

# Sanoma

Laaja raportti

05/2020

# Learningin vahva arvonluontikyky avainroolissa

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja nostamme osakkeen tavoitehinnan 9,5 euroon (aik. 9,0 euroa). Sanoma on tehnyt vuosina 2019-2020 merkittäviä yritysjärjestelyjä, joiden myötä yhtiön arvonluonnin painopiste on siirtynyt defensiviseen, erittäin kannattavaan ja vakaat kasvunäkymät omaavaan Learning-liiketoimintaan. Medialiiketoiminta kärsii lyhyellä aikavälillä voimakkaasti koronan vaikutuksista, mutta digitaalisten tilaustuottojen kasvaessa myös medialiiketoiminnasta on tulossa pidemmällä tähtäimellä entistä vakaampaa ja kannattavampaa toimintaa. Näkemyksemme mukaan Sanoma selviää koronashokista kohtuullisin vaurioin ja osakkeen tuotto-odotus on pitkän aikavälin potentiaaliin, normalisoituun tulokseen ja vahvaan osinkovirtaan nähden houkutteleva.

## Arvonluonnin painopiste siirtynyt sijoittajan kannalta kiinnostavimpiin osiin

Sanoma on toteuttanut viimeisen 12 kk:n aikana useita merkittäviä yritysjärjestelyjä (Hollannin medialiiketoiminnon myynti, Iddink, Alma Media aluelehdet), joiden seurauksena yhtiön arvonluonnin painopiste on siirtynyt sijoittajan kannalta kiinnostavimpiin oppimisen (Learning) ja digitaalisten mediasisältöjen tuottoihin. Nämä luonteeltaan hyvin ennustettavat, skaalautuvat, hyvin kannattavat ja kohtuulliset kasvunäkymät omaavat liiketoiminnot muodostavat nykyisellään arviomme mukaan noin 2/3-osaa Sanoman operatiivisesta tuloksesta. Sanoman liikevaihdosta syntyy yhä noin 30 % rakennemuutoksen myötä taantuvista painetun liiketoiminnan tuotoista, mikä vaiementaa yhtiön liikevaihdon kehitystä vaikka digitaaliset tilaustuotot ja oppimisen palvelut kasvavat. Rakennemuutoksen aiheuttamaan paineeseen vastaamiseksi Sanoma on jatkanut toiminnan tehostamista sekä lisännyt vahvan taseen turvin aktiivisuutta vahvasti synergisten ja ydintoimintojen arvoketjua täydentävien yritysostojen saralla.

## Koronan yli katsottaessa kasvu- ja kannattavuus lievällä nousukäyrällä

Sanoman lyhyen tähtäimen näkymät ovat kaksijakoiset, kun koronashokki painaa vuoden 2020 mainosmyyntiä ja tapahtumatuloja voimakkaasti, mutta vastaavasti Learning jatkaa vakaata ja erittäin kannattavaa kasvua. Koronan yli katsottaessa ennustamme vajaa 30 % medialiiketoimintojen liikevaihdosta muodostavien painetun median tuottojen jatkavan noin 5 %:n laskua mediakulutuksen muutosten ja mainonnan digitalisoitumisen ajamana. Vajaa 40 % Sanoman liikevaihdosta muodostavat oppimateriaalien ja digitaalisten oppimisolustojen tuotot kuitenkin kasvavat vakaasti, mikä tukee konsernitason kannattavuutta. Oppimisen alueella digimurros on myös käynnissä, mutta muutokset ovat asteittaisia ja Sanoman tuloskasvunäkymää tukee epäorgaaninen kasvu ja tehokkuusparannukset. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 17 % vuonna 2020. Kannattavuuden odotamme olevan paineessa medialiiketoiminnoissa ja vuoden 2020 operatiivinen liikevoitto-%:n (ilman PPA-poistoja) ennusteemme on 14,3 % (2019: 14,8 %). Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon kasvavan elpyvän talouden myötä 9 %, mikä tukee myös kannattavuutta, joka nousee 15,6 %:iin.

## Tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle

Sanoman arvostustaso on tulos pohjaisesti lähivuosille maltillinen (20-21e P/E oik. 12-14x) ja osake tarjoaa osingon kautta sijoittajalle hyvän tuotto-odotuksen (noin 6 %). Odotamme koronakriisin väistyessä myös vahvan tuloskasvukomponentin ja pitkän aikavälin arvostuskuvan (osien summa ja DCF 10-11 euroa) antavan tukea osakkeelle. Lisäksi näemme positiivisena optiona mahdolliset uudet yritysostot, joihin Sanomalla on käytettävissä noin 300 MEUR:n rahoitusreservit.

## Analytytikot



**Petri Aho**  
+358 50 340 2986  
petri.aho@inderes.fi



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

## Suositus ja tavoitehinta

Lisää



(aik. Lisää)

**9,50 EUR**

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi: 8,55 EUR

Potentiaali: 11,1 %

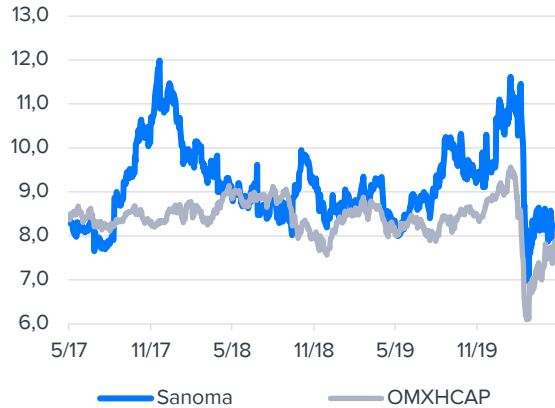
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	913	1065	1158	1173
<b>kasvu-%</b>	-31 %	17 %	9 %	1 %
<b>EBIT oik. ilman PPA</b>	135	152	180	187
<b>EBIT-% oik.</b>	14,7 %	14,3 %	15,6 %	16,0 %
<b>Nettotulos</b>	61,4	83,4	109,8	117,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,49	0,62	0,71	0,75

<b>P/E (oik.)</b>	19,4	13,8	12,1	11,3
<b>P/B</b>	2,9	2,6	2,4	2,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,3 %	6,1 %	6,3 %	6,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	18,9	14,3	11,2	10,1
<b>EV/EBITDA</b>	9,3	6,4	5,2	5,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,6	1,7	1,5	1,4

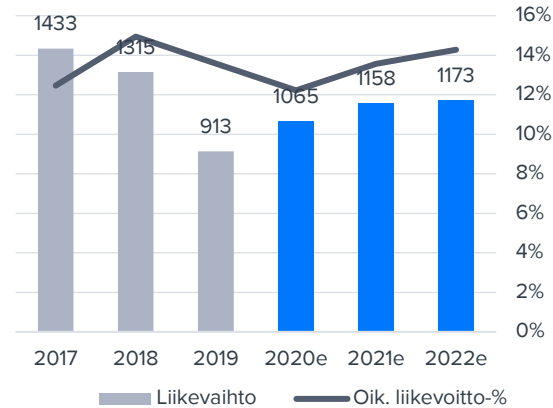
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



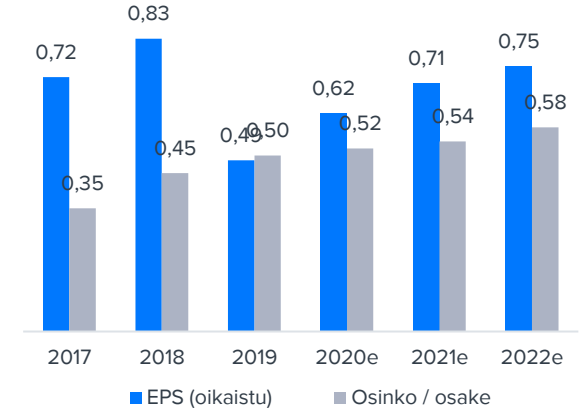
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen Learningin kasvun myötä
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema
- Yrityssostot

### Riskitekijät

- Painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yrityssostojen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Poliittiset riskit
- Koronapandemian tuomat riskit

### Arvostus

- Orgaaninen tuloskasvunäkymä hyvä
- Vahva operatiivinen kassavirta ja tase mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet neutraalit
- Pidemmän tähtäimen potentiaalia kuvaavat osien summa –laskelma ja kassavirtamalli indikoivat selvää nousuvaraa

# Sisällysluettelo

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

# Sanoma lyhyesti

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

## 913 MEUR

Liikevaihto 2019, -1 % vs. 2018 vertailukelpoisesti

## 14,8 % (11,2 %)

Oikaistu liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja (liikevoitto-%), 2019

## 37 % / 54 %

Learningin osuus liikevaihdosta ja oper. liikevoitosta (ilman PPA-poistoja), 2019

## 27 %

Syklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta, 2019

### 2013-2015

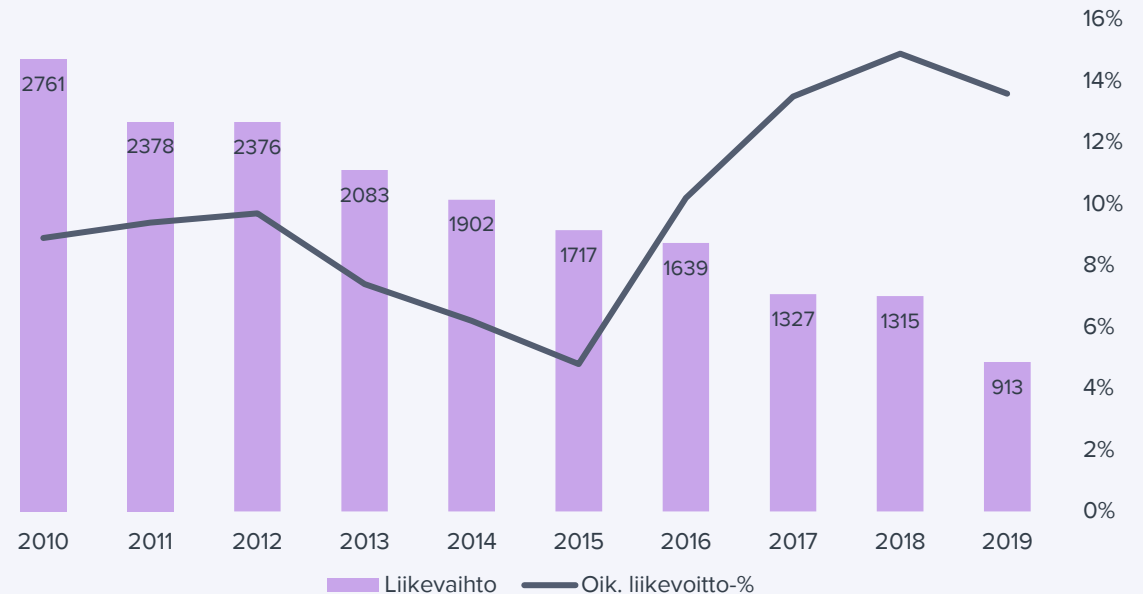
- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutoskulut painavat Sanoman mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- SBS hankinnan ensimmäinen alaskirjaus
- Learning kehittyä vakaasti
- Yhtiön velkaisuus nousee korkeaksi

### 2016-2018

- Fokusoituminen kolmeen liiketoimintoon ja heikosti kannattavien, ei-synergisten liiketoimintojen divestoinnit
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kannattavuus kääntyy vahvaan nousuun
- Kassavirta paranee, velkaisuus laskee ja tase vahvistuu merkittävästi

### 2019-

- Fokusoituminen jatkuu, kun yhtiö divestoi Hollannin ja Belgian medialiiketoiminnon ja vahvistaa otetta Suomessa ostamalla Alman aluelehtiliiketoiminnan
- Arvoketjua vahvistavia ja täydentäviä yritysostoja Learningissa
- Toistuvan liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu
- Tase ja kassavirta vahvoja, mahdollistaen yritysostot



# Sanoman liiketoimintamalli 1/3

## Mediaa ja oppimiskäsitteitä

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liiketoiminnosta Media Finlandista ja Learningista koostuva media- ja oppimisalan konserni. Yhtiöllä on nykyisin medialiiiketoimintoja vain Suomessa, kun taas oppimisen liiketoimintoja on kymmenessä maassa.

Konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto oli vuonna 2019 913 MEUR ja operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja (jatkoksa operatiivinen liikevoitto) 135 MEUR eli 14,8 % liikevaihdosta. Yhtiöllä on johtava markkina-asema Suomen mediamarkkinalla sekä Hollannin, Puolan, Suomen, ja Belgian opetusmateriaalien ja -ratkaisujen markkinalla. Yhtiön tunnettuja brändejä ja tuotteita ovat mm. Helsingin Sanomat, Iltasanomat, Nelonen, Ruutu, Aku Ankka ja pelillistetty oppimisasiältö Bingel. Kaikkiaan Sanomalla on portfoliossaan useita kymmeniä alansa johtavia media, digitaalisten palveluiden ja oppimisen brändejä.

## Kaksi itsenäistä liiketoimintaa

**Learning** liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimisasiältöiden ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminta muodosti vuonna 2019 37 % konsernin liikevaihdosta ja 51 % operatiivisesta liikevoitosta.

Sanoman liikevaihdoltaan suurin liiketoiminta, **Media Finland** on Suomen johtava media-yhtiö. Segmentin tuotot syntyvät pääasiassa sanoma-, uutis- ja aikakauslehtimedioiden sisältö- ja mainostuotoista, TV:n, radion ja niihin liittyvien verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista, sekä mm. festivaaliliiketoimintoista koostuvista muiden palveluiden tuotoista. Media Finland muodosti vuonna 2019 63 % konsernin liikevaihdosta ja 49 %

operatiivisesta liikevoitosta.

Lisäksi yhtiö raportoi Muut yhtiöt ja eliminoinnit segmentin alla konsernin muut, liiketoimintasegmenteille allokoimattomat kulut.

## Neljä tuottokomponenttia

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

**1. Median sisältötuotot** (2019: n. 26 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävästi osin toistuvista tuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 21 % ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vain noin 5 %. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat kuluttaja-asiakkaat.

**2. Median mainostuotot** (2019: n. 27 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtistä, tv- ja radiokanavista, niihin liittyvistä verkkopalveluista, ja online-markkinapaikoista (esim. oikotie.fi) syntyvistä mainos- ja ilmoitustuotoista. Digitaalisen median osuus mainostuotoista on noussut noin 75 %:iin ja siten se on selkeästi painettua mediaa suuremmassa roolissa. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

## Sanoman liiketoimintarakente, 2019

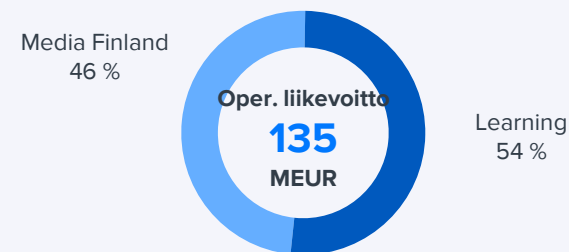
Sanoma-konserni	
Liikevaihto 913 MEUR, EBIT (oik. ilman PPA-poistoja) 135 MEUR	
Media Finland	Learning
Lv. 577 MEUR EBIT* 69 MEUR EBIT-% 11,2 %	Lv. 337 MEUR EBIT* 73 MEUR EBIT-% 19,9 %
<ul style="list-style-type: none"><li>• Sanomalehdet</li><li>• Verkkomedia</li><li>• TV &amp; Radio</li><li>• Aikakauslehdet</li><li>• Festivaalit</li><li>• Muut palvelut</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Oppimisasiältö</li><li>• Digitaaliset oppimisasiältö</li></ul>

\* Operatiivinen liikevoitto ilman PPA-poistoja

## Liikevaihdon jakauma, 2019



## Liikevoiton jakauma, 2019



# Sanoman liiketoimintamalli 2/3

**2. Oppimisen tuotot** (2019: n. 37 % lv:sta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin oppimateriaalien ja digitaalisten oppimisolustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori.

Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtäimellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä voimakkaasti Q2-Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoma-konsernin liikevaihtoon voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti, sillä oppimiskurssien kysyntää ohjaa vahvasti tyypillisesti 5-10 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetussuunnitelmauudistukset.

**4. Muut tuotot** (2019: n. 10 % lv:sta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta noin 40 % muista tuotoista tavanomaisesti muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista pääosa tulee kuluttajilta.

## Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus

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

Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median

sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 30 %. Tästä arviomme mukaan sisältötuottojen osuus on noin 75 % ja printtimainonnan noin 20 % ja muiden tuottojen noin 5 %.

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Digitaalisen median tuottojen osuus (pois lukien lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 15 %. Tästä arviomme mukaan digimainonnan osuus on noin 55 % ja digisisältötuottojen noin 45 %.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen, TV & Radion sekä muiden tuottojen kasvuun, mutta painettua mediaa lievemmin. TV & Radion osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 12 %, oppimisen 37 % ja muiden tuottojen (mm. festivaalit, markkinointipalvelut) noin 6 %.

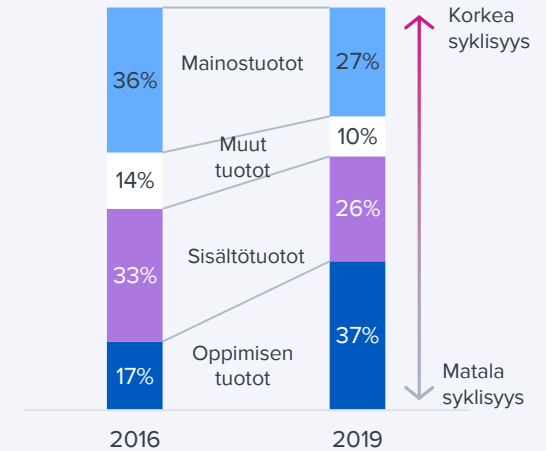
## Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen (kts. graafi seuraavalla sivulla).

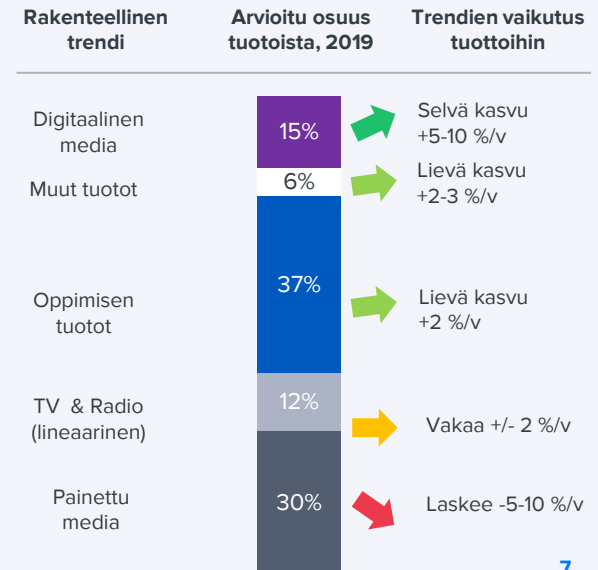
Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen syklisten tuottojen osuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä vahva ja ennustettava operatiivinen kassavirta.

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa lähinnä media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

## Sanoman tuottojen jakauma, 2019



## Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin



# Sanoman liiketoimintamalli 3/3

## Hyvin ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista tulonsa saavien liiketoimintojen osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 64 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja sisältöjen tilausmyynnistä.

Voimakkaasti kulutuskysynnän ja taloussyörien mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on laskenut merkittävästi viime vuosien rakennejärjestelyjen myötä. Mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on nyt noin 27 %, kun se oli vielä vuonna 2016 36 % liikevaihdosta.

Samalla, kun mainostuottojen osuus on pienentynyt, on toistuvaan tilausmyyntiin perustuvat sisältötuotot ottaneet jalansijaa ja ne muodostavat noin 19 % liikevaihdosta. Lisäksi kysynnältään vakaiden ja ennustettavien oppimisen tuottojen osuus noussut 37 %:iin (2016: 17 %). Ei-toistuvien sisältötuottojen (irtonumerot) osuus on laskenut hyvin pieneksi noin 4 %:iin. Lisäksi yhtiön laajentuminen ydinliiketoimintojen kanssa rinnakkaisissa arvoketjuissa uusiin liiketoimintoihin näkyy muissa tuotoissa, jotka ovat 8 % liikevaihdosta. Vuonna 2020 on huomioitava, että koronapandemia painaa Sanoman festivaaliliiketoiminnan liikevaihdon (2019: 35 MEUR eli noin 4 % liikevaihdosta) käytännössä nollan tasolle.

## Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla

erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvin vahvan hinnoitteluvoiman. Paineretun median tavoitavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt paikallisten mediatulojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arvioimme mukaan muutosvauhti on kuitenkin tasoittumassa, kun suuremmat mediatilat ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta.

## Paineretun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkea

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimismateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävästi osin kiinteää. Paineretun median taantumisesta johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin paineretun median osalta arvioimme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaa.

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

## Operatiivinen kassavirta vahva ja investointitarve maltillinen

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena erinomainen, sillä 1) sisältö- ja

mainostuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, 2) konsernin nettokäyttöpääoma on negatiivinen, 3) liiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa, ja 4) investointitarpeet aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin ovat ohjelmaoikeuksia ja tuotekehityspanostuksia lukuun ottamatta matalat.





# Sanoman strategia

## Ei erillistä konsernitason strategiaa

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

## Konsernitason kehityssuunnat

Sanoma-konsernin kehitystä on ohjattu viime vuodet strategisiin tavoitteisiin verrattavissa olevien kehityssuuntien kautta. Vuosien 2018-2019 aikana yhtiö sai päätökseen vuonna 2015 alkaneen merkittävän rakennemuutosvaiheen, jonka aikana Sanoma fokusoitui markkinoidensa johtavissa asemissa oleviin ydinliiketoimintoihin, yksinkertaisti liiketoimintarakennetta sekä toteutti mittavat kustannussäästö- ja tehostusohjelmat. Kehitysvaihetta voi pitää voimakkaasta liikevaihdon laskusta huolimatta onnistuneena, sillä se paransi merkittävästi yhtiön kannattavuutta ja kassavirtaa, ja sen lopussa yhtiö täytti taloudelliset tavoitteet osingon kasvun, velkaisuuden ja vakavaraisuuden suhteen.

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on näkemyksemme mukaan ydinliiketoimintojen skaalautuvuutta hyödyntävässä organisisassa kasvussa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran parantamisessa. Lisäksi kasvua vauhditetaan epäorgaanisella kasvulla.

## Yritysstot tärkeä osa strategiaa

Yrityskaupat ovat tärkeässä osassa Sanoman tuloskehityksen ja liiketoiminnan kehityksen kannalta. Yhtiö tarvitsee yritysostoja liikevaihdon kasvattamiseksi, arvoketjun vahvistamiseksi, jatkuvan tuloskasvun ja mittakaavaetujen varmistamiseksi sekä painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi. Yritysmyyneillä puolestaan ohjataan resursseja tehokkaampaan käyttöön.

Sanoman rahoitusasema ja kassavirta ovat vahvistuneet merkittävästi viime vuosina, joten yhtiöllä on kapasiteettia tehdä tulorahoituksen ja vieraan pääoman rahoituksen turvin noin 300 MEUR:n arvosta yritysostoja. Lisäksi strategiseen tarkasteluun asetetusta Oikotie-liiketoiminnasta vapautuu mahdollisesti tuntuvasti lisärautia ostoja varten. Sanoman mukaan sillä on myös selkeä arvio potentiaalisista kohteista ja yritysostoja voidaan odottaa seuraavan 12 kk:n tähtäimellä.

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

Sanoman johto on korostanut, että yhtiö hakee yritysostojen kautta merkittäviä synergiaetuja, uutta markkinapotentiaalia ja/tai uusia skaalattavia palveluita. Laajamittainen markkinan konsolidaatioon osallistuminen on siten arvioimme mukaan epätodennäköistä lyhyellä tähtäimellä.

## Taloudelliset tavoitteet

Sanoman vuonna 2016 asetetut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

**1. Kasvu ja kannattavuus:** Kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta.

**2. Velkaantuneisuus:** Nettovelan ja oik. käyttökatteen suhdeluku alle 2,5x.

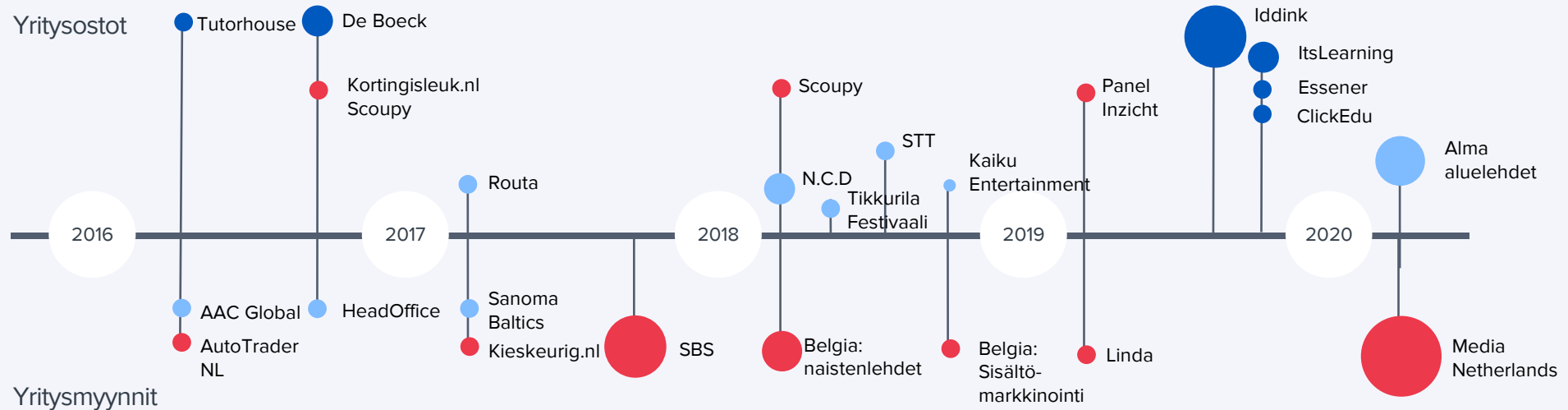
**3. Vakavaraisuus:** Omavaraisuusaste 35-45 %.

Viimeisten raportoitujen lukujen (Q1'20) valossa velkaantuneisuus ylittää ja vastaavasti vakavaraisuus alittaa pitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden indikoimat tasot. Tämän odotamme kuitenkin korjaantuneen huhtikuussa varmistuneen Media Netherlandsin myynnin myötä. Ennusteissamme odotamme yhtiön olevan tavoitteiden indikoimalla tasolla vuoden lopussa.

Sanoma on painottanut osinkopolitiikassaan etenkin osingon kasvua, joka on sidoksissa vapaan kassavirran kehitykseen. Uskomme yhtiön pitävän tästä tavoitteesta kiinni pitkässä juoksussa, mutta koronapandemian tuoman epävarmuuden myötä odotamme yhtiön osingon nousevan vain hiukan vuonna 2020.

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

# Sanoman yrityskaupat 2016-2019 ja segmenttien M&A-strategia



Lähde: Sanoma

● Learning    ● Media Finland    ● Lopetettu liiketoiminta

## Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

### Media Finland

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

### Learning

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

Lähde: Inderes

# Sanoman strateginen kehitys

2015  
-  
2017

2018  
-  
2019

2020-

## Käännö- ja rakennemuutosvaihe

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

## Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

- Fokus kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Viimeisten ydinliiketoimintaan kuulumattomien, ei-synergisten liiketoimintojen myynti (Belgian ja Hollannin medialiiiketoiminnot)
- Pieniä ”täsmä”yritysostoja mediaaliiketoiminnoissa ja merkittävä Iddink-yrityskauppa oppimisliiketoiminnassa
- Liikevaihdon kehitys vakaantui, mutta orgaaninen kasvu lievästi negatiivista
- Learning toteutti tehokkuuden nostoon tähtäävän ”High Five”-ohjelman

## Vakaa kannattavuus, vahvistuva kassavirta ja synergiset yritysostot

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa
- Median rakennemuutos jatkuu
- Alma Median alueellisten sanomalehtiliiketoimintojen osto
- Maantieteellinen ja palveluportfolion laajentaminen Learningissa
- Liiketoimintaportfolion kehittäminen yritysmyynnein

## Strategiset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Liiketoimintarakenne kevyempi, fokusoituneempi ja kannattavampi
- Liikevaihto laski rakennejärjestelyjen myötä noin 30 %
- Kannattavuus nousi hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2019: oik EBIT-% noin 15 %)
- Yhtiön nettovelkaisuus laski merkittävästi
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko per osake nousi 0,10 eurosta 0,5 euroon

### Lähtöleveys 1-2v

- Koronapandemia aiheuttaa haasteita festivaaliliiketoiminnalle ja mainosmyynnille, mutta tukee viihdepalvelujen kulutusta
- Liikevaihdon orgaaninen kehitys koronasta ja median rakennemuutoksista johtuen negatiivista
- Yritysostot nostavat kokonaisliikevaihdon kuitenkin selvään kasvuun
- Kannattavuuden vakaa kehitys
- Kassavirran ja liiketoiminnan tehokkuuden asteittainen parantaminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Median rakennemuutoksen hallinta ja kannattavuuden asteittainen vahvistaminen printin siirtymisen digitaaliseen kulutukseen jatkuessa
- Learning, digitaaliset palvelut, festivaalit ja yritysostot kasvun moottoreina
- Inderesin arvion mukaan merkittävään kokoluokkaan kasvaneet Sanoma Media Finland ja Learning voidaan eriyttää itsenäisiksi yhtiöiksi seuraavan viiden vuoden aikana

# Toimialakatsaus - Learning 1/2

## Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkyisiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme merkittävää ajuria, digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, jatkuvat opetus- ja koulutusjärjestelmäuudistukset, sekä oppimistulosten ja resurssien tehostustarpeet.

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

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

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

## Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

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

Arvioimme koronapandemian aiheuttaman siirtymän etäopetukseen kasvattaneen digitaalisten oppimateriaalien kysyntää, mikä myös osin vauhdittaa digitaalisuuden asteittaista kasvua.

## Oppimismateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimismateriaalimarkkinoiden osuus opetuksen kokonaismenoista on vain noin 3 % Sanoman markkina-alueilla, mutta se muodostaa silti edelleen suurimman osan Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta. Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä painettujen oppimateriaalien käyttö vähenee ja ikäluokat pienenevät.

## Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



# Toimialakatsaus - Learning 2/2

Oppimateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista digitaalisissa ratkaisuissa kilpailukykyisimpien ja perinteisten, painettuihin materiaaleihin keskittyneiden toimijoiden välillä. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja vahva markkina-asema omilla fokusalueillaan.

## Oppimisjärjestelmien ja -alustojen näkymät

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

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

## Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

Oppimistoimiala on vahvaa maakohtaista asiantuntemusta, räätälöintiä ja osaamista, sekä laajaa paikallista myynti- ja jakeluverkostoa vaativaa liiketoimintaa. Esimerkiksi Suomessa opettajilla on korkea autonomia ja vapaus valita oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, mikä hajauttaa päätöksenteon laajalle joukolle. Tästä syystä

markkinalle tulon kynnyks on erittäin korkea ja kilpailu käydään pitkälti paikallisten toimijoiden kesken. Lisäksi alan toimijoiden määrä on tyypillisesti melko pieni, sillä kannattava oppimateriaalien kustannustoiminta vaatii suhteellisen suurta mittakaavaa.

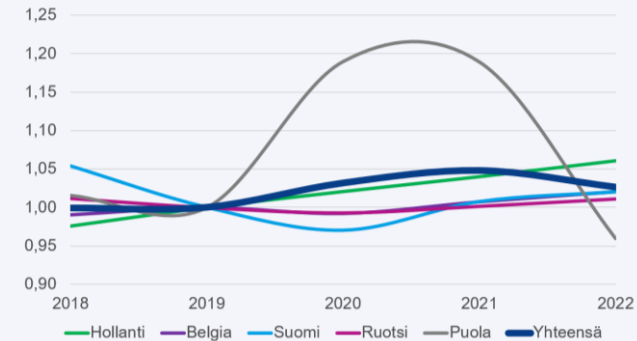
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailua tapahtuu enemmän myös teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä kilpailu ole näin ollen aivan niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta.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

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

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

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

## Oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



# Sanoma Learning 1/3

## Vakaasti kasvava tuloksentekijä

Sanoma Learning oli vuonna 2019 liikevaihdolla (2019: 337 MEUR / 37 % Sanoman liikevaihdosta) mitattuna Sanoman pienempi segmentti, mutta korkeamman kannattavuuden ansiosta (2019: oper. EBIT-% 21,7 %, oper. EBIT 73 MEUR / 55 % Sanoman oper. liikevoitosta) liikevoitolla mitattuna suurempi segmentti.

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

## Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin hyvin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen oppimateriaali- ja oppimiskäytännön markkinoilta.

Tuote- ja palvelutyyppittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta noin 55 % syntyy sisällöstä, mikä kattaa sekä painetun että digitaalisen sisällön, 30 % materiaalien jakelusta, ja loppu 15 % jakaantuu tasaisesti opetuslustojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminnasta yli 90 % tulee markkinoilta, joissa sillä on laaja palvelutarjonta ja joissa se on joko markkinan suurin tai toiseksi suurin toimija. Vastaavasti huomattavasti pienemmän osan muodostavat markkinat, jossa yhtiöllä on ainakin toistaiseksi suppea tarjonta ja joille yhtiö on

laajentunut vasta hiljattain. Vuonna 2019 Hollannin osuus liikevaihdosta oli 32 %, Puolan 28 %, Belgian 17 %, Suomen 16 %. Näiden maiden sekä Ruotsin yhteenlasketulla oppimisen markkinalla Sanoma on arvioinut sen markkinaosuuden olleen 40,5 % vuonna 2019 (2017 39,2 %). Vajaa 10 % Learningin liikevaihdosta tulee pienemmistä osuuksista Ruotsista, Espanjasta, Norjasta, Tanskasta, Ranskasta ja Saksasta.

Sanoma Learningin yhtiöitä ovat mm. Sanoma Pro ja ITSL Suomessa, Nowa Era Puolassa, Van In Belgiassa, Malmberg Hollannissa, Sanoma Utbildning Ruotsissa sekä Bolster ja Iddink Hollannissa, Belgiassa ja Espanjassa. Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan oppimateriaalien kustantajana, kehittäjänä ja jakelijana. Esimerkiksi Learningin Suomen yksiköllä, Sanoma Pro:lla on yli 130 vuoden historia oppikirjojen kustantamisesta. Learning on lisäksi historiallisesti pystynyt nostamaan markkinaosuuttaan opetus suunnitelmamuutoksien yhteydessä.

## Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat vertailukelpoisen liikevaihdon 2-5 %:n kasvu sekä oikaistu liikevoitto-% ilman PPA-poistoja 20-22 %.

Kasvu Learning tavoittelee organisaation opetus suunnitelmien muutoksien myötä sekä kasvavan digitalisuusasteen myötä. Lisäksi segmentti jatkaa uusille maantieteellisille alueille laajentumista sekä teknologia ja palvelutarjoomansa kasvattamista.

## Learning lyhyesti, 2019

**337 MEUR** (2018: 313 MEUR)

Liikevaihto 2019

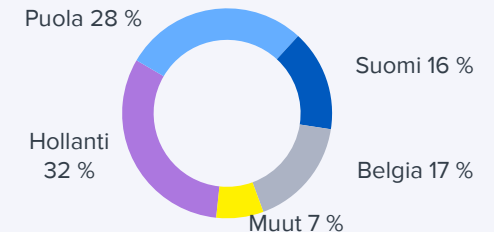
**21,7 %** (2018: 20,3 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%

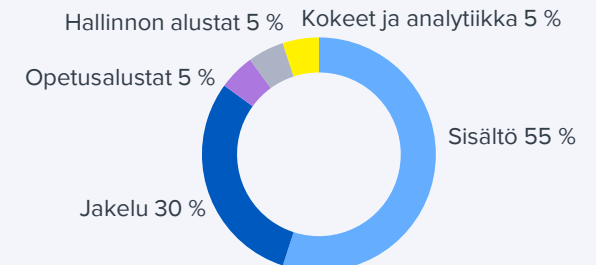
**41 % markkinaosuus 2019**

Puola, Suomi, Belgia, Hollanti ja Ruotsi

## Liikevaihto alueittain, 2019



## Liikevaihto tuotelajeittain, 2019



## Sanoma Learning 2/3

Arvioimme Hollannin ja Puolan opetussuunnitelmien päivityksien sekä markkinalla vaikuttavien ajureiden tukevan Learningin kasvutavoitetta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Opetusryhmien vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästi segmentin liikevaihdon kehitykseen ja esimerkiksi vuonna 2020 ja 2021 positiivisesti vaikuttavan Puolan opetussuunnitelmauudistuksen päättyminen vaikuttaa kasvuun heikentävästi vuodesta 2022 alkaen. Tätä kasvukuvaa peilaten Learningin kasvuvauhtiin vaikuttaa merkittävästi sekä maantieteellinen laajentuminen uusille markkinoille että palvelutarjonnan laajentaminen nykyisillä markkinoilla.

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

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä taloudellisten tavoitteiden mukaista (oper. EBIT-% 20-22 %) ja suhteellisen vakaata kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä, kun muun muassa opetussuunnitelmien päivitykset ja

tehokkuusohjelmien vaikutukset heijastuvat kannattavuuteen. Pitkällä aikavälillä odotamme kasvavan digitaalisuusasteen ja suuremman skaalan tukevan kannattavuutta ja pitävän sen loivalla nousukäyrällä.

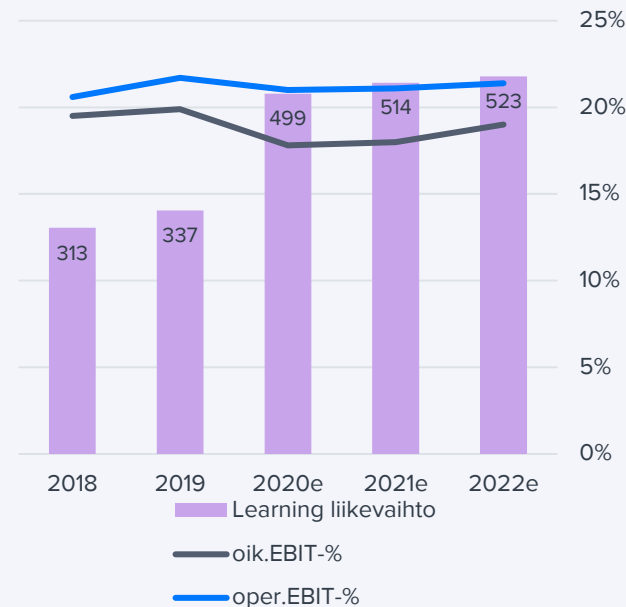
### Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Sanoma pystyy säilyttämään tai vahvistamaan markkinaosuuttaan kaikilla Learningin keskeisillä markkinoilla. Ennustamme Learning -segmentin liikevaihdon vuonna 2020 kasvavan voimakkaasti etenkin Hollannissa Iddink-yritysoston myötä, mutta myös muut-alueella. Lisäksi odotamme liikevaihdon kasvavan Puolassa opetussuunnitelman päivityksen ajoitusta heijastellen, kun taas Suomessa vastaava ajuri hidastaa kasvua. Näin ollen odotamme vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan 48 % 499 MEUR:oon (2019: 337 MEUR).

Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan, mutta tukea se saa edelleen Puolan opetussuunnitelman päivityksestä. Siten odotamme vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 3 % 514 MEUR:oon. Vuonna 2022 odotamme kasvun taas hiipuvan vajaan 2 %:iin ja liikevaihdon kohoavan 523 MEUR:oon.

Ennustamme Learningin vuoden 2020 operatiivisen liikevoiton kasvavan epäorgaanista kasvua heijastellen 43 % 105 MEUR:oon (2019: 67 MEUR), ja operatiivisen liikevoitto-%:n laskevan 21,0 %:iin (2019: 21,7 %) liikevaihdon jakauman muutosta heijastellen. Raportoidun liikevoiton odotamme sen sijaan kasvavan selvästi hitaammin, sillä odotamme yrityskauppojen aiheuttamien PPA-poistojen kasvavan selvästi kuluvana vuonna.

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



Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	313	337	499	514	523
Operatiivinen liikevoitto	64,6	73,1	104,5	108,5	111,8
Liikevoitto oik.	61,2	67,2	88,5	92,5	99,3
Liikevoitto	56,1	55,1	85,6	90,5	97,3
Kertaluonteiset erät	-5,1	-12,1	-2,9	-2,0	-2,0
<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Liikevaihdon kasvu-%	-2,1 %	7,6%	48%	3%	2%
Oper. liikevoiton kasvu-%		14%	43%	4%	3%
Oper. Liikevoitto-%	20,6 %	21,7%	21,0%	21,1%	21,4 %
Oik. Liikevoitto-%	19,5 %	19,9%	17,8%	18,0%	19,0%
Liikevoitto-%	17,9 %	16,3%	17,2%	17,6%	18,6%



# Sanoma Learning 3/3

Vuosina 2021-2022 ennustamme operatiivisen liikevoiton kasvuksi noin 4-7 % ja operatiiviseksi liikevoittomarginaaliksi 21 - 21,5 %. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi keskimäärin 2 % ilman yritysostoja ja operatiivisen liikevoittomarginaalin olevan noin 21 %:ssa ja yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisella tasolla.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo lähinnä opetussuunnitelmasykliden muutokset, tehostamistoimien vaikutukset sekä kertaerät.

## Learning arvostus

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme viitearvona keskeisten verrokkiyhtiöiden vuoden 2020-2021 EV/EBIT- ja EV/S-kertoimia, sillä verrokkien vuoden 2020 ennusteisiin liittyy lievää epävarmuutta koronapandemian myötä.

Olemme identifioineet Learning -segmentille 12 listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden heikon tulostason ja erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei kokonaisuutena tällä hetkellä toimi relevanttina mittatikkuna Learningille. Arviomme mukaan vertailuryhmän toimijoista Pearson, John Wiley & Sons Inc ja Wilmington soveltuvat arvostuksen vertailuun parhaiten ja olemmekin haarukoineet Learningin hyväksyttävän arvostuskertoimen näiden vuosien 2020 ja 2021 keskimääräisestä EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat 15x ja 12x. Pidämme tätä arvostushaarukkaa myös absoluuttisesti perusteltuna Learningin liiketoimintamalli ja kannattavuuspotentiaalia huomioiden. Learningin vuosien 2020 ja 2021

operatiivisen liikevoiton (ilman PPA-poistoja) ennusteillamme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi noin 1300-1567 MEUR.

Learningin arvostusta voi mielestämme peilata hyvin myös Iddink-yritysoston arvostuskertoimiin. Sanoma maksoi Iddinkistä oik. EV/EBIT ilman PPA-poistoja -kertoimella katsottuna 12,4x. Ennustamme Learningin vuoden 2020 operatiivisen liikevoiton olevan 88,5 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 1080 MEUR. Iddinkin pienempi kokoluokka sekä Learningin kattavampi liiketoimintaportfolio huomioiden Sanoma Learning kokonaisuudelle voidaan mielestämme hyväksyä kuitenkin Iddink-yrityskaupan arvostusta korkeampi arvostuskerroin.

Learningin arvo on siten käyttämiemme menetelmien keskiarvolla laskettuna 1322 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus on noussut merkittävästi edellisestä laajasta päivityksestä (2019 arvio: 896 MEUR). Tähän on vaikuttanut erityisesti Learningin yritysostojen ja tehokkuuden kasvun myötä nousseet tulosennusteemme.

## Learning verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	20e	21e	20e	21e
Bloomsbury Publishing PLC	175	9,9	17,1	0,9	1,1
Houghton Mifflin Harcourt Co	727			0,6	0,6
Cengage Learning Holdings II Inc	2598				
Pearson PLC	5194	13,4	11,1	1,3	1,2
Scholastic Corp	770		53,0	0,6	0,5
K12 Inc	878	35,1	19,3	0,9	0,9
John Wiley & Sons Inc	2707	17,8	17,1	1,6	1,6
Wilmington PLC	182	15,1	8,2	1,5	1,4
Koninklijke Brill NV	40				
2U Inc	2125			3,3	2,8
Rosetta Stone Inc	395			2,3	2,1
Chegg Inc	6961	55,2	40,8	14,0	11,4
<b>Keskiarvo</b>		<b>24,4</b>	<b>23,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>
<b>Mediaani</b>		<b>16,4</b>	<b>17,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>

# Toimialakatsaus - media 1/2

## Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

## Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.

- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Yksi tällaisista ajureista on EU:n tietosuoja-asetus (GDPR), joka tasoittaa pelikenttää paikallisten mediatyhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

## Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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

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

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on puolittunut aikakausi- ja sanomalehdissä 2010-luvulla ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla ja sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 37 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 20 %) jälkeen.

Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta.

Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena negatiivista Suomessa. Lisäksi pidämme mahdollisena, että koronaviruspandemiasta aiheutuva taantuma tulee kiihdyttämään painetun median laskua, kun mainostajat uudelleen arvioivat mainospanostuksiaan.

# Mediatoimialan ajurit ja trendit



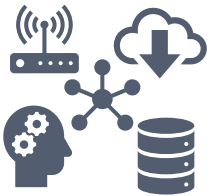
## Digitalisaatio

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



## Suhdannekehitys

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



## Teknologinen kehitys

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



## Sääntely ja kulttuuri

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

## Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

## Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

# Toimialakatsaus - media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuodet keskimäärin noin 5-10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan samantasoisena myös keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) lähivuosina, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

## Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut kääntämään viime vuosina Helsingin Sanomien kokonaistilajamäärän kasvuun ensimmäistä kertaa pitkään aikaan, kun digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut lähes 70 %:iin kokonaistilajien määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on

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

Painetun median sisältötuottojen kysyntä näyttää jatkavan tasaista laskua, ja painettujen lehtien tilaajien keski-ikä on noussut noin 60-vuoteen. Arvioimme, että painetun lehden tilaustuottojen määrä tulee puolittumaan seuraavan kymmenen vuoden kuluessa. Lisäksi kesällä 2019 voimaan astunut digijulkaisujen alv-kannan alentuminen samalle tasolle painetun median kanssa (10 %) kiihdyttäne siirtymää painetusta mediasta digiin.

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

## Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi

digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaan voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa.

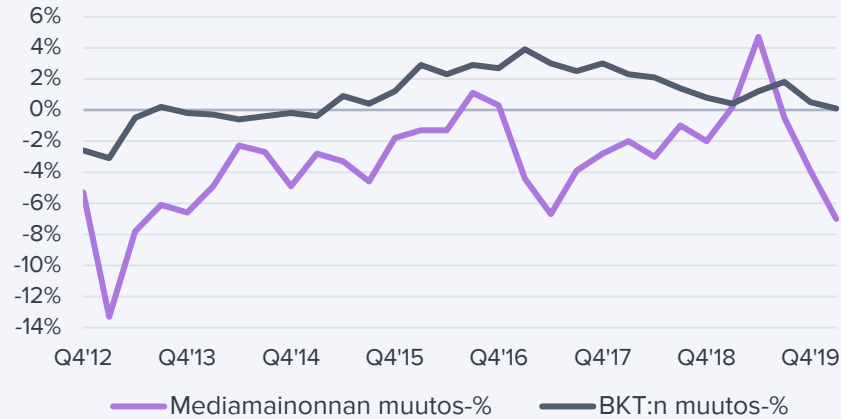
## Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

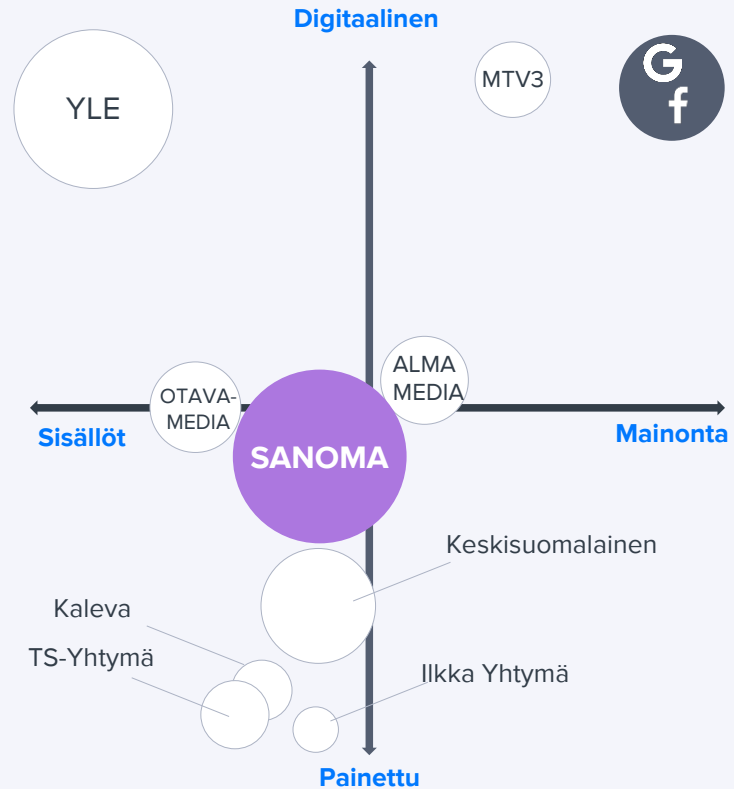
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

# Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q1'2020 saakka



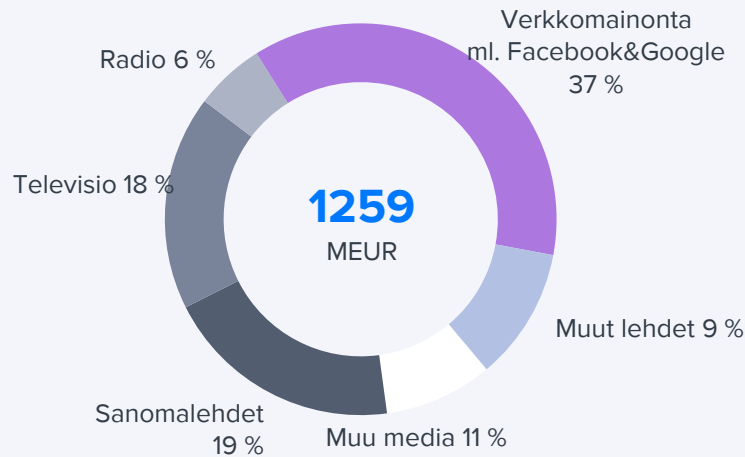
Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



- Kotimainen kilpailija
- Globaali kilpailija

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

Suomen mediamainonnan jakauma, 2019



Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes

# Media Finland 1/4

## Sanoman suurempi segmentti

Media Finland on liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti (2019: 577 MEUR / 63 % Sanoman liikevaihdosta), mutta operatiivisella liikevoitolla mitattuna konsernin pienempi segmentti (2019: oper. EBIT-% 11,9 %, oper. EBIT 69 MEUR eli 49 % Sanoman oik. liikevoitosta).

Segmentin strategian fokuksessa on kolme yksikköä, jotka ovat news & feature, viihde ja b2b markkinointiratkaisut. News and featuren muodostaa uutismediat HS ja Iltasanomat. Vastaavasti viihteen alle lukeutuu TV- ja radioyhtiö (Nelonen Media), audiosisältöpalvelu Supla ja live-tapahtumat. B2B markkinointiratkaisut kattaa mainonnan myynnit sekä digitaaliset markkinapaikat. Lisäksi osa segmenttiä ovat painettuihin aikakauslehtiin pääasiassa keskittyvä Sanoma Lifestyle (mm. Aku Ankka, ET ja Kodin Kuvalehti) ja itsenäinen liiketoiminta Oikotie.fi.

Media Finland on Suomen suurin kaupallinen media-yhtiö sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkina (noin 1,26 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 20 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,47 mrd.) vajaa 20 %.

## Tuotot laajasti hajautuneet – painetun median painoarvo edelleen suuri

Media Finlandin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin koko Suomen mediakentän laajalaisesti kattavasta tuoteportfoliosta. Media-alan

rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on edelleen merkittävä, sillä painetun median tuottojen osuus Media Finlandin liikevaihdosta oli noin 47 % vuonna 2019 (2017: 51 %) ja muun kuin painetun median noin 53 %.

**Mainostuotot** ovat Suomen mediamainonnan pitkään jatkuneesta laskutrendistä huolimatta edelleen niukasti Media Finlandin suurin tuottolaji, muodostaen vuonna 2019 noin 43 % segmentin liikevaihdosta (2018: 43 %). Arviomme mukaan segmentin mainostuotoista lähes 50 % koostuu vakaasti kehittyvästä TV- ja radiomainonnasta, lähes 30 % kasvavasta verkkomainonnasta ja noin 20 % voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta.

**Sisältötuottojen** (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2019 noin 42 % (2018: 43 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä noin 80 % ja irtonumeromyyntiin noin 20 %. Arviomme mukaan sisältötuotoista noin 2/3-osaa syntyy vielä painettujen sanoma- ja aikakauslehtien sisältötuotoista ja noin 1/3-osaa uutismedioiden digitaalisten tilausten (HS.fi) ja videopalveluiden (Ruutu.fi) tilaustuotoista.

**Muut liiketoiminnan tuotot** muodostivat vuonna 2019 segmentin liikevaihdosta noin 15 % (2018: 14 %). Arvioimme, että tästä reilu 60 % oli festivaali- ja tapahtumaliiketoimintaa, noin 20 % markkinointipalveluita ja loput noin 20 % pääasiassa kirjojen julkaisu- ja painopalveluita.

## Media Finland lyhyesti, 2019

**577 MEUR** (2018: 579 MEUR)

Liikevaihto 2019

**12,0 %** (2018: 12,0 %)

Kannattavuus, operatiivinen liikevoitto-%

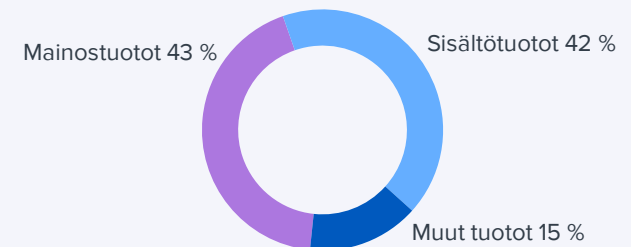
**47 % / 53 %**

Painetun liiketoiminnan / ei-painettujen tuottojen osuus

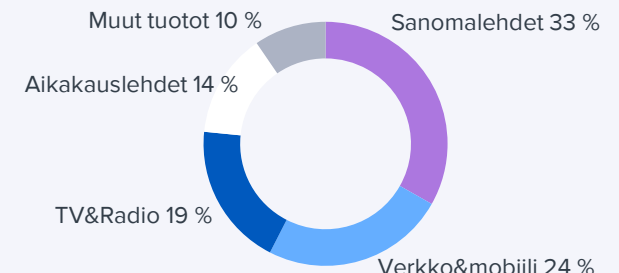
**#1 ja #2** markkina-asema

Uutismedia, aikakauslehdet, TV&Radio, B2B

## Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2019



## Liikevaihto tuotealueittain, 2019



Lähde: Inderes, Sanoma

# Media Finland 2/4

## Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

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

News & feature kokonaisuuden kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä vaisut ja kaksijakoiset, mikä heijastuu myös koko Media Finlandin kasvutavoitteeseen, sillä lähes 50 % segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan ja näiden osuus kasvaa entisestään Alma Medialta ostettujen aluelehtitoimintojen myötä. Painetun median rakenteellisesta laskusta huolimatta yhtiö uskoo digitaalisten sisältötuottojen kysynnän olevan kestävä ja vahvassa kasvussa, minkä takia Media Finlandin strategia painottaa johtavaa asemaa news & feature segmentissä. Näin ollen strategia rakentuu johtavan aseman ylläpitämiseen murroksessa printistä digitaaliseen, mikä oli myös peruste Alma Median aluelehtiliiketoimintojen ostolle.

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

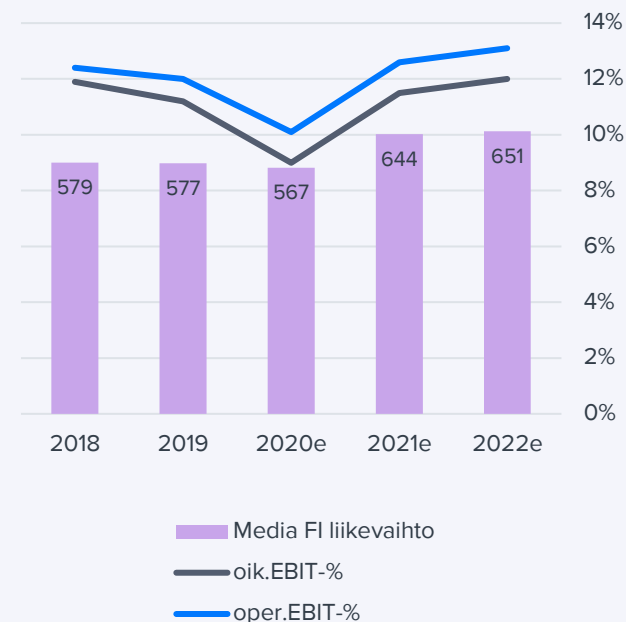
Vajaa 20 % segmentin tuotoista muodostavien mainosrahoitteisten TV&radio -liiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vaisut, mitä kuitenkin kompensoi lähes 25 % segmentin tuotoista muodostavien digitaalisten palveluiden kasvunäkymät. Laajalle levittäytynyt läsnäolo eri viihdealustoilla on kuitenkin strategisesti perusteltua, sillä laajalla tavoitavuudella on merkittävää arvoa B2b markkinointiratkaisujen mainostulojen ansainnan kannalta. Tätä heijastellen jopa 50 % segmentin mainostuloista tulee viihdepuolelta. Arvioimme viihde-yksikön festivaaliliiketoimintojen kasvunäkymän hyväksi keskipitkällä aikavälillä, mikä niin ikään tukee segmentin vakaa kokonaiskasvutavoitetta pitkällä aikavälillä.

## Media Finlandin kasvu- ja kannattavuusnäkymät

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5 %:n laskussa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä koronan yli katsottaessa, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Media Finlandin nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme muun kuin painetun median tuottojen kasvavan yhteensä noin 3-5 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu on lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi positiivista (noin 1 %).

Arvioimme mukaan myös Media Finlandin voidaan odottaa jatkavan epäorgaanista kasvua, joten toteutunut kasvu tulee todennäköisesti kuitenkin ylittämään orgaanisen kasvun.

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



# Media Finland 3/4

Myös kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä vakaata kehitystä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Kannattavuuteen vaikuttaa negatiivisesti painetun mediamainonnan lasku, kasvupanostukset ja kustannusinflaatio, joita yhtiö ei pysty ennusteemme mukaan vielä täysin kompensoimaan paremmin kannattavilla (digitaalisilla) palveluilla. Odotamme yhtiön kuitenkin saavuttavan edelleen hyötyjä toiminnan tehostamisesta. Näiden vaikutus on kuitenkin selvästi aiempia vuosia pienempi.

## Ennusteet

Lähdemme ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu painuu voimakkaasti negatiiviseksi vuonna 2020 koronapandemian seurauksena ja elpyy asteittain vuosina 2021-2022. Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon säilyvän Alma Median aluelehtiliiketoimintojen oston tuella melko vakaana noin 567 MEUR:ssa vuonna 2020 (-2 % v/v). Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon elpyvän talouden mukana sekä festivaali-liiketoiminnan normalisoitumisen myötä ja kasvavan 14 % 644 MEUR:oon.

Vuonna 2022 ennustamme liikevaihdon kehittyvän suhteellisen vakaasti ja pitkän aikavälin ennusteperiodilla (2023-2026) ennustamme noin 0-1 %:n kasvua vuodessa. Liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat linjassa segmentin taloudellisen tavoitteen kanssa, pois lukien vuodet 2020-2021, jotka ovat poikkeuksellisia koronapandemian takia.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2020 operatiivisen liikevoiton laskevan noin 17 % 57 MEUR:oon (2019: 65 MEUR) ja oper. liikevoitto-%:n 10,1 %:iin (2019: 12,0 %). Raportoitu liikevoitto laskee

hieman enemmän (2020e 36 MEUR vs. 2019 55 MEUR), sillä vuonna 2020 kertaeriä suhteessa vuoteen 2019 kasvattaa Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto. Olemme tarkistaneet vuoden 2020 kertaerien ennustettamme -15 MEUR:oon (aik. 8 MEUR), ja teimme pieniä ennustemuutoksia pääosin huhtikuun mediamainonnan lukuja peilaten.

Vuonna 2021 odotamme kannattavuuden elpyvän voimakkaasti (oper. liikevoiton kasvu 42 %) liikevaihdon elpymistä ja operatiivista vipua heijastellen ja saavuttavan taloudellisten tavoitteiden mukaisen tason. Vuodelle 2022 ennustamme tällä hetkellä lievästi kasvavaa liikevoittoa ja nousevaa suhteellista kannattavuutta, ja pitkällä aikavälillä ennustamme niin ikään liikevoittoon lievää kasvua ja oikaistun-%:n asteittaista nousua digitaalisten tuottojen kasvua heijastellen. Kannattavuuden nousua hidastaa kuitenkin printin suhteellisen kannattavuuden heikentyminen.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia lievemman mediamainonnan laskun vuonna 2020 ja/tai vastaavasti voimakkaamman elpymisen koronapandemian jälkeen. Lisäksi tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot voivat vauhdittaa tuloskasvua ennusteitamme nopeammaksi. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo etenkin lyhyen tähtäimen koronapandemiaan liittyvien riskien lisäksi pidemmällä aikavälillä ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset digimainonnassa ja painetun median rakennemuutoksen kiihtyminen.

## Media Finland ennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	579	577	567	644	651
Oper. liikevoitto	72,0	69,2	57,3	81,3	85,3
Liikevoitto oik.	68,9	64,8	51,0	74,1	78,1
Liikevoitto	61,7	54,9	36,4	71,1	75,1
Kertaluonteiset erät	-7,2	-9,9	-14,7	-3	-3
Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	2%	-1%	-2%	14%	1%
Oper. liikevoiton kasvu-%	5%	-6%	-17%	42%	5%
Oper. Liikevoitto-%	12,4%	12,0%	10,1%	12,6%	13,1%
Oik. Liikevoitto-%	11,9%	11,2%	9,0%	11,5%	12%
Liikevoitto-%	10,6%	9,5%	6,4%	11,0%	11,5%



# Media Finland 4/4

## Media Finland arvostus

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

Olemme identifioineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 20 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kohtuullisen hyvin Media Finlandin liiketoimintamallia ja toimialan kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuosien 2021 EV/EBIT- ja EV/S-kertoimia sekä ennusteitamme Media Finlandin 2021 operatiivisille liikevoitolle (oper. EBIT ilman PPA), sillä vuosien 2020 verrokkien ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT- ja EV/S-kertoimet vuodelle 2021 ovat noin 17x ja 1,4x tasolla, mediaanien ollessa noin 13,5x 1,2x.

Verrokkien mediaanien vuoden 2021 arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) noin 770-1000 MEUR keskiarvon ollessa 890 MEUR.

Media Finlandin arvo on siten pysynyt suhteellisen hyvin linjassa edellisessä laajassa raportissa indikoimamme arvon kanssa (2019 arvio: 896 MEUR). Tähän on vaikuttanut erityisesti se, että epäorgaanisen kasvun tuoma tuloskasvu hautautuu osittain koronapandemian aiheuttaman

tulospaineen alle.

## Oikotien strateginen arviointi

Sanoma on asettanut Oikotie-liiketoiminnan strategisen arvioinnin alaiseksi, mikä arviomme mukaan tarkoittaa sitä, että yhtiö etsii liiketoiminnalle ostajaa. Sopivan hinnan ollessa tarjolla on yhtiö arviomme mukaan halukas luopumaan liiketoiminnasta, sillä se jää hieman irralliseksi Media Finlandin strategiassa. Arviomme mukaan liiketoiminta on skaalan vuoksi erityisen arvokas erityisesti sellaiselle ostajalle, jolla on jalansijaa synergisisissä liiketoiminnoissa. Oikotien liikevaihto oli vuonna 2019 26 MEUR (2018: 24 MEUR) ja sen operatiivinen käyttökate oli 10 MEUR (2018: 9 MEUR) vastaten erinomaista 38 %:n käyttökatemarginaalia.

Arviomme mukaan Oikotien kaltaista kasvavaa ja kannattavaa digitaalista liiketoimintaa voitaisiin hinnoitella noin 4-5 EV/S ja 12-14 EV/EBITDA-kertoimilla. Näin ollen yhtiö voisi arviomme mukaan saada Oikotien myynnistä noin 110-140 MEUR, mikä toisi lisää liikkumavaraa strategian mukaisille yritysostoille. Verrokkina arvostukselle toimii muun muassa Sanoman vuonna 2016 myymä Autotrader NL, jonka liikevaihto vuonna 2015 oli noin 6 MEUR ja jonka Sanoma myi noin 28 MEUR:lla vastaten 4,7x EV/S-kerrointa.

## Media Finland verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	20e	21e	20e	21e
Alma Media	666	18,0	14,5	2,9	2,8
DMGT plc	1646	18,1	12,6	1,2	1,1
Future PLC	1347	16,4	13,0	3,8	2,8
Gannett	1485	19,4	10,4	0,5	0,5
GEDI	335	26,1	33,0	0,6	0,6
ITV PLC	4639	9,8	7,9	1,5	1,3
Lagardere	6431		21,8	1,2	1,0
Meredith Corp	3360	9,9	9,3	1,3	1,3
Arnoldo Mondadori Editore	469	13,0	9,2	0,6	0,6
Nordic Entertainment Group	2204	18,4	13,9	1,7	1,5
News Corp	6925	26,8	28,1	0,9	0,9
New York Times	5580	55,3	34,2	3,5	3,3
Promotora de Informaciones	1665	14,4	11,8	1,5	1,5
Prosiebensat 1 Media	5239	12,0		1,3	1,2
RCS	678	17,2	9,2	0,9	0,8
Roularta Media Group	75			0,3	0,3
Schibsted	6313	37,6	22,6	3,5	3,2
Axel Springer	7823	19,3	17,4	2,4	2,2
Tribune Publishing Co	345	7,8	7,0	0,5	0,5
TX Group	815	78,2	31,6	0,9	0,9
<b>Keskiarvo</b>		<b>23,2</b>	<b>17,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Mediaani</b>		<b>18,0</b>	<b>13,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>

# Taloudellinen tilanne

## Taloudellinen tilanne vahva ja vakaa

Sanoman taloudellinen tilanne on parantunut viimeisten vuosien aikana merkittävästi, ja on nyt kokonaisuutena vahva ja vakaa. Yhtiö on saanut käännettyä kannattavuuden hyvälle tasolle ja kompensoitua painetun median tuottojen laskua digitaalisten tuottojen, Learningin kasvun ja yritysostojen kautta. Sanoman tase on pienentynyt rakennemuutosten myötä merkittävästi, ja taseen riskit ja velkaisuus ovat laskeneet maltilliselle tasolle.

Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle vahvan kassavirran ja yhtiön orgaaninen kasvu ei sido käytännössä juurikaan pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotammekin Sanoman jatkavan lähivuosina osinkojen kasvattamista. Taseen ja rahoitusaseman vahvistuminen mahdollistavat yhtiölle myös merkittävän kokoiset yritysostot (noin 300 MEUR).

## Taseessa pääasiassa aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli Q4'19 lopussa 1998 MEUR (Q4'18: 1519 MEUR). Tase on supistunut voimakkaasti viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana (2011: 4328 MEUR) yritysjärjestelyjen, alaskirjausten ja omaisuuserien myyntien myötä.

Tase sisältää edelleen merkittävästi liikearvoa (506 MEUR, 25 % taseesta) ja muuta aineetonta omaisuutta (443 MEUR, 22 % taseesta). Valtaosa aineettomasta omaisuudesta liittyy aikakauslehti- ja oppimisen liiketoimintojen liikearvoihin sekä esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeihin. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on noin 250 MEUR.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q4'19 lopussa käyttöpääoma oli 213 MEUR negatiivinen tai noin -23 % liikevaihdosta.

Sanoman oma pääoma oli Q4'19 lopussa 529 MEUR, eli 3,3 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 629 MEUR, rahavaroja 23 MEUR ja nettovelkaa 607 MEUR (ml. IFRS 16 velka 795 MEUR).

Pidämme Sanoman tase-eriä merkittävien rakennejärjestelyjen ja vahvan tulostäänneen johdosta hyvin kuranttina. Kokonaisuutena myös liikearvon alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat lähitulevaisuudessa pienet.

## Velkaantuneisuus laskee kohtuulliselle tasolle

Sanoma nettovelkaantumisaste oli Q4'19 lopussa 139 % (Q4'17: 72%) ja nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhdeluku oli koholla 2,7x tasolla. Huomioitavaa on kuitenkin, että Media Netherlandsin myynti ja Alman alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto vaikuttavat lukuihin olennaisesti ja odotammekin vuoden 2020 lopun nettovelkaantumisasteen painuvan selvästi matalammalle tasolle 76 %:iin ja nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteen painuvan noin 1,4x tasolle.

## Hyvä kassavirta on tukenut osingon kasvua

Sanoman liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosina 2017-2018 hyvällä noin 10 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon, kun se on parantunut merkittävästi kannattavuuden nousun mukana. Vuonna 2019

operatiivinen rahavirta nousi jopa 18 %:iin, mutta vertailtavuutta heikentää IFRS16-standardin vaikutus, joka siirsi vuokratavastuut rahoituksen rahavirtaan (aik. operatiivista rahavirtaa). Tällä oli noin 25 MEUR positiivinen vaikutus operatiiviseen rahavirtaan. Vuokrasopimusvelkojen maksut huomioiden vuoden 2019 138 MEUR:n operatiivinen rahavirta säilyi absoluuttisesti edellisvuoden tasolla (2018: 141 MEUR). Yhtiön käyttömajausinvestoinnit ovat olleet viime vuosina suhteellisen vakaat ja vuonna 2019 ne olivat 32 MEUR. Näin ollen osakekohtainen vapaa rahavirta (vuokrasopimusvelkojen lyhennys huomioiden) oli 0,65 euroa osakkeelta (2018: 0,67 euroa). Sanoman raportoima vapaa kassavirta, joka ei huomioi vuokrasopimusvelkojen lyhennystä oli vastaavasti 0,81 euroa/osake.

Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % vapaasta rahavirrasta osinkoina. Vuoden 2019 osinko oli 0,50 euroa (2018: 0,45 euroa osakkeelta) ja noin 62 % osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta. Suhteessa vuokrasopimusvelkojen lyhennykset huomioivaan 0,65 euron vapaaseen rahavirtaan osinko vastasi lähes 77 %:n jakosuhdetta.

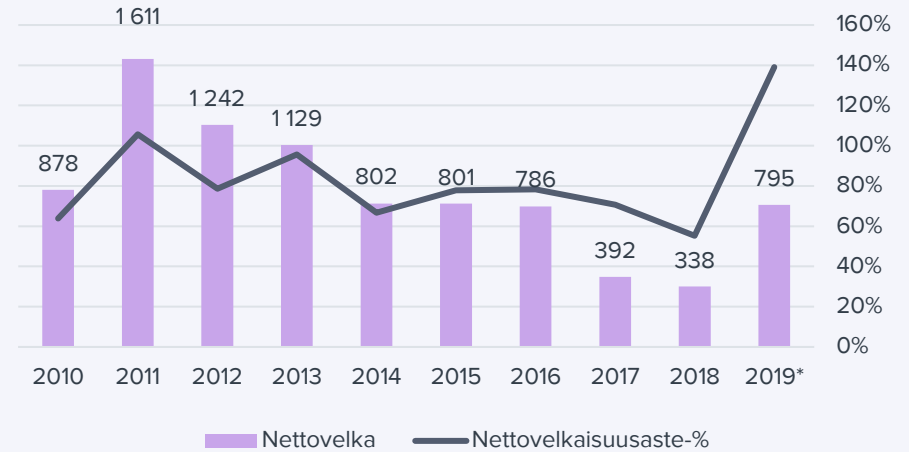
Siten rahavirta mahdollistaa edelleen osingonjakopolitiikan mukaisen osingon kasvattamisen, mutta jakosuhteen nousuvara on rajallinen ilman, että jakovaraa tuetaan taseen puolelta. Siten osakekohtaisen osingon kasvun ehtona pidemmällä aikavälillä on osakekohtaisen rahavirran kasvu, eikä osingonjakosuhteen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

# Taloudellinen tilanne

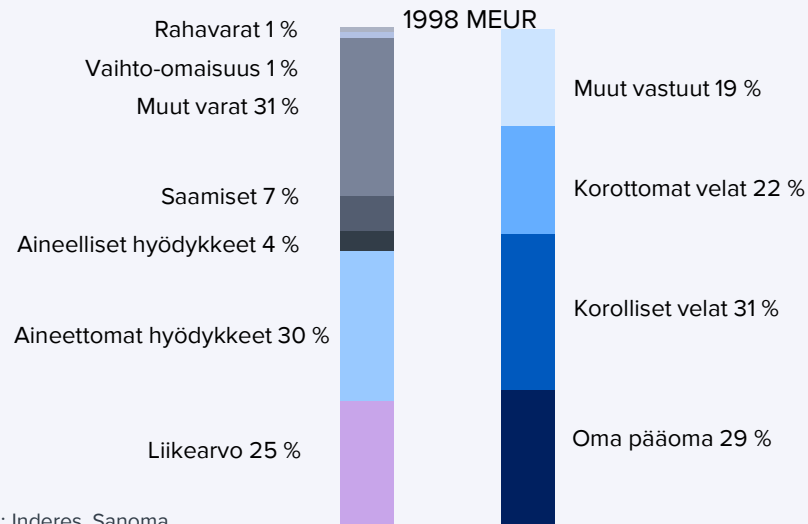
## Liikevaihto, EPS ja operatiivinen EPS



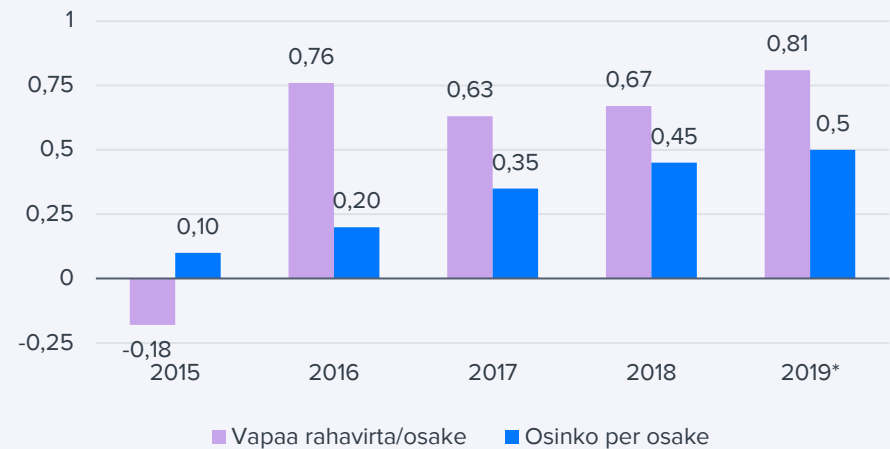
## Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



## Taserakenne, 2019



## Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Lähde: Inderes, Sanoma

\* IFRS-16 vaikutus nettovelkaan +188 MEUR, nettovelkaantuneisuuteen noin +34 % ja vapaaseen rahavirtaan noin 0,15 euroa/osake

# Ennusteet konsernitasonla

## Vuosi 2020: korona painaa Media Finlandia

Sanoma on luopunut koronapandemian vuoksi kuluvan vuoden ohjeistuksesta. Maaliskuun lopulla yhtiö kuitenkin kommentoi, että koronasta johtuvalla kysynnän laskulla on merkittävä vaikutus Media Finlandin mainos- ja tapahtumaliiketoimintoihin Q2:sta alkaen, tapahtumien liikevaihto on vuonna 2020 lähellä nollaa (2019: 35 MEUR) ja mainonnan tuottojen vuositason kehityksen yhtiö odottaa tällä hetkellä vastaavan finanssikriisin tasoa (-17 %). Learningiin yhtiö ei kuitenkaan odota koronan vaikuttavan.

Ennustamme Sanoman vuoden 2020 liikevaihdoksi 1065 MEUR. Raportoiduilla luvuilla laskettuna ennakoimme siten noin 17 % liikevaihdon kasvua. Kasvu tulee ennusteessamme kokonaan yritysostoista (mm. Iddink, Alma aluelehdet), sillä ennakoimme organisen kasvun olevan koronasta johtuen selvästi negatiivista. Segmenteittäin odotamme Media Finlandin liikevaihdon laskevan (-2 %) ja Learning kasvavan (+48 %).

Tuloksen osalta odotamme oikaistun liikevoiton ilman PPA-poistoja kasvavan noin 14 % 154 MEUR:oon (2019: 135 MEUR) ja ennustamme liikevoitto-%:n ilman PPA-poistoja säilyvän suhteellisen vakaana 14,3 %:ssa (2019: 14,8 %). Ennusteessamme liikevoittomarginaalin laskua vaimentaa Learningin vahvistuva tuloskehitys, joka kompensoi medialiiketoimintojen heikentyvää kannattavuutta.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme vuonna 2020 kasvavan 0,62 euroon (2019: 0,49 euroa) operatiivista tuloskasvua ja matalampia rahoituskustannuksia heijastellen. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan kasvavista kertaeristä huolimatta 0,51 euroon (2019: 0,38 euroa). Odotamme vapaaseen kassavirtaan

lievää heikentymistä, mutta yhtiön pitävän vahvan taseen turvin kiinni osinkopolitiikastaan ja tekevän 4 %:n korotuksen osinkoon. Ennustamme osingon osakkeelta nousevan 0,52 euroon (2019: 0,50).

## Vuosien 2021-2023 ennusteet: Media Finlandin palautumisen jälkeen maltillista tuloskasvua

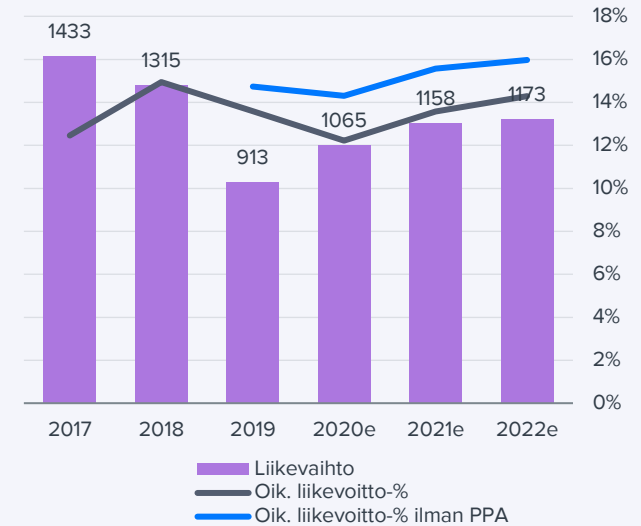
Ennustamme Sanoman organisen liikevaihdon kasvavan 9 % vuonna 2021, kun Media Finland palautuu koronapandemian aiheuttamasta kuopasta ja Learning jatkaa maltillista kasvua. Vuosina 2022-2023 odotamme liikevaihdon kehityksen vakaantuvan ilman uusia yritysostoja. Odotamme kannattavuuden nousevan selvästi liikevaihdon kasvun myötä vuonna 2021 ja nousevan lievästi vuonna 2022. Maltillista tuloskasvua heijastellen odotamme vuosilta 2021-2022 lievää osingon kasvua vapaan kassavirran ja osingonjakosuhteen maltillisen kasvun kautta.

## Pitkän aikavälin tulosennusteet

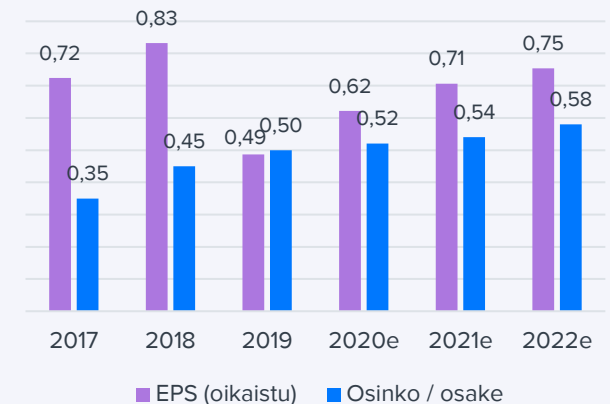
Pitkällä aikavälillä keskeisiä Sanoman tuloskehitykseen vaikuttavia tekijöitä ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys.

Oletamme Sanoman muiden kuin painetun median liiketoimintojen kasvavan markkinakavun mukaisesti keskimäärin noin 3-5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin 30 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan yli 5 % vuodessa, mikä painaa Sanoman liikevaihdon kokonaiskasvun matalalle tasolle (2023-2028e 1 %). Liikevaihdon jakauman ja tehokkuuden parantuminen sekä poistojen pienentyminen nostaa kuitenkin ennusteessamme Sanoman liikevoittomarginaalia (2028e: 15,5 %) ja tuloskasvun lievästi positiiviseksi.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1315</b>	<b>163</b>	<b>260</b>	<b>285</b>	<b>206</b>	<b>913</b>	<b>188</b>	<b>272</b>	<b>382</b>	<b>223</b>	<b>1065</b>	<b>1158</b>	<b>1173</b>	<b>1186</b>
Media Finland	579	132	155	147	144	577	130	137	142	157	567	644	651	653
Learning	313	31	106	138	61	337	58	135	240	66	499	514	523	533
<b>Käyttökate ilman kertaeriä</b>		<b>44</b>	<b>113</b>	<b>118</b>	<b>52</b>	<b>326</b>	<b>30</b>	<b>98</b>	<b>130</b>	<b>52</b>	<b>310</b>	<b>344</b>	<b>345</b>	<b>342</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>299</b>	<b>33</b>	<b>91</b>	<b>100</b>	<b>29</b>	<b>253</b>	<b>26</b>	<b>88</b>	<b>128</b>	<b>50</b>	<b>292</b>	<b>339</b>	<b>340</b>	<b>337</b>
Poistot ja arvonalennukset	-131	-34	-38	-32	-47	-151	-44	-46	-43	-47	-180	-187	-177	-170
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA</b>	<b>123</b>	<b>-6</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>-5</b>	<b>135</b>	<b>-8</b>	<b>58</b>	<b>93</b>	<b>10</b>	<b>152</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>189</b>
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>197</b>	<b>-6</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>-3</b>	<b>124</b>	<b>-13</b>	<b>52</b>	<b>87</b>	<b>4</b>	<b>130</b>	<b>157</b>	<b>168</b>	<b>173</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>168</b>	<b>-2</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>-18</b>	<b>102</b>	<b>-18</b>	<b>42</b>	<b>85</b>	<b>3</b>	<b>113</b>	<b>152</b>	<b>163</b>	<b>167</b>
Media Finland	69	12	18	21	14	65	9	10	14	19	51	74	78	80
Learning	61	-18	42	56	-14	67	-20	45	75	-11	88	93	99	103
Muut ja eliminoinnit	-10	-1	-2	-1	-3	-8	-2	-2	-2	-3	-9	-10	-10	-10
Nettorahoituskulut	-17	-5	-6	-7	-4	-22	-1	-2	-3	-3	-7	-12	-13	-13
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>151</b>	<b>-7</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>-22</b>	<b>80</b>	<b>-18</b>	<b>41</b>	<b>83</b>	<b>0</b>	<b>105</b>	<b>141</b>	<b>151</b>	<b>155</b>
Verot	-38	3	-13	-14	7	-17	5	-9	-18	0	-22	-31	-33	-34
Vähemmistöosuudet	-1	0	0	-2	0	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettotulos</b>	<b>111</b>	<b>-4</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>-15</b>	<b>61</b>	<b>-13</b>	<b>32</b>	<b>64</b>	<b>0</b>	<b>83</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>121</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,83</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,24</b>	<b>0,32</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,49</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,26</b>	<b>0,41</b>	<b>0,01</b>	<b>0,62</b>	<b>0,71</b>	<b>0,75</b>	<b>0,78</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,68</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,21</b>	<b>0,28</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,19</b>	<b>0,40</b>	<b>0,00</b>	<b>0,51</b>	<b>0,68</b>	<b>0,72</b>	<b>0,74</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-8,2 %	-37,7 %	-28,4 %	-27,5 %	-31,0 %	-30,6 %	15,3 %	4,9 %	34,1 %	8,5 %	16,6 %	8,7 %	1,3 %	1,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	10,1 %	-178,0 %	-26,9 %	-17,1 %	-118,8 %	-36,9 %	109,4 %	-10,7 %	15,3 %	-234,5 %	4,9 %	20,7 %	6,7 %	2,9 %
<b>Oikaistu käyttökate-%</b>		27,3 %	43,3 %	41,3 %	25,1 %	35,7 %	16,2 %	35,8 %	34,2 %	23,2 %	29,1 %	29,7 %	29,4 %	28,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	22,7 %	20,0 %	34,9 %	35,2 %	14,2 %	27,7 %	14,0 %	32,1 %	33,6 %	22,5 %	27,5 %	29,3 %	29,0 %	28,4 %
<b>Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistot</b>		-3,9 %	23,4 %	25,7 %	-2,5 %	14,8 %	-4,4 %	21,1 %	24,3 %	4,6 %	14,3 %	15,6 %	16,0 %	15,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	14,9 %	-3,9 %	22,4 %	26,5 %	-1,6 %	13,6 %	-7,1 %	19,1 %	22,8 %	2,0 %	12,2 %	13,6 %	14,3 %	14,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	8,5 %	-2,3 %	13,1 %	16,1 %	-7,1 %	6,7 %	-6,9 %	11,6 %	16,9 %	0,2 %	7,8 %	9,5 %	10,0 %	10,2 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Sanoma profiloituu sijoittajille vakaaksi osinkoyhtiöksi

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

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

## Yrityskaupat tärkeässä roolissa

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

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Sanoman keskeisimmät positiiviset arvo-ajurit

ovat:

**Digitaalisen liiketoiminnan kasvu:** Sanoman digitaalisten medialiiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vahvat ja kannattavuus hyvä, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten medialiiketoimintojen osuus (pois lukien lineaarinen TV&radio) yhtiön liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 15 %.

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

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

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

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

## Painetun median tuottojen hiipuminen:

Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön

kokonaiskasvua ja heikentää kykyä tuottaa kasvavaa kassavirtaa.

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

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

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

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

# Sijoitusprofiili

1.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat ydintoiminnot

2.

Konsernitason orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot median rakennemuutoksen takia

3.

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

4.

Kannattavuuden nousu ja taseen vahvistuminen luonut merkittävää liikkumavaraa yritysostoihin

5.

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

## Potentiaali



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

## Riskit



- Painetun median laskun kiihtyminen koropandemian heikentäessä talouskehitystä voimakkaasti
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostojen ja integraation epäonnistuminen
- Teknologiariskit

# Arvostus 1/3

## Arvonmäärittäminen

Sanoman osaketta arvostettaessa annamme merkittävän painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmäärittästä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF) ja arvostuskerroinanalyysin kautta. Suosimme arvonmäärittäksessä erityisesti EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomio mielestämme parhaiten erot Sanoman ja verrokkiyhtiöiden rahoitusrakenteissa.

## Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa arviomme mukaan lähivuosina edelleen vahvasti osinkotuottoon, mutta myös tulokasvukomponentin rooli on kasvanut aiemmasta selvästi. Osinkotuotto on ennusteillamme ja nykyisellä 8,6 euron kurssitasolla laskettuna noin 6-7 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Sanoman osingon olevan koronan ja yritysjärjestelyn aiheuttamasta tuloksen volatiiliteetistä huolimatta vakaalla pohjalla tällä hetkellä, sillä yhtiön operatiivinen rahavirta ja tase ovat vahvoja, yhtiöllä on potentiaalia parantaa rahavirtaa edelleen lähivuosina ja yhtiö on painottanut taloudellisissa tavoitteissaan vahvasti osingon kasvua.

Odotamme Sanomav n lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun yltävän noin 10 %:n tasolle, mikä koronan myötä normaalia heikommasta näkyvyydestä huolimatta tukee osakkeen tuotto-odotusta. Lisäksi arvioimme, että yhtiöltä voidaan

odottaa yritysostoja seuraavan 12 kuukauden aikana, mutta emme ole huomioineet niitä ennusteissamme, koska se on käytännössä mahdotonta.

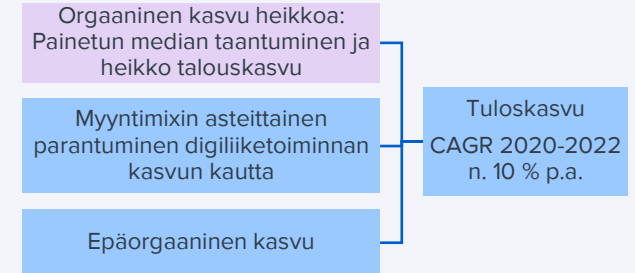
Sanoman tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan kokonaisuutena absoluuttisesti ja suhteellisesti katsottuna neutraalit, joten osakkeen kokonaistuotto-odotus on hyvällä noin 10-15 %:n tasolla.

Pitkän aikavälin potentiaalia ja eri liiketoimintojen itsenäistä arvostusta kuvaavat kassavirtalaskelma (DCF) ja osien summa -analyysi indikoivat osakkeeseen selvää nousupotentiaalia nykytasolta (noin 10-11 euroa). Emme odota Sanoman osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä näemme osakkeelle hyväksyttävässä arvostuksessa lievää laskuvaraa painetun median suhteellisen osuuden ja koronapandemian myötä heikentyneiden näkymien takia. Emme myöskään odota osien summan taustalla olevan liiketoimintojen eriytymisen konkretisoituvan lyhyellä aikavälillä.

## Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

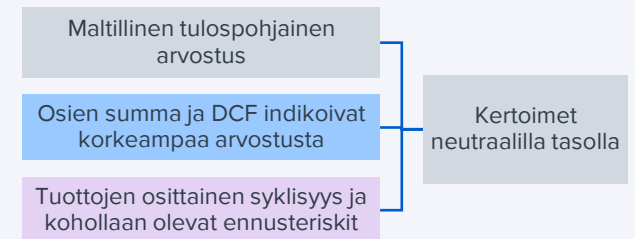
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus  
(n. 10-15 % p.a.)



# Arvostus 2/3

## Osien summa -laskelma

Sanoman liiketoiminnot ovat hyvin itsenäisiä ja niiden välillä ei ole merkittäviä synergioita, joten näkemyksemme mukaan osien summa -laskelma antaa hyvän mittatikun Sanoman osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet liiketoiminnot erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 2092 MEUR. Learning on noussut merkittävästi parantuneen tuloksenteekokyvyn näkökulmasta arviomme mukaan Sanoman arvokkaammaksi osaksi ja arviomme sen yritysarvoksi on 1322 MEUR. Media Finland yritysarvoksi olemme arvioineet 890 MEUR.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (- 120 MEUR) sekä korollinen nettovelka vuoden 2020 lopussa (-428 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 1664 MEUR tai noin 10,2 euroa per osake.

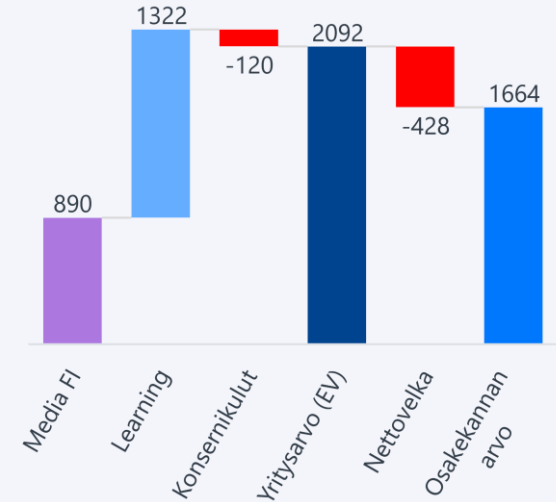
## Osien summan purkautuminen on keskipitkällä aikavälillä realistista

Pidämme Sanoman osien summan arvon purkautumista realistisena keskipitkällä aikavälillä, sillä kuten todettua näemme Sanoman kahden keskenään hyvin erilaisen ja ei-synergisen liiketoiminnan pilkkomisen kahdeksi itsenäiseksi yhtiöksi todennäköisenä.

Olennaista huomioitavaa osien summan arvonnousun kannalta on, että Learningin korkeampien hyväksyttävien arvostuskertoimien

ansiosta sen tuloskasvu heijastuu voimakkaammin osien summan kasvuun. Odotammekin Sanoman pysyvän aktiivisena yritysostoissa erityisesti Learningin osalta, mutta nykyiset ennusteemme perustuvat orgaaniseen kasvuun ja toteutuneisiin yrityskauppoihin.

## Arvio Sanoman osien summasta, 5/2020



## Yritysarvon jakautuminen, 5/2020



# Arvostus 3/3

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska Sanoman taloudellinen tilanne on vakiintunut ja liiketoimintojen asema on vakaa. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,7 euroa. Painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää vain lievään kasvuun koko ennusteperiodin (2020-2028) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus nousee asteittain ja pääomantuotto pysyvät vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2020 11,4 %:n tasolta 15,5 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella vajaan 50 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,9 % ja oman pääoman kustannus on 7,8 %.

## Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Ennusteidemme mukainen Sanoman vuoden 2020 oikaistu P/E-kerroin 14x ja vastaava EV/EBIT-kerroin niin ikään 14x. Kertoimet ovat kokonaisuutena hyvin linjassa edellisen neljän vuoden keskiarvon kanssa ja EV/EBIT-kertoimella osakkeen arvostus on myös linjassa historiallisen eteenpäin katsovan EV/EBIT-kertoimen kanssa. Siten absoluuttiset arvostuskertoimet indikoivat osakkeen olevan neutraalisti hinnoiteltu.

Sanoman laajan verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2020 on noin 24x ja mediaani on 18x tasolla, mitkä indikoisi noin 17,2-11,6 euron tasoa Sanoman osakkeelle. Sanoman tuloskasvuodotukset ovat kuitenkin verrokkiryhmän

keskimääräisiä kasvuodotuksia maltillisemmat, joten emme näe myöskään tässä suhteessa selvää ajuria arvostuksen nousulle. Arvioimme myös, että koropandemia voi heikentää verrokkiryhmän kuluvan vuoden ennusteiden luotettavuutta ja vaikuttaa negatiivisesti vertailuryhmän absoluuttisesti korkeisiin arvostuskertoimiin.

## Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja nostamme osakkeen tavoitehinnan 9,5 euroon (aik. 9,0 euroa). Sanoma on tehnyt vuosina 2019-2020 merkittäviä yritysjärjestelyjä, joiden myötä yhtiön arvonluonnin painopiste on siirtynyt sijoittajaprofiilin kannalta houkuttelevampaan defensiiviseen, erittäin kannattavaan ja vakaat kasvunäkymät omaavaan Learning-liiketoimintaan. Medialiiketoiminta kärsii lyhyellä aikavälillä voimakkaasti koronan vaikutuksista, mutta digitaalisten tilaustuottojen kasvaessa myös medialiiketoiminnasta on tulossa pidemmällä tähtäimellä entistä vakaampaa ja kannattavampaa toimintaa. Näkemyksemme mukaan Sanoma selviää koronashokista kohtuullisin vaurioin ja osakkeen tuotto-odotus on pitkän aikavälin potentiaaliin, normalisoituun tulokseen ja vahvaan osinkovirtaan nähden houkutteleva.

## Sanoman arvostuskertoimet

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,55	8,55	8,55
Osakemäärä, milj. kpl	162,5	162,5	162,5
Markkina-arvo	1389	1389	1389
Yritysarvo (EV)	1860	1767	1696
P/E (oik.)	13,8	12,1	11,3
P/E	16,7	12,7	11,8
P/Kassavirta	3,3	7,5	8,4
P/B	2,6	2,4	2,3
P/S	1,3	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	6,4	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	14,3	11,2	10,1
Osinko/tulos (%)	101,3 %	79,9 %	80,2 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,3 %	6,8 %

Lähde: Inderes

## Sanoman EV/EBIT-kertoimen kehitys



Lähde: Thomson Reuters

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
<b>Media Verrokkit</b>														
Alma Media	7,9	648	666	18,0	14,5	17,1	13,7	2,9	2,8	23,6	20,6	4,7	4,9	2,9
DMGT plc	713	1769	1646	18,1	12,6	13,5	11,1	1,2	1,1	32,5	22,2	3,3	3,4	2,1
Future PLC	1312,0	1397	1347	16,4	13,0	15,1	12,1	3,8	2,8	20,5	16,9	0,1	0,1	8,2
Gannett	1,5	178	1485	19,4	10,4			0,5	0,5		7,0	39,3	52,4	0,2
GEDI	0,5	234	335	26,1	33,0			0,6	0,6	80,0	76,7	1,1	1,1	0,5
ITV PLC	83,5	3662	4639	9,8	7,9	7,6	6,7	1,5	1,3	9,4	7,5	3,5	7,1	3,2
Lagardere	13,4	1727	6431		21,8	626,1	22,3	1,2	1,0		12,1	4,0	7,3	1,2
Meredith Corp	17,5	824	3360	9,9	9,3			1,3	1,3	3,9	4,0	13,3	13,3	
Arnoldo Mondadori Editore	1	264	469	13,0	9,2			0,6	0,6	14,9	9,0	2,7	4,0	1,4
Nordic Entertainment Group	274,2	1730	2204	18,4	13,9	16,4	13,6	1,7	1,5	19,6	14,0	2,2	2,7	7,7
News Corp	12,1	6504	6925	26,8	28,1			0,9	0,9	74,3	65,0	1,6	1,7	0,8
New York Times		5974	5580	55,3	34,2			3,5	3,3	76,3	52,4	0,3	0,3	
Promotora de Informaciones	0,6	410	1665	14,4	11,8			1,5	1,5	11,0	14,5			
Prosiebensat 1 Media	11,9	2791	5239	12,0		10,5	8,5	1,3	1,2	11,0	7,9	3,6	6,2	2,1
RCS	1	357	678	17,2	9,2			0,9	0,8	19,6	6,4		5,1	1,2
Roularta Media Group	13,0	170	75					0,3	0,3	20,6	25,5			
Schibsted	240,1	5180	6313	37,6	22,6	35,0	20,0	3,5	3,2	68,2	35,3	0,7	0,9	4,3
Axel Springer	51,3	5515	7823	19,3	17,4			2,4	2,2	24,1	21,2	4,7	5,1	1,9
Tribune Publishing Co	10,2	336	345	7,8	7,0			0,5	0,5	13,4	11,4			
TX Group	70,2	692	815	78,2	31,6	10,7	9,9	0,9	0,9					0,4
<b>Learning verrokkit</b>														
Bloomsbury Publishing PLC	229,00	195	175	9,9	17,1	9,9	18,2	0,9	1,1	13,4	25,2	2,2	3,8	
Houghton Mifflin Harcourt Co	2,00	228	727					0,6	0,6					0,9
Pearson PLC	467,40	3842	5194	13,4	11,1	11,6	10,2	1,3	1,2	12,7	11,1	4,1	4,4	0,8
Scholastic Corp	31,56	983	770		53,0			0,6	0,5		90,2			
K12 Inc	24,22	902	878	35,1	19,3			0,9	0,9	45,9	31,6			
John Wiley & Sons Inc	41,57	2089	2707	17,8	17,1			1,6	1,6	19,3	19,2	3,2	3,3	2,0
Wilmington PLC	129,00	123	182	15,1	8,2	15,2	8,3	1,5	1,4	16,5	8,0		7,0	
2U Inc	34,89	2028	2125					3,3	2,8					4,1
Rosetta Stone Inc	19,08	426	395					2,3	2,1					
Chegg Inc	60,74	6826	6961	55,2	40,8	60,8	44,5	14,0	11,4	53,8	44,6			15,3
<b>Sanoma (Inderes)</b>	<b>8,56</b>	<b>1391</b>	<b>1862</b>	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>23,5</b>	<b>19,0</b>	<b>65,3</b>	<b>15,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>29,8</b>	<b>25,4</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>3,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>17,9</b>	<b>14,5</b>	<b>15,1</b>	<b>12,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>19,6</b>	<b>18,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-20 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-58 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>34 %</b>	<b>23 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>88 %</b>	<b>49 %</b>	<b>30 %</b>
<b>Media verrokkit</b>				<b>18,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>12,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>20,5</b>	<b>14,5</b>			<b>1,9</b>
<b>Learning verrokkit</b>				<b>16,4</b>	<b>17,1</b>	<b>13,4</b>	<b>14,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>17,9</b>	<b>25,2</b>			<b>2,0</b>

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

# Kassavirtamalli

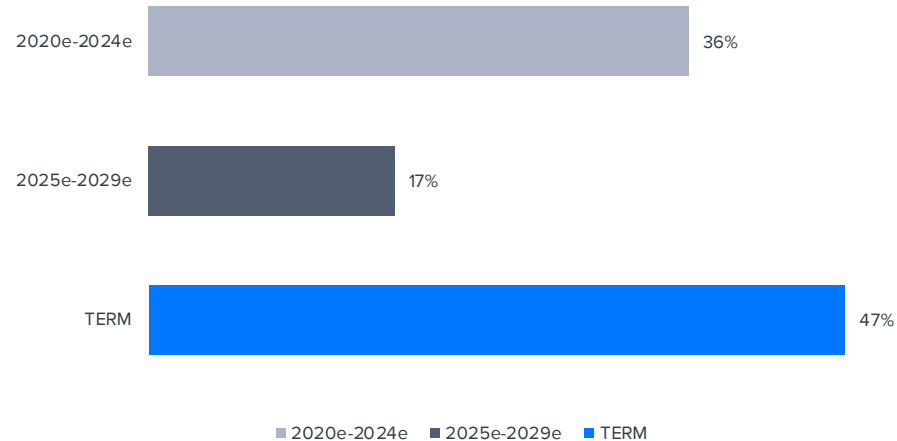
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>152</b>	<b>163</b>	<b>167</b>	<b>172</b>	<b>178</b>	<b>183</b>	<b>188</b>	<b>193</b>	<b>195</b>	
+ Kokonaispoistot	151	180	187	177	170	168	150	150	151	152	153	
- Maksetut verot	22,1	-22	-31	-33	-34	-34	-36	-37	-38	-39	-40	
- verot rahoituskuluista	-4,7	-1,5	-2,7	-2,8	-2,9	-3,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-447,8	392	19,2	4,2	3,7	3,5	3,6	2,4	2,4	2,5	2,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-177,6</b>	<b>661</b>	<b>325</b>	<b>309</b>	<b>304</b>	<b>306</b>	<b>293</b>	<b>296</b>	<b>300</b>	<b>305</b>	<b>308</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-14,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-109,7	-251	-141	-143	-145	-147	-150	-152	-154	-158	-170	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-302,2</b>	<b>410</b>	<b>184</b>	<b>166</b>	<b>159</b>	<b>158</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>146</b>	<b>147</b>	<b>138</b>	
+/- Muut	134	13,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-168,0	423	184	166	159	158	144	144	146	147	138	2341
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>407</b>	<b>166</b>	<b>139</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>98,6</b>	<b>92,3</b>	<b>87,4</b>	<b>82,5</b>	<b>72,3</b>	<b>1230</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2616	2209	2043	1904	1779	1663	1564	1472	1385	1302	1230
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>2616</b>										
- Korolliset velat		-780,6										
+ Rahavarat		16,3										
-Vähemmistöosuus		-52,1										
-Osinko/pääomapalautus		-81,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1731</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,7</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	1433,4	1315,4	913,2	<b>1065,1</b>	<b>1157,6</b>	EPS (raportoitu)	-1,85	0,68	0,38	<b>0,51</b>	<b>0,68</b>
Käyttökate	-48,1	299,2	252,8	<b>292,5</b>	<b>339,2</b>	EPS (oikaistu)	0,72	0,83	0,49	<b>0,62</b>	<b>0,71</b>
Liikevoitto	-239,0	168,4	102,0	<b>112,6</b>	<b>152,1</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,85	1,46	-1,09	<b>4,07</b>	<b>2,00</b>
Voitto ennen veroja	-260,9	150,9	80,2	<b>105,4</b>	<b>140,8</b>	Vapaa kassavirta / osake	2,87	0,84	-1,03	<b>2,60</b>	<b>1,13</b>
Nettovoitto	-299,3	124,2	11,6	<b>96,5</b>	<b>109,8</b>	Omapääoma / osake	3,39	3,73	3,26	<b>3,35</b>	<b>3,51</b>
Kertaluontoiset erät	-417,6	-28,2	-22,1	<b>-17,6</b>	<b>-5,0</b>	Osinko / osake	0,35	0,45	0,50	<b>0,52</b>	<b>0,54</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	1589,2	1519,0	1997,9	<b>1470,2</b>	<b>1437,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-13 %	-8 %	-31 %	<b>17 %</b>	<b>9 %</b>
Oma pääoma	554,6	611,5	550,9	<b>566,4</b>	<b>592,0</b>	Käyttökateen kasvu-%	-110 %	-722 %	-15 %	<b>16 %</b>	<b>16 %</b>
Liikearvo	934,6	935,7	505,8	<b>560,8</b>	<b>560,8</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	10 %	-37 %	<b>5 %</b>	<b>21 %</b>
Nettovelat	391,8	337,9	764,3	<b>428,2</b>	<b>336,9</b>	EPS oik. kasvu-%	42 %	15 %	-42 %	<b>28 %</b>	<b>14 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	-3,4 %	22,7 %	27,7 %	<b>27,5 %</b>	<b>29,3 %</b>
Käyttökate	-48,1	299,2	252,8	<b>292,5</b>	<b>339,2</b>	Oik. Liikevoitto-%	12,5 %	14,9 %	13,6 %	<b>12,2 %</b>	<b>13,6 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-45,7	-21,5	-447,8	<b>392,2</b>	<b>19,2</b>	Liikevoitto-%	-16,7 %	12,8 %	11,2 %	<b>10,6 %</b>	<b>13,1 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-139,0	236,7	-177,6	<b>661,5</b>	<b>324,9</b>	ROE-%	-47,6 %	19,2 %	10,8 %	<b>15,5 %</b>	<b>19,7 %</b>
Investoinnit	749,9	-111,6	-109,7	<b>-251,4</b>	<b>-140,6</b>	ROI-%	-17,1 %	17,2 %	8,7 %	<b>9,4 %</b>	<b>15,4 %</b>
Vapaa kassavirta	469,2	136,0	-168,0	<b>423,2</b>	<b>184,3</b>	Omavaraisuusaste	38,5 %	44,5 %	29,6 %	<b>42,6 %</b>	<b>45,6 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	70,6 %	55,3 %	138,7 %	<b>75,6 %</b>	<b>56,9 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Jane ja Aatos Erkon Säätiö	24,4 %
Herlin Antti	12,1 %
Langenskiöld Lars Robin Eljas	7,5 %
Seppälä Rafaela Violet Maria	6,3 %
Helsingin Sanomain Säätiö	3,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,9 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	2,6	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	7,2	5,8	9,3	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>
EV/EBIT (oik.)	12,0	8,8	18,9	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>
P/E (oik.)	15,0	10,2	19,4	<b>13,8</b>	<b>12,1</b>
P/B	3,2	2,3	2,9	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
Osinkotuotto-%	3,2 %	5,3 %	5,3 %	<b>6,1 %</b>	<b>6,3 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,09 €
25.7.2017	Lisää	8,40 €	7,66 €
7.9.2017	Lisää	9,00 €	8,43 €
26.10.2017	Lisää	10,20 €	9,69 €
12.2.2018	Lisää	10,20 €	9,95 €
15.3.2018	Lisää	11,00 €	10,09 €
30.4.2018	Osta	10,80 €	9,00 €
25.7.2018	Lisää	10,70 €	9,62 €
17.9.2018	Lisää	10,00 €	8,71 €
12.10.2018	Lisää	9,50 €	8,26 €
24.10.2018	Lisää	9,50 €	9,05 €
13.12.2018	Lisää	9,50 €	8,94 €
7.2.2019	Vähennä	9,50 €	9,06 €
2.5.2019	Vähennä	9,00 €	9,09 €
12.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,56 €
26.7.2019	Lisää	9,40 €	8,90 €
16.9.2019	Lisää	10,00 €	9,52 €
28.10.2019	Lisää	10,70 €	10,16 €
12.12.2019	Vähennä	10,00 €	9,47 €
18.12.2019	Lisää	10,00 €	9,30 €
10.2.2020	Lisää	11,25 €	10,64 €
12.2.2020	Vähennä	11,60 €	11,62 €
25.3.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
30.4.2020	Lisää	9,00 €	8,51 €
29.5.2020	Lisää	9,50 €	8,55 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**