

PunaMusta Media

Laaja raportti

12.08.2024 08.40 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Transformaatio vasta käynnistymässä

PunaMusta Media on viime vuosien aikana hankkinut Painoliiketoiminnan vierelle muita kasvun tukijalkoja, ja Medialiiketoiminnan myynti 2024 sinetöi yhtiön strategisen suunnan kohti kokonaisvaltaista markkinoinnin kumppania. Yhtiön suurin liiketoiminta eli painotoiminta jatkaa kuitenkin konsernin liikevaihdon painamista laskevan markkinan seurauksena, jonka myötä ennustamme kannattavuuskehityksen olevan verkkaista muista tehokkaammin operoivista liiketoiminnoista huolimatta. Kokonaisvaltaisten ratkaisujen kehittäminen ja myynnissä onnistuminen saattaa toimia merkittävänä osakkeen arvoajurina, mutta toistaiseksi näkyvyys siinä onnistumiseen on hyvin rajallinen. Toistamme vähennä-suosituksemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen ollessa heikko ja laskemme tavoitehinnan 1,7 (aik. 2,4) euroon ennusteileikkausten ajamana.

Yritysjärjestelyjen kautta kokonaisvaltaiseksi markkinoinnin kumppaniksi

Ennen Media- ja Painoliiketoiminnasta muodostunut PunaMusta Media on useiden yritysjärjestelyiden myötä saavuttanut nykymuotonsa, joka koostuu kolmesta toisiaan täydentävistä liiketoiminnoista. Suurimman painoliiketoiminnan rinnalle yhtiö on hankkinut muuta yritysnäkyvyyden osaamista sekä erinäisten IT-palveluiden tarjoajia. Jälkimmäistä kahta liiketoimintaa yhdistää niiden kohtuullinen kasvupotentiaali. Yhtiön strategisena tavoitteena on fokuoittaa kokonaisvaltaisiin markkinoinnin ratkaisuihin, ja toimia asiakasyrityksen kumppanina niiden näkyvyystarpeissa. Tämän tavoitteen saavuttamisen keskiössä toimii asiakasyritykselle tarjottava kokonaisvaltainen markkinointitiedon hallintajärjestelmä, jonka avulla mittavan markkinointitiedon ja eri markkinointikanavien kanssa kamppailevat yritykset saavuttaisivat kustannustehokkuutta. Toistaiseksi kokonaisvaltaisten ratkaisujen myyntiponnistelut ovat alkuvaiheissa markkinan ollessa vasta muodostumassa.

Markkinaolosuhteiden vanki

Historiassa yhtiön liikevaihdon kasvun on mahdollistanut lukuiset yritysostot, kun taas perinteisen painamisen orgaaninen kasvu on ollut vuosikymmenen ajan heikkoa. Tulevaisuuden kasvunäkymät ovat kaksisuuntaiset, sillä Painoliiketoiminnan markkina on rakenteellisessa laskussa painetun median murroksen takia, kun taas yritysnäkyvyyden kysyntä kasvaa mm. digitaalisessa muodossa. Toistaiseksi näemme yhtiön olevan markkinamurroksen vanki sen liikevaihdon jakauman painoutuessa voimakkaasti painamisen ratkaisuihin. Kulurakenteen sopeuttaminen laskevaan volyyymiin on osoittautunut haastavaksi, minkä takia arvioimme Painoliiketoiminnan tehokkuuden jatkavan laskuaan. Tällöin ensiarvoiseen tärkeään asemaan nousee yhtiön kyky kaupallistaa markkinointitiedon hallintajärjestelmän mahdollistamat hyödyt asiakkailleen, missä vähittäiskaupan medialisuminen toimii tärkeänä kasvuaajurina. Tässä onnistuessaan yhtiön potentiaali sitouttaa asiakkaitaan tiukemmin paino- ja näkyvyysratkaisuiden toistuviin tilauksiin arvioimme mukaan kasvaa, mutta toistaiseksi näkyvyys strategiahankkeen onnistumiseen on hyvin heikko.

Arvostus on haastava ja riskitaso on kohonneella tasolla

Teimme raportin yhteydessä negatiivisia ennustetarkistuksia markkinaympäristön jatkuessa haastavana. Osakkeen arvostus on mielestämme kaikilla negatiivista tulosta tekeväälle liiketoiminnalle sopeutuvilla arvostusmittareilla kallis, mikä painaa osakkeen tuotto-odotuksen heikolle tasolle. Tulos- ja kassavirtapohjaisin kertoimin (2025e EV/EBITDA 6x ja EV/FCF 16x) yhtiötä hinnoitellaan mielestämme selvällä preemiolla sen kasvupotentiaaliin nähden. Painoliiketoiminnan stabiloitumista pitkällä aikavälillä odottava DCF-mallimme indikoi yhtiön käyvän arvon sijaitsevan 1,85 euron tuntumassa, mikä rajoittaa osakkeen nousupotentiaalia. Yhtiön korkean velkaantuneisuuden vuoksi näemme taseaseman tervehdyttämisen menevän voitonjaon edelle, minkä tähden emme usko yhtiön jakavan osinkoa.

Suositus

Vähennä

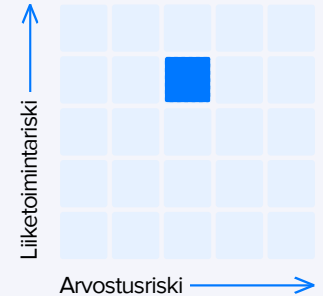
(aik. Vähennä)

1,70 EUR

(aik. 2,40 EUR)

Osakekurssi:

1,60



Avainluvut

| Liikevaihto | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 133,9 | 118,1 | 118,4 | 116,1 |
| kasvu-% | 0 % | -12 % | 0 % | -2 % |
| EBIT oik. | -0,3 | -0,9 | -1,0 | -0,4 |
| EBIT-% oik. | -0,2 % | -0,8 % | -0,8 % | -0,4 % |
| Nettotulos | -3,4 | 4,6 | -2,8 | -2,3 |
| EPS (oik.) | -0,27 | -0,41 | -0,22 | -0,18 |

| | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.) | neg. | neg. | neg. | neg. |
| P/B | 1,0 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. | neg. |
| EV/EBITDA | 8,0 | 2,8 | 6,3 | 6,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |

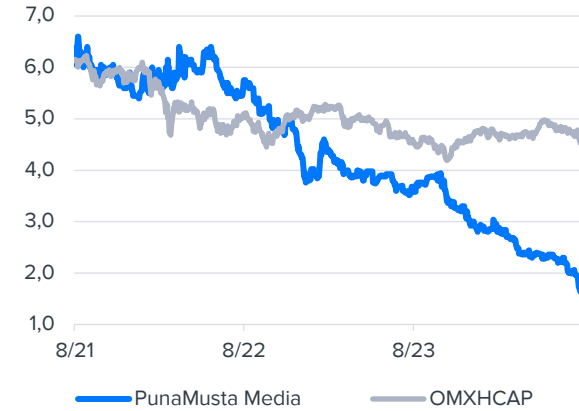
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

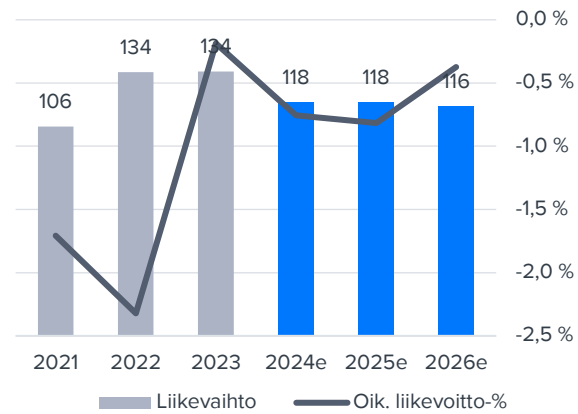
Jatkuviksi luokiteltujen toimintojen liikevaihdon odotetaan paranevan viime vuoden tasosta (2023: 116,2 MEUR) ja liiketuloksen ilman medialiiketoiminnan myynnistä saatavaa myyntivoittoa (arviolta 10,2 MEUR) arvioidaan paranevan viime vuoden tasosta (2023: -0,9 MEUR)

Osakekurssi



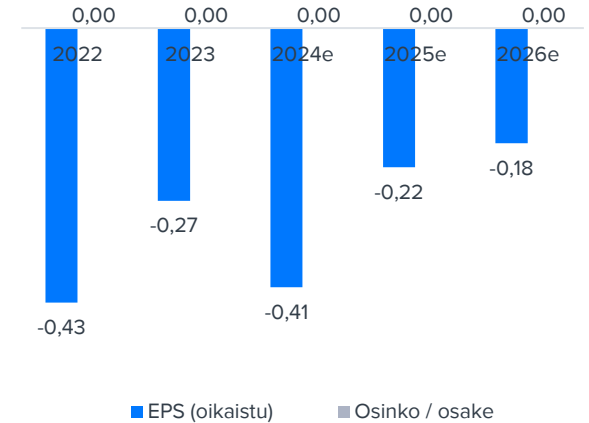
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen Painoliiketoiminnassa
- Näkyvyys- ja Digitaalisten liiketoimintojen kannattava kasvu
- Tulosta selvästi parempi rahavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun osinkovirta ja arvonmuutokset



Riskitekijät

- Painoliiketoiminnan supistumisen kiihtyminen ja kassavirran kutistuminen
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja osittain epäterve hintataso
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset (+/-)
- Osakkeen heikko likviditeetti

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi | 1,60 | 1,60 | 1,60 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 12,5 | 12,5 | 12,5 |
| Markkina-arvo | 20 | 20 | 20 |
| Yritysarvo (EV) | 49 | 48 | 47 |
| P/E (oik.) | neg. | neg. | neg. |
| P/E | 4,4 | neg. | neg. |
| P/B | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| P/S | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 2,8 | 6,3 | 6,4 |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

| | |
|--|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | 5-9 |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet | 10-15 |
| Toimialakatsaus – Paino- ja näkyvyystoimiala | 16-18 |
| Toimialakatsaus – Retail Media | 19 |
| Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne | 20-21 |
| Ennusteet | 22-27 |
| Sijoitusprofiili | 28 |
| Arvostus | 29-31 |
| Taulukot | 32-36 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 37 |

PunaMusta Media lyhyesti

PunaMusta Media on kolmesta liiketoimintaosasta, 1) Painoliiketoiminta, 2) Näkyvyysliiketoiminta ja 3) Digitaalisen liiketoiminnasta, koostuva yritysten markkinoinnin kumppanina toimiva konserni. Yhtiö operoi pääasiassa Suomessa.

116 MEUR (2022: 115 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2023

-0,9 MEUR (-1,7%)

Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2023 (liikevoitto-%)

19 % / 74 % / 7 %

Näkyvyys-, Paino- ja Digitaalisen liiketoiminnan osuus liikevaihdosta 2023

9,7 MEUR (-0,8 MEUR)

Arvopaperisalkun koko 2023 lopussa (arvopaperikaupan nettotulos, 2023)

720

Vakituista työntekijää Q1'24 lopussa

2015-2016

Painoteollisuuden heikentyminen ja painetun median taantuminen kiihtyy

Jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus heikkenee tehostustoimista huolimatta

Tarrapainoliiketoiminnan divestointi (myyntivoitto 8,3 MEUR)

Painokoneinvestoinnit otetaan käyttöön ja suurkuvatuotannon investointi

2017-2019

Paino- ja mediatoimialan heikko kehitys jatkuu, mikä yhdessä tehostuskulujen kanssa painaa kannattavuutta

Konserni toteuttaa useita yritysostoja painotoimialalla ja nousee yhdeksi Suomen suurimmista painotaloista

Yhtiö toteuttaa mittavat tehostusohjelmat painotoimialalla

2020-2023

Koronapandemia vaikuttaa merkittävästi liikevaihtoon sekä kannattavuuteen

Säästö- ja sopeutus-toimenpiteitä koronapandemian sekä pysyvästi muuttuneen markkinatilanteen johdosta

Strategiapäivitys 2021-23, jonka keskiössä asiakkaan menestymisen mahdollistaminen

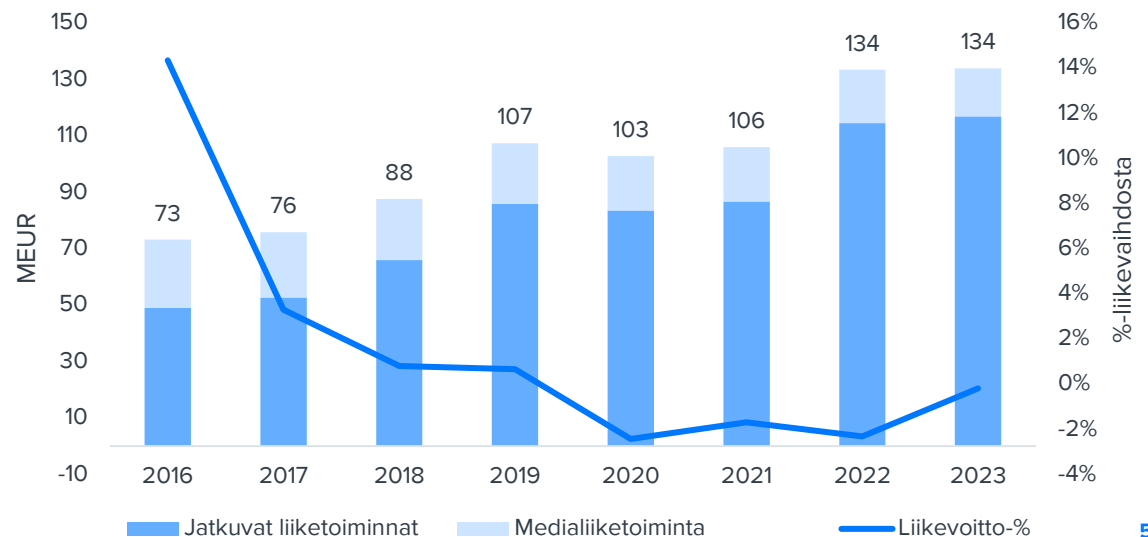
Yhtiö täydentää palvelutarjontaansa yrityskaupoilla

2024-

Strategiapäivitys 2024-26: Pyrkimys päästä asiakkaan kokonaisvaltaiseksi markkinoinnin kumppaniksi

Medialiiketoiminta myydään Keski-suomalaiselle

Markkinaolosuhteet jatkuvat haastavana



PunaMusta Media liiketoimintamalli 1/3

Kolmen liiketoimintaosan konserni

PunaMusta Media on markkinoinnin arvoketjussa toimiva, liiketoimintarakenteen muutoksen keskellä oleva konserni. Yhtiö myi medialiiiketoimintansa vuonna 2024 ja pyrkii olemassa olevilla liiketoiminnoilla muuntautumaan osin tuotetalosta asiakkaidensa kokonaisvaltaiseksi markkinoinnin kumppaniksi. Yhtiö jakautuu nykymuodossaan kolmeen liiketoiminta-alueeseen Suomessa: 1) Painoliiketoiminta, 2) Näkyvyysliiketoiminta ja 3) Digitaalinen liiketoiminta, joiden lisäksi yhtiöllä on merkittävän kokoinen arvopaperisalkku.

Yhtiön jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto vuonna 2023 oli 116 MEUR, kun taas konsernin liiketappio oli 0,9 MEUR. Epäorgaanisesti liikevaihtoa tukivat vuonna 2022 tehdyt RockOn ja Coloro -yritysostot sekä vuonna 2023 toteutettu Exove -yritysosto. Arvopaperisalkun tappiot (0,8 MEUR) nostivat rahoituskuluja ja siten jatkuvien liiketoimintojen tulos ennen veroja oli 4,1 MEUR tappiollinen.

Painoliiketoiminta konsernin suurin segmentti

Painoliiketoiminta koostuu sanoma- ja aikakauslehtien sekä mainosten digitaalisesta ja heatsett-painosta. Näiden lisäksi liiketoimintasegmentti tarjoaa sisällöntuotanto ja -suunnittelupalveluita sekä digitointi- ja markkinointilogistiikkaratkaisuja. Painoliiketoiminta muodosti vuonna 2023 74 % konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdosta ja sen vaikutus liikevoittoon oli -0,3 MEUR. Segmentin palveluportfolio on laajentunut viime vuosina toteutettujen yritysostojen myötä. Segmentin asiakaskunta koostuu kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden palveluita

käyttävistä yrityksistä. Näihin lukeutuu mm. vähittäiskaupan parissa toimivia yrityksiä. Aiemmin PunaMusta Media tähtäsi kestäväen liiketoiminnan rakentamiseen yritysostoin painotoimialan murroksen seurauksena. Ostettujen kohteiden käyttöasteiden sopeuttaminen volyymilaskun mukaisesti on kuitenkin ollut näkemyselämme mukaan johdon omia arvioita hankalampaa, mikä on johtanut lopulta pääoman epätehokkaaseen allokontiin. Painoalan konsolidointi on arviomme mukaan PunaMusta Median osalta päättynyt, ja nyt yhtiö pyrkii nousemaan arvoketjussaan korkeamman lisäarvon tuottajaksi kokonaisratkaisuilleen.

Näkyvyysliiketoiminnasta kasvua

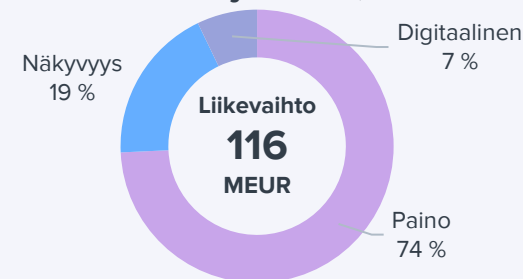
Liiketoiminta-alue tuottaa näkyvyysratkaisuja asiakasyrityksen markkinoinnin ja näkyvyyden tarpeisiin. Niihin lukeutuu valaistus- ja mainontanäyttöratkaisuiden lisäksi niin digitaalisten kuin tavanomaisten tulostus- ja teippausratkaisuiden suunnittelu ja myynti. Näkyvyysratkaisut vastasivat lähes 20 % konsernin jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta vuonna 2023, ja se oli segmenteistä ainoa positiiviseen tulokseen yltänyt 1,5 MEUR:n liikevoitollaan.

Segmentin asiakaskunta koostuu kotimaisista vähittäismyymälöistä sekä muista mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä ja julkisista toimijoista. Näiden lisäksi messut ja tapahtumat ovat oleellisia liikevaihdon lähteitä segmentille.

Liiketoimintarakenne, 2023*

| PunaMusta Media Oyj -konserni Liikevaihto 116 MEUR, EBIT -0,9 MEUR | | |
|--|--|--|
| Painoliiketoiminta Lv. 86,3 MEUR EBIT -0,3 MEUR EBIT-% -0,3 % <ul style="list-style-type: none">Sanoma- ja aikakauslehtien painoMainospainoDigi- ja arkkipainaminenSisällöntuotanto ja suunnittelu | Näkyvyysliiketoiminta Lv. 21,6 MEUR EBIT 1,5 MEUR EBIT-% 6,9 % <ul style="list-style-type: none">Suurkuva-, näkyvyys- ja tapahtumaratkaisut | Digitaalinen liiketoiminta Lv. 8,3 MEUR EBIT -0,8 MEUR EBIT-% -6,9 % <ul style="list-style-type: none">Brändin- ja tuotetiedon hallinnan palvelut ja ohjelmistotDigitaalisten IT-palvelujen kehitysKonsultointi |
| Arvopaperituotot -0,8 MEUR | | |

Liikevaihdon jakauma, 2023*



Lähde: PunaMusta Media, Inderes

* Jatkuvat liiketoiminnat

PunaMusta Media liiketoimintamalli 2/3

Digitaalinen liiketoiminta konsernin nuorin segmentti

Konsernin Digitaalinen liiketoiminta on muodostunut Gredi-, RockOn- ja Exove-yritysoistoista. RockOn fokusoituu tuotetiedon hallintajärjestelmiin (PIM), kun taas Exoven vahvuudet sijaitsee verkkopalveluissa ja Gredin fuusioinnin myötä myös brändinhallinnan järjestelmissä. Näiden lisäksi tytäryhtiöt tuottavat IT-palveluyhtiöille tavanomaisia ratkaisuja, kuten ohjelmistokehitystä, data- ja analytiikkaratkaisuja ja konsultointia. Digitaalisen liiketoiminnan liikevaihto (8,3 MEUR) vastasi 7 % vuoden 2023 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta ja sen operatiivinen tulos oli 0,8 MEUR tappiollinen. Merkittävä osa segmentin liikevaihdosta (2023: 3,8 MEUR) on jatkuviin sopimuksiin perustuvaa.

Segmentin asiakasryhmä koostuu kotimaisista suurista ja pienistä yrityksistä, sillä esimerkiksi Exove on toteuttanut Fortumille ja Nesteelle verkkosivuratkaisuja. RockOnin asiakaskunnassa korostuvat tietovaltaiset toimialat, kuten vähittäiskauppa, erinäiset teollisuuden alat ja rakennusteollisuus.

Konsernilla on merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu toiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konserni-toiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta parhaina vuosina ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta selkeän osan konsernin tuloksesta (esim. 2021 4,9 MEUR). Arvopaperiomistuksien tulos käytännössä koostuu Ilkka-omistuksen osingoista sekä salkun käyvän arvon muutoksista, joista jälkimmäinen ei

ole kassavirtavaikutteista, mikäli arvopapereilla ei käydä kauppaa.

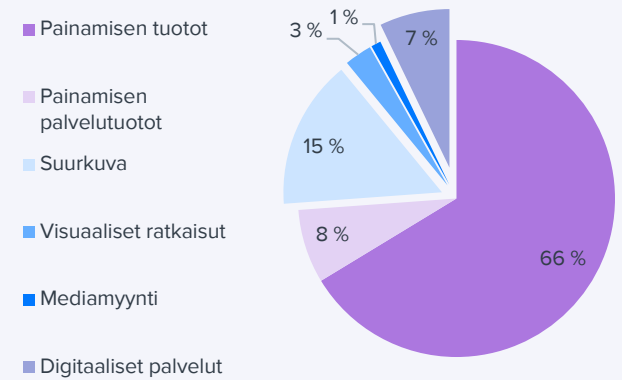
Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli vuoden 2023 lopussa noin 9,7 MEUR ja se koostuu suurelta osin 10,3 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkassa, jonka arvo on nykykurssilla (3,09 euroa/osake) vajaa 8,1 MEUR. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat kotimaisista listayhtiöistä, jotka profiloituvat valtaosin osinkoyhtiöiksi.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin

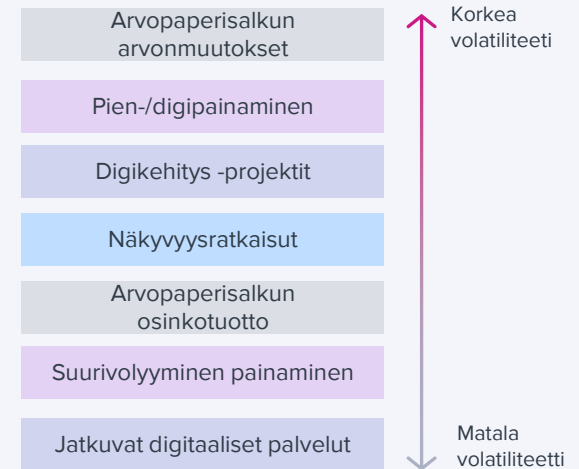
Yhtiön liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön epäsuorasti vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painotuotteiden kysyntään. PunaMusta Median Painoliiketoiminta nojaa huomattavalta osin painettuun mediaan, mutta Medialiiketoiminnan divestoinnin myötä se ei ole suoraan riippuvainen esimerkiksi mainostuotoista, jotka heiluvat suhdannevaihteluiden mukaan. Painotoimialan sisällä digitaalisen painamisen (pienpainamisen) tuotot kasvavat ja valloittavat alaa, mutta niiden kasvu ei riitä kaikilta osin kompensoimaan kokonaismarkkinoiden rakenteellista supistumista.

Etenkin Painoliiketoiminnassa merkittävä osa liikevaihdosta on vuosittain sopimuksiin perustuvaa ja tavanomaisesti suhteellisen ennakoitavaa tuottovirtaa, mutta etenkin painetun median laskutrendi ohjaa painamisen kysynnän kehitystä, sillä sen suhteellinen osuus on käsityksemme mukaan edelleen merkittävä (~50 %).

Liikevaihdon jakauma, 2023*



Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Lähde: PunaMusta Media, Inderes
* Jatkuvat liiketoiminnat

PunaMusta Media liiketoimintamalli 3/3

Painaminen on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

PunaMusta Median liiketoiminnot sitovat melko paljon pääomaa, sillä yhtiön suurin liiketoiminto Painoliiketoiminta on tarvittavan kone- ja laitekannan vuoksi pääomaintensiivistä. Tätä mukailleen yhtiön investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen (ilman yritysostoja) ovat vaihdelleet viimeisen viiden vuoden aikana 1,4-6,5 MEUR:n välillä keskimääräisen tason ollessa 4,1 MEUR (noin 3 % liikevaihdosta). Arviomme mukaan suurimmat investoinnit kone- ja laitekantaan on kuitenkin tehty, joskin ylläpitoinvestointeja hyvän kysynnän omaaviin painomenetelmiin tullaan jatkamaan.

Liiketoiminta on myös perinteisten painotyömenetelmien osalta myös hyvin henkilötyöintensiivistä liiketoimintaa. Tästä johtuen Painoliiketoiminnan kannattavuuden kehitys on hyvin herkkä painovolyymien ja käyttöasteiden muutoksille. Lisäksi volyymit vaikuttavat yhtiön neuvotteluvoimaan materiaalien ja palveluiden ostoissa.

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena keskimääräistä korkeampi (kts. graafi seuraavalla sivulla). Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa mielestämme erityisesti media- ja graafisen alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat erityisesti painetun median ja sitä kautta yhtiön painopalveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä,

heikentävät hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja. Liiketoiminnan riskisyyttä lieventää maltillinen syklisten tuottojen osuus ja kasvavat uudet liiketoiminnot (mm. Digitaalinen liiketoiminta).

Painamisen laskutrendi ohjaa liikevaihtoa

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

Painoalan ylikapasiteetti heikentää hinnoitteluvoimaa

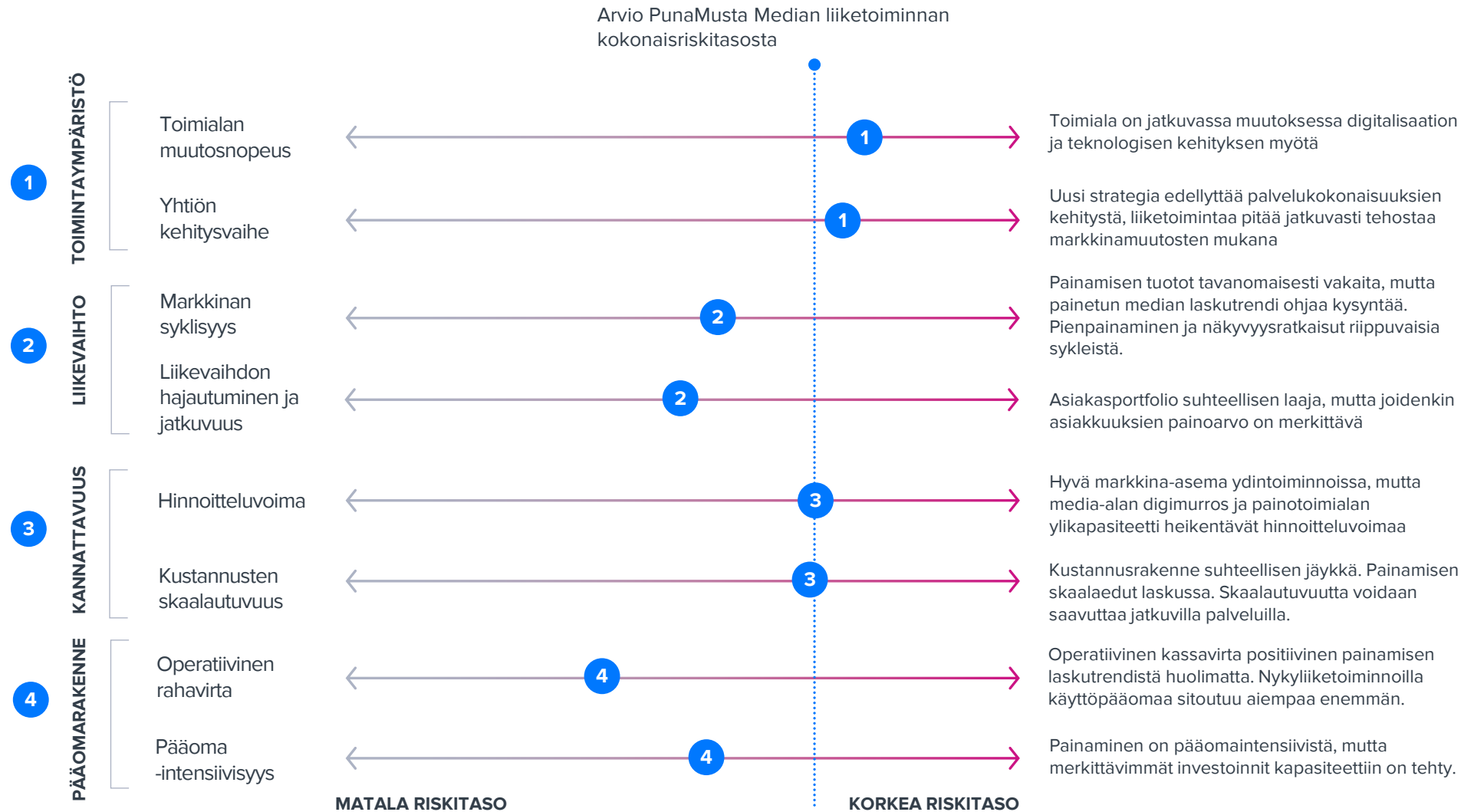
PunaMusta Medialla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan, ja yhtiö on yksi suurimmista painoalan toimijoista Suomessa. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen,

mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen, sosiaalisen median ja digimarkkinoinnin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt myös paikallisten mediatilojen mainonnan kysyntää, mikä heijastuu PunaMusta Median painopalveluiden kysyntään.

Painoalalla on Suomessa ollut jo pitkään merkittävää ylikapasiteettia ja verotuksellisista ja logistisista syistä myös painotuotteiden tuonti on kilpaillut vahvasti kotimaisen kapasiteetin kanssa. Tämä on johtanut epäterveeseen hintakilpailuun painotoimialalla. Markkinan konsolidoimisella on tavoiteltu kovimpien hintapaineiden hillintää, mutta arviomme mukaan viime vuosien tuntuva kysynnän lasku on vaikeuttanut tarjonnan sopeuttamista kysyntään, mikä taas estää hintapaineiden hillintää. Toimialan kapasiteettia onkin ollut vaikea saada vastaamaan kysyntää, joka laskee trendinomaisesti.

PunaMusta Media liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategia vuosille 2024-2026

PunaMusta Media on toteuttanut viime vuosina lukuisia yritysjärjestelyjä, joiden avulla yhtiö on rakentanut uutta liiketoimintaa sekä Digitaalisissa että Näkyvyyssiiketoiminnoissa. Konsernin muodonmuutokselle eräänlainen merkkipaalu oli myös perinteisen medialiiketoiminnan myynti. Tapahtumarikas liiketoiminnan tulovirtojen muokkaus on ollut välttämätöntä, sillä pienenä paikallisena toimijana medialiiketoiminnan olisi arviomme mukaan ollut haastavaa kilpailla nykyisessä markkinaympäristössä. Samalla painotoimialan pitkän aikavälin supistuminen kulutuksen siirtyessä painetusta digitaalisiin kanaviin rokottaa toiminnan tulosedellytyksiä.

Seuraavan kolmen vuoden strategiakaudella yhtiön tavoitteena on kiihdyttää kannattavaa kasvua olemassa olevien palveluiden avulla. Tähän yhtiö pyrkii tuottamalla sen asiakkaille kokonaisvaltaisia markkinoinnin ja myynnin ratkaisuja, joiden avulla asiakkaat saavuttavat liiketoimintansa strategiset tavoitteet. PunaMusta Media arvioi, että median murros tulee edelleen kiihtymään ja kauppojen mediallystumisen kasvamaan. Näin ollen yhtiö uskoo, että edellisen strategiakauden aikana rakennettu palvelukyvykkyys ja ymmärrys asiakaskentästä mahdollistavat nousun merkittäväksi strategiseksi kumppaniksi etenkin kaupan alan asiakkaille, mutta myös muille laaja-alaista markkinointia harjoittaville toimialoille.

Kokonaisvaltaiset markkinoinnin ratkaisut

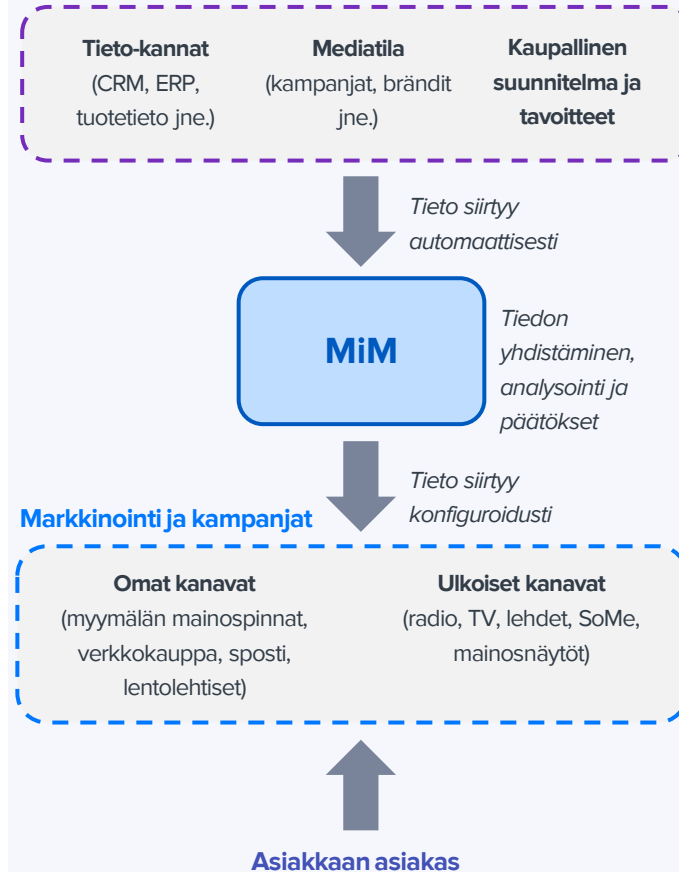
Yhtiön asiakkaat kärsivät tehottomuudesta manuaalisesti operoitujen markkinointialustojen ja

kampanjoiden keskellä. PunaMusta Media on kehittänyt asiakkaidensa tehottomuusongelmaan palvelukokonaisuutta markkinointitiedon hallinnointijärjestelmällään (Marketing Information Management, MiM). MiM parantaa asiakkaan informaatiologiikkaa eli se mahdollistaa keskitetyn tiedon avulla tehokkaamman markkinoinnin hallinnan mm. datan, automaation ja tekoälyn keinoin. Kääntein edessä oleva PunaMusta Media pyrkii samaan aikaan muuntautumaan tuotevetoisesta valmistajasta kokonaisvaltaiseksi kumppaniksi erinäisten palveluiden keinoin, jolloin myös yhtiön ansaintamalli muuttuisi kertaluonteisista ostoista tai määräaikaisista sopimuksista kohti kuukausittain toistuvaa, kannattavampaa liikevaihtoa. Optimitilanteessa yhtiö toimisi asiakkaidensa markkinoinnin kokonaisvaltaisena kumppanina, tarjoten palveluita brändinhallintaohjelmistoista jatkuviin paino- ja näkyvyysspalveluihin. Näiden lisäksi aiemmin projekteina toteutetut toimeksiannot voitaisiin hinnoitella joko lisäarvoperusteisesti tai yhdistellä useamman projektin paketiksi, joka sitoisi asiakasta ja toisi jatkuvuutta PunaMusta Median liiketoimintaan.

MiM voi sisältää kaiken markkinointiin tarvittavan tiedon ja sen avulla asiakasyritys kykenee hallinnoimaan markkinointiaan ja asiakkaan ostokokemusta perustuen asiakkaasta kerättyyn tietoon ja tekoälymalleihin. Tämän voimin PunaMusta Median asiakasyritys kykenee kohdistamaan markkinointiansa personoidummin esimerkiksi kohdennetuin suoramarkkinointikeinoin.

Markkinointitiedon hallintaprosessi

Asiakkaan tietojärjestelmät ja suunnitelmat



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Tulevaisuudessa MiM voisi kyetä tarjoamaan myös personoituja myymäläkokemuksia esimerkiksi vähittäiskauppojen asiakkaille. Muina tunnistettuina toimialasegmentteinä yhtiö on nostanut esille finanssisektorin, operaattorit, kustantajat, pääomasijoittajat, teollisuus ja brändiyhtiöt. Vähittäiskauppojen rooli kuitenkin korostuu, jonka takia yhtiö nimeääkin kaupan median (Retail Media) yhtenä strategisena kärkihankkeena.

Arvioimme PunaMusta Median olevan hyvässä asemassa kaupan mediallyntymisen suhteen, sillä yhtiöllä on painamisen ansiosta suuria asiakkuuksia vähittäiskaupan alalla. Suurimpana huolena näemme sen, ettei markkinaa käytännössä vielä ole. Mikäli asiakkaat näkevät omaavansa kyvykkyudet tehostaa brändinhallintaansa omatoimisesti, nostaisi tämä kysymysmerkkejä ulkoisen kumppanin tarpeellisuuden suhteen. Käsityksemme mukaan PunaMusta Media neuvottelee parhaillaan vähittäiskauppojen ja muiden kokonaisvaltaisia markkinointiratkaisuja miettivien toimijoiden kanssa, mutta merkittävän volyymin kasvattaminen tapahtuu potentiaalisesti vasta useamman vuoden jänteellä.

Ansainta perustuisi lisäarvoon

Yhtiön tavoitteena on muuttaa ansaintamalliansa tuotepuusteisesta ansainnasta kokonaisvaltaisten ratkaisujen tuoman lisäarvon ansaintamalliin. Tämä arvioimme mukaan jakautuu karkeasti kolmeen: 1) projektipalkkio, 2) kuukausittain maksettavaan, jatkuvaan lisenssipalkkioon (MRR) ja 3) lisämyyntiin (esim. lisäkampanjat). Tämä toisi jatkuvuutta yhtiön liikevaihtoon jokseenkin syklisellä toimialalla ja

samalla parantaisi yhtiön kannattavuutta.

Taloudelliset tavoitteet

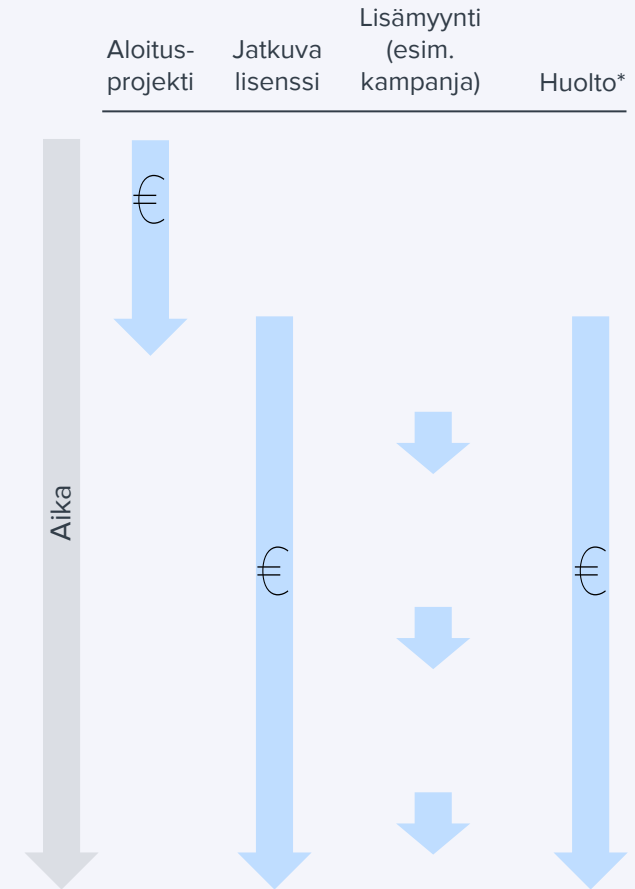
Liikevaihto – 140 MEUR strategiakauden lopussa ja liiketoiminnan kasvattaminen vuosittain.

Edellisen seitsemän vuoden keskimääräinen kasvu jatkuvien liiketoimintojen osalta on ollut noin 13 % (9 % ml. Medialiiketoiminta), johon on vaikuttanut merkittävästi useat yritysjärjestelyt. Arvioimme mukaan yritysostojen rooli on vähentymään päin, ja orgaanista kasvua hidastaa Painoliiketoiminnan kysynnän lasku. Tukea perinteisen painamisen rinnalle yhtiö pyrkii tuomaan Näkyvyys- ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvattamisella. Liiketoiminta-alueittain yhtiön liikevaihtotavoite jakautuu:

- 1) **Näkyvyys:** yli 20 %:n kasvu
- 2) **Digitaalinen:** yli 20 %:n kasvu
- 3) **Paino:** markkinaosuuden kasvattaminen

Nykystrategian mukaisen tavoitteen saavuttaminen vaatii kahden ensimmäisenä luetellun liiketoiminnan tavoitteiden saavuttamisen lisäksi Painoliiketoiminnan pysymistä nykytasollaan, mikä yhdistettynä kohdemarkkinan selvään laskuun vaatii mielestämme tulevaisuudessakin yrityskauppojen jatkamista. Käsityksemme mukaan yrityskaupat Painoliiketoiminnassa ovat kuitenkin takanapäin, jolloin liikevaihtoa tulisi ylläpitää markkinaosuuksia voittamalla. Tämä taas on arvioimme mukaan haastavaa markkinadynamiikka huomioiden. Toistaiseksi ennustamme yhtiön jäävän 2026 tavoitteestaan (2026e: 116 MEUR).

Inderesin arvio kokonaisvaltaisten ratkaisuiden ansaintamallista



Lähde: Inderes

* Huolto, mikäli toimitus sisältää fyysisiä laitteita

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Suhteellinen kannattavuus – yli 10 %:n käyttökatte-
%. Historian valossa yhtiö on onnistunut saavuttamaan noin 7 %:n käyttökatemarginaalin edellisten viiden vuoden aikana. Nykyliiketoiminnan ei ole kuitenkaan vertailukelpoinen, kun hyvän kannattavuustason omannut Mediaaliiketoiminta divestoititiin. Liiketoiminnoittain yhtiö tavoittelee käyttökatte-%:n suhteen seuraavaa:

- 1) **Näkyvyys:** yli 15 %
- 2) **Digitaalinen:** yli 15 %
- 3) **Paino:** yli 7 %

Etenkin Digitaalisen liiketoiminnan yli 15 %:n käyttökatetavoite kuulostaa kunnianhimoiselta verrattuna muiden toimialalla toimivien yhtiöiden tasoihin (~12 % Inderesin 2024-25 ennusteilla). Näemme Näkyvyysliiketoiminnalle asetetun tavoitteen realistisena tavoitetasona, sillä yhtiö on antanut sen tasoisesta kannattavuudesta jo näyttöjä (2022 ja 23 EBITDA-% 13 ja 15 %).

Painoliiketoiminnan tavoite on sinällään perusteltu, sillä se on linjassa keskimääräisen painotalon kannattavuuden kanssa (7 %), mutta tämän saavuttamisen ongelmaksi saattaa koitua alati supistuva markkina ja käyttöasteiden hallinta. Toisaalta heikkojen yksiköiden divestointi saattaisi edesauttaa tavoitteiden saavuttamista.

Käyttökatteen tasolla vuoden 2026 ennusteemme on 6,8 %:ssa, mikä on tuntuvasti tavoitellun tason alapuolella ja kuvastaa sen kunnianhimoisuutta. Toisaalta kannattavuustavoite linkittyy vahvasti Näkyvyys- ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvuun sekä niiden kannattavuuspotentiaalin lunastamiseen, mutta samaan aikaan se on riippuvainen Painoliiketoiminnan markkinaosuuden

valtaamisesta ja käyttöasteiden paranemisesta.

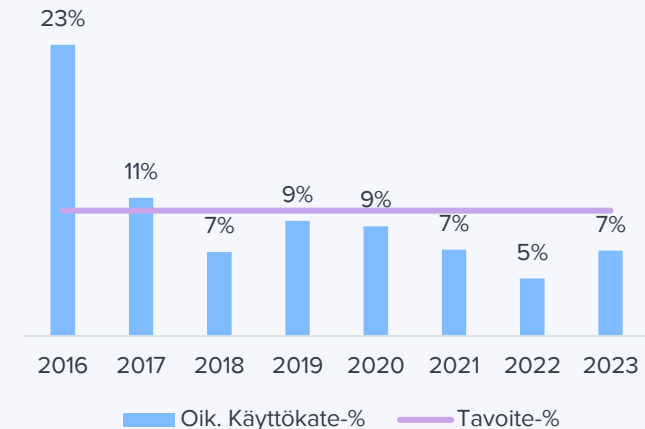
Vakavaraisuus – omavaraisuusaste > 35 % ja nettovelka/käyttökate strategijakson lopussa alle 3x. Uuden strategian mukaiset taserakenteen tavoitteet ovat mielestämme perusteltuja huomioiden vielä alhainen tuloksetekokyky sekä kasvuinvestointien tarve. Tavoitteita laskettiin aiemman strategian mukaisiin tasoihin nähden (omavaraisuus > 40 % ja nettovelka/käyttökate alle 2,5x), mikä sinällään on ristiriidassa yleisen korkotason nousun kanssa (velan hinta nousut).

Yhtiön omavaraisuusaste on säilynyt tavoitteiden yläpuolella aina vuoteen 2022 asti, jolloin sen tulos painui selvästi negatiiviseksi. Yhtiön arvopaperisalkun huomioivan korollisen nettovelan suhde viimeisen 12 kk:n käyttökatteeseen on 3,9x, mikä ylittää reippaasti tavoitetason. Taso on myös absoluuttisesti korkea, mikä kasvattaa yhtiön riskitasoa. Velkaisuus kuitenkin laskee vuoden 2022 6x tasoilta, ja odotamme sen laskevan yhtiön asettamalle 3x ylärajalle vuoden 2026 loppuun mennessä. Yhtiön arvopaperisalkku oli 2023 lopussa 9,7 MEUR:n arvoinen ja ilman tämän huomioimista velkaisuus kääntyy korkeaksi (~5x). Mielestämme huomioitavaa on kuitenkin, että tämän hetkisillä kurssitasoilla arvopaperisalkusta karkeasti 85 % muodostuu omistuksesta mediayhtiö llkassa. Tätä omistusta ei arviomme mukaan voi pitää esimerkiksi pörssin suurimpien yhtiöiden osakkeiden kaltaisena likvidinä omaisuuseränä. Siten arvopaperisalkku ei ole mielestämme kassavaroihin verrannollinen likvidi omaisuuserä. Näkemyksemme mukaan yhtiön velkaantuneisuus onkin turhan korkealla tasolla toteutuneeseen tulos- ja kassavirtatasoon suhteutettuna.

Liikevaihdon kehitys



Oik. käyttökatte-%



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

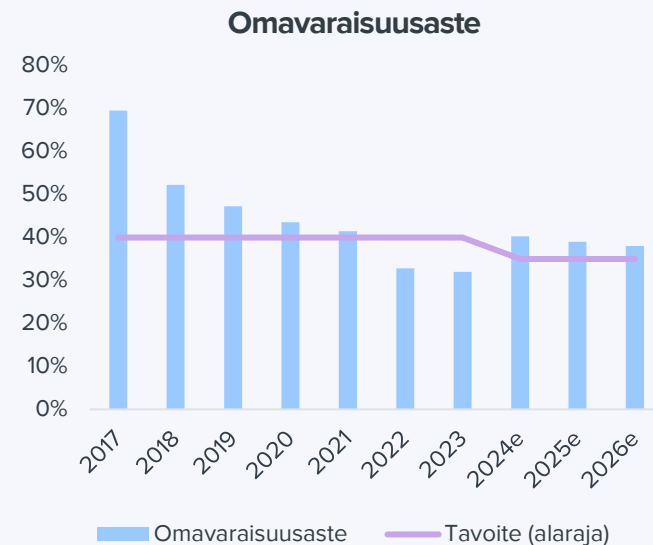
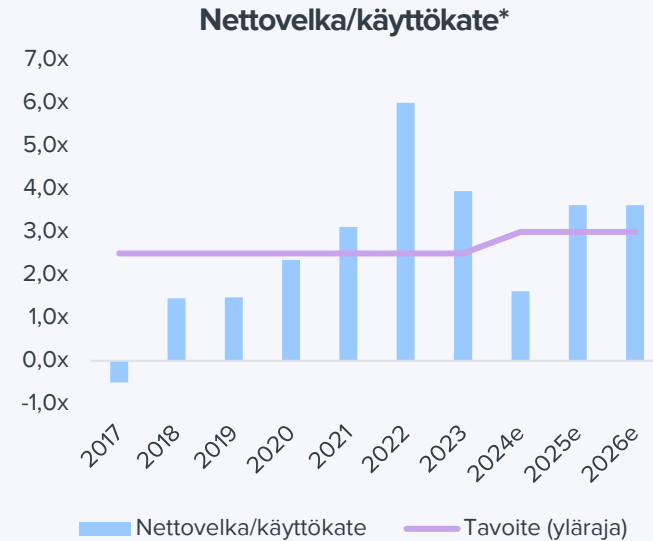
Vastuullisuus – hiilijalanjäljen pienentäminen 21 %:lla.

Edellä mainittujen lisäksi yhtiö pyrkii pienentämään hiilijalanjälkeensä 21 %:lla 2026 päätteeksi (vs. 2022 taso). Tähän yhtiö tähtää vähentämällä koko arvoketjun ympäristövaikutuksia, lisäämällä omia panostuksia ekologisuuteen ja luomalla kaupallistettavia liiketoimintamalleja vastuullisuuden ympärille. Näin ollen tavoitteen saavuttamisella saattaa olla myös suoria sekä epäsuoria taloudellista kehitystä edistäviä vaikutuksia.

Yhteenveto

Painoliiketoiminnan kohdemarkkinan ylikapasiteetti ja toisaalta rakenteellinen supistuminen huomioiden, arvioimme, että toimialan pääoman tuottokyky on rakenteellisesti heikko ylikapasiteetista ja hintavetoisesta kilpailusta johtuen. Konsernin ja etenkin painotoimialan murrokseen vastatakseen yhtiö on tehnyt viime vuosina useita yritysostoja digitaalisissa ja näkyvyyspalveluissa. Strategian onnistuessa näiden palveluiden kasvu tukee myös painopalveluiden kasvua, mutta ainakin toistaiseksi niiden pienen suhteellisen osuuden takia konsernin taloudellista kehitystä on ohjannut painopalveluiden kehitys. Näin ollen konsernin taloudellisen kehityksen kääntäminen edellyttää Digitaalisten ja Näkyvyyspalveluiden kannattavaa kasvua, painopalveluiden tehostamista ja hallittua kapasiteetin supistamista oletettavaa markkinan supistumista mukailleen. Kokonaisvaltaisten markkinoinnin ratkaisujen myynnissä onnistuminen ja markkina-aseman vakiinnuttaminen MiM-palveluissa saattaa tarjota yhtiölle merkittäviäkin kasvumahdollisuuksia. Yhtenä arvoa luovana ja

pääoman tuottoa parantavana vaihtoehtona näemme Painoliiketoiminnan myynnin. Näemme tämän kuitenkin melko epätodennäköisenä, sillä mahdollisen ostajakandidaatin löytäminen on arviomme mukaan haastavaa.



Lähde: PunaMusta Media ja Inderes

* Nettovelassa huomioitu arvopaperisalkku

PunaMusta Median strateginen ja taloudellinen kehitys

2012

-
2015

2016

-
2020

2021

-
2024

Liiketoiminnan kehittäminen investoinnein, kannattavuus heikkenee

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

Merkittäviä yritysjärjestelyjä ja investointeja, kannattavuus heikko

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

Strategian toteutus ja pääoman allokoitua täydentäviin liiketoimintoihin

- Palvelutarjoaman vahvistaminen ja kasvu yritysostoilla (kuten Proflight, Gredi, Coloro, RockOn ja Exove)
- Kasvun perustan uudelleenrakentaminen ja vahvistaminen
- Voimakas hintojen nousu kääntää painamisen liikevaihdon kehitystä, mutta kannattavuushaasteet jatkuvat kireän kilpailun ja kustannusinflaation seurauksena
- Medialiiketoiminnan divestointi ja keskittyminen ydinliiketoimintoihin
- 2024 uusi strategia: keskittyminen lisäarvoa tuoviin kokonaisvaltaisiin markkinointiratkaisuihin

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Näkyvyys- ja Painoliiketoiminnoiden markkina- asemien nousu ja kasvun vauhdittaminen yritysostoin ja investoinnein
- Medialiiketoiminnan myynti
- Yhtiön rahoitusasema on heikentynyt investointien ja heikon kannattavuuskehityksen seurauksena

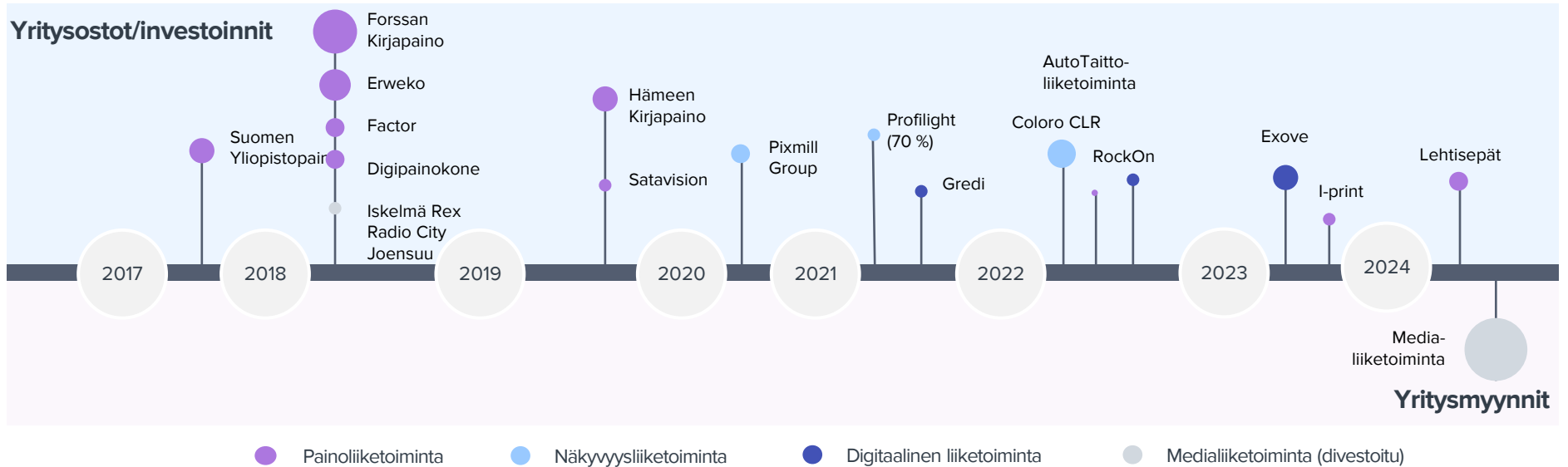
Lähitulevaisuus 1-2v

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

Seuraavat 5 vuotta

- Uuden strategian potentiaalin ulosmittaaminen
- Kokonaisvaltaisten markkinointiasiakkaiden tavoittelu
- Palvelukokonaisuuden tarpeen ja kilpailukyvyn todistaminen
- Nykyisen myyntijakauman painottuminen perinteiseen painamiseen pitää pääomantuotto-potentiaalin matala, mikä edellyttää liiketoiminnan uusien jalansijojen rakentamisen onnistumista

PunaMusta Median yrityskaupat 2017-2024



Toimialakatsaus – Paino- ja näkyvyystoimiala

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään, mitä heijastellen toimialan ”Painaminen ja tallenteiden jäljentäminen” liikevaihto on laskenut Tilastokeskuksen viimeisimmän tiedon mukaan vuosien 2010-2022 välisenä aikana reilu 30 %. Samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan, sillä murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos.

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

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta on yhä kesken

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

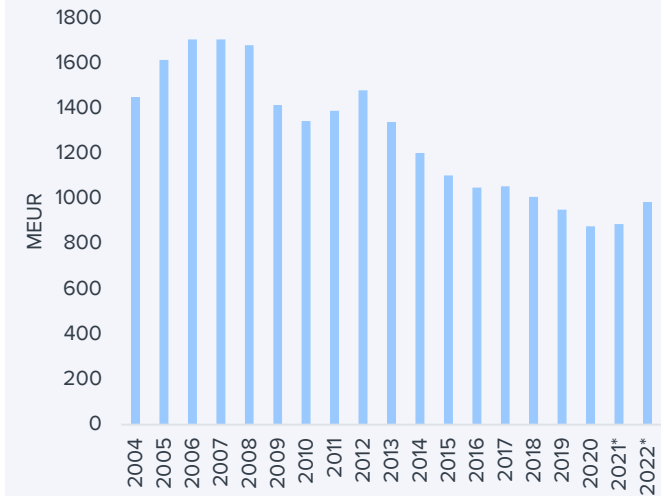
samalla noussut, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyymisessa painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää selvästi pienempi joukko suuria yhtiötä.

PunaMusta Media on toimialan suurimpia

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja PunaMusta ovat kasvaneet yritysostojen kautta toimialan suurimmiksi pelaajaksi ja useat keskisuuret ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurimpia toimijoita ovat PunaMusta Media (2023: 116 MEUR) ja Grano (2023: 109 MEUR). Muita painopalveluita tarjoavia yhtiöitä ovat mm. keskisuuret HansaPrint ja Edita Prima.

Vuonna 2022 (2023 ei vielä julkaistu) Tilastokeskuksen tietojen mukaan toimialan ”Painaminen ja tallenteiden jäljentäminen” kokoluokka oli 986 MEUR. Tähän suhteutettuna suurimmatkaan toimijat eivät muodosta merkittävää osaa toimialasta, mikä kuvastaa sen pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen tietojen mukaan alalla toimikin 1265 yritystä vuonna 2022. Arviomme mukaan koronapandemia heijastui negatiivisesti alan toimijoiden liikevaihtoon ja tätä kautta myös jo ennestään matalaan kannattavuuteen. Tämän taustalla on etenkin kannattavan liiketoiminnan volyymikriittisyys, minkä takia toimijoiden on myös vaikea sopeutua laskevaan kysyntään. Koronapandemian vaikutukset arviomme mukaan vauhdittivat pienempien toimijoiden pudotuspeliä ja kiihdyttivät markkinoiden konsolidaatiota, mutta tästä huolimatta ala kärsii edelleen ylikapasiteetista, minkä takia kannattavan liiketoiminnan edellytykset ovat haastavat ilman tarjonnan selvää supistumista.

Painotoimialan liikevaihdon kehitys 2010-2022



Valikoituja perinteisen painotoimialan kilpailijoita



Lähde: Tilastokeskus, Inderes

* Toimialaluokituksen määrittymiset muuttuneet

Toimialakatsaus – Paino- ja näkyvyystoimiala

Näkyvyysratkaisuiden markkina hyvin pirstaloitunut

Näkyvyysratkaisujen markkina on hyvin pirstaloitunut ja toimialalta löytyy pelureita muutaman kymmenen miljoonan liikevaihdosta satojen tuhansien euron liiketoimintoihin. Toimijoista PunaMusta Median rinnalla suurimpaan luokkaan kuuluu perinteisessä painamisessa toimiva Grano. Muutoin pienemmän muutaman miljoonan liikevaihdon toimijat keskittyvät yksittäisiin ratkaisuihin, kuten mainosnäyttöihin, banderolleihin, teippausratkaisuihin tai muihin yritysten näkyvyyttä edistäviin palveluihin.

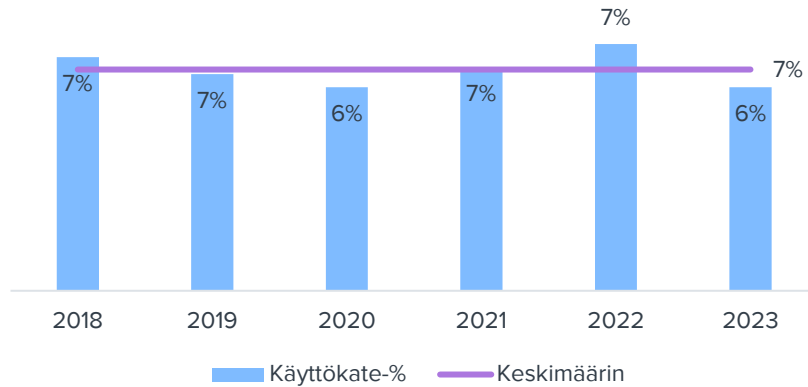
PunaMusta Media on arviomme mukaan kullakin ratkaisusegmentillensä kolmen suurimman joukossa ja yhtiönä markkinan toiseksi suurin peluri Granon jälkeen. Markkinan pirstaloituneen luonteen perusteella olisi näkyvyysratkaisuissa epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia merkittävästikin, mutta PunaMusta Median haastava rahoitusasema asettaa rajoitteita mahdollisille yritysostoille lähitulevaisuudessa. Toisaalta tämä saattaisi sataa kilpailija Granon laariin, sillä tämän tase on PunaMustaa huomattavasti paremmassa kunnossa. Olemme kuitenkin siinä käsityksessä, että Granon pääfokus parhaillaan on kannattavuuden ja tehokkuuden parantamisessa, joten yritysostojen todennäköisyys lienee matala lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä.

Valikoituja näkyvyystoimialan kilpailijoita

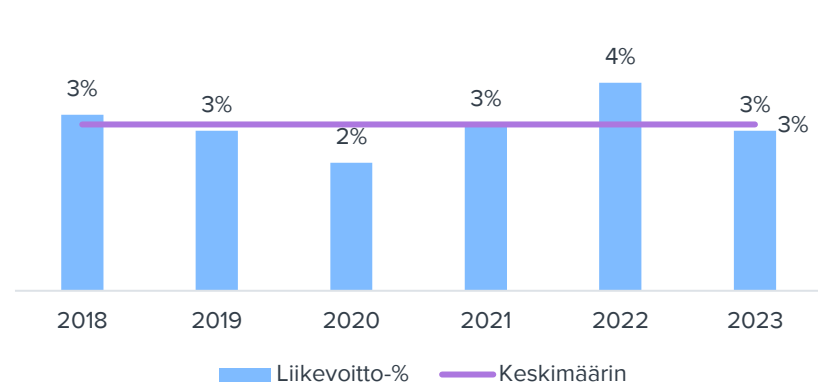


Toimialakatsaus – Paino- ja näkyyvystoimialan tunnuslukuja*

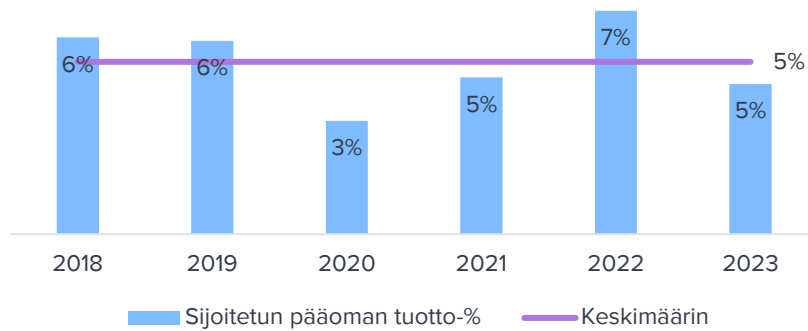
Käyttökate-%



Liikevoitto-%



Sijoitetun pääoman tuotto-%



Lähde: Tilastokeskus, Inderes

* Suomalaiset yritykset (853 kpl) rekisteröity tunnuksella 18120 Muu painaminen

Toimialakatsaus – Retail Media

Kaupan media käsitteenä

Retail Media eli kaupan media on vähittäiskauppojen myyntikanavien sisällä tai sen asiakkaille kaupan ulkopuolella tapahtuvaa mainontaa ja markkinointia. Suoramarkkinoinnin vastapainoksi kaupan alan toimijat pyrkivät siirtämään markkinointiaan niihin kanaviin, joissa niiden asiakkaat asioivat, esimerkiksi myymälät ja kauppakeskukset. Näiden lisäksi laajan asiakastransaktioihin pohjautuvan tietopankin omaavat kaupanalan yritykset (esim. Kesko, Verkkokauppa.com) myyvät alustansa asiakastietoja esimerkiksi tavarantoimittajilleen.

Markkinointikumppanin markkina kehityksessä

Tällä hetkellä asiakasyritykset kamppailevat markkinoinnin tehokkuusongelmien kanssa, joiden selättämiseksi PunaMusta Median MiM-ratkaisu pyrkii tarjoamaan eväät. Oleellinen riski PunaMusta Median kannalta on ratkaisun todellinen tarve tai asiakkaiden ostohalukkuus, sillä jotkin kaupanalan toimijoista saattaa pyrkiä ratkaisemaan ongelman itse, joskin se vaatii käsityksemme mukaan investointeja mm. ohjelmistokehittämiseen. Arviomme mukaan Kesko ja S-ryhmä ovat Suomessa ainoita toimijoita, joiden resurssit voisivat riittää tällaiseen, mutta nekin saattavat etsiä ulkopuolista kumppania keskittyäkseen ydinliiketoimintaansa. Vähittäiskauppojen lisäksi muutkin laaja-alaisesti mainostavat yritykset ovat olleet kiinnostuneita MiM-ratkaisuista, joten toimiala ei rajoitu pelkästään kauppaan.

Tietolähteestä riippuen kaupan median kohdemarkkina kasvaa maailmalla noin 20 %:n vuositahtia*. Tämä on linjassa PunaMusta Median omaan arvioon (25 %). Itse PunaMusta Median

* [Boston Consulting Group](#), [McKinsey](#), [Bain & Company](#)

kohdemarkkinan koon arviointi on tässä vaiheessa haastavaa, sillä toimijat tekevät mainontaa joko itse tai pilottihankkeiden keinoin. Tässä mielessä markkina on vasta muodostumassa.

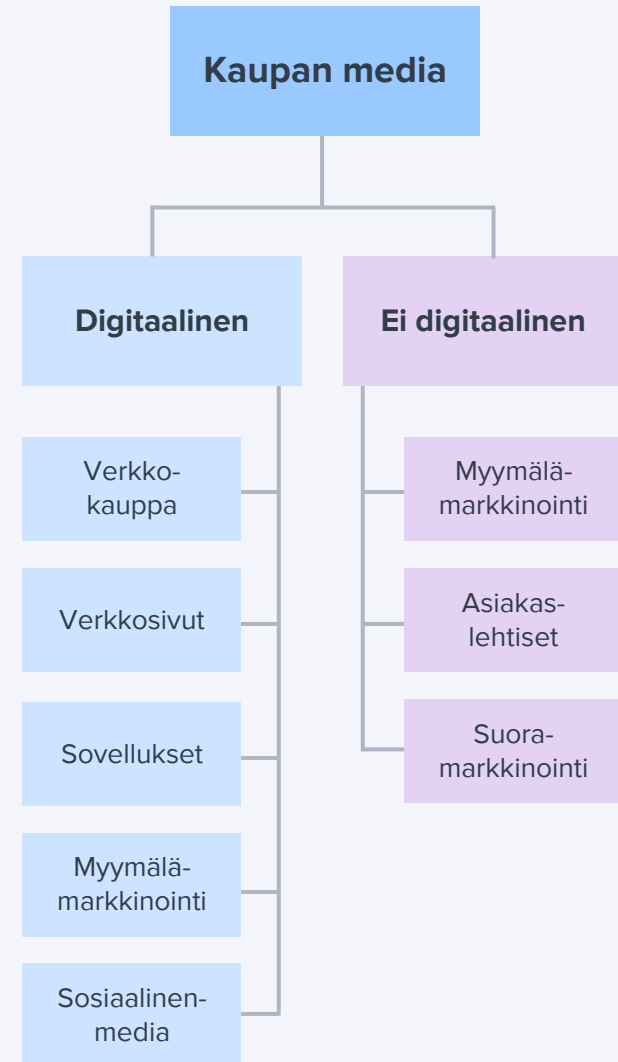
Liiketoiminta on molemmille osapuolille hyvin kannattavaa

Kaupat ovat integroineet myyntikanaviensa yhteyteen mainoskanavia, joita ne myyvät kolmansille osapuolille, kuten tavarantoimittajilleen. Kyseinen malli resonoi molempia median osapuolia, sillä tavarantoimittaja saa näkyvyyttä siellä missä niiden loppuasiakkaat eniten asioivat ja itse kauppa saa liiketoiminnasta hyvin houkuttelevia katteita. Markkinalähteiden mukaan ylösajettu kaupan media -liiketoiminta voi tuottaa yli 50 %:n liikevoittomarginaaleja*. Tämän mahdollistajana toimii hyvin resurssitehokas operointi, sillä mainostaminen ei sido suunnittelun jälkeen käytännössä työvoimaa.

Liiketoiminta on arviomme mukaan myös PunaMusta Median kaltaiselle alihankkijalle kannattavaa ylösajovaiheen jälkeen. Aloitushankkeen kannattavuus lienee liikevoittotasolla 10 %:n alapuolella, mutta jatkuvan liikevaihdon kasvun myötä MiM-ratkaisujen kannattavuudet liikkuneet 10-20 %:n tienoilla.

Kilpailukenttä vasta muodostumassa

Tietyt digikehittäjät (esim. Solteq) ja esimerkiksi Grano tarjoavat tuote-/aineistonhallinnan palveluita, joka käsityksemme mukaan sivuaa PunaMustan MiM-ratkaisun kanssa. Tämän myötä yhtiö ei ole toimialan ainoa toimija, mutta käsityksemme mukaan sen asema vähittäiskaupassa on muita toimijoita vahvempi konsernin muiden liiketoimintojen kautta saavutettujen asiakkuuksien myötä.



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Kustannusrakenne liiketoiminnoille tyypillinen

PunaMustan jo myydyn Medialiiketoiminnan huomioivaa kustannusrakennetta dominoivat kaksi erää: materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaaleista ja palveluista huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista. Liiketoimintojen välillä materiaalikustannukset poikkeavat kuitenkin merkittävästi, koska digitaalisissa palveluissa materiaalien osuus on häviävän pieni. Liikevaihtoon nähden muuttuvat kulut ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 47 %, joka käänteisesti tarkoittaa, että yhtiön myyntikate-% on ollut keskimäärin noin 53 %.

Liiketoiminta sitoo tuntuvasti käsipareja ja siten toiseksi suurin kustannuserä on henkilöstökulut, joka on vaihdellut 30 %:n ympärillä viime vuodet. Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Näiden kulujen osuus on vaihdellut 15 %:n molemmin puolin. Pääomaintensiivisen Painoliiketoiminnan myötä konsernin poistot ovat olleet keskimäärin 7 % liikevaihdosta.

Tase koostuu pitkälti painamiseen liittyvästä kiinteästä omaisuudesta ja likvideistä varoista

PunaMusta Median taseen loppusumma oli Q4'23:n lopussa 111 MEUR. Tase ei sisällä yritysostoista huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta omaisuutta (~20 MEUR, 17 % taseesta), sillä tehtyjen yritysostojen arvostus on ollut matala, mikä on heijastellut etenkin painotoimialan matalaa kannattavuutta ja markkinanäkymää.

Aineellista omaisuutta (sis. Käyttöoikeusomaisuuserät) konsernilla oli Q4'23:n lopussa 48 MEUR, eli 43

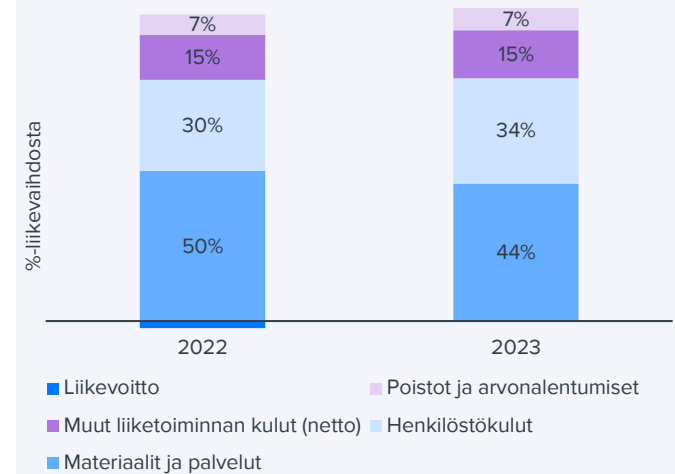
% taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painamisen koneisiin ja laitteisiin sekä konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa oli markkina-arvoltaan noin 9,7 MEUR:n arvopaperisalkku ja 2,4 MEUR:n rahavarat, jotka muodostivat yhdessä noin 11 % taseen loppusummasta.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on ollut historiassa matalalla tasolla (2017-2019 ka. 3,8 % liikevaihdosta), joskin tämän jälkeen osto- ja siirtovelkojen laskevan trendin myötä se on asettunut reiluun 10 %:iin (2020-23 ka. 14 %). Medialiiketoiminnan myynnin myötä yhtiön liiketoiminta tulee sitomaan käyttöpääomaan aiempaa enemmän, sillä media on käyttöpääomatehokasta tilaustuotteen ansiosta.

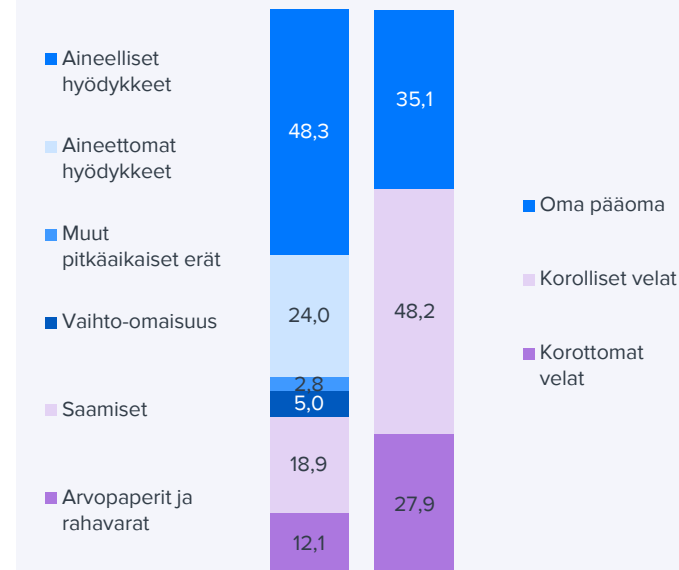
Konsernin oma pääoma oli Q4'23:n lopussa 35 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 48 MEUR (sis. leasingvelat) ja siten nettovelkaa oli noin 36 MEUR, kun arvopaperit huomioidaan likvideinä rahoitusvaroina.

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

Kustannusrakenne*



Tase Q4'23*



Lähde: PunaMusta Media, Inderes
* Sisältää myydyn Medialiiketoiminnan

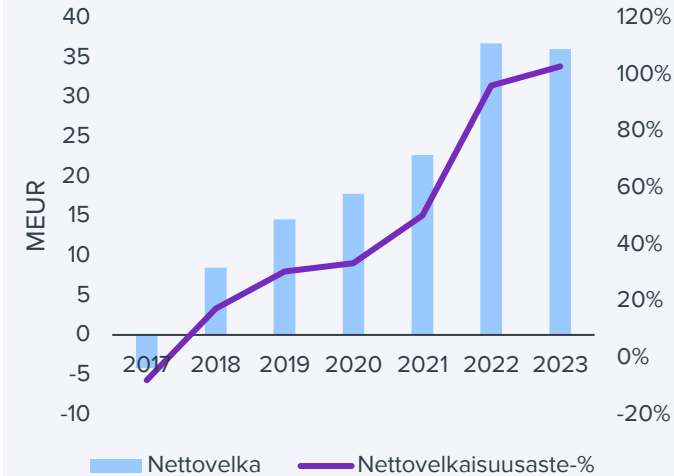
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Kassavirta on heilunut huomattavasti

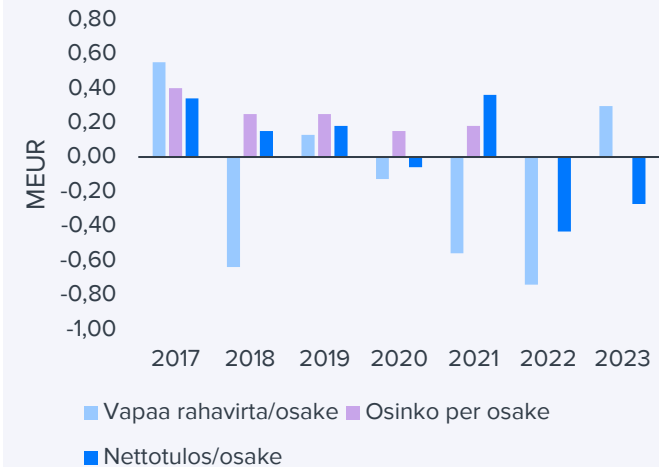
PunaMusta Median vapaa kassavirta (liiketoiminnan rahavirta vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin) on vaihdellut vuosien 2017-2023 aikana voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen, yritysjärjestelyjen ja investointien myötä. Vapaa kassavirta on ollut -9 %:n ja +8 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon (2023: 8 %).

Yhtiön normaali investointitarve käyttöomaisuuteen on arviomme mukaan noin 3-4 MEUR, mikä sisältää myös IFRS16 vastuut. Viimeaikaiset investoinnit ml. yritysostot ovat painaneet vapaan rahavirran useana vuonna negatiiviseksi. Tämä yhdessä nykyisen rahoitus- ja taseaseman kanssa osoittaa, että vuosien 2017-21 tapaisen voitonjaon taso edellyttää rahavirran vahvistumista tulevaisuudessa, sillä nykyinen taseasema ei arviomme mukaan mahdollista merkittävää voitonjakoa taseesta ilman, että arvopaperisalkkua likvidoidaan. Tästä syystä PunaMusta Media ei ole jakanut osinkoa viimeiseltä kahdelta tilikaudelta.

Vakavaraisuus



Tulos, osinko ja vapaa rahavirta



Ennusteet 1/4

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme PunaMusta Median liikevaihdon kehitystä kolmen raportoitavan segmentin kautta, jotka ovat Painoliiketoiminta, Näkyvyysliiketoiminta ja Digitaalinen liiketoiminta. Vastaavasti kannattavuuden kehitystä mallinamme segmenttien kuluennusteiden kautta. Arvopaperisalkun tuotot ovat muodostaneet ajoittain merkittävän osan PunaMusta Median tuloksesta, mutta emme ennusta arvopaperisalkun arvomuutoksia. Nettorahoituskustannuksia kuitenkin pienentää arvopaperisalkun ennustettu osinkovirta, joka sisältyy ennusteisiimme.

Vuosi 2024: haastava markkinaympäristö

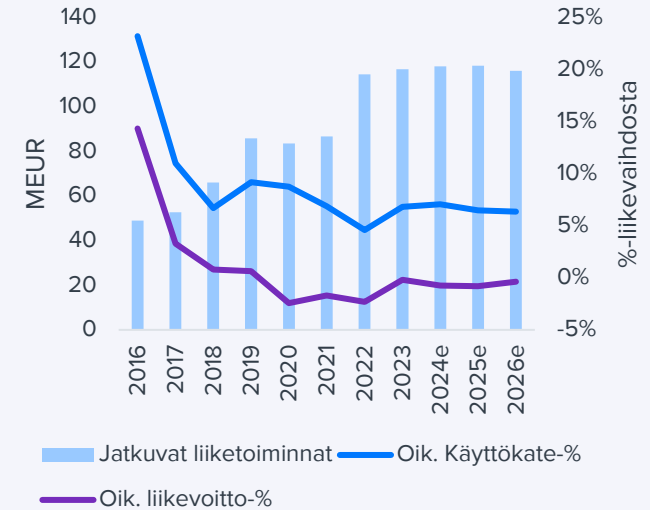
PunaMusta Media ohjeistaa sen vuoden 2024 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon (2023: 116,2 MEUR) kasvavan ja liikevoiton (2023: -0,9 MEUR), ilman Medialiiketoiminnan myynnistä saatavaa myyntivoittoa (10,2 MEUR), paranevan vertailukaudesta. Koko vuodelta odotamme liikevaihdon osalta Painoliiketoiminnassa yrityskaupoista huolimatta 2 %:n liikevaihdon laskua, minkä taustalla on alati laskevat painamisen volyymit sekä heikko talousympäristö. Vastaavasti Näkyvyysliiketoiminnan liikevaihdon odotamme kasvavan noin 6 %:lla. Näemme näkyvyysratkaisulla olevan hyvä kasvupotentiaali yritysten panostaessa brändinäkyvyyksiinsä entistä laajempialaisemmin (mm. digi- ja myymälämarkkinointi), joskin arvioimme heikon talousympäristön jarruttavan liiketoiminnan kehitystä kuluvana vuonna. Digitaalisen liiketoiminnan kasvua ylläpitää kesällä 2023 tehty Exove-yritysosto, mutta odotamme orgaanisen kehityksen olevan vaisua, sillä IT-palvelumarkkina on

ollut haastava, eikä siihen ole merkittävää parantumisen merkkejä nähtävillä lyhyellä aikavälillä. Kokonaisuudessaan ennustamme Digitaalisen liiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 33 % vertailukaudesta.

Liikevoiton osalta odotamme Painoliiketoiminnan kannattavuuden laskevan hieman liikevaihtoa voimakkaammin. Tätä selittää liiketoiminnan volyymiriippuvaisuus ja lyhyellä jänteellä kiinteä kustannusrakenne. Voimakkaampaa laskua puolestaan rajoittaa muutosneuvottelut sekä toimipisteiden lakkauttamiset. Vastaavasti Näkyvyysliiketoiminnan kannattavuuden odotamme jäävän vertailukauden tasolle. Huomioitavaa on kuitenkin, että viime vuosien yritysostot ovat kohottaneet etenkin Näkyvyysliiketoiminnan ja Painoliiketoiminnan poistoja, minkä takia liikevoittotaso antaa alla olevista kannattavuustasoista jossain määrin liian pessimistisen kuvan. Ennakoimme Digitaalisen liiketoiminnan käyttökateen jäävän suurin piirtein vertailukauden tasolla ja liikevoiton kääntyvän suurempien poistojen myötä vertailukautta heikommaksi.

Heikosti sujuneen Q1:n jälkeen ennusteemme liikevaihdon osalta ovat linjassa yhtiön ohjeistukseen nähden, sillä odotamme konsernin tekevän 118 MEUR:n (+2 % v/v) liikevaihdon. Medialiiketoiminnan myyntivoitosta oikaistu liikevoittoennusteemme on kuitenkin viime vuoden tasolla -0,9 MEUR:ssa, Paino- ja Digitaalisen liiketoiminnan heikentyneen kannattavuuden seurauksena. Tämä tarkoittaa sitä, että uskomme yhtiön antavan tulosvaroituksen todennäköisesti H2:n aikana.

Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/4

Muutoin tuloskehitystä tukee vertailukautta pienemmät rahoituskustannukset. Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,39 euroon täysin Medialiiketoiminnan myyntivoiton tukemana. Myyntivoitosta oikaistuna EPS-ennustemme vuodelle 2024 on -0,38 euroa. Keskeinen lyhyen tähtäimen ennusteriski liittyy kysyntäympäristön epävarmuuteen.

Vuodet 2025-26: tasaista laskua

Keskipitkän aikavälin ennustemme jäävät toistaiseksi selvästi yhtiön tavoitteleman 140 MEUR:n liikevaihdon alapuolelle. Kokonaisuudessa odotamme liikevaihdon laskevan keskimäärin prosentin vuositahtia (vs. 2024 tasoon) ja asettuvan vuoden 2026 lopulla 116 MEUR:oon. Tätä selittää ennustamamme Painoliiketoiminnan markkinan myötäinen lasku (ka. -4 %), Näkyvyysliiketoiminnan (ka. +7 %) ja Digitaalisen (ka. +5 %) liiketoiminnan kasvuodottamista huolimatta. Näkyvyysliiketoiminnan sekä Digitaalisen liiketoiminnan myyntiä arviomme mukaan tukee piristyvä markkina.

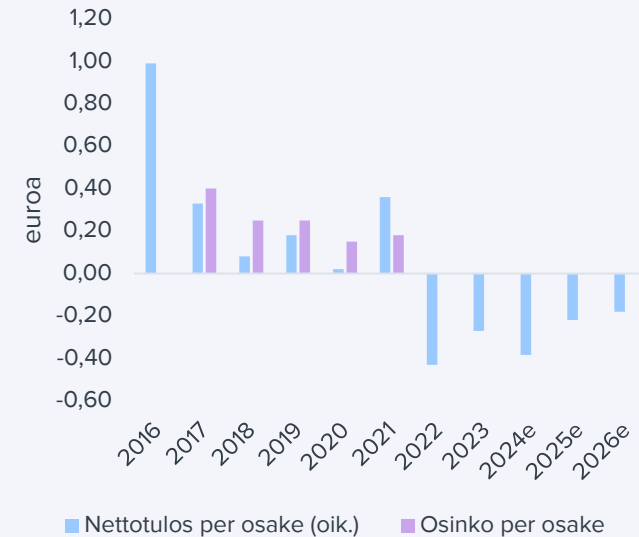
Kokonaisvaltaisten ratkaisuiden onnistunut myynti toisi lisävauhtia etenkin Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvuun, mutta uskomme tällä olevan myös myönteistä vaikutusta Painoliiketoiminnan myynnin kehitykseen markkinaosuuksien paremman puolustuskyvyn avittamana (ts. supistuvaa perinteistä painamista korvataan muin keinoin). Mikäli yhtiö esittäisi näyttöjä onnistuneista ratkaisumyynneistä, olisi näillä ennusteitamme nostava vaikutus, sillä näkemyksemme mukaan näiden kasvu- ja kannattavuuspotentiaalit olisivat konsernin pistemäisiä tuote-/palveluratkaisuja voimakkaammat. Emme toistaiseksi ole mallintaneet kokonaisvaltaisten ratkaisuiden tuovan merkittävää

kasvua liiketoiminnan varhaisen vaiheen ja siihen liittyvän heikon näkyvyyden vuoksi.

Konsernin keskipitkän aikavälin laskeva käyttökatekehitys perustuu Painoliiketoiminnan volyymilaskun myötä heikentyneeseen tehokkuuteen. Tämän vastapainoksi uskomme Digitaalisen liiketoiminnan kannattavuuden paranevan selvästi laskutusasteiden parantuessa. Tämän vaikutus konsernitason jää kuitenkin varsin pieneksi liiketoiminnan pienen koon takia. Näemme Näkyvyysliiketoiminnan suhteellisen kannattavuustason jo hyvänä, emmekä odota tähän merkittävää parantumista. Pääasiallinen konsernitason liikevoittoa kasvattava tekijä on kuitenkin yritysjärjestelyihin liittyneiden poistojen pientyminen. Ennustamme konsernin vuosien 2025 ja 26 käyttökateen asettuvan noin 7-8 MEUR:oon. Tämä ei kuitenkaan arviomme mukaan riitä kääntämään liikevoittoa positiiviseksi (2026e -0,4 MEUR).

Kohonnut velkataakka pitää konsernin alarivin nollan alapuolella arviomme mukaan vielä jonkin aikaa, minkä seurauksena ennustamme vuosien 2025 ja 2026 osakekohtaisen tuloksen olevan -0,22 ja -0,18 euroa. Odotamme yhtiön investoivan olemassa olevaan liiketoimintaansa vuosittain hieman alle 4 MEUR. Näin ollen ennustamamme noin 3 MEUR:n vuosittainen operatiivinen kassavirta korjaa absoluuttista nettovelkaa maltillisesti alaspäin (2026 nettovelka/käyttökate 3,6x) yhtiön velkaisuus säilynee edelleen korkeahkona. Tästä syystä uskomme yhtiön keskittyvän taseasemansa vahvistamiseen, mikä ei mielestämme luo edellytyksiä osingonjaolle.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/4

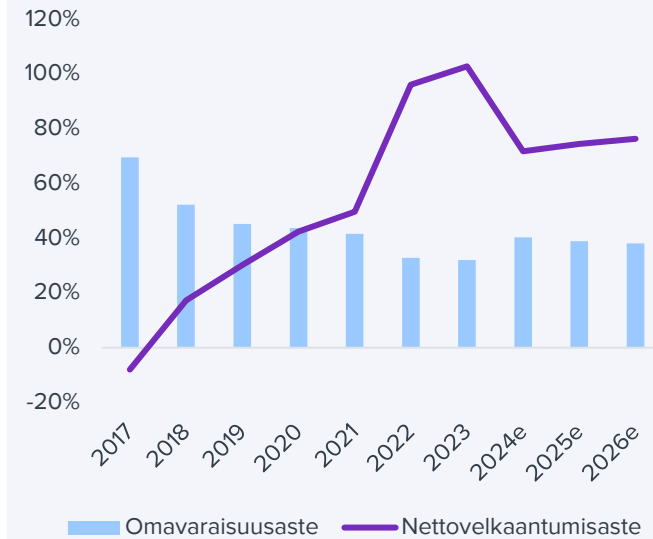
Pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä keskeiset tuloskehityksen ajurit ovat Painoliiketoiminnan käyttöasteiden parantumisen kautta tasaantuva kannattavuus sekä Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvun myötä parantuvat tehokkuudet. Näihin vaikuttaa oleellisesti yhtiön kokonaisvaltaisten ratkaisuiden myynnin onnistuminen niin vähittäiskauppakentässä sekä muilla toimialoilla.

Vaikka ennustammekin Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan kysynnän paranevan ja liikevaihdon kasvavan, painaa supistuva Painoliiketoiminnan liikevaihto konsernin pitkän aikavälin kasvuennusteet negatiivisen puolelle. Tämä pohjaa oletukseen Painoliiketoiminnan keskipitkän aikavälin supistumisesta, ennen kuin Painoliiketoiminnan vakautuminen yhdessä muiden palveluiden kasvun kanssa pysäyttävät liikevaihdon laskun. Samalla odotamme liikevoitto-%:n nousevan etenkin laskevien poistojen myötä 3-6 %:iin. Poistojen pienentymisen vuoksi käyttökatetasolla mitattuna pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme eivät olennaisesti eroa keskipitkän aikavälin ennusteista. Siten uuden liikevaihdon painopisteen ja sen mahdollistaman kannattavuusparannuksen realisoituminen on keskeistä myös pitkän aikavälin ennusteiden näkökulmasta. Painomarkkinan tasapainon ja siten liikevaihdon ja -tuloksen vakautumiseen liittyvät ennusteriskit ovat suuret, minkä takia pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy mielestämme epävarmuutta. Painomarkkinan stabiloituessa

odotuksiamme aiemmin, olisi ennusteissamme nousuvaraa, sillä odotamme painamisen laskevan vuoteen 2032 saakka.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 4/4

Ennustemuutokset

- Vuoden 2024 osalta laskimme marginaalisesti H2:n liikevaihtoennusteitamme, mikä heijastui käyttökateriville noin prosentoin laskuna. Toisaalta laskimme vuosien 2025-26 käyttökate-ennusteitamme 4 % ja 8 %:lla, haastavan painamisen markkinan kehityksen seurauksena.
- Teimme myös jonkin verran pitkän aikavälin ennustelaskuja etenkin kannattavuuden osalta. Tähän vaikuttaa näkemyksemme mukaan niin ikään haastavuudet Painoliiketoiminnan käyttöasteissa, mikä käytännössä johtuu toimialan alati laskevista volyymitasoista.
- Odotamme silti yhtiön kannattavuusprofiilin huomattavasti parantuvan vuosina 2028-2030e johtuen Painoliiketoiminnan stabiloitumisesta ja muiden kannattavampien liiketoimintojen kohtuullisesta kasvusta. Näin ollen konsernin myynnin jakauma tervehtyy ja siten parantaa kannattavuutta. Tämän lisäksi yhtiön kannattavuus liikevoittotasolla paranee huomattavasti pienentyvien yritysostoihin liitännäisten poistojen myötä.
- Lisäksi nostimme hieman tuottovaatimusta yhtiön haastavan taloudellisen aseman tähden (WACC 8,2 → 8,8 % ja oman pääoman kustannus 10,2 → 10,7 %).

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 118 | 118 | 0 % | 119 | 118 | 0 % | 116 | 116 | 0 % |
| Käyttökate | 17,8 | 17,7 | -1 % | 8,0 | 7,7 | -4 % | 8,0 | 7,4 | -8 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -0,8 | -0,9 | | -0,6 | -1,0 | | 0,2 | -0,4 | |
| Liikevoitto | 8,9 | 8,8 | | -0,6 | -1,0 | | 0,2 | -0,4 | |
| Tulos ennen veroja | 6,5 | 6,0 | | -2,8 | -3,2 | | -2,0 | -2,6 | |
| EPS (ilman kertaeriä) | -0,37 | -0,41 | | -0,19 | -0,22 | | -0,14 | -0,18 | |

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2022 | Q1'23 | Q2'23 | Q3'23 | Q4'23 | 2023 | Q1'24 | Q2'24e | Q3'24e | Q4'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 134 | 34,5 | 34,3 | 29,1 | 36,1 | 134 | 27,6 | 31,4 | 26,3 | 32,8 | 118 | 118 | 116 | 114 |
| Painoliiketoiminta | 92,5 | 23,4 | 22,4 | 17,8 | 22,7 | 86,3 | 20,3 | 22,6 | 18,4 | 23,1 | 84,3 | 81,8 | 77,7 | 73,8 |
| Näkyvyyssliiketoiminta | 18,9 | 5,0 | 5,6 | 4,7 | 6,3 | 21,6 | 4,7 | 6,0 | 5,1 | 6,9 | 22,7 | 25,0 | 26,3 | 27,6 |
| Digitaalinen liiketoiminta | 3,1 | 1,3 | 1,8 | 2,5 | 2,8 | 8,4 | 2,6 | 2,8 | 2,7 | 2,9 | 11,0 | 11,5 | 12,1 | 12,7 |
| Mediaaliiketoiminta | 19,0 | 4,8 | 4,5 | 4,1 | 4,3 | 17,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Käyttökate | 6,1 | 2,3 | 1,6 | 2,2 | 3,1 | 9,1 | 0,4 | 10,7 | 2,6 | 4,0 | 17,7 | 7,7 | 7,4 | 6,7 |
| Poistot ja arvonalennukset | -9,2 | -2,3 | -2,4 | -2,3 | -2,5 | -9,4 | -2,3 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -8,9 | -8,6 | -7,8 | -6,9 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -3,1 | 0,0 | -0,8 | -0,1 | 0,7 | -0,3 | -1,4 | -1,7 | 0,4 | 1,8 | -0,9 | -1,0 | -0,4 | -0,2 |
| Liikevoitto | -3,1 | 0,0 | -0,8 | -0,1 | 0,7 | -0,3 | -1,9 | 8,5 | 0,4 | 1,8 | 8,8 | -1,0 | -0,4 | -0,2 |
| Painoliiketoiminta | -3,3 | 0,0 | -1,0 | 0,0 | 0,8 | -0,3 | -1,0 | -1,5 | 0,6 | 1,5 | -0,4 | -0,5 | -0,8 | -1,0 |
| Näkyvyyssliiketoiminta | 0,7 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 1,5 | -0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,8 | 1,3 | 1,8 | 2,1 | 2,2 |
| Digitaalinen liiketoiminta | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -0,4 | -0,4 | -0,8 | -0,6 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -1,1 | -0,9 | -0,3 | 0,0 |
| Mediaaliiketoiminta | 0,7 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut ja eliminoinnit | -0,9 | -0,3 | -0,3 | 0,0 | -0,6 | -1,3 | -0,1 | 9,9 | -0,4 | -0,4 | 9,0 | -1,4 | -1,4 | -1,4 |
| Nettorahoituskulut | -3,1 | 0,5 | -1,5 | -1,4 | -0,8 | -3,2 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,8 | -2,8 | -2,2 | -2,2 | -1,9 |
| Tulos ennen veroja | -6,2 | 0,5 | -2,3 | -1,5 | -0,1 | -3,4 | -2,6 | 7,9 | -0,3 | 1,0 | 6,0 | -3,2 | -2,6 | -2,1 |
| Verot | 0,9 | -0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | -1,6 | 0,1 | -0,2 | -1,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| Vähemmistöosuudet | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Nettotulos | -5,4 | 0,3 | -2,0 | -1,5 | -0,1 | -3,4 | -2,1 | 6,2 | -0,3 | 0,7 | 4,6 | -2,8 | -2,3 | -1,8 |
| EPS (oikaistu) | -0,43 | 0,02 | -0,16 | -0,12 | -0,01 | -0,27 | -0,13 | -0,32 | -0,02 | 0,06 | -0,41 | -0,22 | -0,18 | -0,15 |
| EPS (raportoitu) | -0,43 | 0,02 | -0,16 | -0,12 | -0,01 | -0,27 | -0,17 | 0,50 | -0,02 | 0,06 | 0,37 | -0,22 | -0,18 | -0,15 |

| Tunnusluvut | 2022 | Q1'23 | Q2'23 | Q3'23 | Q4'23 | 2023 | Q1'24 | Q2'24e | Q3'24e | Q4'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------------|--------|-------|--------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | -73,0 % | 0,3 % | -20,0 % | -8,4 % | -9,7 % | -9,0 % | -11,8 % | 0,2 % | -1,9 % | -1,7 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 71,3 % | | | | -121,3 % | -92 % | ##### | 107 % | -471 % | 168 % | 257 % | 8,5 % | -55,3 % | -62,0 % |
| Käyttökate-% | 4,6 % | 6,5 % | 4,5 % | 7,6 % | 8,6 % | 6,8 % | 1,4 % | 34,2 % | 9,9 % | 12,1 % | 15,0 % | 6,5 % | 6,3 % | 5,9 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | -2,3 % | 0,0 % | -2,3 % | -0,4 % | 1,8 % | -0,2 % | -5,1 % | -5,3 % | 1,6 % | 5,4 % | -0,8 % | -0,8 % | -0,4 % | -0,1 % |
| Liikevoitto-% | -2,3 % | 0,0 % | -2,3 % | -0,4 % | 1,8 % | -0,2 % | -6,9 % | 27,2 % | 1,6 % | 5,4 % | 7,5 % | -0,8 % | -0,4 % | -0,1 % |
| Nettotulos-% | -4,1 % | 0,7 % | -5,9 % | -5,1 % | -0,4 % | -2,5 % | -7,6 % | 19,8 % | -1,0 % | 2,2 % | 3,9 % | -2,3 % | -2,0 % | -1,6 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| Pysyvät vastaavat | 76 | 75 | 64 | 59 | 55 |
| Liikearvo | 16,4 | 19,4 | 19,4 | 19,4 | 19,4 |
| Aineettomat hyödykkeet | 4,7 | 4,6 | 3,1 | 1,4 | 0,9 |
| Käyttöomaisuus | 52 | 48 | 39 | 36 | 32 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vaihtuvat vastaavat | 42 | 36 | 36 | 38 | 38 |
| Vaihto-omaisuus | 6,4 | 5,0 | 5,7 | 5,7 | 5,6 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Myyntisaamiset | 20 | 19 | 19 | 20 | 21 |
| Likvidit varat | 16 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Taseen loppusumma | 118 | 111 | 101 | 97 | 93 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| Oma pääoma | 38 | 35 | 40 | 37 | 35 |
| Osakepääoma | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Kertyneet voittovarot | 30 | 27 | 32 | 29 | 27 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muu oma pääoma | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Vähemmistöosuus | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Pitkäaikaiset velat | 34 | 29 | 30 | 28 | 26 |
| Laskennalliset verovelat | 4,7 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Korolliset velat | 30 | 25 | 26 | 24 | 22 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lyhytaikaiset velat | 46 | 47 | 31 | 32 | 32 |
| Korolliset velat | 23 | 24 | 15 | 16 | 17 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 15,7 | 17,7 | 10,0 | 10,0 | 10,0 |
| Taseen loppusumma | 118 | 111 | 101 | 97 | 93 |

Sijoitusprofiili

1.

Painoliiketoiminnan orgaanista kasvua painaa markkinan rakennemurros

2.

Toiminnan jatkuva tehostaminen edellytys kannattavuusparannukselle

3.

Tulovirtojen muutos ja vakauttaminen kasvu- ja kannattavuuskäänteeseen edellytyksenä

4.

Arvopaperisalkun tuotot muodostaa osan tuloksesta

5.

Rahavirta > liike-tulos

Potentiaali



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

Riskit



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

Arvostus 1/3

Arvonmäärittäminen

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

Arvonmäärittäksessä P/E-kertoimen käyttöä puoltaa arvopaperisalkun tulovirta, joka heijastuu vasta rahoitustuottoihin. Toisaalta P/E-lukua kasvattaa koholla (ts. investointeja suurempi) lähivuosina oleva poistotaso. Lisäksi tulevien vuosien nettotulosennusteemme on nollan alapuolella, joka tekee P/E-kertoimesta käyttökelvottoman. Tästä syystä käytämme lisäksi EV/vapaa kassavirtakerrointa (EV/FCF) arvostuksen mittatikkuna. Tarkastelemme arvostusta myös EV/EBITDA-kertoimella, joka huomioi pääomarakenteen, muttei toisaalta huomioi rahoitustuottoja. Tulospohjaisten kertoimien lisäksi käytämme arvostuksen mittatikkuna tasepohjaista arvostusta, joka niin ikään antaa tukipisteen jokseenkin tappiollista tulosta tekevän yhtiön arvonmäärittämiseen.

PunaMusta Median osakkeen tuotto-odotus yhdistettynä tasaisesti laskevaan tulokseen sekä kohonneeseen arvostukseen on mielestämme heikko keskipitkällä aikavälillä. Seuraavalla sivulla eritelty kassavirtaperusteinen käypä arvo antaa pientä tukea osakkeen positiiviselle kehitykselle pitkällä aikavälillä, joskin mallin odotukset nojaavat tasaantuvaan Painoliiketoiminnan markkinaan pitkällä aikavälillä.

Tulostuotto-odotus matalahko

Odotamme PunaMusta Median lähivuosien operatiivisen tuloksen saavan tukea tehdyistä yritysoistoista ja tehostustoimista, mutta samalla

etenkin Painoliiketoiminnan lasku aiheuttaa tulokselle painetta. Muiden liiketoimintojen myönteinen tuloskehitys hautautuu Painoliiketoiminnan laskun alle ja ennustamme käyttökatteen hieman laskevan. Tästä huolimatta yhtiön liikevoitto tulee nousemaan pienenevien poistojen myötä, mikä loppupeleissä tukee osakekohtaisen tuloksen kehitystä.

Huomautamme, että Painoliiketoiminnan käyttöasteiden onnistuneella tehostamisella sekä kokonaisvaltaisten ratkaisuiden onnistuneella myynnillä olisi tuloskehitystä tukeva vaikutus, joka luonnollisesti tukisi osakkeen arvonkehitystä.

Arvostuskertoimet ovat korkealla tasolla

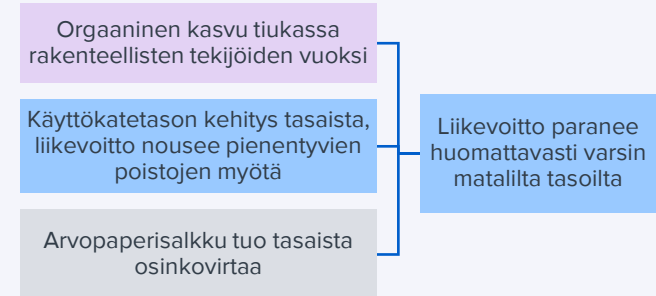
PunaMusta Median EV/EBITDA-kertoimet ovat vuosien 2024 ja 2025 ennusteillamme noin 6x. Vastaavat EV/FCF kertoimet ovat 16 paikkeilla. Arvostuskertoimet ovat mielestämme koholla, eikä lähivuosien laskeva tuloskehitys anna lainkaan tukea kertoimien venyttämiseksi. Siten osakkeen arvostuksessa on mielestämme selvää laskuvaraa arvostuskertoimien pohjalta tarkasteltaessa.

Arvostuksen mittatikkuna toimii mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin, joka 2023 toteutuneilla luvuilla on 1x paikkeilla. Koska lähitulevaisuuden oman pääoman tuotto on negatiivinen, suhteutamme P/B-kerrointa yhtiön pitkän aikavälin pääoman tuottopotentiaaliin (2028-2032e ROE-% 6-9%). Jopa tämän perusteella osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu. Mikäli oman pääoman tuotto kohoaisi keskipitkällä tähtäimellä kohti yhtiölle asettamaamme tuottovaatimusta (10,7%) olisi korkeampi hieman alle 1x P/B-kerroin mielestämme hyväksyttävissä. Se vaatisi kuitenkin tulostason ripeää kohenemistä.

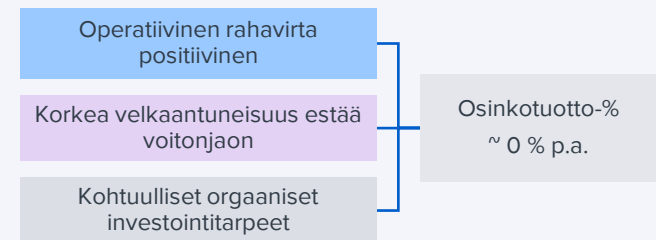
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

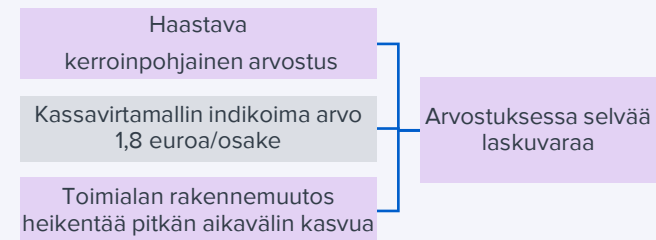
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Riski/tuotto-suhde on nykyisellä arvostuksella heikko

Lähde: Inderes

Arvostus 2/3

PunaMusta Medialle ei ole mielestämme löydettävissä selkeitä verrokkeja, minkä ansiosta emme anna suhteelliselle arvostukselle olennaista painoarvoa. Tiettyä mittakaavaa antaa kuitenkin vuoden 2025 EV/EBITDA-kerroin, jolla PunaMusta Media arvostetaan reilun 6 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmän mediaanikerhoimiin, mikä ei mielestämme ole perusteltua suhteessa pääsääntöisesti suurista ja vakaista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmään.

Positiivinen skenaario indikoi selvää nousuvaraa

Olemme hahmotelleet skenaariota, jossa yhtiö saavuttaisi strategian mukaiset tavoitteensa. Tämä tarkoittaisi keskimäärin 6 %:n liikevaihdon kasvua ja vuonna 2026 16 %:n käyttökatemarginaalia. Huomautamme, että kyseiset ennusteet ovat perusskenaariotamme selvästi optimistisemmat.

Arvottamalla 12,2 MEUR:n käyttökate 6x kertoimella nousisi osakkeen käypä arvo 3,3 (diskontattuna 2,7) euroon. Mikäli yhtiölle hyväksyisi 8x käyttökatekertoimen olisi osakkeen käypä arvo tällöin 5,5 (diskontattuna 4,5) euroa, mikä tarkoittaa huomattavaa nousuvaraa nykykurssiin nähden. Tämän skenaarion toteutuminen kuitenkin vaatii erinomaista operatiivista suoriutumista sekä kokonaisvaltaisten ratkaisuiden voimakasta myynnin kasvua. Tämän lisäksi laskelmamme odottaa Painoliiketoiminnan liikevaihdon pysyvän tasaisena, mikä tällöin tarkoittaisi strategian mukaista markkinaosuuksien voittamista.

Vastaavassa negatiivisessa skenaariossa 2026 liikevaihto supistuisi 3 %:n vuositahtia, käyttökateen ollessa perusskenaariomme alapuolella 4,4 MEUR:ossa (5 % liikevaihdosta). Tämä perustuu Painoliiketoiminnan perusskenaariotamme nopeampaan supistumiseen ja muiden

liiketoimintojen vaisumpaan kasvunäkymään. Lisäksi olemme olettaneet kunkin liiketoiminnan jääneen perusskenaarion mukaisista ennusteistamme. 4-6x käyttökatekertoimilla osakkeen arvo sijaitsisi 0,4-1,1 (0,3-0,9 diskontattuna) euron välillä, viestien kurssilaskusta. Huomautamme, että korkean velkaisuuden takia olemme yksinkertaistaneet laskelmaa olettamalla nettovelan olevan kummassakin skenaariossa 3x käyttökate suurempi.

Kassavirtalaskelma (DCF)

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 1,85 euroa. Painetun median ja painoliiketoiminnan rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä koko ennusteperiodin (2022-2030) ajan, kun taas terminaalikasvun oletuksemme on nollan tasolla.

Liikevoittomarginaali nousee mallissamme vuoden 2024e lievästi negatiiviselta tasolta 6 %:iin pitkällä aikavälillä. Liikevoittomarginaaliin vaikuttaa poistojen selvä lasku, mutta käyttökate-%:n tasolla kannattavuuden nousu on maltillisempi (2024e oik. käyttökate-% 6,8 % vs. 2030e 9,1 %). Kassavirtamallin osalta on huomioitavaa, ettei se huomioi arvopaperisalkun osinkotuottojen tai arvopaperimyyntien muodostamaa rahavirtaa. Arvopaperisalkku sisältyy rahavaroihin, jolloin se pienentää yhtiön nettovelkaa mallissa. Kokonaisuudessaan ennustamme yhtiön vapaan rahavirran vaihtelevan vuositasolla 3-5 MEUR:n välillä.

Nostimme raportin yhteydessä kokonais-tuottovaatimustamme (WACC 8,8 % ja oman pääoman kustannus 10,7 %) hieman nousseen likviditeettipreemion muodossa.

Skenaariolaskelma

| Skenaariot 2026 | Positiivinen | Negatiivinen |
|---|------------------|------------------|
| Painoliiketoiminta | 0 % | -6 % |
| Näkyvyysliiketoiminta | 20 % | 5 % |
| Digitaalinen liiketoiminta | 20 % | 5 % |
| Liikevaihdon kasvu-% (CAGR) | 6 % | -3 % |
| Painoliiketoiminta | 7 % | 3 % |
| Näkyvyysliiketoiminta | 15 % | 7 % |
| Digitaalinen liiketoiminta | 15 % | 5 % |
| Käyttökate-% | 16 % | 5 % |
| EV/EBITDA | 6-8x | 4-6x |
| Osakekohtainen markkina-arvo | 3,3 - 5,5 | 0,4 - 1,1 |
| Osakekohtainen markkina-arvo diskontattuna | 2,7 - 4,5 | 0,3 - 0,9 |

Arvostus 3/3

Terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella 45 %:n tasolla. Kassavirtamallimme perustuu oletukseen, että Painoliiketoiminnan lasku vakautuu pitkällä aikavälillä ja muiden liiketoimintojen kasvu ja kohentuva kannattavuus pitävät yllä yhtiön kassavirtaa ja kääntää sen pitkällä aikavälillä kasvuun. Painamisen murros ja nykyisen strategian toteutuksen aikainen vaihe huomioiden näiden oletuksien toteutumisesta ei ole takeita. Tämä mielestämme heikentääkin kassavirtamallin soveltuvuutta yhtiön arvonmääritykseen. Parhaiten kassavirtamallin mukainen osakkeen arvo ja sen taustalla olevat ennusteparametrit kuvaavatkin nykyiseen kurssiin ladattuja odotuksia.

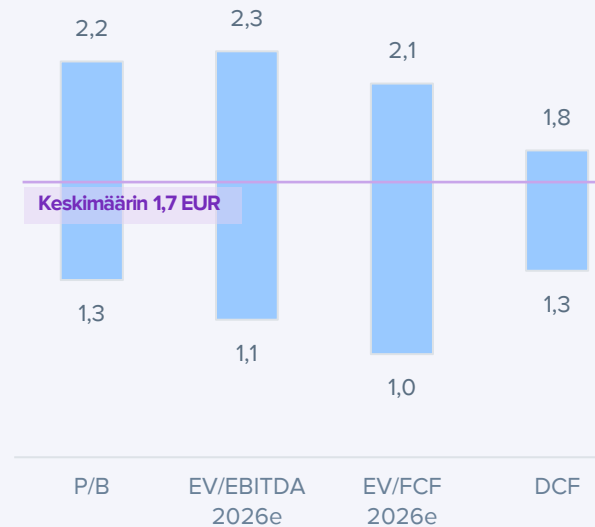
Käyvän arvon yhteenveto

Neljä mielestämme PunaMusta Medialle soveltuvinta arvostusmenetelmää ovat tulospohjaisiin kertoiimiin nojaava (EV/EBITDA ja EV/FCF), tasearvoon perustuva arvostus ja kassavirtapohjainen analyysi (DCF). Neljän eri arvostusmenetelmän yhteenvetona määritämme PunaMusta Median osakkeen käyväksi arvoksi 1,2-2,2 euroa per osake. Tämän vaihteluvälin keskikohta on 1,7 euroa, joka on myös tavoitehintamme.

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi | 1,60 | 1,60 | 1,60 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 12,5 | 12,5 | 12,5 |
| Markkina-arvo | 20 | 20 | 20 |
| Yritysarvo (EV) | 49 | 48 | 47 |
| P/E (oik.) | neg. | neg. | neg. |
| P/E | 4,4 | neg. | neg. |
| P/B | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| P/S | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 2,8 | 6,3 | 6,4 |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

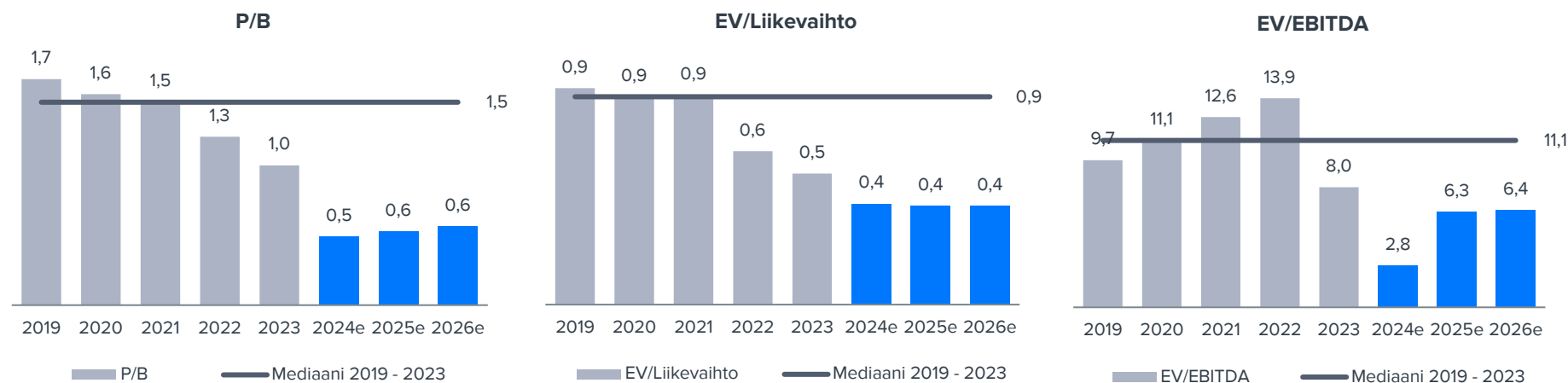
Käypä arvo



Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Osakekurssi | 6,50 | 5,55 | 5,50 | 3,80 | 2,88 | 1,60 | 1,60 | 1,60 | 1,60 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 |
| Markkina-arvo | 81 | 69 | 69 | 48 | 36 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| Yritysarvo (EV) | 96 | 88 | 92 | 85 | 73 | 49 | 48 | 47 | 46 |
| P/E (oik.) | 36,0 | >100 | 15,3 | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. |
| P/E | 36,0 | neg. | 15,3 | neg. | neg. | 4,4 | neg. | neg. | neg. |
| P/B | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,0 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/S | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| EV/Liikevaihto | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 9,7 | 11,1 | 12,6 | 13,9 | 8,0 | 2,8 | 6,3 | 6,4 | 6,8 |
| EV/EBIT (oik.) | >100 | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. |
| Osinko/tulos (%) | 138 % | neg. | 50 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % |
| Osinkotuotto-% | 3,8 % | 2,7 % | 3,3 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|---|---------------|------------|---------------|---------------|--------------|------------|----------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
| | MEUR | MEUR | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e |
| Alma Media Oyj | 849 | 1018 | 14,0 | 12,9 | 11,4 | 10,6 | 3,3 | 3,2 | 15,7 | 14,3 | 4,6 | 5,0 | 3,6 |
| Agora SA | 108 | 274 | 17,4 | 10,0 | 5,0 | 4,1 | 0,8 | 0,8 | 24,4 | 9,3 | | 5,0 | 0,7 |
| Future PLC | 1379 | 1773 | 6,9 | 6,6 | 6,3 | 6,0 | 1,9 | 1,9 | 8,6 | 7,7 | 0,3 | 0,4 | 1,1 |
| Gannett Co Inc | 581 | 1419 | 35,6 | 13,4 | 5,7 | 5,5 | 0,6 | 0,6 | | 477,8 | | | |
| Impresa Sociedade Gestora de Participacoes Sociais SA | 22 | 137 | | | | | | | | | | | |
| Lagardere SA | 3112 | 8039 | 14,1 | 12,9 | 8,5 | 9,0 | 0,9 | 0,9 | 11,9 | 10,4 | 3,1 | 3,2 | 4,2 |
| Arnoldo Mondadori Editore SpA | 658 | 912 | 9,3 | 8,7 | 6,0 | 5,7 | 1,0 | 0,9 | 9,9 | 9,3 | 5,3 | 5,9 | 2,0 |
| New York Times Co | 8076 | 7729 | 25,2 | 19,6 | 18,8 | 16,7 | 3,3 | 3,1 | 29,0 | 26,6 | 1,0 | 0,9 | 4,6 |
| Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA | 387 | 572 | 5,7 | | 3,9 | | 0,7 | | 6,8 | | 8,1 | | 0,9 |
| TX Group AG | 1768 | 2019 | 16,8 | 11,5 | 8,7 | 7,8 | 2,0 | 1,9 | 17,6 | 15,9 | 1,8 | 2,2 | 71,4 |
| Promotora de Informaciones SA | 359 | 1064 | 9,0 | 7,7 | 5,8 | 5,2 | 1,1 | 1,1 | 25,4 | 7,7 | | | |
| Vocento SA | 92 | 141 | 941,5 | 14,6 | 5,9 | 4,1 | 0,4 | 0,4 | 12,3 | 74,0 | 6,6 | 6,8 | 0,4 |
| PunaMusta Media (Inderes) | 20 | 49 | -55,3 | -50,0 | 2,8 | 6,3 | 0,4 | 0,4 | -3,9 | -7,3 | 0,0 | 0,0 | 0,5 |
| Keskiarvo | | | 99,6 | 11,8 | 7,8 | 7,5 | 1,4 | 1,5 | 16,1 | 65,3 | 3,8 | 3,7 | 9,9 |
| Mediaani | | | 14,1 | 12,2 | 6,0 | 5,9 | 1,0 | 1,0 | 14,0 | 12,4 | 3,8 | 4,1 | 2,0 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | -491 % | -510 % | -53 % | 8 % | -57 % | -59 % | -128 % | -159 % | -100 % | -100 % | -75 % |

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

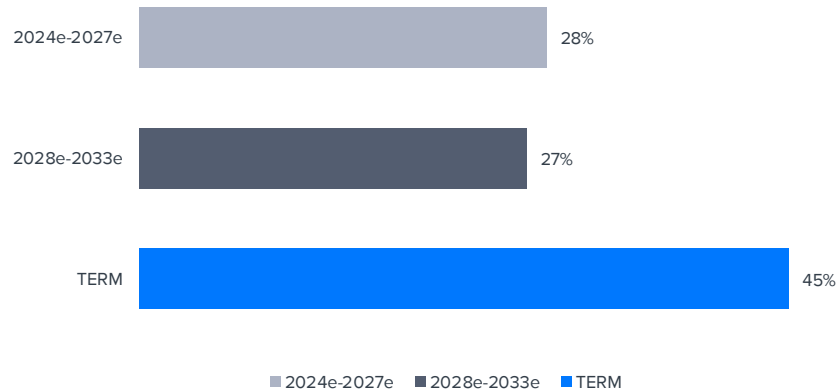
| DCF-laskelma | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 0,3 % | -11,8 % | 0,2 % | -1,9 % | -1,7 % | -1,5 % | 1,5 % | -1,0 % | -0,5 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Liikevoitto-% | -0,2 % | 7,5 % | -0,8 % | -0,4 % | -0,1 % | 3,5 % | 5,0 % | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % |
| Liikevoitto | -0,3 | 8,8 | -1,0 | -0,4 | -0,2 | 3,9 | 5,7 | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | |
| + Kokonaispoistot | 9,4 | 8,9 | 8,6 | 7,8 | 6,9 | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | |
| - Maksetut verot | -0,1 | -1,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | -0,5 | -0,9 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -1,2 | |
| - verot rahoituskuluista | -0,2 | -0,6 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 3,9 | -8,4 | -1,2 | -0,8 | 0,3 | 0,3 | -0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | |
| Operatiivinen kassavirta | 12,7 | 7,5 | 6,6 | 6,7 | 7,1 | 7,1 | 7,8 | 9,1 | 9,0 | 8,8 | 8,8 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -9,0 | 2,0 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,6 | -3,6 | -3,6 | -3,6 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 3,7 | 9,5 | 2,9 | 3,0 | 3,4 | 3,4 | 4,1 | 5,5 | 5,4 | 5,2 | 5,2 | |
| +/- 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 | 3,7 | 9,5 | 2,9 | 3,0 | 3,4 | 3,4 | 4,1 | 5,5 | 5,4 | 5,2 | 5,2 | 59,1 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 9,2 | 2,6 | 2,4 | 2,6 | 2,3 | 2,6 | 3,2 | 2,9 | 2,6 | 2,4 | 26,7 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 59,4 | 50,3 | 47,7 | 45,2 | 42,7 | 40,3 | 37,7 | 34,5 | 31,6 | 29,1 | 26,7 |
| Velaton arvo DCF | | 59,4 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -48,2 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat ja arvopaperisalkku | | 12,1 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | -0,3 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 23,1 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 1,8 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 4,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,2 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 2,50 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 10,7 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 8,8 % |

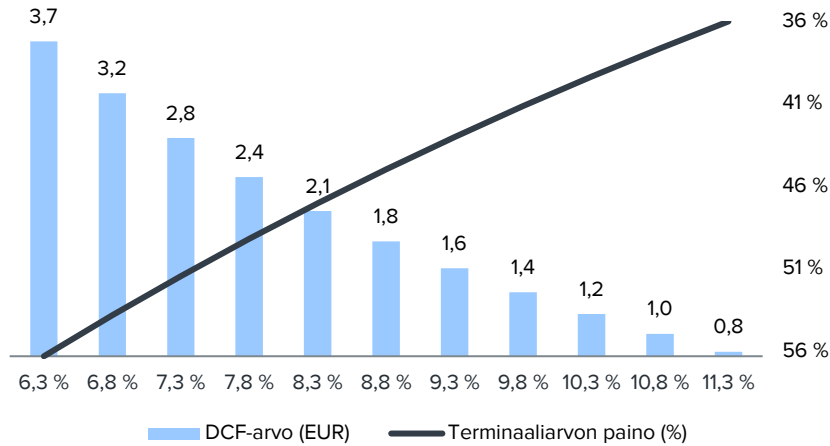
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

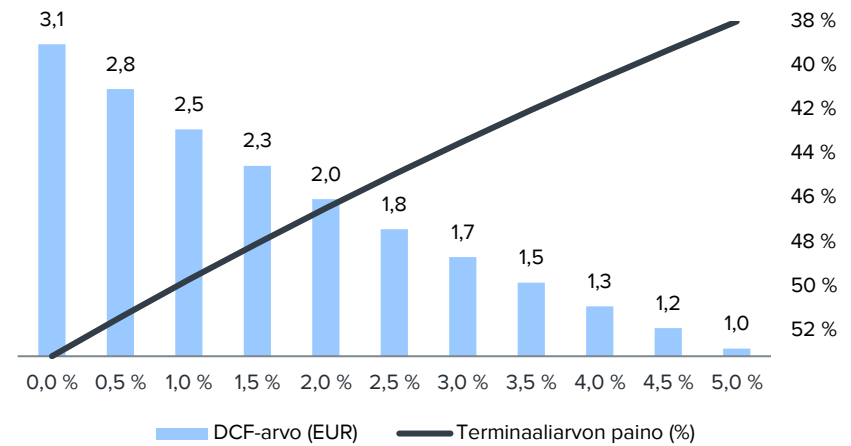


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

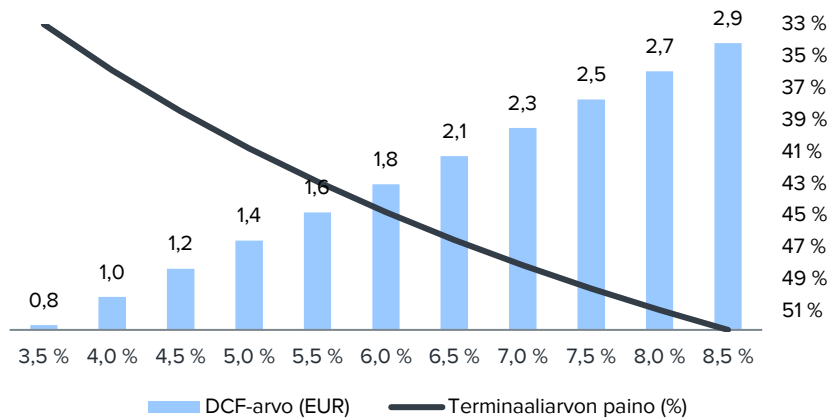
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



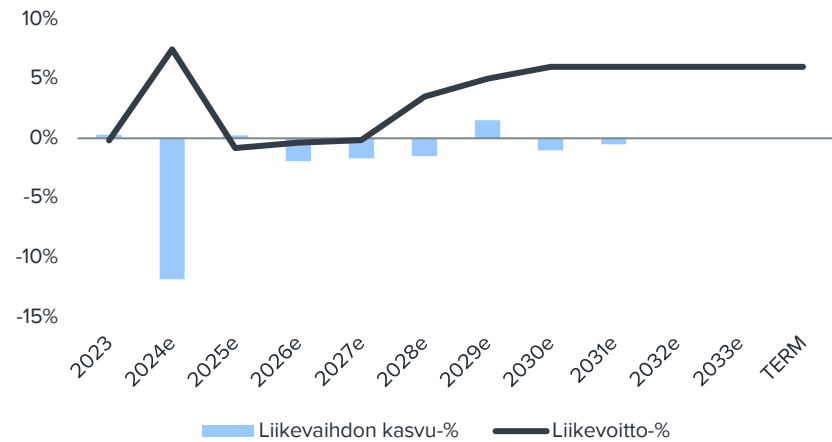
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 106,0 | 133,5 | 133,9 | 118,1 | 118,4 | EPS (raportoitu) | 0,36 | -0,43 | -0,27 | 0,37 | -0,22 |
| Käyttökate | 7,3 | 6,1 | 9,1 | 17,7 | 7,7 | EPS (oikaistu) | 0,36 | -0,43 | -0,27 | -0,41 | -0,22 |
| Liikevoitto | -1,8 | -3,1 | -0,3 | 8,8 | -1,0 | Operat. kassavirta / osake | 0,34 | 0,65 | 1,02 | 0,60 | 0,53 |
| Voitto ennen veroja | 5,1 | -6,2 | -3,4 | 6,0 | -3,2 | Vapaa kassavirta / osake | -0,56 | -0,74 | 0,30 | 0,76 | 0,23 |
| Nettovoitto | 4,5 | -5,4 | -3,4 | 4,6 | -2,8 | Omapääoma / osake | 3,64 | 3,03 | 2,76 | 3,13 | 2,91 |
| Kertaluontoiset erät | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 9,7 | 0,0 | Osinko / osake | 0,18 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tase | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
| Taseen loppusumma | 111,8 | 118,1 | 111,2 | 100,7 | 97,1 | Liikevaihdon kasvu-% | 3 % | 26 % | 0 % | -12 % | 0 % |
| Oma pääoma | 45,7 | 38,3 | 35,1 | 39,7 | 36,9 | Käyttökateen kasvu-% | -9 % | -16 % | 49 % | 94 % | -57 % |
| Liikearvo | 6,3 | 16,4 | 19,4 | 19,4 | 19,4 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 21 % | 71 % | -92 % | 257 % | 8 % |
| Nettovelat | 22,7 | 36,8 | 36,1 | 29,0 | 28,1 | EPS oik. kasvu-% | 1452 % | -220 % | -37 % | 50 % | -46 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Käyttökate-% | 6,9 % | 4,6 % | 6,8 % | 15,0 % | 6,5 % |
| Käyttökate | 7,3 | 6,1 | 9,1 | 17,7 | 7,7 | Oik. Liikevoitto-% | -1,7 % | -2,3 % | -0,2 % | -0,8 % | -0,8 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -3,8 | 2,0 | 3,9 | -8,4 | -1,2 | Liikevoitto-% | -1,7 % | -2,3 % | -0,2 % | 7,5 % | -0,8 % |
| Operatiivinen kassavirta | 4,3 | 8,2 | 12,7 | 7,5 | 6,6 | ROE-% | 10,0 % | -13,0 % | -9,4 % | 12,4 % | -7,3 % |
| Investoinnit | -12,3 | -16,4 | -9,0 | 2,0 | -3,7 | ROI-% | -2,1 % | -3,4 % | -0,3 % | 10,8 % | -1,2 % |
| Vapaa kassavirta | -7,0 | -9,3 | 3,7 | 9,5 | 2,9 | Omavaraisuusaste | 41,5 % | 32,9 % | 32,0 % | 40,0 % | 38,6 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | 49,7 % | 96,1 % | 102,8 % | 73,2 % | 76,1 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 12,6 | 13,9 | 8,0 | 2,8 | 6,3 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | | | | | | |
| P/E (oik.) | 15,3 | neg. | neg. | neg. | neg. | | | | | | |
| P/B | 1,5 | 1,3 | 1,0 | 0,5 | 0,6 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 3,3 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | | | | | | |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 |
|------------|----------|---------|-------------|
| 28/02/2022 | Vähennä | 5,60 € | 6,00 € |
| 02/05/2022 | Vähennä | 5,60 € | 5,95 € |
| 22/08/2022 | Vähennä | 5,00 € | 5,70 € |
| 11/10/2022 | Myy | 4,00 € | 4,98 € |
| 31/10/2022 | Myy | 4,00 € | 4,86 € |
| 20/12/2022 | Myy | 3,00 € | 3,94 € |
| 06/03/2023 | Myy | 3,00 € | 4,18 € |
| 28/04/2023 | Myy | 3,00 € | 3,80 € |
| 21/08/2023 | Myy | 2,70 € | 3,72 € |
| 30/10/2023 | Myy | 2,70 € | 3,40 € |
| 01/02/2024 | Vähennä | 2,90 € | 3,04 € |
| 04/03/2024 | Vähennä | 2,60 € | 2,70 € |
| 29/04/2024 | Vähennä | 2,40 € | 2,34 € |
| 12/08/2024 | Vähennä | 1,70 € | 1,60 € |

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**