,8 MEUR:n (8 % taseen loppusummasta) liikearvo. Aineellisten hyödykkeiden osuus (6,7 MEUR tai reilu 3 % taseen loppusummasta sis. leasingomaisuuden) on pieni, sillä yhtiön omistamat toimitilat ja koneet on pääosin jo poistettu.

H1-lopussa lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin 12,1 MEUR:n (6 %) kassavaroista sekä 43,8 MEUR:n (22 %) muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista, joka pitää sisällään mm. sijoituksia yritystodistuksiin.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, koska median tilaustuottojen ja SaaS-palveluiden ennakkomaksut ja ostovelat ovat myyntisaamisia suuremmat ja vaihto-omaisuutta liiketoiminnassa ei ole käytännössä lainkaan.

Ilkka-Yhtymän oma pääoma oli H1'21:n lopussa 166,7 MEUR, eli 6,55 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vain noin 1,9 MEUR (sis. IFRS16 vastuut). Siten yhtiön nettokassa oli noin 46 MEUR, kun rahavarojen lisäksi huomioidaan lyhytaikaiset rahoitusvarat ja korollisten velkojen lisäksi Lianan ehdollinen kauppahinta käsitellään velkana.

Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena kuranttina, sillä Alma Median osakkeiden arvo konserniin taseessa on linjassa Inderesin arvioiman osakekannan käyvän arvon ja taseen aineeton omaisuus heijastelee pääosin Liana-yritystoston mukana tullutta liikearvoa, joka näkemyksemme mukaan on perusteltavissa.

## Pääoman tuotto heikentynyt

Ilkka-Yhtymän sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat viime vuosina painuneet heikentyneen tuloskehityksen ja kasvaneen taseen myötä matalalle tasolle. Vuonna 2020 Arena Partnersin saama myyntivoitto Alma Mediapartnersista nosti myös Ilkka-Yhtymän pääoman tuottoa (2020 ROI 12,7 % ja ROE-% 12,7 %) selvästi osakkuusyhtiötuloksen kautta. Huomioitavaa on lisäksi, että Alma Medialta saatavalta osingot heijastuvat positiivisesti rahoitustuottoihin ja siten myös oman pääoman tuottoon.

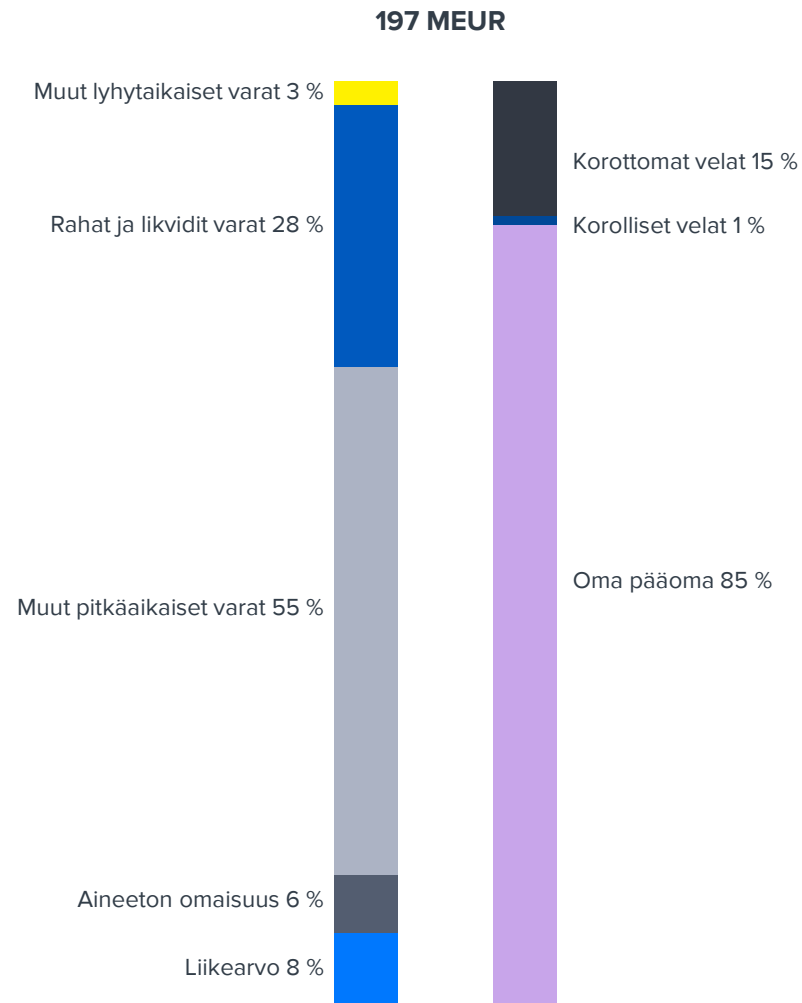
## Kassavirran vaihtelu voimakasta

Yhtiön liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viime vuosina voimakkaasti operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana, ja se on ollut noin 5-20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. Vuonna 2020 liiketoiminnan rahavirta kasvoi vertailukaudesta (2020: 9 % liikevaihdosta). Vuosien 2017-2018 korkealle tasolle (13-20 % liikevaihdosta) yhtiön on kuitenkin vaikea päästä Alma Median omistussuuden laskun seurauksena, minkä myötä osinkovirta sisältyy investointien rahavirtaan.

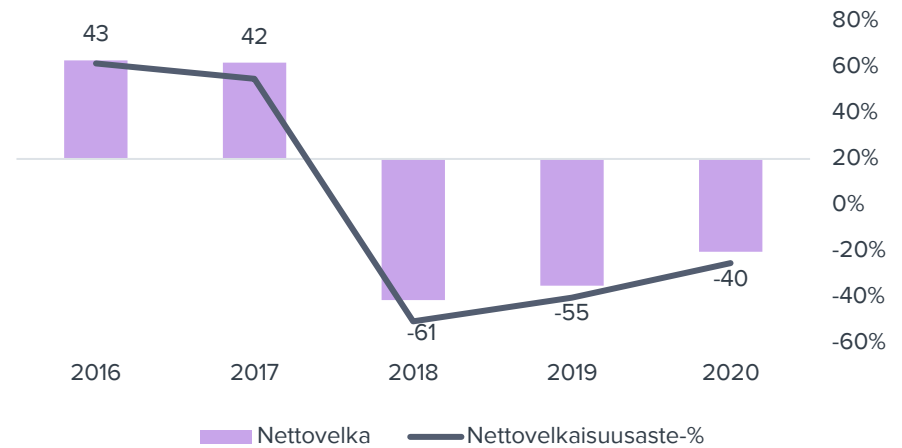
Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala ja arviomme mukaan vain noin 1-2 MEUR vuodessa. Tämän rahoitustarpeen yhtiö arviomme mukaan pystyy kattamaan operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve siten edellytä kassan syöntiä. Yhtiön rahavirta myös tukee voitonjaon edellytyksiä, vaikkakin viime vuosien osinkotason ylläpitäminen vaatii myös taseen varojen käyttöä.

# Taloudellinen tilanne

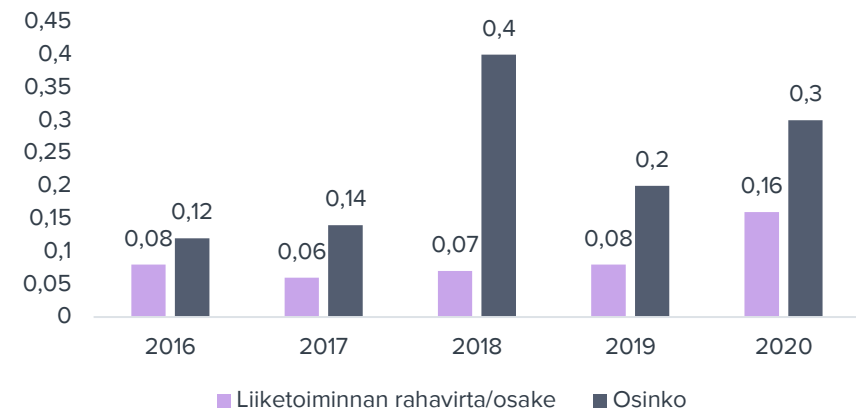
## Taserakenne, H1'21



## Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



## Operatiivinen rahavirta ja osinko per osake



# Ennusteet 1/3

## Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkka-Yhtymän 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.

Oletamme liikevaihdon ennustemallissamme, että yhtiön medialiiketoimintojen sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositasolla keskimäärin noin 1-2 %:n vauhtia ja mainonnan tuotot hieman voimakkaammin (noin 5 %) vuositasolla. 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 niin ikään noin 3-5 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä, senkin jälkeen kun lehtipainaminen siirtyy ostopalveluksi vuodesta 2022 alkaen.

Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon ennustamme kasvavan keskimäärin noin 5-10 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien sekä konsernikulujen (pääosa kohdistamattomat-erästä) kautta ja toissijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta. Odotamme Media- ja markkinointipalveluiden kannattavuuden elpyvän

tehostustoimien ja liikevaihdon jakauman positiivisen kehityksen ansiosta lievästi noin 5,5-6 %:n liikevoittomarginaalin tasolle. Painopalveluiden odotamme yltävän vakaassa kehitysvaiheessa lehtipainamisen ulkoistuksen jälkeen noin 2,5-4 %:n liikevoittomarginaaliin. Vastaavasti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden fokuksen terävöittämisen odotamme nostavan sen kannattavuutta. Toisaalta odotamme kasvupanostukset hidastavat kannattavuuden nousua. Näin ollen odotamme sen yltävän keskipitkällä aikavälillä 4-9 %:n liikevoittomarginaaliin.

Näkyvyys Ilkka-Yhtymän liikevaihdon kehityksen suhteen on kohtuullisen hyvä keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaisiin medialiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden jatkuvalaskutteiseen liikevaihtoon. Epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa ilmoitustuottojen syklisyys.

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

Ennustemallissamme suurimmat lyhyen tähtäimen epävarmuustekijät liittyvät pandemian pysyviin vaikutuksiin painetun median markkinalla sekä liiketoimintojen kannattavuuskehitykseen.

## Keskeiset ennusteparametrit

- Toimialojen kasvuodotus (2021-)
  - Media- ja markkinointipalvelut - 2-5 % p.a.
  - Painopalvelut - 3-5 % p.a.
  - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut + 5-10 % p.a.
  
- Toimialojen kannattavuus (EBIT-%)
  - Media- ja markkinointipalvelut 5-6 %
  - Painopalvelut 2,5-4 %
  - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut 4-9 %
  
- Epävarmuustekijät
  - Tehostustoimien purevuus ja kestävä kannattavuustaso
  - Digitaalisten palveluiden kasvu ja skaalautuvuus
  - Tulevat yritysjärjestelyt (ei sisälly ennusteisiin)

# Ennusteet 2/3

## Vuosi 2021: liikevaihto kasvaa, mutta tulos laskee

Ilkka-Yhtymä ohjeistaa sen vuoden 2021 liikevaihdon nousevan (2020 45,8 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2020: 1,8 MEUR) laskevan edellisvuodesta. H1'21:n lopussa Ilkka-Yhtymän liikevaihto oli kasvanut noin 11 % vertailukaudesta 23,8 MEUR:oon ja oikaistu oman toiminnan liiketulos oli 0,15 MEUR (H1'20: 0,0 MEUR). Koko vuoden ennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme liikevaihdon kasvavan 6 % vuonna 2021 49,5 MEUR:oon, mutta oik. oman toiminnan liiketuloksen jäävän 1,3 MEUR:oon.

Segmentteittäin odotamme liikevaihdon kasvavan 5 % vertailukauden tasolta Media- ja markkinointipalveluissa. Kasvun taustalla on ilmoitustuottojen kasvu sekä Mysome-yritysosto. Painopalveluiden liikevaihdon odotamme taas laskevan maltilliset 2 %, minkä taustalla on koronapandemian painama ja edelleen heikko markkina. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden odotamme kasvavan noin 1 %:n, minkä taustalla on jatkuvien palveluiden kohtuullinen kasvu, mitä kuitenkin jarruttaa muiden palveluiden lasku.

Ilkka-Yhtymä ei ole toteuttanut vuonna 2021 edellisvuoden kaltaisia säästö- ja sopeutustoimia, minkä vuoksi odotamme vuoden jälkimmäisen puoliskon tulostason jäävän selvästi vertailukauden tasosta. Loppuvuonna kustannustasoa arviomme mukaan myös kasvattaa panostukset Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvustrategian toteutukseen. Tämän seurauksena odotamme kaikkien kolmen segmentin operatiivisen tuloksen yltävän lievästi positiiviseksi. Vuoden 2021 raportoitu liikevoitto painaa kuitenkin Q2:lle

kirjattu 0,6 MEUR:n kertaluonteinen erä, joka on seurausta [painotoimintojen tehostustoimista](#).

Nettotulostasolla odotamme tuloksen kuitenkin kampeavan selvästi operatiivista tulosta korkeammalle, minkä taustalla on etenkin Q1:llä kirjatut Alma Median osingot ja loppuvuonna lievästi positiivisena säilyvät rahoitustuotot. Tätä heijastellen odotamme koko vuodelta 0,20 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (2020: 0,24 euroa). Vahvaa taseasemaa peilaten odotamme yhtiön maksavan koko tuloksensa osinkoina. Edellisvuodesta odotamme osingon kuitenkin laskevan 0,20 euroon, sillä arviomme mukaan vuoden 2020 0,3 euron osinko sisälsi voitonjakoa myös Arena Partnersilta saadusta osinkovirrasta.

## Vuodet 2022-2024: kannattavuus nousee

Ennustamme konsernitasolla maltillisesti kasvavaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2022-2024. Vuonna 2022 kasvu sisältää vielä lievästi epäorganista kasvua Mysome-yritysoston ansiosta. Orgaanisesti liikevaihto taas laskee ennusteissamme painetun median murroksen jatkumisen seurauksena. Orgaanisen kasvun tasolla tätä kuitenkin kompensoi Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvun ennustettu kiihtyminen. Keskimäärin ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 1 %:n vuodessa.

Kannattavuuden odotamme kääntyvän maltillisella nousukäyrällä vuodesta 2022 alkaen, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla keskimäärin 4,3 %:iin (3,2-5,4 %).

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tuloskasvusta, jonka liikevoitto-%:n odotamme nousevan jakson lopulla 9 %:iin skaalautuvan kasvun ansiosta.

Nettotuloksen odotamme saavan kasvavaa tukea Alma Medialle ennustamastamme osingon kasvusta, mikä yhdessä operatiivisen tuloksen lievän kasvun kanssa tukee tuloskasvua. Odotamme Ilkka-Yhtymän maksavan jaksolla lievästi nousevaa osinkoa ja ennusteissamme osingonjakosuhte säilyy hieman yli 100 %:n lähivuosina.

## Pitkän aikavälin ennusteet

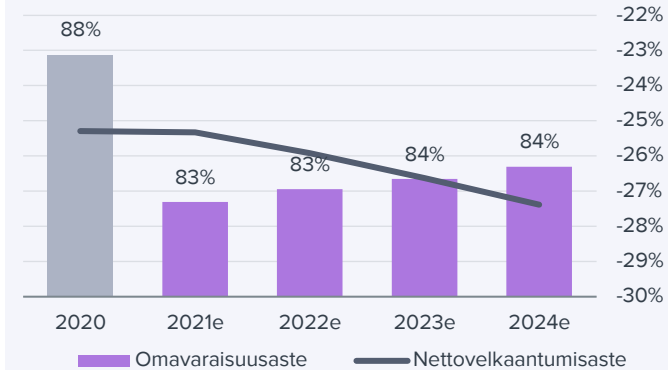
Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden skaalautuminen. Media- ja markkinointipalveluiden sekä Painopalveluiden pitkän aikavälin liikevaihdon odotamme laskevan rakenteellista murrosta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

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

## Epäorgaaninen kasvu ei sisälly ennusteisiin

Arviomme mukaan Ilkka-Yhtymältä voidaan odottaa lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä nykyisen liiketoiminnan kokoluokassa suhteellisen merkittäviä 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 markkinaa nähden. Siten pitkän aikavälin ennusteisiimme onnistuneilla yritysostoilla voi olla merkittäväkin vaikutus. Koska emme ole mallintaneet yritysostoja yhtiön tase säilyy erittäin vahvana keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme.

## Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Ennestemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,6	49,5	2 %	48,4	49,6	3 %	49,1	50,3	2 %
Käyttökate	4,0	4,0	1 %	4,8	4,6	-3 %	5,2	5,1	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,3	1,3	4 %	1,7	1,6	-8 %	2,3	2,1	-6 %
Liikevoitto	0,3	0,4	14 %	1,7	1,6	-8 %	2,3	2,1	-6 %
Tulos ennen veroja	4,5	4,6	1 %	4,9	4,7	-3 %	5,9	5,7	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,20	0,20	1 %	0,18	0,18	-3 %	0,22	0,21	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %

# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>36,4</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>12,9</b>	<b>45,8</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>	<b>49,5</b>	<b>49,6</b>	<b>50,3</b>	<b>51,0</b>
Media- ja markkinointipalvelut	31,2	7,3	7,0	7,2	8,1	29,7	7,2	7,8	7,7	8,6	31,2	30,5	29,9	29,2
Painopalvelut	10,1	2,2	1,8	1,9	2,1	8,0	1,8	2,0	1,9	2,1	7,8	4,1	3,9	3,7
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	0,0	3,5	3,5	3,3	3,6	13,9	3,4	3,5	3,5	3,7	14,1	15,2	16,7	18,3
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-4,8	-2,9	-0,9	-0,9	-1,0	-5,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,5	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Käyttökate</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>16,4</b>	<b>17,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-3,0	-0,8	-1,3	-0,8	-0,8	-3,7	-3,0	-3,0	-2,9
<b>Oik. oman toiminnan liikevoitto</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>15,7</b>	<b>14,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
Media- ja markkinointipalvelut	0,1	-0,2	0,1	0,4	0,8	1,14	0,3	0,4	0,3	0,5	1,6	1,7	1,8	1,8
Painopalvelut	1,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,09	-0,1	-0,6	0,1	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,1
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,2	0,6	1,0	1,6
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-0,2	-2,2	-0,3	0,4	14,9	12,8	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8
Nettorahoituskulut	3,0	-0,4	3,7	0,2	0,4	4,0	3,3	0,5	0,2	0,2	4,2	3,1	3,6	3,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>1,5</b>	<b>16,1</b>	<b>18,6</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>
Verot	-0,1	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-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>3,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,5</b>	<b>16,0</b>	<b>18,8</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,16</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,24</b>	<b>0,12</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,63</b>	<b>0,74</b>	<b>0,11</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,16</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-0,1%	14,3%	24,1%	32,7%	31,5%	25,8%	13,5%	8,5%	6,0%	5,1%	8,0%	0,3%	1,3%	1,4%
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-23,4%	-167,4%	100,8%	886,0%	12,9%	42,8%	-112,8%	-49,4%	-29,9%	-40,1%	-26,5%	21,9%	34,2%	28,9%
<b>Käyttökate-%</b>	7,1%	-17,3%	7,0%	17,6%	127,6%	42,8%	5,1%	5,6%	12,1%	9,4%	8,1%	9,3%	10,1%	11,0%
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,4%	-2,2%	2,2%	8,6%	6,0%	3,9%	0,3%	1,0%	5,5%	3,5%	2,6%	3,2%	4,2%	5,4%
<b>Nettotulos-%</b>	10,4%	-24,0%	33,3%	12,8%	124,2%	41,1%	23,7%	-0,6%	6,8%	4,7%	8,3%	9,1%	10,8%	12,1%

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Tähtäimessä kasvuyhtiön status

Ilkka-Yhtymä profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena yhtiönä, joka pyrkii hyödyntämään vahvan taseen tarjoaman liikkumavaran ja kääntämään liikevaihdon kasvuun. Osien summassa piilevän merkittävän 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 erittäin vahvan taseen, median rakennemurroksen sekä tuottojen sykliisyyden summana kohtuullinen, joskin osakkeen likviditeetti on heikko, mikä näkemyksemme mukaan nostaa tuottovaadetta.

## Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

Ilkka-Yhtymän liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosien ajan laskutrendillä. Kehityksen 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 Ilkka-Yhtymän 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 toistaiseksi rajallinen.

## Yritysoistoilla vauhtia kasvuun

Yrityskaupat ovat arviomme mukaan tärkeä osa Ilkka-Yhtymän strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja tuloksen kasvuna, ja epäonnistuessaan heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

## Positiiviset arvo-ajurit ja mahdollisuudet

**Kustannustehokkuuden parantuminen:** Ilkka-Yhtymä on toteuttanut tehostusohjelmia, joiden hyötyjen pitäisi näkyä kannattavuuden nousuna kaikissa liiketoiminta-alueissa liikevaihdon laskun taituttua. Tehostustavoitetta tukee myös painotoiminnan ulkoistaminen.

**Uusien liiketoimintojen (Liana) kasvu ja skaalautuvuus:** Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden liikevaihdon kasvu on voimakkaasti skaalautuvaa ja siten näiden liiketoimintojen kasvu heijastuu vivulla tulokseen. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on myös niiden luonteen vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon kasvun suhteellinen osuus tukee myös hyväksyttävää arvostusta.

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

## Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön

**tehostuminen:** Ilkka-Yhtymällä on vahvan taseen ansiosta merkittävästi liikkumavaraa tuloskasvun vauhdittamiseen yritysostojen kautta.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

### 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:

Ilkka-Yhtymän liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen korkea ja Suomen talouden kehitykseen liittyy epävarmuutta, minkä takia liikevaihdon kasvu ja/tai kannattavuuden nousu voi jäädä odotuksistamme.

### Yrityskauppariskit:

Epäorganiseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen haltuunotto 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 merkittävästi 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
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median hyvät edellytykset arvонуonnille keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- 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

## Arvonmäärittämenetelmät

Ilkka-Yhtymän 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. Suosimme erityisesti vahvan taseen huomioivaa EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa. EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkka-Yhtymän tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti P/E-kerrointa taas vääristää jossain määrin huomattava nettokassa. Lisäksi annamme painoarvoa ennustetulle osinkotuotolle, jolla on arviomme mukaan olennainen merkitys lähivuosien tuotto-odotuksen kannalta.

## Osien summa -malli

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

Arviomme Ilkka-Yhtymän liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 174 MEUR tai 6,85 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,8 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla (11,06 euroa osakkeelta) vastaa 99 MEUR:n arvoa eli 3,91 euroa osakkeelta. Käytämme

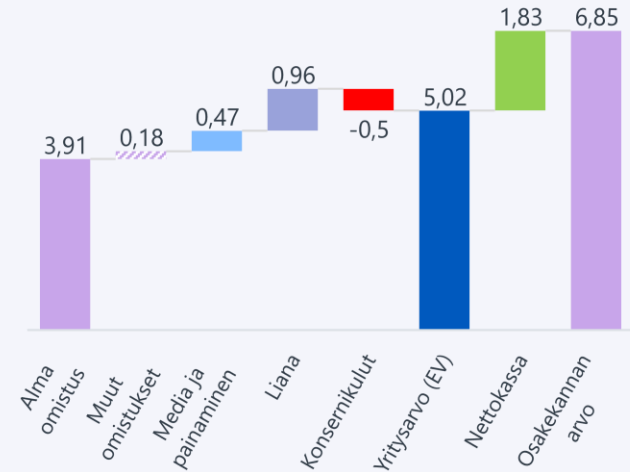
laskelmassamme Alma Median osakkeen viimeisintä markkinahintaa, sillä se kuvastaa mielestämme parhaiten sitä, millä hinnalla omaisuuserä on likvidoitavissa. Alma Median viimeisimmässä raporteissa olemme arvioineet osakkeen käyväksi arvoksi noin 11-15 euroa osakkeelta, mutta huomioitavaa on, että haarukan yläreunaa liikuttaa etenkin Alma Median verrokkiryhmän voimakkaan kasvun ja korkean kannattavuuden yhtiöt. Siten haarukan ylälaita on osin markkinaliikkeiden heiluttama, eikä se välttämättä ole taso, jolle Alma Median osake voidaan odottaa hinnoiteltavan lyhyellä tähtämellä.

Laskelmassamme toiseksi arvokkain osa on yhtiön H1'21:n lopun nettokassa, joka oli 46 MEUR tai 1,83 euroa osakkeelta, kun huomioidaan Lianan ehdollinen kauppahinta velkana.

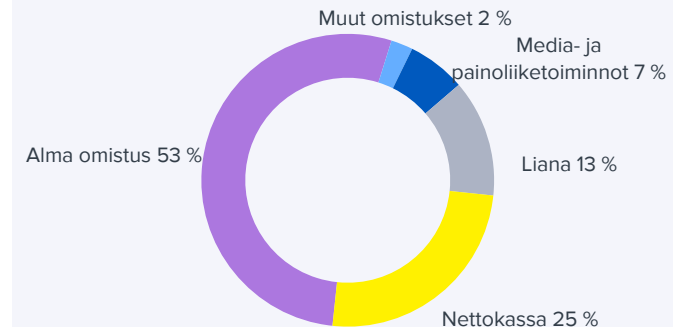
Edellä mainittujen omaisuuserän yhteenlaskettu arvo on konsernikulujen nykyarvon (13 MEUR) ja muiden pienien omistuksien vähentämisen jälkeen 138 MEUR, kun taas nykyisellä 4,51 euron osakekurssilla Ilkka-Yhtymän arvo on 115. Siten nykyisellä osakekurssilla markkina antaa yhtiön omalle operatiiviselle toiminnalle negatiivisen arvon (-23 MEUR).

Olemme arvioineet yhtiön liiketoimintojen arvoksi noin 36 MEUR tai 1,37 per osake, mistä noin 2/3 muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista ja loput Media- ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista. Näin ollen osien summa laskelmamme antaa yhtiön arvoksi 174 MEUR tai 6,85 euroa per osake.

## Osien summa per osake



## Arvon jakautuminen



# Arvostus 2/4

## Arvon mahdollisia purkajia

Arviomme mukaan keskeinen tekijä osien summalaskelmamme mukaisen arvon purkautumiselle lähivuosina on yhtiön operatiivisen toiminnan kasvu- ja kannattavuustrendin kehitys, sillä näkemyksemme mukaan etenkin digitaalisten liiketoimintojen kääntäminen kannattavaan kasvuun vaikuttaisi osakemarkkinoiden operatiiviselle liiketoiminnalle antamaan arvoon. Tässä keskiössä on orgaanisen kasvun lisäksi onnistuneet yritysjärjestelyt, kuten digitaalisia ja skaalautuvia liiketoimintoja kasvattavat ja/tai täydentävät ostot.

Lisäksi mahdollisia keinoja arvon purkamiselle on erittäin vahvan taseen purkaminen osinkoja jakamalla tai omia osakkeita ostamalla. Pidämme kuitenkin varojen allokoimista (epäorgaaniseen) kasvuun selvästi todennäköisimpänä.

## Arvon purkautuminen vie arviomme mukaan useita vuosia

Arviomme mukaan osien summassa piilevän arvon realisoituminen täysimääräisesti 12 kuukauden aikajänteellä ei ole realistinen odotus, sillä pääoman käytön tehostuminen (esim. epäorgaaninen kasvu) tulee arviomme mukaan viemään useita vuosia.

Arviomme mukaan arvon on realistista odottaa purkautuvan keskipitkällä aikavälillä (3-5 vuotta). Mikäli osien summassa piilevä arvo pysyisi ennallaan, mutta arvo purkautuisi neljän vuoden ajanjaksolla saisi sijoittaja nykykurssilla purkautumisen kautta noin 11 %:n vuosituoton, mikä yhdessä ennustamamme noin 4-5 %:n osinkotuoton kanssa nostaisi vuosituoton noin 15 %:iin. Tämä esimerkkilaskelma osoittaa, mille tasolle kärsivällisen sijoittajan tuotto-odotus nousee, mikäli

yhtiö onnistuu purkamaan osien summassa piilevän arvon neljän vuoden ajanjaksolla. Pidämme kuitenkin myös lyhyempää aikaväliä arvon purkautumiselle mahdollisena.

## Arvostuskertoimet korkealla tasolla

Ilkka-Yhtymän vuosien 2021 ja 2022 oikaistut EV/EBIT- ja P/E kertoimet ovat 58x ja 48x sekä 23x ja 26x. 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 2021-2022 P/E-lukuja ”ylimääräisellä” kassalla painuu kerroin noin 16-14x tasolle. Tämä kuvastaa operatiivisen liiketoiminnan matalaa arvostusta, kun huomioidaan myös näkemyksemme mukaan suhteellisen likvidi omistus Alma Mediassa.

Ilkka-Yhtymällä ei ole mielestämme löydettävissä puhtaita verrokkeja, minkä lisäksi edellä esitellyt sudenkuopat arvostuskertoimissa tekee verokkiarvostuksen soveltamisesta haastavan. Suhteellinen arvostus on kuitenkin esitelty sivulla 30.

## Ilkka-Yhtymä arvostuskertoimet

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,51	4,51	4,51
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	115	115	115
Yritysarvo (EV)	76	76	75
P/E (oik.)	22,7	25,5	21,1
P/E	27,9	25,5	21,1
P/Kassavirta	50,5	54,2	45,5
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	2,3	2,3	2,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	18,8	16,3	14,8
EV/EBIT (oik.)	58,3	47,7	35,2
Osinko/tulos (%)	123,5 %	124,5 %	110,9 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

# Arvostus 3/4

## Tulostuotto-odotus on maltillinen

Odotamme Ilkka-Yhtymän lähivuosien operatiivisen tuloskasvun olevan kohtuullisella noin 6 %:n tasolla, mutta oikaistun nettotuloksen kasvun jäävän lievästi negatiiviseksi suhteessa vertailukauteen 2020 nettoraahoitustuottojen ja verojen jälkeen. Tämän ansiosta ennusteillamme orgaaninen tuloskasvu ei muodosta osakkeelle merkittävää ajuria.

## Osinkotuotto on korkea ja arviomme mukaan vakaalla pohjalla

Ilkka-Yhtymän tarjoama osinkotuotto liikkuu lähivuosien ennusteillamme ja nykyisellä 4,51 euron kurssitasolla laskettuna hyvällä 4,4-5,3 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Ilkka-Yhtymän jakavan lähivuosina enemmän kuin tuloksensa verran osinkoa, mihin sillä on hyvin varaa ylikapitalisoituneen taseen ansiosta.

## Kokonaistuotto-odotus

Ilman epäorgaanista kasvua Ilkka-Yhtymän osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina etenkin hyvä osinkotuotto. Olennaisesti tuotto-odotukseen vaikuttaa kuitenkin osien summassa piilevän arvon purkautuminen ja sen vauhti, minkä ensisijainen mahdollinen ajuri on näkemyksemme epäorgaaninen kasvu. Nykyisellä 4,5 euron kurssitasolla arvioimme Ilkka-Yhtymän osakkeen kokonaistuoton olevan vuositasolla linjassa osinkotuoton kanssa ilman kasvua kiihdyttäviä ja taseen piiloarvoa purkavia yritysostoja.

## Osinkojen nettonykyarvo -malli

Olemme arvioineet Ilkka-Yhtymän osakkeen käypää arvoa sen vakaata osingonjakopolitiikkaa peilaavan

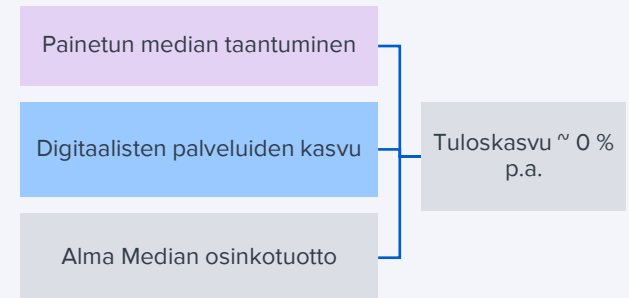
osinkojen nettonykyarvo -mallin (DDM) avulla. Korostamme, että sen yksinkertaisuuden takia malli on erittäin herkkä pienille muutoksille oletuksissa ja siten sen rooli kokonaisuuden kannalta on mielestämme vain auttaa arvostuksen viitekehyksen hahmottamisessa, eikä se heijastu suoraan tavoitehintaamme. Huomioitavaa on, että mallin arvonmääritys pohjautuu ainoastaan ennustettuihin omistajille jaettavien osinkojen muodostamaan kassavirtaan.

Olemme käyttäneet mallissa lähivuosien osinkojen ennusteitamme vuosille 2021-2025, kun taas tästä eteenpäin osinkojen terminaalikasvuksi olemme olettaneet 3 %. Vastaavasti oman pääoman kustannuksena olemme käyttäneet 8,8 %. Malli antaa osakkeen arvoksi 4,36 euroa osakkeelta, joka on lievästi nykyisen osakekurssin alapuolella. Näkemyksemme mukaan tämä kuvaa osakkeen perusteltua arvoa, mikäli yhtiön operatiivisen liiketoiminnan liikevaihdon ja tuloksen käänne kestävään kasvuun epäonnistuu, eikä muiden omaisuuserien arvo purkautu täysimääräisesti.

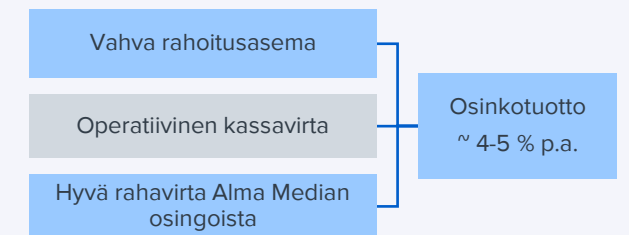
## Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

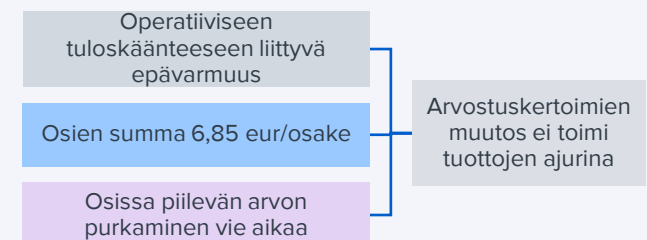
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuksen ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus nojaa etenkin epäorgaaniseen kasvuun

# Arvostus 4/4

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Emme anna Ilkka-Yhtymän arvonmäärittämisessä 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 arvonmäärittästä tukeva, ja osoittaa millaista operatiivisen liiketoiminnan kehitystä osakkeen nykyiseen arvostukseen on hinnoiteltu.

DCF-mallimme (s. 31) mukainen osakkeen arvo on 2,7 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 3,2 %:n tasolta noin 5-5,5 %:iin ja ikuisuuskasvun oletuksemme on 2,0 % ja kannattavuus ennusteemme on 5,5 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 %.

DCF-mallin indikoima arvo peilaa Ilkka-Yhtymän

liiketoimintojen arvoa, mikäli ne yltävät meidän mallimme mukaiseen liikevaihdon kasvuun ja kannattavuuteen keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Mallin indikoima arvo on melko selvästi nykykurssin alapuolella.

## Suositus ja tavoitehinta

Tarkistamme Ilkka-Yhtymän tavoitehinnan 5,0 euroon ja toistamme lisää-suosituksemme. Sijoitusnäkemysemme realisoituminen edellyttää, että yhtiö onnistuu purkamaan osien summassa piilevää arvoa. Vaikka yhtiö ei onnistuisi purkamaan tätä arvoa on lähivuosien ennustetusta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus positiivinen. Useasta kulmasta arvioituna emme näe osakkeen arvostuksessa olennaista perusteltua laskuvaraa, joten riski/tuotto-suhde on nykykurssilla mielestämme hyvä ottaen huomioon osien summa -mallissa piilevän potentiaalin.

Arviomme mukaan ylikapitalisoituneen taseen purkaminen tulee viemään useita vuosia, sillä arviomme mukaan pääoman allokoinnissa ensisijainen kohde on yritysostot. Mielestämme nykyisellä osakekurssin tasolla yhtiön tulisi kuitenkin harkita lähivuosina omien osakkeiden hankintaa, mikäli se ei löydä houkuttelevia ostokohteita, johon allokoida huomattavat kassavarat. Osakekurssin ollessa selvästi osien summan indikoiman arvon alapuolella omien osakkeiden hankinnat (ja mitätöinnit) tarjoavat hyvän mahdollisuuden arvonluontiin.

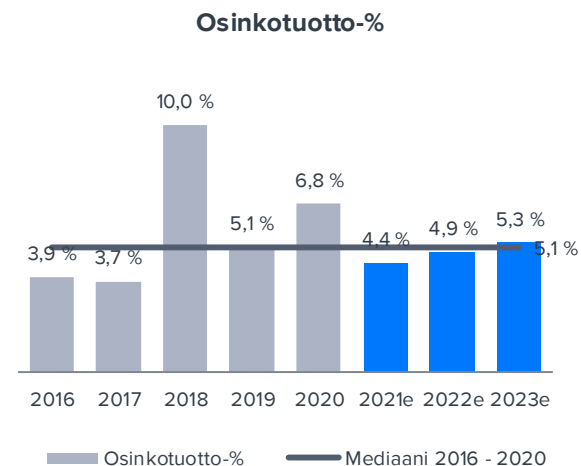
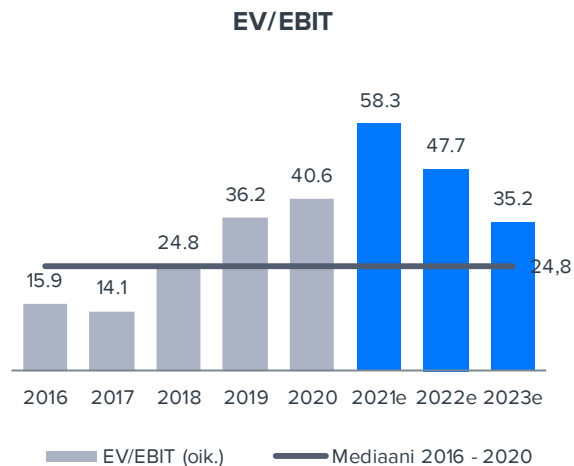
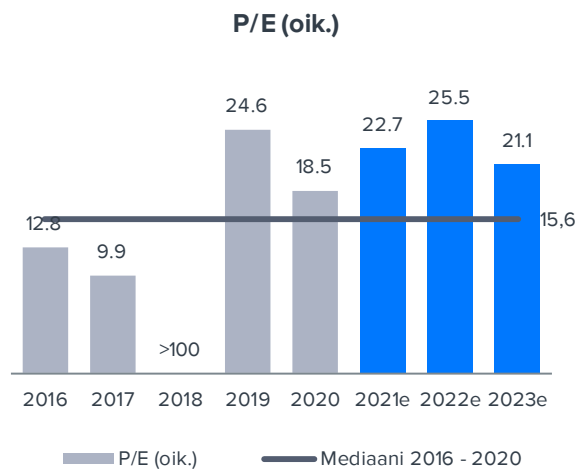
Osien summassa piilevän arvon ei ole mielestämme realistista odottaa purkautuvan seuraavan 12 kuukauden aikajänteellä täysimääräisesti, minkä takia tavoitehintamme on

osien summa -mallimme osakkeelle indikoiman arvon alapuolella.

# Arvostus

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osaakekurssi	3,09	3,79	4,00	3,94	4,40	4,51	4,51	4,51	4,51
Osakemäärä, milj. kpl	25,7	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	79	96	102	100	112	115	115	115	115
Yritysarvo (EV)	124	140	40	45	72	76	76	75	74
P/E (oik.)	12,8	9,9	>100	24,6	18,5	22,7	25,5	21,1	18,5
P/E	12,8	9,9	51,0	26,6	5,9	27,9	25,5	21,1	18,5
P/Kassavirta	11,0	10,5	12,6	neg.	neg.	50,5	54,2	45,5	38,8
P/B	1,1	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	2,0	2,6	2,8	2,8	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	3,1	3,7	1,1	1,2	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	13,4	12,1	7,9	17,4	4,1	18,8	16,3	14,8	13,2
EV/EBIT (oik.)	15,9	14,1	24,8	36,2	40,6	58,3	47,7	35,2	27,1
Osinko/tulos (%)	49,6 %	36,6 %	510,0 %	134,9 %	40,5 %	123,5 %	124,5 %	110,9 %	101,7 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	3,7 %	10,0 %	5,1 %	6,8 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Alma Media	11,1	913	1137	20,4	17,6	15,6	14,0	4,2	4,0	21,9	18,3	3,0	3,3	4,8
Agora SA	8,4	83	246		76,3	15,2	8,3	1,2	1,0		84,4			0,5
Future PLC	3542,0	5042	5335	24,9	20,2	22,1	17,9	7,6	5,7	27,8	25,1	0,1	0,1	4,7
Daily Mail and General Trust P L C	1068,0	2660	2407	21,5	17,7	15,1	13,0	1,8	1,7	41,6	32,6	2,3	2,3	2,0
Gannett Co Inc	6,3	780	1789	10,6	8,4	4,4	4,4	0,6	0,7		13,8			0,9
Lagardere SCA	22,8	3212	7057	162,6	28,0	25,1	12,7	1,4	1,2		24,9		2,2	4,2
Meredith Corp	54,6	1922	4091	9,5	12,0	7,2	9,1	1,6	1,7	10,7	12,5		0,3	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,8	477	624	11,7	7,9	6,5	5,0	0,8	0,7	14,9	10,7	2,7	3,0	2,3
New York Times Co	51,6	7499	6930	30,7	26,8	25,3	22,4	3,9	3,7	44,7	39,0	0,3	0,5	5,8
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup !	0,7	372	573	7,3	6,4	4,5	4,2	0,7	0,7	7,5	6,5	4,2	4,2	1,0
Sanoma Oyj	14,2	2281	3060	19,6	19,4	8,6	8,2	2,5	2,4	19,8	17,2	3,9	4,2	3,4
Tamedia AG	150,4	1505	1565	13,8	12,5	9,5	9,0	1,8	1,8	56,4	44,9	1,9	1,9	0,9
Promotora de Informaciones SA	0,6	391	1189	46,0	17,3	13,7	8,7	1,2	1,4		21,2			
Vocento SA	1,1	135	237	11,1	9,1	5,9	5,2	0,7	0,6	12,1	12,4	2,6	3,7	0,7
PunaMusta Media	4,51	119	65	64,7	32,4	16,2	12,9	1,3	1,3	28,1	24,9	4,5	4,9	
<b>Ilkka-Yhtymä (Inderes)</b>	<b>4,51</b>	<b>115</b>	<b>76</b>	<b>58,3</b>	<b>47,7</b>	<b>18,8</b>	<b>16,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>22,7</b>	<b>25,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>0,7</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>32,5</b>	<b>20,8</b>	<b>13,0</b>	<b>10,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
<b>Mediaani</b>				<b>20,0</b>	<b>17,6</b>	<b>13,7</b>	<b>9,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>21,9</b>	<b>21,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>192 %</b>	<b>171 %</b>	<b>37 %</b>	<b>82 %</b>	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>	<b>4 %</b>	<b>21 %</b>	<b>67 %</b>	<b>81 %</b>	<b>-66 %</b>

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

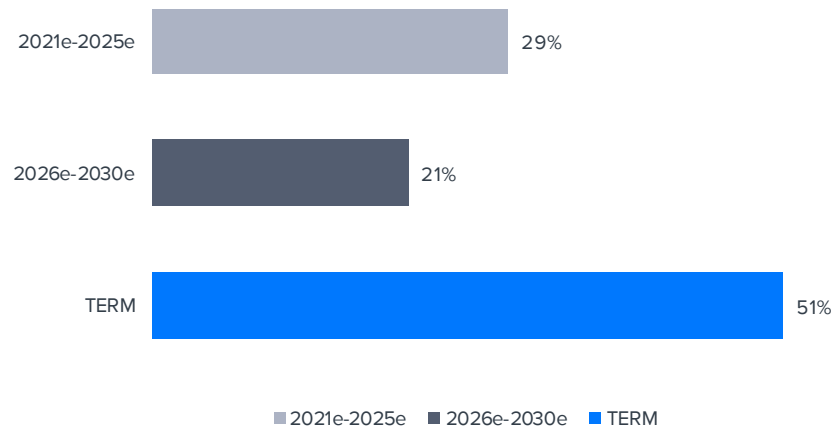
# Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,7	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	
- Maksetut verot	1,7	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	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	4,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>23,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-37,2	-2,0	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</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	-6,7	2,3	2,1	2,5	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,5	39,8
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>18,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		37,0	34,7	32,8	30,7	28,4	26,4	24,6	22,9	21,4	20,0	18,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>37,0</b>										
- Korolliset velat		-2,3										
+ Rahavarat ja sijoitukset		42,6										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		-7,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>68,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,7</b>										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain





# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>88</b>	<b>138</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>136</b>
Liikearvo	1,4	15,8	15,8	15,8	15,8
Aineettomat hyödykkeet	1,6	12	11	10	10
Käyttöomaisuus	7,1	8	7	7	8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,4	18	18	18	18
Muut sijoitukset	75	83	83	83	83
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>59</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>53</b>
Vaihto-omaisuus	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,5	4,9	5,3	5,3	5,4
Likvidit varat	55	43	46	46	47
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>147</b>	<b>186</b>	<b>189</b>	<b>188</b>	<b>188</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>157</b>	<b>157</b>	<b>158</b>
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	66	80	76	76	76
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	64	73	73	73	73
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,0</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	1,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,7	7,4	7,4	7,4	7,4
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,9</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	1,1	6,4	5,5	4,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,5	10,8	11,7	11,7	11,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	5,1	5,1	5,1	5,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>147</b>	<b>186</b>	<b>189</b>	<b>188</b>	<b>188</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	36,5	36,4	45,8	49,5	49,6	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,74	0,16	0,18
Käyttökate	5,1	2,6	17,5	4,0	4,6	EPS (oikaistu)	0,00	0,16	0,24	0,20	0,18
Liikevoitto	3,5	0,9	14,5	0,4	1,6	Operat. kassavirta / osake	0,25	0,14	0,94	0,17	0,18
Voitto ennen veroja	2,3	3,9	18,6	4,6	4,7	Vapaa kassavirta / osake	0,32	-0,79	-0,26	0,09	0,08
Nettovoitto	55,2	3,8	18,8	4,1	4,5	Omapääoma / osake	4,77	5,37	6,25	6,11	6,09
Kertaluontoiset erät	1,9	-0,3	12,8	-0,9	0,0	Osinko / osake	0,40	0,20	0,30	0,20	0,22
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	132,5	146,7	186,3	188,6	188,2	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	0 %	26 %	8 %	0 %
Oma pääoma	121,3	136,7	159,1	156,6	157,0	Käyttökateen kasvu-%	-56 %	-49 %	574 %	-77 %	15 %
Liikearvo	0,6	1,4	15,8	15,8	15,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-84 %	-23 %	42 %	-26 %	22 %
Nettovelat	-61,4	-55,1	-40,3	-39,7	-40,7	EPS oik. kasvu-%	-99 %	4325 %	49 %	-17 %	-11 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	14,1 %	7,1 %	38,2 %	8,1 %	9,3 %
Käyttökate	5,1	2,6	17,5	4,0	4,6	Oik. Liikevoitto-%	4,5 %	3,4 %	3,9 %	2,6 %	3,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	0,9	4,6	0,4	0,1	Liikevoitto-%	9,7 %	2,6 %	31,8 %	0,8 %	3,2 %
Operatiivinen kassavirta	6,4	3,5	23,8	4,3	4,6	ROE-%	2,0 %	2,9 %	12,7 %	2,6 %	2,9 %
Investoinnit	-51,5	-24,1	-37,2	-2,0	-2,5	ROI-%	2,9 %	0,7 %	9,7 %	0,2 %	1,0 %
Vapaa kassavirta	8,1	-20,0	-6,7	2,3	2,1	Omavaraisuusaste	91,6 %	93,2 %	87,7 %	83,0 %	83,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-50,6 %	-40,3 %	-25,3 %	-25,3 %	-25,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	1,1	1,2	1,6	1,5	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	7,9	17,4	4,1	18,8	16,3						
EV/EBIT (oik.)	24,8	36,2	40,6	58,3	47,7						
P/E (oik.)	>100	24,6	18,5	22,7	25,5						
P/B	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%	10,0 %	5,1 %	6,8 %	4,4 %	4,9 %						

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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 €

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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**