

# Soprano Group

Laaja raportti

06/2020

# Investointien potentiaalia mitataan nyt

Koulutukseen erikoistunut kehitysyritys Soprano on edennyt haasteellisten vuosien jälkeen parempaan suuntaan ja saanut operatiivisesti liiketoimintansa jo hyvälle tasolle. Konsernin kehitystä on kuitenkin painanut koulutusvientiin, koulutuksen verkkoon siirtymiseen ja liiketoimintamallin eteen tehty merkittävät investoinnit. Nyt näiden investointien tulisi siirtyä lunastusvaiheeseen nostamalla yhtiön tuloksen myös uudelle tasolle. Täysimääräisesti osakkeen arvostus ei mielestämme tätä potentiaalia hinnoittele ja aloitammekin yhtiön seurannan lisää-suosituksella ja 0,45 euron tavoitehinnalla.

## Koulutuksen globaali kehitysyritys

Nykyinen Soprano koostuu pääosin kahdesta koulutusalan operatiivisesta tytäryhtiöstä (IT Group ja MIF) sekä mm. koulutusviennin kehityksestä vastaavasta MIF Academystä. 2010-luvun puolenvälin konsernirakenteen siivouksen ja tehostustoimien jälkeen yhtiön liiketoimintamalli vastaa paremmin suhdanneherkän ja kovassa murroksessa olevan koulutusalan haasteisiin. Operatiivisten yhtiöiden suoritus on parantunut ja konsernin taloudellinen tilanne vahvistunut. Konsernin tulokehitystä on kuitenkin heikentänyt yhtiön merkittävät investoinnit koulutuksen digitalisointiin sekä koulutusviennin edistämiseen. Nyt menneiden vuosien investointien hedelmiä aletaan keräämään, sillä yhtiö solmi alkuvuonna merkittävän sopimuksen Aasian maahan sijoittuvasta koulutusvientihankkeesta. Tämä yhteensä noin 8 MEUR:n hanke on konsernin liikevaihtotasoon (2019e: 14,9 MEUR) nähden merkittävä ja parantaa onnistuessaan yhtiön kasvumahdollisuuksia selvästi.

## Näkymät koulutusalan heikkenevät, mutta koulutusvientihanke paikkaa

Koronan rajoitukset sekä talouskasvun hidastuminen tulevat arviomme mukaan vaikuttamaan suhdanneherkkien operatiivisten yhtiöiden liiketoimintaan heikentävästi lähivuosien aikana. Solmittu koulutusvientihanke nostaa kuitenkin yhtiön liiketoiminnan uudelle tasolle. Vuosille 2020-2021 ajoittuva hanke nostaa ennusteissamme yhtiön liikevaihdon vuonna 2020 6 %:lla noin 15,8 MEUR:oon (2019: 14,9 MEUR) sekä liikevoiton 0,36 MEUR:oon (2019: 0,08 MEUR) operatiivisten yhtiöiden laskevasta liikevaihdosta ja tuloksesta huolimatta. Olemme ennusteissamme yhtiön 11.6.2020 antaman ohjeistuksen kanssa linjassa. Yhtiö arvioi, että liikevaihto kasvaa maltillisesti sekä liikevoitto paranisi selvästi vuodesta 2019 juurikin koulutusvientihankkeen paikatessa muuten heikentyvää kysyntää. Lähivuosina tulospotentiali konsernilla ylittää yli 50 %:iin (18-21e EPS CAGR-%) talouskasvun piristäessä operatiivisten yhtiöiden tulokuntoa ja solmitun koulutusvientihankkeen jatkuessa odotetun kaltaisesti.

## Osien summa heijastelee yhtiön potentiaalia

Nojaamme arvonnäilyksessä konsernin tulospohjaiseen arvostukseen sekä itsenäisten operatiivisten yhtiöiden vuoksi mielestämme hyvin osakkeen käypää arvoa heijastelemaan osien summa-laskelmaan. Osakkeen arvostus on tulospotentialin nähden kohtuullinen (2021e: P/E: 11,5x, EV/EBITDA: 5,9x), vaikkakin nousuvara hyväksymiimme tasoihin jää vielä pieneksi (P/E: 10-14x, EV/EBITDA: 5-7x). Osien summan arvo (0,49 euroa) nostaa kuitenkin osakkeen tuotto-odotuksen jo selvästi positiivisen puolelle. Pidämme myös todennäköisenä, että eilinen (11.6.2020) positiivinen tulosarvio parantaa markkinoiden luottamusta korottaen osakkeelle hyväksyttävää arvostusta. Yhtiö on nyt konkreettisesti realisoimassa ensimmäisiä palasiaan viime vuosien isoista investoinneistaan ja mielestämme potentiaalia ei täysimääräisesti hinnoitella yhtiön osakkeeseen.

## Analytiikot



**Olli Koponen**  
+358 44 274 9560  
olli.koponen@inderes.fi



**Antti Viljakainen**  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

Edellinen: -



### 0,45 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 0,40 EUR

Potentiaali: 12,5 %

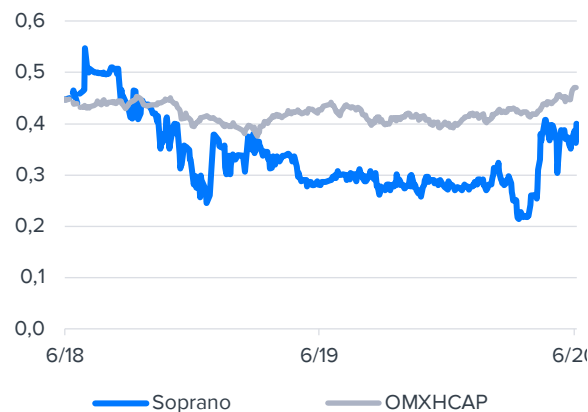
## Avainluvut

|                    | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 14,9  | 15,8  | 16,1  | 16,5  |
| <b>kasvu-%</b>     | -4 %  | 6 %   | 2 %   | 3 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 0,1   | 0,4   | 0,8   | 1,0   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 0,6 % | 2,3 % | 5,0 % | 6,3 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -0,1  | 0,1   | 0,7   | 0,9   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | -0,01 | 0,00  | 0,03  | 0,05  |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.  | >100  | 11,5  | 8,2   |
| <b>P/B</b>            | 0,8   | 1,5   | 1,4   | 1,3   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 3,9 % | 4,4 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | >100  | 34,5  | 15,0  | 11,0  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 7,0   | 7,7   | 5,9   | 5,1   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,6   | 0,8   | 0,8   | 0,7   |

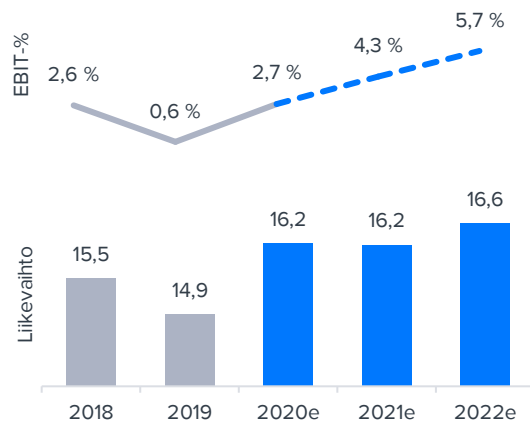
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

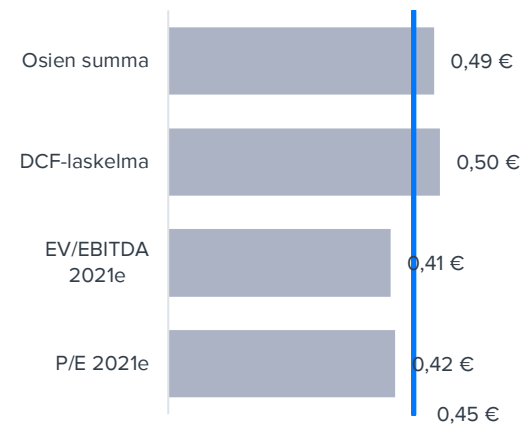


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus



### Arvoajurit

- Koulutusviennin kysynnän kasvu
- Etä- ja verkkokoulutuksien yleistyminen
- Koulutustarpeen jatkuvuus
- Liiketoimintamallin mahdollistama skaalautuvuus
- Yhtiön koulutusjärjestelmän kehitys monistettavuuden ja skaalautuvuuden parantamiseksi
- Kehitysyrityksen tyttärilleen luoma lisäarvo sekä synergiat
- Yrityskaupat laajentumiseen ja irtautumiseen



### Riskitekijät

- Toimialan suhdanneherkkyys
- Koulutusviennin epäonnistuminen
- Liikevaihdon lyhyt näkyvyys ja heikko ennustettavuus
- Kilpailun ja markkina-aseman muutokset
- Hintakilpailu ja rakenteellinen hintaeroosio
- Kansainvälinen kilpailu
- Matalat alalle tulon esteet
- Merkittävien kilpailuettujen puute



### Arvostus

- Yhtiön lähivuosisien arvostus on tuloskasvuun nähden kohtuullinen
- Osien summan potentiaali on merkittävä
- DCF-laskelman arvo tukee suositusta
- Merkittävintä nousuvaraa rajaa taloustilanteeseen ja koulutushankkeisiin liittyvät riskitekijät

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | <b>6-12</b>  |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>13-15</b> |
| Strategia                               | <b>16-19</b> |
| Toimiala                                | <b>20-24</b> |
| Sijoitusprofiili                        | <b>25-28</b> |
| Ennusteet                               | <b>29-33</b> |
| Arvonmääritys                           | <b>34-44</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>45-47</b> |

# Soprano Group lyhyesti

Soprano on koulutukseen erikoistunut kehitysyhtiö, joka tavoittelee merkittäviä kasvumahdollisuuksia digitaalisista koulutuspalveluista ja koulutusviennistä

**1984**

Perustamisvuosi

**2004**

Listautuminen

**14,9 MEUR** (-4,4 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

**0,08 MEUR** (0,6 % lv:sta)

Liikevoitto 2019

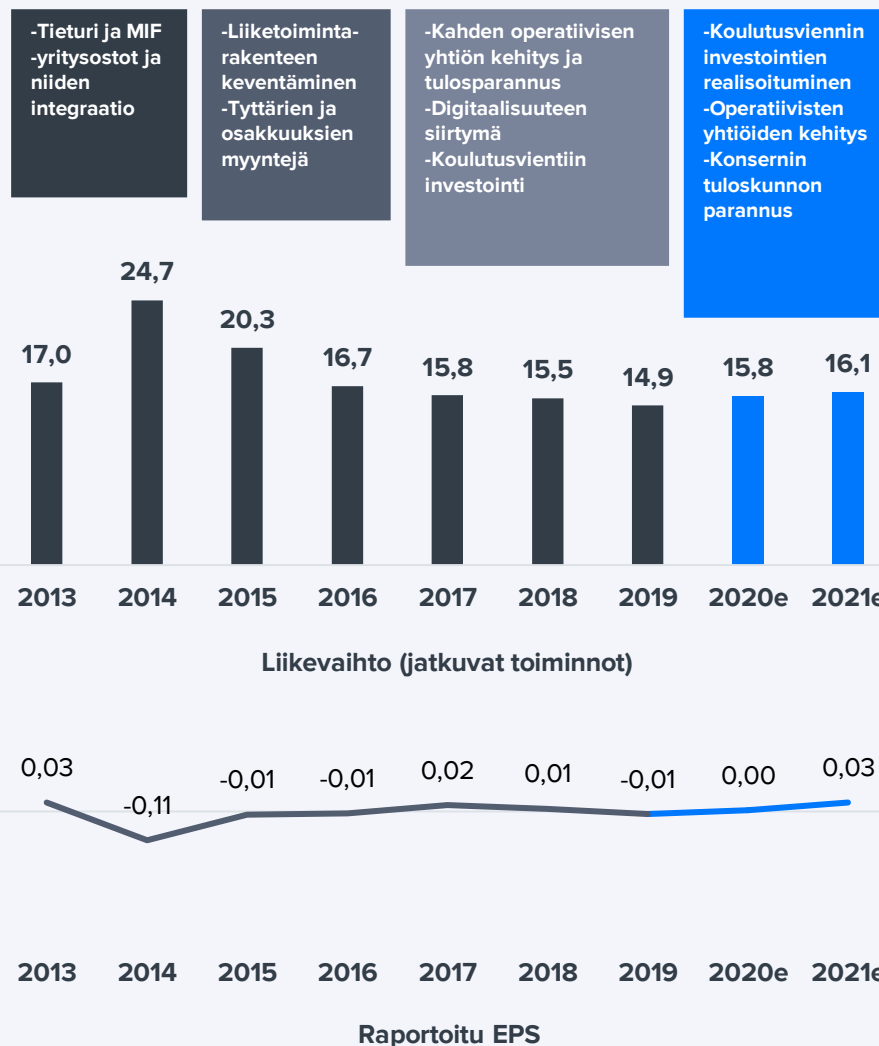
**48% / 40%**

Omavaraisuusaste / nettovelkaantuneisuus-% 2019 (ilman IFRS 16)

**95**

Henkilöstö keskimäärin 2019

## Konsernin kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus

### Koulutukseen erikoistunut kehitysyritys

Soprano Group (myöhemmin Soprano) on Pohjoismaiden johtavia koulutusorganisaatioita. Yhtiö on kahdesta itsenäisestä, työelämän koulutus- ja valmennuspalveluihin keskittyneestä operatiivisesta yhtiöstä ja kahdesta IT-palveluita tarjoavasta osakkuusyhtiöstä koostuva koulutusliiketoiminnan kehitysyritys.

Kehitysyrityksen tavoin Soprano sijoittaa toiminnassaan yhtiöihin, jotka tarjoavat koulutuspalveluita etenkin verkon yli tai verkossa. Yhtiö näkee, että digitaalisten koulutuspalveluiden, Suomen kansainvälisesti vahvan koulutusmaineen ja konsernin erikoisosaamisen avulla pystytään kiihdyttämään koulutusalan yritysten kasvua ja luomaan merkittävää lisäarvoa. Konsernin tavoitteena ja strategiana on yhteistyön kautta luoda elinikäisiä oppimismahdollisuuksia sekä uusia taitoja työssäkäyville ihmisille.

### Koulutusvienti tasaamaan paikallisia suhdanteita

Yhtiön päämarkkina-alueet ovat Suomi (60 % liikevaihdosta 2019) ja Ruotsi (36 % liikevaihdosta). Kummassakin maassa talouskasvun odotetaan heikentyvän. Tämä tulee näkymään voimakkaasti myös koulutuspalveluiden kysynnän laskuna, sillä ala on herkkä suhdannevaihteluille.

Kysynnän vaihteluihin yhtiö pyrkii vastaamaan kevyellä omalla organisaatiolla, jota täydentää laaja kouluttajien ja konsulttien kumppaniverkosto. Merkittävänä lähivuosien tavoitteena Sopranolla

on myös lisätä koulutusvientiä konsernin kehitysyrityksen (MIF Academy) kautta. Tämän ansiosta yhtiö ei olisi niin riippuvainen vain Suomen ja Ruotsin suhdannekehityksestä. Ensimmäinen merkittävä askel koulutusviennin osalta otettiin huhtikuussa, kun yhtiö solmi koulutusvientisopimuksen Aasiassa sijaitsevan keskikokoisen valtiollisen toimijan kanssa.

Nyt globaalin pandemian myötä suhdanteet ovat kuitenkin heikkenemässä globaalisti, mikä voi hidastaa koulutusviennin hyvin alkanutta matkaa. Koronaviruspandemian puhkeaminen on tuonut esille kuitenkin myös etäkoulutuksen mahdollisuudet ja hyödyt. Yhtiön panostukset koulutuksen etämahdollisuuksiin jatkuvat ja yhtiö näkee, että verkossa tapahtuva oppiminen on globaalisti nouseva trendi myös pandemian jälkeen.

### Toimii kolmessa maassa

Yhtiöllä on koulutuskeskukset kolmessa maassa ja seitsemässä kaupungissa (Helsingissä, Tampereella, Jyväskylässä, Oulussa, Tukholmassa, Göteborgissa ja Pietarissa). Vuonna 2019 konsernin koulutettavien määrä kasvoi 12 %:lla (29 111 kappaletta) ja asiakasorganisaatioiden määrä kasvoi 9 %:lla (2 457 kappaletta) vuodesta 2018.

Sopranon palveluksessa oli vuoden 2019 lopussa 94 henkilöä. Valtaosa yhtiön henkilöstä työskentelee Suomessa (noin 70 %) ja loput Ruotsissa sekä Venäjällä.



## Markkinan muutos

### Ennen

- Lähiopetus
- Laki- ja regulaatiomääräykset
- Ei merkittävää skaalautuvuutta
- Henkilöstövaltaista
- Alalle tulo vaatii investointeja

### Nyt

- Etä-, verkko- ja lähiopetus yhdessä
- Vapaampi kilpailuympäristö
- Skaalautuvuus saavutettavissa tuotannon monistettavuuden myötä
- Matalat alalle tulon esteet
- Tarjonnan kasvu



## Sopranon muutos

- Rakennemuutos
- Keskittyminen ydintoimintaan
- Verkkoalustaan ja etäkoulutukseen investointi
- Koulutusviennin kehitystyö markkinoiden avauduttua
- Organisaation kulurakenteen parannus

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## Liiketoimintarakenne

Sopranon liiketoiminta jakautuu tällä hetkellä kahteen varsinaiseen operatiiviseen liiketoimintasegmenttiin (IT Group ja MIF). Sen lisäksi raportoidaan yhteiset erät -segmentti, johon kuuluvat emoyhtiön lisäksi osakkuusyritykset sekä konsernin vientihanke MIF Academy.

## Operatiiviset segmentit

### Informator Tieturi Group

Sopranon kokonaan omistama Informator Tieturi Group (jäljempänä IT Group) on yksi Pohjoismaiden johtavia erityisesti ICT-alaan keskittyviä koulutusyrityksiä ja tärkeä palanen Sopranon liiketoiminnasta.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2019 oli 9,9 MEUR ja liikevoitto 0,5 MEUR (EBIT-%: 5 %). Yhtiö toimii kahdessa maassa ja jakaantuu Informatoriin ja Tieturiin. Liikevaihdosta 55 % tuli Informatorin liiketoiminnoista Ruotsista ja 45 % Tieturin liiketoiminnoista Suomesta. Yhtiöllä on noin 50 koulutusasiantuntijaa sekä 300 verkostokouluttajaa. Koulutuksiin osallistui viime vuonna 21 568 koulutettavaa noin 1822 asiakasorganisaatiosta.

IT Groupin asiakkaat ovat julkisia organisaatioita ja Pohjoismaissa toimivia suuryrityksiä, joiden henkilökuntaa yhtiö kouluttaa. Koulutukset järjestetään asiakkaiden toiveiden mukaisesti joko verkon yli remote-koulutuksena, kokonaan verkossa online-koulutuksena tai sitten fyysisesti yhtiön omissa koulutuskeskuksissa tai asiakkaan

tiloissa. Yhtiön referenssiasiakkaita ovat mm. ABB, Bayer, Ericsson, Helsingin kaupunki, Siemens, SSAB, TietoEVRY, Valtioneuvoston kanslia, Google Digital Garage ja Volvo.

### Management Institute of Finland

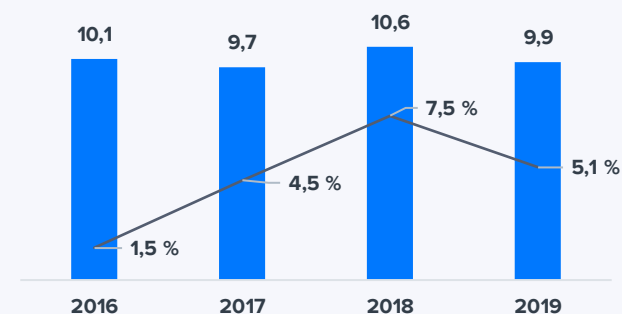
Sopranon toinen kokonaan omistama tytäryhtiö Management Institute of Finland (MIF) on Suomen johtavia työelämän kouluttajia erikoistuen johtamis-, esimies- ja viestintäkoulutukseen sekä tutkimuksiin. MIFin tarjontaan kuuluu useita businesskouluja: Johtamistaidon Opisto JTO, Infor, Fintra, MIF Financial ja MIF Tutkinnot.

Yhtiö toi Sopranon liikevaihdosta vuonna 2019 noin 4,7 MEUR ja liikevoitto oli noin 0,5 MEUR (EBIT-%: 10%). Liikevaihdosta noin puolet tuli pitkistä tutkintokoulutuksista ja toinen puoli lyhyistä kursseista. Yhtiöllä on noin 40 koulutusasiantuntijaa ja lähes 300 verkostokouluttajaa. Koulutuksiin osallistui viime vuonna 7 108 koulutettavaa noin 581 asiakasorganisaatiosta.

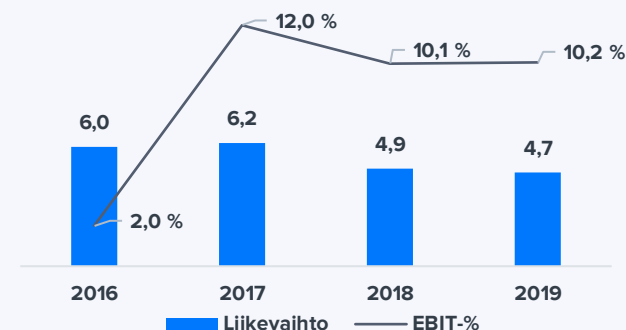
Yhtiön asiakkaat ovat suomalaisia yrityksiä ja organisaatioita, joiden henkilökunnan osaamista MIF kehittää yhdessä asiakkaan HR-ammattilaisten kanssa. Koulutukset järjestetään myös MIF:ssä yhä useammin etänä tai verkon välityksellä, mutta myös lähiopetuksena. Referenssiasiakkaita ovat mm. Basware, Helsingin kaupunki, HUS, John Deere, Siemens, Stora Enso ja Suomen Terveystalo.

## Operatiivisten yhtiöiden tulokunto parantunut viime vuosina selvästi

### IT Group



### MIF



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Yhteiset erät -segmentti

Emoyhtiö Sopranon hallintopalveluiden kanssa yhteisissä erissä raportoidaan konsernin vientihanke MIF Academy sekä osakkuusyhtiöt Ambientia E-commerce Oy -konserni ja Brain Alliance Oy. Segmentin liikevaihto oli vuonna 2019 noin 1,2 MEUR ja liiketappio noin 1 MEUR yhtiön vientikehityspanostuksien myötä. Liikevaihto koostui pääosin hallintoon liittyvistä toimista muille konsernin yhtiöille.

### MIF Academy

Emoyhtiön sisällä oleva MIF Academy on 14 henkilön vientikehityspanostusorganisaatio, johon konsernissa on ladattu merkittäviä kasvuodotuksia. Organisaatioon kuuluu vientihankkeiden edistäminen sekä kansainvälisen koulutusjärjestelmän kehitys.

Akatemian tehtävänä on edistää konsernin laajan koulutustarjonnan (1 500 erilaista koulutusohjelmaa) soveltuvuutta verkkoalustoille. Samalla akatemia pyrkii edistämään Sopranon sekä myös yhtiön kumppaneiden laajentumista kansainvälisille markkinoille. Tähän liittyen organisaatio on luonut järjestelmän, joka mahdollistaa Sopranolle ja sen kumppaneille mahdollisuuden jakaa omaa tarjontaansa kansainvälisesti. Sopranon ansaintamalli tulee järjestelmän ylläpidosta, kumppaneiden myynnistä, kumppaneiden myydessä Sopranon sisältöjä, Sopranon omasta myynnistä sekä tutkintojen sertifiointista.

Yhtiön mukaan investoinnit järjestelmään ovat

valmiita ja se on myös mukana juuri solmitussa Aasian koulutusvientihankkeessa. Järjestelmä lisää mielestämme vientihankkeiden houkuttelevuutta ja voi parantaa niiden monistettavuutta sekä skaalautuvuutta.

### Osakkuusyhtiöt

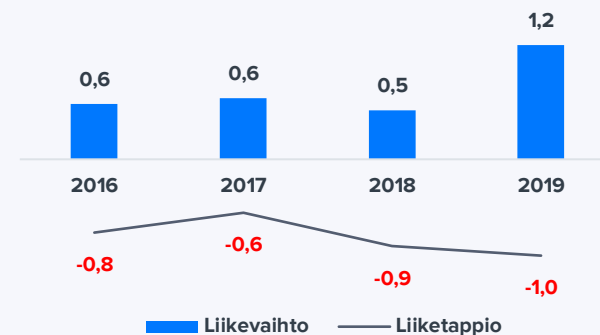
Segmentissä raportoitavat **osakkuusyhtiöt** tuottavat IT- ja verkkopalveluita. Osakkuusyhtiö **Brain Alliance Oy** tuottaa verkkopalveluiden ja verkkosivustojen kehitys- ja ylläpitopalveluita. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 49 %. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 113 TEUR ja nettotulos 11 TEUR tappiollinen. Vielä vuonna 2016 yhtiön liikevaihto oli 0,4 MEUR ja nettotulos 0,1 MEUR voitollinen. Soprano on alaskirjannut yhtiön arvoa viime vuosina ja sen merkitys konsernitasolla on nykyisellään pieni. Sopranolla on kuitenkin yhtiöltä noin 0,48 MEUR:n pääomallainsaatava, jonka kuranttiuteen liittyy arviomme mukaan suurta epävarmuutta.

Toinen osakkuusyhtiö Ambientia E-commerce Oy tuottaa Magento-teknologiaan perustuvia verkkokaupparatkaisuja. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 40 %. Yhtiön vuoden 2019 liikevaihto oli 2,1 MEUR, kun se vuonna 2018 oli 2,3 MEUR. Nettotulos painui vuonna 2019 noin 0,4 MEUR tappiolle ja oli vuoden 2018 noin 0,2 MEUR:n tappiota suurempi.

Osakkuusyhtiöiden Ambientia E-commerce Oy – konsernista ja Brain Alliance Oy:stä Sopranolle kuuluvat osuudet kirjataan liikevoiton alapuolelle kohtaan osuus osakkuusyrityksen tuloksesta, eivätkä ne siten näy segmentin tuloksessa.

## Yhteiset erät -segmentissä panostettu koulutusvientiin (MEUR)

### Yhteiset erät



### Osakkuusyhtiöiden tuloskehitys ollut heikkoa (MEUR)

#### Brain Alliance



#### Ambientia E-commerce





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

## Ensimmäinen merkittävä avaus koulutusvientiin

Soprano on panostanut jo monia vuosia koulutusviennin kehittämiseen. MIF Academyn ja organisaation luoma konsortio saikin huhtikuussa ensimmäisen merkittävän koulutusvientiin liittyvän sopimuksensa. Sopimus solmittiin asukasluvultaan keskikokoisen Aasiassa sijaitsevan valtiollisen toimijan kanssa maan ammatillisen koulutuksen uudistamisesta. Allekirjoitettu 4 MEUR:n arvoinen sopimus on ensimmäinen osa kaksivuotisesta ja yhteensä noin 7,8 MEUR:n arvoisesta kehityshankkeesta. Yhtiön mukaan valtio on maksukykyinen, mutta sopimussumma on sidottu paikalliseen valuuttaan, joten kauppasummaan liittyy osaltaan valuuttariski.

Liikevaihdollinen ja taloudellinen vaikutus tulee olemaan Sopranolle arviomme ja ennusteidemme mukaan merkittävä. Kokonaisuudessaan Sopranolle hankkeesta jäävää tulosvaikutusta on kuitenkin vielä yhtiönkin mukaan vaikea arvioida. Arvioimme kuitenkin, että kannattavuus hankkeesta on suhteellisen hyvä, sillä yhtiö voi käyttää hankkeessa olemassa olevia palveluitaan tai tuotteitaan hyväksi. Samalla sopimus auttaa yhtiötä merkittävästi koronapandemian aiheuttamassa vaikeassa yleistaloudellisessa tilanteessa.

Toimitussopimuksen ensimmäinen 1,2 MEUR:n osa (30 %) maksettiin toukokuussa Sopranolle ja toinen osa (70 %) asiakkaan hyväksyttyä toimituksen arviolta joulukuussa 2020, joten hanke on virallisesti tuottanut jo yhtiölle kassaan rahaa, mikä lisää oleellisesti hankkeen

uskottavuutta sijoittajien perspektiivistä. Hankkeen jatko vuonna 2021 riippuu puolestaan ensimmäisen osan onnistumisesta.

Sopimuksen mukaisesti yhtiö modernisoi maan yli 150 ammatillista oppilaitosta vastaamaan kansainvälisiä standardeja. Yhtiön apuna konsortiossa on suomalaisia viennin ammattilaisia, oppilaitoksia sekä koulutus- ja opetusteknologiayrityksiä. Sopranon konsortioon kuuluvat MIF, Tieturi, TAMK, OAMK, Tredu, Riveria, Claned, EduRes Consulting, Lentävä Liitutaulu ja HuippuEducation. Hanke toteutetaan mahdollisimman suurelta osin etänä verkkoratkaisuja hyödyntäen. Sopimuksen mukaisesti tarvitaan kuitenkin myös fyysistä palvelua paikan päällä, jotka pyritään hoitamaan koronakriisin aikana mahdollisimman turvallisilla tavoilla.

Pidämme avausta merkittävänä onnistumisena ja virstanpylväänä yhtiön koulutusviennin ponnisteluille. Näemme, että hankkeen onnistuessa yhtiöllä on mahdollisuuksia jatkaa samankaltaisten vientihankkeiden edistämistä muissa maissa. Näemme mahdollisuuksia etenkin kehittyvissä maissa, joissa koulutusjärjestelmät eivät ole länsimaiden standardien tasoilla. Samalla yhtiö saa ensimmäisessä hankkeessa merkittävää kokemusta hankkeista sekä luo myös valmiin tuotepaketin, jota viedä eteenpäin myös muihin maihin ensimmäistä hanketta pienemmillä kustannuksilla. Näin seuraavien hankkeiden osalta kannattavuus voi olla ensimmäistä parempi, kun tuotetta voidaan pienillä muokkauksilla viedä eteenpäin ja sen tuotantokustannukset laskevat.

Hankkeisiin kannattaa kuitenkin suhtautua aina varauksella, sillä kaikki eivät välttämättä toteudu ja kehittyviin talouksiin suuntautuvan liiketoiminnan riskiprofiili on kroonisesti korkea. Yhtiöllä on mm. Mosambikissa aiesopimus opettajien jatkokoulutuksesta sovittu jo vuonna 2018, mutta virallinen sopimus on antanut vielä odottaa itseään. Tämä on kuitenkin ensimmäisiä konkreettisia askeleita yhtiön koulutusviennin saralla. Epävarmuus- ja riskitekijöitä kuitenkin myös riittää.

## Verkkoon siirtymällä haetaan skaalautuvuutta

Soprano on panostanut koulutusviennin lisäksi menneinä vuosina myös koulutuksen verkkoon siirtymää uudistamalla konsernin tietojärjestelmiä markkinoinnissa, asiakastyössä ja taloushallinnossa. Sopranon sekä operatiivisten tytäryhtiöiden kilpailukyvyyn parantamiseksi ja kansainvälisen kasvun vauhdittamiseksi yhtiöt ovat lisänneet verkko-oppimisolustan käyttöä koulutuksissaan ja investoineet vahvasti verkossa tapahtuvan koulutuksen sisällöntuotantoon. Yhtiöt näkevät, että tulevaisuudessa koulutukset järjestetään yhä useammin kouluttajan ja sähköisten välineiden yhteistyöllä ns. blended-koulutuksina ja remote-yhteyksien avulla useassa paikassa yhtä aikaa.

Verkon yli tapahtuvan koulutuksen voi arvioida parantavan yhtiön kannattavuutta, kun tuotteiden monistettavuus ja skaalautuvuus paranee, mutta siirtymä ja kysynnän muutos vie mielestämme aikaa. Samalla se voi laskea tuotteiden hintoja, mikä osin syö kannattavuuden nousupotentiaalia.

# Sopranon liiketoimintarakenne

| Soprano<br>FY'19 liikevaihto 14,9 MEUR, liikevoitto-% 0,6 % (2,7 %)                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                          | Osakkuusyhtiöt                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Informator<br>Tieturi Group                                                                                                                                                                                                        | MIF<br>Management<br>Institute of Finland                                                                                                                                                                                                                  | Yhteiset erät                                                                                                                                                                                                                            | Ambienta<br>E-Commerce<br>40 %                                                                                                                                         | Brain Alliance<br>49 %                                                                                                                                                                                                    |
| <b>9,9 MEUR</b><br>LIIKEVAIHTO<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                                      | <b>4,7 MEUR</b><br>LIIKEVAIHTO<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                                                              | <b>1,2 MEUR</b><br>LIIKEVAIHTO<br>VUONNA 2016                                                                                                                                                                                            | <b>2,0 MEUR</b><br>LIIKEVAIHTO<br>VUONNA 2019                                                                                                                          | <b>0,1 MEUR</b><br>LIIKEVAIHTO<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                             |
| <b>5,1 % (7,5 %)</b><br>LIIKEVOITTO-%<br>VUONNA 2019 (2018)                                                                                                                                                                        | <b>10,2 % (10,1 %)</b><br>LIIKEVOITTO-%<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                                                     | <b>-1,0 MEUR</b><br>LIIKEVOITTO<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                                           | <b>-0,4 MEUR</b><br>NETTOTULOS<br>VUONNA 2019                                                                                                                          | <b>-0,01 MEUR</b><br>NETTOTULOS<br>VUONNA 2019                                                                                                                                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ICT-koulutukset</li> <li>▪ Sertifiointit</li> <li>▪ 55 % myynnistä Ruotsista ja 45 % Suomesta</li> <li>▪ Ruotsin osuus pienentynyt vuosien saatossa</li> <li>▪ 5 toimipistettä</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Johtamis- ja esimieskoulutus, viestintäkoulutus, kansainvälistymiskoulutus, näyttötutkinnot ja oppisopimuskoulut</li> <li>▪ Yli puolet liikevaihdosta pitkistä tutkinnoista</li> <li>▪ 5 toimipistettä</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Konsernin koulutusvientikehitys sekä hallinto ja osakkuusyhtiöiden omistus</li> <li>▪ Vuoden 2019 liikevaihto hallintopalveluiden myyntiä</li> <li>▪ Kehitysmenot näkyvät tuloksessa</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verkkokauppa-ratkaisut ja niiden kehitys</li> <li>▪ Liikevaihto ja tuloskehitys ollut laskusuunnassa vuodesta 2017</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verkkosivustojen ja -palveluiden kehitys- ja ylläpitopalvelut</li> <li>▪ Liiketoiminta kutistunut neljännekseen vuodesta 2016 (0,4 MEUR) ja tulos kääntynyt tappiolle</li> </ul> |

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

## Liiketoimintamalli

### Liiketoimintamallia kehitetty joustavammaksi ja tehokkaammaksi

Soprano on uudistanut viimeisien vuosien aikana tehtyjen rakennemuutosten myötä operatiivisten yksiköidensä liiketoimintamallia joustavammaksi. Liiketoimintamallin tulisi nyt vastata suhteellisen hyvin raportissa myöhemmin esittämiimme toimialan haasteisiin ja muutokset ovat myös mahdollistaneet operatiivisten yhtiöiden kannattavuuden nostamisen jo suhteellisen terveille tasoille.

Aikaisemmin Sopranoon koulutus- ja valmennusliiketoimintojen liiketoimintamalli perustui suurilta osin koulutuskeskuksissa lähiopetuksena tapahtuvaan asiakaskohtaisesti räätälöityyn tai avoimeen kurssitarjontaan perustuvaan opetukseen. Vanhassa liiketoimintamallissa Soprano käytti palvelujen tuottamiseen pitkälti omaa henkilöstöään ja toimitiloja, minkä vuoksi yhtiön kiinteiden kulujen osuus oli korkea. Korkeiden kiinteiden kulujen vastapainona oli korkea myyntikate (2012: 87 %).

Vanha liiketoimintamalli oli korkean kiinteän kulumassan, heikon skaalautuvuuden ja joustavuuden takia hyvin herkkä toimialalle tyypillisille suhdanne- ja kausivaihteluille. Vahvassa kysyntätilanteessa kapasiteetin käyttöaste nousi korkeaksi ja kannattavuus oli hyvä, kun taas heikossa toimintaympäristössä käyttöaste laski, hinnoitteluvoima heikkeni ja kannattavuus oli korkeiden kulujen takia heikko.

## Liiketoimintamallin muutos 2015 alkaen

Sopranoon yhtiö rakenne ja liiketoimintamalli ovat muuttuneet viime vuosina merkittävästi, mikä on näkynyt sijoittajille mm. voimakkaana liikevaihdon kasvuna ja laskuna, tulosheilahteluina sekä rakennejärjestelyinä. Muutosten ajureina ovat olleet erityisesti lukuisat yritys- ja liiketoimintakaupat. Vuosina 2008-2016 Soprano toteutti kaikkiaan yhteensä 15 yritys- tai omistusjärjestelyä.

Vuonna 2015 Soprano käynnisti merkittävän rakennemuutoksen, jonka tavoitteena oli keskittää ja tehostaa konsernin liiketoimintarakennetta sekä vahvistaa konsernin taloudellista asemaa. Tämän seurauksena yhtiö myi yhteensä kahdeksan tytäryhtiötä ja keskittyi nykyiseen kahteen operatiiviseen yhtiöön.

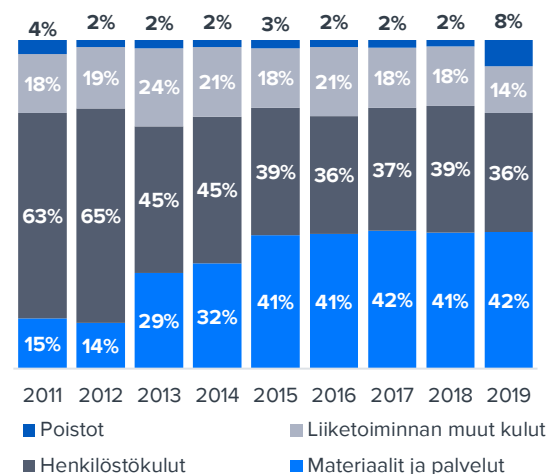
Sopranoon uudistetun liiketoimintamallin ydinajatuksena oli minimoida yhtiön kiinteiden kulujen määrä sekä muuttaa niistä merkittävä osa (kouluttajat, valmentajat, ylimääräiset toimitilat) muuttuviksi kuluiksi, jotta korkean kausiluontoisuuden ja nopeiden suhdannevaihtelujen seurauksena syntyvän vajaakäytön kustannukset minimoituisivat.

Vuoden 2015 jälkeen muutos alkoi näkymään myös yhtiön luvuissa. Materiaalien ja palveluiden osuus kasvoi merkittävästi, kun alihankintaa lisättiin (2013: 29 % kuluista vs. 2016: 41 %). Vastavuoroisesti omien resurssien käytön vähentyminen laski henkilöstökulujen osuutta (2013: 45 % kuluista vs. 2016: 36 %). Uudessa liiketoimintamallissaan Soprano on ulkoistanut

pääosin palveluiden tuotannon (opetuksen, valmennuksen ja sisältötuotannon) konsernin ulkopuolisille konsulteille ja valmentajille. Yhtiö hoitaa siten omin resurssein myynnin ja markkinoinnin, asiakkuuksien hallinnan, palveluiden kehityksen ja yhtiön hallinnoinnin.

Kapasiteetin ulkoistaminen laski selvästi yhtiön myyntikatetta materiaali- ja palvelukustannusten osuuden nousun myötä, mutta toisaalta Soprano on pystynyt laskemaan kiinteiden kulujen määrää absoluuttisesti ja suhteellisesti merkittävästi alemmalle tasolle. Tästä johtuen yhtiön tulosvaihtelut heikossa suhdanteessa tai kvartaaleissa vähentyvät. Vastaavasti hyvässä kysyntätilanteessa Soprano voi kasvattaa liikevaihtoa ilman kiinteiden kulujen kasvua.

Liiketoimintamallin muutos näkyy kustannusrakenteessa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Tulos parantui muutoksen myötä

Yhtiön historiallinen kehitys on ollut numeroiden perusteella vaihtelevaa, mutta rakennejärjestelyt ja toiminnan tehostuminen alkoivat näkymään myös kannattavuudessa vuosien 2017-2018 aikana. Vuosien 2014-2015 aikana oikaistut liiketappiot olivat konsernitasolla 4-5 %:ssa. Vuonna 2017 suunta kääntyi piristyneen talouskasvun vetämänä, mitä heijastellen liikevoittomarginaali kohosi 4,2 %:iin.

Vuonna 2018 yhtiön tuloskehitys kääntyi jälleen laskuun koulutusviennin kehitystyön kasvatettua henkilöstömenoja ja liikevoittomarginaali oli noin 2,6 %. Operatiiviset yhtiöt olivat kuitenkin muutamassa vuodessa tehneet merkittävän tulosparannuksen ja tekivät suhteellisen hyvää kannattavuutta (EBIT-% 2016 vs. 2018: MIF: 2,0 % vs. 10,1 % ja IT Group: 1,5 % vs. 7,5 %).

Vuonna 2019 liikevaihto laski edelleen noin 4 %:lla 14,9 MEUR:oon ja liiketulos painui nollan tuntumaan (EBIT-%: 0,6 %). Tulos heikkeni IT Groupin liikevoittomarginaalin laskettua 7,5 %:sta noin 5 %:iin ja konsernin kulujen edelleen kasvaessa kehitysinvestointien vuoksi. Konsernin ydinliiketoiminta Suomessa oli yhtiön mukaan kannattavaa, mutta Ruotsin ja Venäjän toiminnoissa oli haasteita.

## Nykyinen liiketoimintamalli

Vuosina 2015-2017 luotiin pohjaa yhtiölle ja nykyisin Sopranon liiketoiminta rakentuu entistä vahvemmin monistettavien, skaalautuvien ja joustavasti laajennettavien digitaalisten koulutus-

ja valmennuspalveluiden varaan.

Digitaaliset palvelut eroavat Sopranon perinteisestä ja aiemmasta tarjoamasta merkittävästi kasvu- ja kannattavuuspotentiaalinsa suhteen. Verkkoon ja pilvipohjaisiin (cloud) palveluihin puhtaasti perustuvassa liiketoimintamallissa yhtiön tuotteet ja palvelut ovat täysin digitaalisessa muodossa, joten niiden tuottaminen ja käyttäminen ei ole aika- tai paikkasidonnaista. Liiketoiminnan näkökulmasta tämä tarkoittaa mm. sitä, että 1) yksittäisen koulutuksen järjestämis- ja perustamiskustannukset pienenevät merkittävästi, niiden hinta laskee ja kannattavuus kasvaa, 2) tuottojen riippuvuus konsultointipäivistä, kurssien täyttöasteesta ja kouluttajien saatavuudesta pienenee merkittävästi, ja 3) palveluita voidaan monistaa ja myydä ilman lisäkustannuksia entistä merkittävästi laajemmalle asiakaskunnalle.

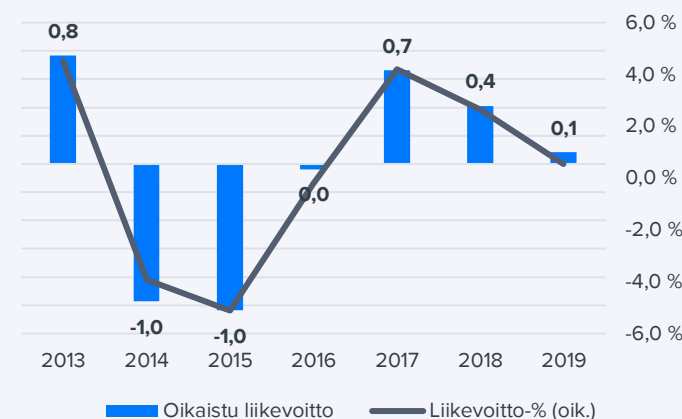
Arviomme mukaan koulutus- ja valmennusmarkkinat eivät tule kuitenkaan siirtymään pitkään aikaan täysin puhtaaksi digipalveluksi, sillä lähiopetuksella ja henkilökohtaisella tuella on edelleen merkittävä rooli oppimisessa ja koulutuksessa. Digitaaliset palvelut tulevat kuitenkin olemaan perusta yleistyvälle monimuotokoulutukselle, jossa pääosa oppimisesta tapahtuu verkon yli tai verkossa.

## Konsernin tuloskehitys ollut vuoristorataa

### Liikevaihto



### Oikaistu liikevoitto



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Taloudellinen tilanne parantunut

Sopranon taloudellinen tilanne on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä kokonaisuutena katsoen suhteellisen hyvä ja likviditeetin sekä rahoitusaseman kannalta alkuvuonna koulutusviennistä saatu 1,2 MEUR:n maksu ja rahoituspaketti antavat yhtiölle työrauhan epävarmasta taloustilanteesta selviämiseen.

Yhtiön taloudellinen tilanne oikeastaan parantui vuonna 2015-2016 toteutettujen yritysjärjestelyiden ja sen jälkeen parantuneen operatiivisen kehityksen ansiosta. Konsernin taloudellisen tilanteen parantuminen on ollut nopeaa, sillä vielä vuoden 2016 alkupuolella yhtiön rahoitusasema ja tuloskehitys olivat hyvin heikkoja.

Aikaisemmin Sopranon tulosta ja tasetta rasittivat voimakkaasti vuosina 2013-2015 yritysostoista, rakennemuutoksista ja tehostustoimista syntyneet kulut sekä toimialan heikko kehitys. Velkaantuneisuus nousi 130 %:iin vuonna 2015 ja omavaraisuusaste oli alle 25 %:ssa.

Viime vuonna tulleet IFRS 16 -muutokset sekoittavat hieman tunnuslukujen vertailtavuutta, mutta tilanne on säilynyt selkeästi paremmalla tasolla. Vuoden 2019 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli noin 48 %:ssa ja velkaantuneisuus 40 %:ssa (ilman IFRS 16 -vaikutuksia). Ilman omaan pääomaan kuuluvaa hybridilainaa (1,5 MEUR) vuoden 2019 lopun omavaraisuusaste laskee 36 %:iin ja velkaantuneisuus nousee 54 %:iin.

## Liikearvot kasvattavat muuten kevyttä tasetta

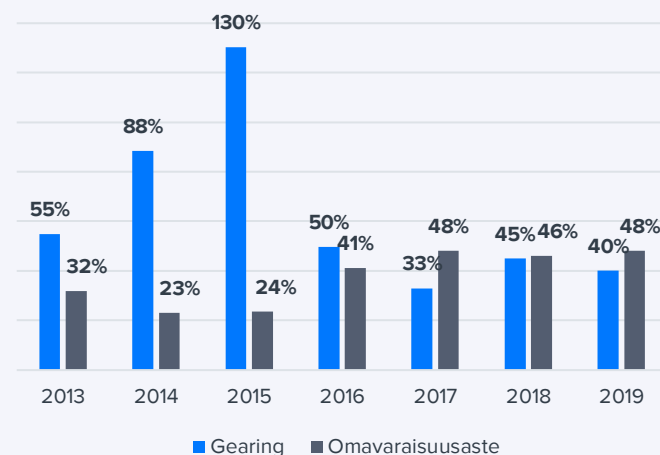
Sopranon taseen loppusumma oli 2019 lopussa 15,1 MEUR (2018: 13,8 MEUR). Taseen koko on vuoden 2013 tasolla ja laski välissä jo noin 12 MEUR:oon (2016). Vuodesta 2018 taseen kasvu selittyy IFRS 16 -muutoksilla, kun käyttöomaisuus-oikeuserät ja vuokrasopimusvelat kasvoivat noin 2,1 MEUR:lla.

Yhtiö on vuosien varrella tehnyt paljon yritysostoja ja taseen varojen puoli sisältää siksi myös paljon liikearvoa (5,4 MEUR). Muuten varapuolella aineellista omaisuutta ei ole juurikaan (0,08 MEUR), mutta aineettomissa oikeuksissa (1,0 MEUR) näkyvät aktivoidut kehitysmenot. Viime vuonna yhtiö aktivoi noin 0,3 MEUR:lla kehitysmenoja.

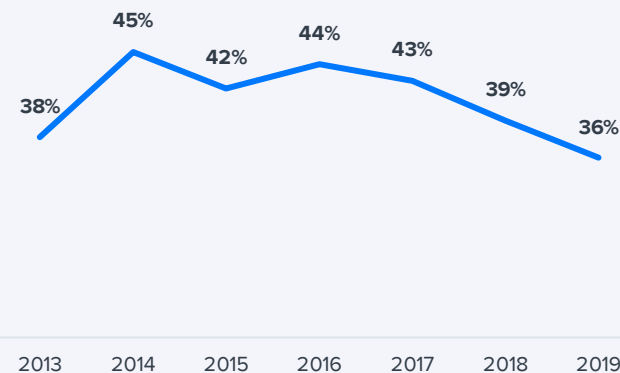
Valtaosa liikearvosta on syntynyt Tieturi Informator Groupin ostosta vuonna 2013 (3,15 MEUR) ja MIF:n ostosta vuonna 2014 (2,25 MEUR). Sopranon osakkuusyhtiöiden omistusosuuksien tasearvo oli alaskirjausten myötä laskenut vuoden 2019 lopussa 0,8 MEUR:oon. Pidämme operatiivisten yhtiöiden liikearvoja suhteellisen kurantteina ja ennustamme operatiivisten yksiköiden tuloksien paranevan vuoden 2020 jälkeen, joten merkittävää alaskirjausriskiä emme näiden osalta näe.

Osakkuusyhtiöiden osalta taas riskiä mielestämme on, sillä yhtiöt olivat tappiollisia jo ennen koronaa vuonna 2019. Lisäksi näemme Sopranon 0,48 MEUR:n pääomalainasaamisen Brain Alliancelta (2019 liikevaihto: 0,1 MEUR, nettotulos: -0,01 MEUR) olevan hyvin epävarma ja sisältävän myös alaskirjausriskin.

Taseen tunnusluvut parantuneet (ei IFRS 16)



Liikearvon osuus taseen loppusummasta laskenut huippuvuosista



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Vahvistetut tappiot madaltavat veroastetta

Sijoittajan kannalta on myös hyvä huomioda, että Sopranolla on käytössään verottajan vahvistamia tappioita yhteensä noin 8,4 MEUR (2018: 9,6 MEUR), joista ei olla kirjattu laskennallista verosaamista. Yhtiö voi vahvistetuilla tappioilla oikaista verokuluja, jolloin sen veroaste voi pysyä alhaisena positiivisesta tuloksesta huolimatta. Olemme huomioineet suuret verosaamiset ennusteissamme, jossa ennakoimme konsernin veroasteen olevan matalalla tasolla pitkälle tulevaisuuteen. Pidämme mahdollisena, että tuloksen parantuessa yhtiö tulee kirjaamaan taseeseen nykyistä suurempia verosaatavia, mikä parantaisi yhtiön taseen tunnuslukuja. Jos verosaamisia kirjataan, eikä yhtiön tulos käännykään, voisivat ne kuitenkin johtaa myös alaskirjauksiin. Soprano on kuitenkin ollut mielestämme suhteellisen varovainen kirjaamaan vahvistettuja tappioita saamisiksi.

## Likviditeettitilanne antaa työrauhan

Lyhytaikaisissa saamisissa myyntisaamiset ovat isoin erä (2,1 MEUR). Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä osto- ja siirtovelat ovat yleensä selvästi myyntisaamisia korkeammat. Tämä johtuu arviomme mukaan siitä, että asiakkaat maksavat koulutuksensa ennen kuin yhtiö maksaa palvelun tuottajille. Laskelmiemme mukaan 2019 lopussa käyttöpääoma oli noin 1,0 MEUR negatiivinen. Oletamme käyttöpääoman pysyvän myös jatkossa negatiivisena ja olevan pitkällä aikavälillä noin -5 % liikevaihdosta.

Rahavaroja kassassa oli vuoden 2019 lopussa noin 0,5 MEUR, kun niitä vuonna 2018 oli vielä noin 1,4 MEUR:lla. Liiketoiminnan rahavirta oli viime vuonna IFRS 16 -muutokset huomioon ottaenkin positiivinen, mutta kehitysinvestoinnit ja velan lyhennykset söivät kassaa. Tilannetta parantaa merkittävästi koulutusviennistä alkuvuonna saatu maksu (1,2 MEUR) ja rahoituspaketissa sovitut uudet lainat (noin 1,5 MEUR) sekä 0,5 MEUR:n lyhennysvapaat vanhoille lainoille, joka on nostanut yhtiön kassan 2,6 MEUR:oon 11.6.2020 tulleen pörssitiedotteen mukaisesti.

## Omassa pääomassa hybridi kattaa 25 % arvosta

Sopranon oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 5,9 MEUR. Oman pääoman ehtoisten lainojen osuus omasta pääomasta oli 1,5 MEUR eli noin 25 %. Tämän hybridilainan korko on 8,75 % ja se (verovaikutus huomioiden) on ennusteissamme vähennetty osakekohtaisesta tuloksesta (noin 0,1 MEUR vuosittain). Hybridin korko nousee 12,5 %:iin neljän vuoden päästä sen nostamisesta, ja kun 1 MEUR on nostettu 6.6.2016, nousee lainan hinta kesäkuussa 2020, ellei yhtiö maksa sitä pois. Pidämme nykyisen vahvan likviditeettiaseman ja liiketoiminnan tarpeet huomioiden lainan maksua todennäköisenä, jonka vuoksi odotamme hybridin poistuvan kesäkuussa, jos se on yhtiön liiketoiminnan tarpeet huomioiden järkevää.

## Korollista velkaa nostaa IFRS 16

Korollista velkaa yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa 5,0 MEUR (2018: 4,1 MEUR), josta

vuokrasopimusvelkoja oli 2,2 MEUR. IFRS 16 on siis nostanut yhtiön velkataakkaa merkittävästi.

11.6.2020 yhtiön antaman tiedotteen mukaan korollisia velkoja (ilman IFRS 16) oli yhtiön taseessa noin 4 MEUR:lla, josta lyhytaikaista oli noin 0,35 MEUR. Yhtiön velkojen maturiteettirakenne näyttäisi parantuneen vuoden 2019 lopusta ja yhtiön kassatilanteeseen nähden (2,6 MEUR 11.6.2020) maksuvalmius ja tasetilanne on tällä hetkellä hyvä.

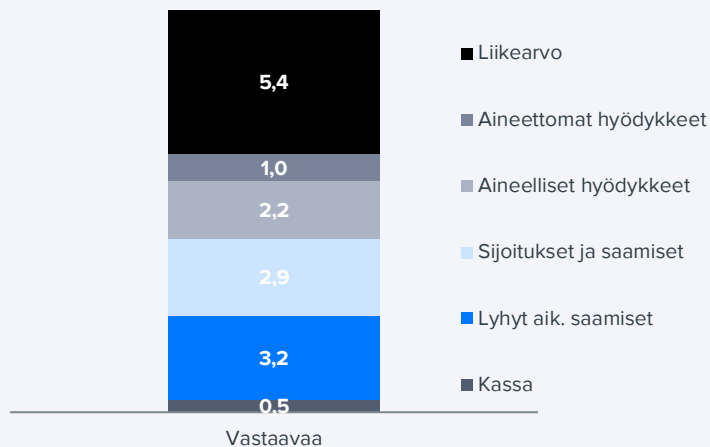
Sopranon liiketoiminnan rahavirta on myös ollut viime vuosina nousujohteista, kun yhtiön operatiivinen suoritus on parantunut. Yhtiön ylläpitoinvestointien (pl. IFRS 16) tarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala (noin 0,15-0,3 MEUR vuodessa), nettokäyttöpääoma tyypillisesti negatiivinen ja efektiivinen veroaste lähellä nollaa, joten arviomme, että Sopranon liiketoiminnan kassavirrat tulevat olemaan jatkossa hyvällä tasolla, jos tulos lähtee jälleen nousuun.

## Pääoman tuotto jäänyt heikoksi, mutta omaa potentiaalia

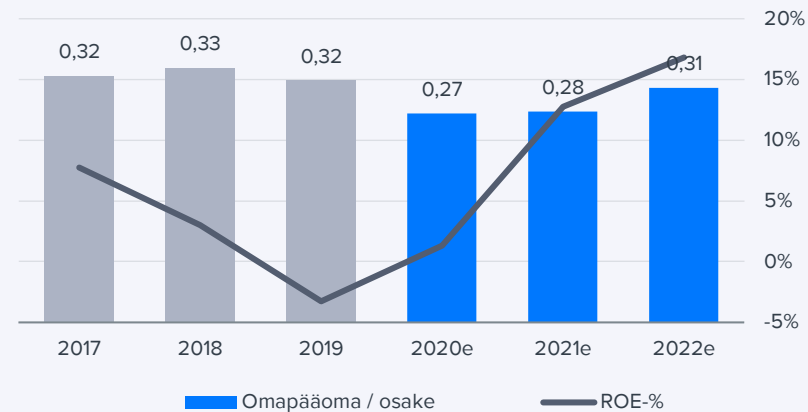
Taseen kasvusta ja heikosta operatiivisesta kehityksestä johtuen Sopranon oman pääoman tuotto (ROE) oli negatiivinen vuosina 2014-2015, mutta vuonna 2017 yhtiö ylsi jo hyvällä tuloksella noin 8 %:iin. Nykyisillä ennusteillamme pääoman tuotto jää kuluvana vuonna vielä alhaisille tasoille (2020e: 1,3 %), mutta omaa nousuvaraa yli 15 %:n tasoille, mikäli yhtiön liiketoimintaa etenee odotuksiemme mukaisesti.

# Taloudellinen tilanne

Tase 2019



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Käyttöpääoma yhtiöllä yleensä negatiivinen





# Strategia 1/3

## Tuottoa koulutusliiketoimintojen kehittämisestä

Soprano on koulutuksen kehitysyhtiö, joka sijoittaa yhtiöihin, jotka tarjoavat koulutuspalveluita verkon yli tai verkossa. Yhtiö näkee, että digitaalisten koulutuspalveluiden, Suomen kansainvälisen koulutusmaineen ja konsernin erikoisosaamisen avulla pystytään kiihdyttämään koulutusalan yritysten kasvua ja luomaan merkittävää lisäarvoa.

Yhtiö hakee sijoituskohteita liiketoiminnoista toimialoilta, joilla on rakennemuutoksen ja konsolidaation mahdollisuuksia. Sopranon kiinnostuksen kohteena ovat erityisesti yhtiöt, joissa uusilla digitaalisilla koulutuspalveluilla voidaan luoda merkittävää lisäarvoa.

## Operatiiviset yhtiöt keskiössä

Tällä hetkellä Soprano keskittyy kehittämään kahta koulutus- ja valmennusliiketoimintoihin fokuoitunutta operatiivista yhtiötään. Kehitystoimia tehdään liiketoimintamallin muutosten, organisten investointien, omistus- ja rahoitusjärjestelyjen ja mahdollisesti pienehköjen, nykyisiä liiketoimintoja täydentävien yrityskauppojen kautta.

Pidemmillä aikavälillä kehitystyön synnyttämä arvonnousu pyritään realisoimaan yritys- ja omistusjärjestelyjen kautta, joita voivat olla esimerkiksi yritysmyyntit tai omistusten listaaminen. Yritysmyyntit voivat olla ajankohtaisia myös osakkuusyhtiöille (Brain Alliance, Ambientia E-commerce). Näiden tuloskehitys on kuitenkin ollut niin heikkoa, että näistä irtautumisesta

saatavat varat olisivat arviomme mukaan pieniä, mutta auttaisivat yhtiötä keskittämään voimavarojaan tulevaisuuden investointeihin.

## Etä- ja verkkokoulutukseen siirtymä

Koronaviruspandemian puhkeaminen on tuonut esille etäkoulutuksen mahdollisuudet ja hyödyt. Yhtiön panostukset koulutuksen etämahdollisuuksiin saivat lisänostetta ja yhtiö näkee, että verkossa tapahtuva oppiminen on globaalisti nouseva trendi myös pandemian jälkeen.

Sopranon operatiivisten toimintojen (Informator Tieturi Group ja MIF) kehittämisen fokus on siirtynyt viime vuosien aikana tehtyjen liiketoimintamallin ja rakennemuutosten valmistumisen myötä kasvun ja kannattavuuden vahvistamiseen sekä uusien liiketoimintojen kehitykseen.

Tässä lyhyellä aikavälillä keskeisessä roolissa on juuri palveluiden, oppimateriaalien ja asiakkuuksien siirtäminen digitaaliseen oppimisympäristöön ja keskipitkällä aikavälillä uusien, helppokäyttöisten ja skaalautuvien koulutusalojen kehittäminen ja kasvattaminen. Digitaalisten palveluiden ja oppimisympäristöjen avulla Soprano pyrkii parantamaan kannattavuuttaan, kilpailuasemaansa ja kasvua.

Kokonaisuutena verkkokoulutuksen ja -alojen sisällön kehitys, siirtymä, käyttö ja merkitys ovat vielä alkuvaiheessa, mutta on jo olennainen osa yhtiön tarjoamaa perinteisen koulutuksen rinnalla. Mielestämme digitaalisen koulutuksen potentiaali

on merkittävä, mutta samalla siihen investointi omaa merkittäviä riskejä tarjoaman onnistumiseen liittyen ja kasvavasta kilpailusta johtuen. Todennäköisesti lähivuosina täysin verkkoaloilla toimivien, skaalautuvien ja monistettavien palveluiden merkitys operatiivisten toimintojen tuloskehitykselle tulee olemaan vielä kohtuullisen pieni, mutta toimivan merkittävänä pitkän aikavälin mahdollisuutena.

## Koulutusvienti

Yhtenä tärkeänä kehityshankkeena Sopranolla on arviomme mukaan MIF Academyn koulutusviennin edistäminen, johon liittyen yhtiö sai ensimmäisen sopimuksensa vuoden 2020 alussa. Koulutusvienti vapautui Eduskunnan päätöksellä vuoden 2018 alussa, kun suomalaisten tutkintojen vienti ulkomaille tuli mahdolliseksi. Koulutusviennin kasvuohtelman Education Finlandin vuonna 2019 teettämän kyselyn mukaan koulutusviennin arvo saavutti 350 MEUR:n rajan vuoden 2018 aikana, kun se vuonna 2016 oli noin 250 MEUR. Education Finlandin mukaan nopeimmin ovat kasvaneet vuodesta 2016 työelämälle suunnatut koulutuspalvelut, mutta merkittävimmän osan arvosta muodostaa kustannustoiminta ja oppisisältö.

Markkinalla on arviomme mukaan tilaa ja varsinkin suomalaisen peruskoulutuksen maineen myötä hankkeella voi olla merkittäviäkin vaikutuksia Sopranolle tulevaisuudessa. Ensimmäisen sopimuksen onnistuminen on kuitenkin elintärkeää.



# Strategia 2/3

## Strategian ja liiketoiminnan taloudellinen potentiaali

Sopranolla ei ole tällä hetkellä julkilausuttuja taloudellisia tavoitteita, mikä mielestämme hieman lisää yhtiön tulevaisuuden arvioinnin haastavuutta sekä riskejä. Taloudellisten tavoitteiden ja selkeämmän strategian myötä sijoittajilla olisi jotain konkreettisia vertailu- tai tavoitetasoja.

Olemme kuitenkin pyrkineet arvioimaan yhtiön taloudellista potentiaalia omiin ennusteisiimme perustuvien laskelmien kautta. Arvioimme, että Sopranon operatiivisten yksiköiden on nykyisillä kustannusrakenteilla mahdollista yltää lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä 10-12 %:n liikevoittotasoon liikevaihdon kehityksestä riippuen. Hyvän kysynnän ja talouskasvun aikaan tasot voivat ylittyäkin, mutta koulutusinvestointien tasaantuessa marginaalit palautuisivat lähemmäs arvioimiamme tasoja. Potentiaalista kertoo suomalaisen Tieturin (IT Group) viimeisen viiden vuoden (2014-2018 ka.) noin 20 %:n liikevoittomarginaali. Ruotsissa Informator ei kuitenkaan ole pystynyt vastaavan kaltaiseen (2015-2018 ka. EBIT-%: 1,1 %) kannattavuuteen, mikä alentaa IT Groupin potentiaalia. Ruotsissa on yritetty muuttaa toimintaa Suomen mallin mukaiseksi, mutta merkittäviä tuloksia ei olla saatu vielä aikaan. Jos Ruotsissa nähtäisiin selkeää piristymistä lähivuosina, voisi IT Groupin kannattavuus nousta lähemmäs haarukoimaamme potentiaalia (2019: 5 %). MIF on jo pystynyt tekemään noin 10-12 %:n liikevoittomarginaalia viimeisien vuosien aikana, mikä on mielestämme

varsin hyvä taso ja yhtiöllä onkin arviomme mukaan edellytykset jo nykyisellään saavuttaa arvioimamme haarukan ylälaita. Taakseen tämä vaatii kuitenkin nykyistä paljon paremman kysyntäkuvan.

Konsernitasolla liikevoittomarginaalin potentiaali jää arviomme mukaan noin 5-8 %:n tasolle konsernikuluista johtuen. Tätä tukee merkittävästi myös yhtiön koulutusvientihankkeet, joiden liikevoittomarginaali voi arviomme mukaan olla jopa yli 20 %:n tasolla, kun yhtiö voi käyttää hyväksi jo tuottamiaan palveluita tai tuotteita. Näiden hankkeiden kannattavuuden arviointiin liittyy kuitenkin vielä merkittävää epävarmuutta (ml. tuntevia valuuttariskejä), ja ne voivat heilauttaa konsernin lukuja lähivuosina merkittävästikin.

## Yli nykyisten tasojen nousu vaatisi jo paremman kysyntäkuvan ja skaalautuvia palveluita

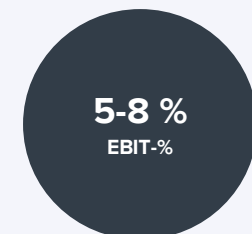
Arvioimme, että operatiivisten yksiköiden liikevoittomarginaalien nouseminen merkittävästi yli 12 %:n vaatisi joko pääosin voimakkaasti skaalautuvista palveluista syntyvän liikevaihdon kasvua (eli myyntimixin parantumista) ja/tai merkittävästi paremman kysyntäympäristön myötä kasvavia volyymeja. Tehostamisen ja rakennejärjestelyjen myötä kiinteiden kulujen taso on nähdäksemme pääosin jo niin matala, että niiden tasoa ei voi enää nykyisellään juurikaan laskea alaspäin. Operatiivisissa segmenteissä voi olla osin vielä parantamisen varaa, mutta konsernitasolla kasvu on ensisijainen lähde kannattavuuden parantamiselle.

## Nykyisen rakenteen taloudellinen potentiaali\*

### Operatiiviset yhtiöt



### Konserni



# Strategia 3/3

Nykyistä korkeammat myyntikatteet (eli suhteellisesti laskevat muuttuvat kulut) sen sijaan ovat lyhyellä tähtäimellä mahdollisia, jos kysyntä siirtyy odotuksiamme vahvemmin digitaalisiin oppimisympäristöihin ja/tai yhtiön koulutusten käyttöasteet nousevat kysynnän piristyessä eikä hintataso samalla laske liikaa. Markkinatilanne voimakkaalle kysynnän piristymiselle ei kuitenkaan mielestämme ole otollinen.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin kilpailupaineen ja tarjonnan kasvavan entisestään, mikä voi mm. hintojen laskun muodossa rajoittaa marginaalien nousua. Tämä voi syödä myös digitaalisten palveluiden skaalautumispotentiaalista tulevaa kannattavuushyötyä sekä muuttaa alan liiketoimintamalleja. Koulutus on kuitenkin alana riskiryhmäläinen hyödykkeen ja tuotteen merkittävälle kommodisoinnille, kun tuotantokustannukset lähestyvät nollaa ja lähes jokaisella on mahdollisuus alalla ryhtyä liiketoimintaa itse harjoittamaan. Alan mahdollisesta murroksesta johtuen pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat maltillisella tasolla (konserni EBIT-%: 5 %).

Konsernin pitkän aikavälin kannattavuuteen vaikuttaa myös hyvin paljon yhtiön onnistuminen koulutusvientihankkeissa sekä niiden tulevaisuuden kannattavuuspotentiaalin taso. Mielestämme myös koulutusviennin tuotteet ovat osana samaa toimialan murrosta ja pitkällä aikavälillä tuotteiden marginaalit voivat kohdata laskupaineita, mutta näiden arviointiin liittyy vielä

paljon epävarmuuksia.

## Hyvä rahavirta liiketoiminnalle ominaista

Sopranon liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan (arvio: 0,15-0,30 MEUR) ja yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen, joten yhtiön operatiivinen toiminta tuottaa normaalisti hyvin kassavirtaa.

Kasvuhankkeiden rahoitus, taseen vahvistaminen ja velkojen lyhennykset syövät kuitenkin vielä merkittävästi rahavirtaa, emmekä tätä heijastellen odota yhtiön jakavan osinkoa seuraavien vuosien aikana. Yhtiöllä on myös rahoituspaketin myötä osingonjakokielto 31.12.2020 asti. Arvioimme, että pitkällä aikavälillä yhtiö voisi jakaa noin 30-50 % tuloksestaan omistajilleen, jos kasvuinvestoinnit ja taloudellinen tilanne sen mahdollistavat.

## Yrityskaupat tärkeä osa strategiaa

Näemme yrityskaupat keskeisenä osana Sopranon strategiaa ja odotamme yhtiön rakenteen muuttuvan vuosien varrella. Lyhyellä aikavälillä yhtiö keskittyy kuitenkin nykyisen operatiivisen liiketoiminnan kehittämiseen ja digitaalisten palveluiden kasvupotentiaalin realisoimiseen. Osakkuusyhtiöiden osalta irtautumiset voivat olla mahdollisia lähiaikoinakin, mutta niiden arvo on mielestämme yhtiölle varsin vähäinen.

Yhtiön track-record yritysostojen tekemisessä on viime vuosien ajalta varsin heikko, joten ennen uusien sijoitusten tekemistä yhtiön pitäisi mielestämme pystyä osoittamaan selkeää kykyä

omistaja-arvon kasvattamiseen nykyisten operatiivisten toimintojen kautta. Lopulta sijoitusten potentiaali on kuitenkin vahvasti riippuvainen ostettavasta kohteesta hinnasta, sen tuloksentekokyvystä ja kasvupotentiaalista.

# Strategia



# Toimiala 1/3

## Haastava ja suhdanneherkkä toimiala

Sopranon operatiivisten yksiköiden päätoimialana toimii koulutus. Se asettaa yhtiöiden liiketoimintamalleille ominaispiirteidensä, rakenteen ja käynnissä olevan murroksen myötä paljon haasteita, mutta tarjoaa myös monia arvonnousupotentiaalin kannalta houkuttavia elementtejä.

Keskeisimpiä toimialapiirteistä johtuvia haasteita ovat näkemyksemme mukaan kysynnän korkea suhdanneherkkyys, kysynnän lyhyt näkyvyys ja heikko ennustettavuus, kapasiteetin ja kustannusrakenteen hallinta sekä matala alalle tulon kynnys. Pitkällä aikavälillä tuotetarjoaman mahdollinen kommodisoituminen ja hintojen lasku voivat ajaa alaa myös erilaisiin liiketoimintamalleihin.

Potentiaalia luovat mm. osin hyvä skaalautuvuus, tuotteiden monistettavuus, kysynnän jatkuva uudistuminen, elinikäisen kehittymisen tarve sekä digitalisaatio.

## Toimialan ominaispiirteet

Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluiden toimialan keskeisimpiä ominaispiirteitä ovat:

### 1) Kysynnän korkea suhdanneherkkyys:

Toimialan kysyntä on vahvasti sidoksissa yritysten ja organisaatioiden henkilöstömäärän kehitykseen ja niiden kautta yleiseen talouskehitykseen. Vahvan talouskasvun ympäristössä organisaatiot kasvattavat henkilöstömäärää ja investoivat enemmän henkilöstön osaamiseen ja kilpailukyvyyn kehittämiseen. Matalasuhdanteessa

puolestaan henkilöstömäärä ja investoinnit koulutukseen ja kehittämiseen vähenevät. Lisäksi merkittävä osa toimialan palveluista on ns. ei-kriittisiä kuluja tai investointeja, joita organisaatiot voivat lykätä.

**2) Kysynnän voimakas kausiluonteisuus:** Koska koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluita on tarjottu perinteisesti vain työpäivien puitteissa, on laskutettavaan työhön käytettävien vapaiden päivien määrä jakautunut varsin epätasaisesti eri neljänneksille. Kausiluonteisesti korkeimmat myyntiluvut saavutetaan tyypillisesti vuoden toisella ja eritoten neljännellä neljänneksellä. Kolmas neljännes on alan yhtiöille lomakaudesta johtuen heikoin ja jopa tappiollinen.

**3) Lyhytkestoinen tilauskanta:** Toimialan tilauskannat ovat tyypillisesti lyhytkestoisia ja antavat kohtuullisen näkyvyyden kysyntään korkeintaan kuuden kuukauden päähän. Paras näkyvyys kysyntään saavutetaan pitkäkestoisissa ja jatkuvissa koulutuksissa, kuten esimerkiksi joissain tutkinnoissa ja oppisopimuskoulutuksissa. Pitkäkestoisten koulutuspalveluiden ja -tutkintojen osuus kokonaismarkkinasta on kuitenkin tällä hetkellä melko matala.

**4) Nopeat tuotteiden elinkaaret:** Nopeasta teknisestä kehityksestä ja osaamisvaatimusten muutoksista johtuen toimialan palveluiden ja tuotteiden kysyntä uusiutuu nopeassa syklissä varsinkin Sopranolle tärkeällä ICT-alalla. Kysynnän uudistuessa myös tuotteita on päivitettävä, mikä tuo lisää tuotantokuluja.

**5) Matala alalle tulon kynnys ja pirstaleisuus:**

Toimialalle on suhteellisen matala tulokynnys ja -kustannukset, mikä houkuttaa helposti uusia toimijoita. Pienillä toimijoilla on tyypillisesti erittäin matalat kiinteät kulut, joten ne voivat myydä palveluita keskisuuria ja suuria toimijoita edullisemmin. Laatustandardit (ISO), kokemuksen merkitys ja digitaalisten sisältöjen vaatimat alkupanostukset rajaavat kuitenkin alalle liittymistä.

**6) Tuotteen kommodisoituminen ja hintojen lasku:** Suuren tarjonnan ja matalien alalle tulon esteiden vuoksi toimialan tuotteiden hintojen laskulle ei sinänsä ole alarajaa. Verkko on mahdollistanut monia ilmaisiakin koulutusmahdollisuuksia, joissa palveluntarjoajan liiketoimintamalli voi perustua muuhun kuin asiakkaiden koulutuksesta maksamiseen. Jos tuotteet eivät eroa toisistaan ja niiden tuottaminen helpottuu, ajautuvat hinnat väistämättä laskuun, kun samanlaista tarjontaa on enemmän kuin kysyntää. Toimialalla tätä hidastaa tuotteen erilaistaminen, erikoistuminen tiettyyn alaan sekä brändi- ja laatumieliokuva.

**7) Henkilöstövaltainen tuotanto:** Perinteiset koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut ovat toimintoine erittäin henkilöintensiivisiä ja niiden prosessien automatisointi on haasteellista. Omien henkilöstöresurssien sopeuttaminen kysynnän vaihteluihin on myös hidasta ja kestää suunnitelluineen yleensä 3-6 kuukautta. Tätä auttaa koulutusten monistettavuus ja verkkokoulutuksen trendien kehitys, mutta iso osa koulutuksista järjestetään vielä paikan päällä tai ns. blended-menetelmällä.

## Toimiala 2/3

### **8) Kiinteä ja etupainotteinen kulurakenne:**

Toimialan henkilöstövaltaisuuden takia yhtiöiden kiinteiden kulujen taso on perinteisesti varsin korkea. Tämä johtuu siitä, että henkilöstön työtilojen ja koulutuspalveluiden järjestäminen vaatii paljon toimitilaa. Lisäksi henkilöstö kasvattaa sivukulujen ja hallintokustannusten määrää. Koulutuksen ja valmennuksen järjestämiseen vaaditaan myös suhteellisen paljon valmistelevaa työtä ja etupainotteisia markkinointi-, materiaali-, tuotekehitys ja asiakaspalvelukuluja. Tämä näkyy Sopranolla etenkin koulutusviennissä, johon yhtiö on investoinut jo kolmen vuoden ajan, ja josta ensimmäinen sopimus saatiin vuoden 2020 alussa.

**9) Hyvä skaalautuvuus:** Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut skaalautuvat periaatteessa vahvasti kysynnän mukaan, sillä sekä kiinteät että muuttuvat kustannukset skaalautuvat kysynnän kasvaessa tiettyyn pisteeseen saakka. Lähiopetuksessa raja tulee jossain vaiheessa vastaan, mutta yleisissä verkkokoulutuksissa skaalautuvuus voi olla merkittäväkin.

**10) Monistettavuus:** Koulutus- ja valmennuspalvelut ovat tyypillisesti helposti monistettavia asiakkaalta toiselle, mikä lisää laskutettavaan työhön käytettävissä olevia resursseja ja aikaa sekä laskee tuotekehityksen kustannuksia. Toisaalta palveluiden ja tuotteiden kopiointiin sekä kilpailevien tuotteiden kehitykseen liittyvät esteet ja kustannukset ovat matalat, eivätkä yhtiöt voi siten tyypillisesti erottautua kilpailijoista merkittävästi. Tärkeimpiä

erottautumistekijöitä alalla ovat käsityksemme mukaan palveluiden laatu ja saatavuus. Digitalisaatio ja teknologinen kehitys tulevat puolestaan nostamaan monistettavuuden hyötyjä.

### **11) Elinikäisen oppimisen ja kehittymisen tarve:**

merkittävänä trendinä koulutuksen merkityksen laskun vastaisesti voi kuitenkin nähdä ihmisten tarpeen oppia ja kehittyä koko elinikänsä ajan. Varsinkin Sopranon kannalta tärkeä ICT-ala tarvitsee jatkuvasti uusia tekijöitä ja ala muuttuu nopeasti, jolloin myös koulutustarve on osittain suurta.

# Toimialan logiikkaa

## Kapasiteetin ja käyttöasteen hallinta

|                                    |
|------------------------------------|
| Kysynnän suhdanneherkkyys korkea   |
| Voimakas kausiluonteisuus          |
| Lyhytkestoinen tilauskanta         |
| Ei-liiketoimintakriittinen palvelu |
| Nopeasti uudistuva kysyntä         |

## Skaalautuvuus

|                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------|
| Digitalisaation myötä hyvin kasvavaan kysyntään skaalautuva tuote |
| Tuote monistettavissa                                             |

## Kustannusrakenne

|                                          |
|------------------------------------------|
| Henkilöstövaltainen tuotanto             |
| Korkeat kiinteät kulut                   |
| Isot ja etupainotteiset välilliset kulut |

## Hinnoitteluvoima ja erilaistaminen

|                                    |
|------------------------------------|
| Palvelut ja tuotteet kopioitavissa |
| Matala alalle tulokynnys           |
| Suuri tarjoajien määrä             |
| Jäykkä hinnoittelumalli            |
| Hintojen lasku                     |

- Kapasiteetin hallinta haastavaa
- Etupainotteinen kulutaakka
- Kilpailuettujen saavuttaminen vaikeaa
- Kysyntä uudistuu nopeasti, joten investointien onnistuminen elintärkeää

- Perinteiset palvelut skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti (opetustilan kapasiteetti)
- Digitaalisuus (verkkokoulutus) kasvattaa skaalautumismahdollisuuksia merkittävästi
- Digitaalisuus myös kasvattaa tarjontaa ja voi laskea hintoja

## Optimaalinen liiketoimintamalli:

Mittakaavaedut optimoiva (tarpeeksi iso)  
Digitaalinen + Perinteinen (lähi- ja verkkokoulutus)  
Joustava tuotanto- ja kustannusrakenne (kumppaniverkosto)

# Toimiala 3/3

## Koulutus- ja valmennusmarkkinat vaikeasti rajattavat ja pirstaloituneet

Nykyisen Soprano-konsernin liikevaihdosta lähes 100 % muodostuu Suomen ja Ruotsin työelämän koulutus-, valmennus- ja konsultointimarkkinoilta. Sopranon markkinat ovat kokonaisuutena katsoen hyvin moniulotteiset ja vaikeasti rajattavat, eikä toimialan kokonaiskehityksestä ole tästä syystä saatavilla yhteneväistä markkinatietoa tai ennusteita.

Myös toimialan asiakaskunnan kautta markkinan kehityksen ennakoiminen on varsin haasteellista, sillä asiakaskanta muodostuu laajasta joukosta julkisen sektorin organisaatioita, yrityksiä ja yksityishenkilöitä. Lisäksi toimialan hahmottamista vaikeuttaa se, että tarjonta on pirstaloitunut hyvin laajan toimijajoukon kesken ja palveluita tarjoavat sekä yksityiset että julkiset toimijat.

## Taloukasvu antaa alalle hyvän suuntaviivan

Arviomme mukaan paras indikaattori Sopranon tuloskehityksen ennustamiseen on yleisen talouskehityksen ja erityisesti työllisyyskehityksen muutokset, sillä koulutus- ja valmennuspalveluiden kysyntä on herkkä talouden yleiselle suhdannevaihtelulle. Jo ennen koronaviruspandemiaa yhtiön päämarkkina-alueilla talouskasvun nähtiin hidastuvan, mutta nyt talouden epävarmuus on merkittävästi enemmän koholla. Selvää on, että vuoden 2020 talouskasvu tulee heikkenemään merkittävästi pandemian ja sen leviämisen rajoittamisen seurauksena emmekä näe, että epävarmuus talousinvestoinneissa välttämättä nopeasti

poistuu.

Pandemian talousvaikutuksia on tarkasti vielä vaikea ennustaa, mutta Suomessa mm. Suomen Pankki on kesäkuussa päivitetyn kahden erilaisen skenaarion avulla hahmottanut talouskuvaa. Positiivisemmassa skenaariossa BKT laskisi vuonna 2020 noin 5 %. Pessimistisemmässä skenaariossa talousvaikutukset olisivat pitkäkestoisempia ja talous voisi Suomen Pankin ennusteen mukaan laskea 11 % vuonna 2020. Virallisesti Suomen pankki ennustaa BKT:n laskevan vuonna 2020 noin 7 % ja palautuvan noin 3 %:n kasvuun seuraavina vuosina (2021-2022). Seuraavalla sivulla näkyvän Euroopan komission ennusteen mukaan talouskasvun lasku näkyy myös työttömyyden nousuna, kun vuoden 2019 6,7 %:n työttömyysaste muuttuu vuonna 2020 noin 8,3 %:iin ja pysyy edelleen samalla tasolla noin 7,7 %:ssa vuonna 2021, vaikka talous komission ennusteessa jo kasvaa (2021e: 3,7 %).

Ruotsi on ottanut erilaisen näkökulman koronaviruksen hoitoon ja siellä suhtautuminen on ollut tilanteeseen hieman vapaampaa. Kuitenkin myös siellä talouden odotetaan viime vuoden 1,2 %:n kasvun jälkeen taittuvan vuonna 2020 noin 6 %:n laskuun (Euroopan komissio). Vuonna 2021 talouden odotetaan myös siellä palautuvan noin 4,3 %:n kasvuun U:n tai V:n muotoista elpymistä mukaillen. Työttömyyden odotetaan Euroopan komission ennusteen mukaan nousevan vuoden 2019 noin 6,8 %:sta noin 9,7 %:iin vuonna 2020 ja pysyvän edelleen noin 9,3 %:ssa vuonna 2021. Talouden kasvu ei näy työmarkkinoilla yhtä nopeasti ja voi olla, että seuraavat vuoden ovat

koulutusmarkkinoilla heikot, kun investoinnit keskittyvät elintärkeisiin toimintoihin.

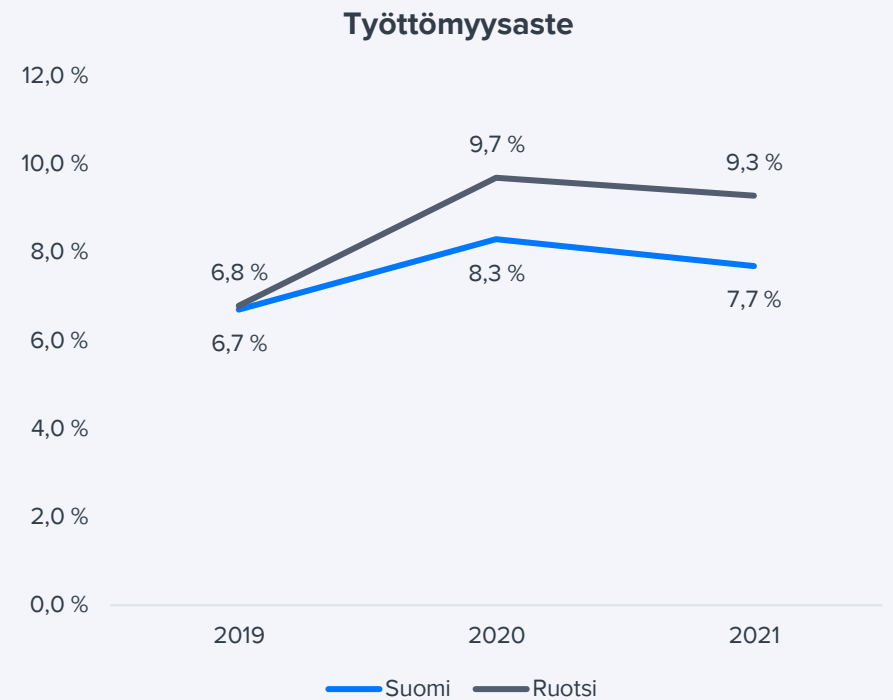
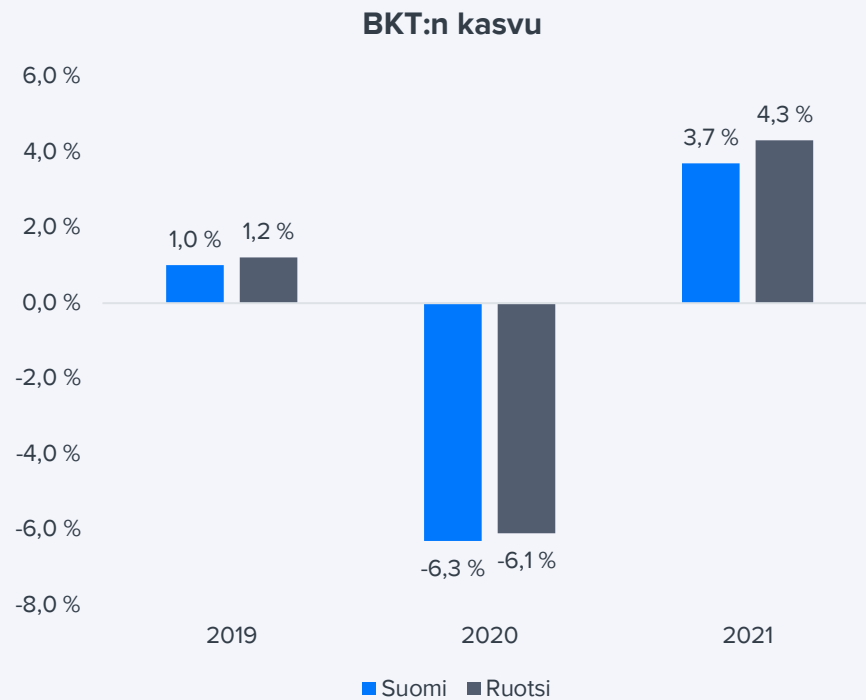
## Suhdannekestävyys alalla testissä

Koulutuksen kysyntä on mielestämme kohtuullisen suhdanneriippuvaista, sillä yrityksen resurssien koulutus on omankaltainen investointi tulevaisuuteen, jolloin epävarmat ajat voivat tätä vähentää. Toisaalta hyvin kilpaillulla alalla kysynnän hiipuminen voi johtaa työntekijöiden lisäkoulutukseen, kun työrintamalla on hieman hiljaisempaa. Tämä on mielestämme ainakin vahva suuntaus digitalisaatiotrendin aallonharjalla lujaa ratsastavalle ICT-alalle (IT Group).

Osaltaan näemme suhdanteita tasapainottavana tekijänä julkisten toimijoiden tarvitseman koulutuksen tasaisuuden. Yrityksien tai julkisten organisaatioiden säästötoimet iskevät kuitenkin yhtiöön ensimmäisten joukossa, sillä näkemyksemme mukaan siitä on helppo karsia kuluja.

Koronaviruspandemian luoma epävarmuus näkyy myös Sopranon kommentteissa, sillä yhtiön mukaan koulutustoimialan markkinaolosuhteet ovat merkittävästi heikentyneet. Uudessa tilanteessa yhtiö on siirtänyt lähiopetukset verkon yli tapahtuviksi etäkoulutuksiksi. Muutos on onnistunut yhtiön mukaan varsin hyvin, mutta koulutusten uusmyynti ei onnistu normaalisti ja asiakkaat peruvat tai siirtävät koulutuksiaan. Yhtiö pyrkii sopeuttamaan kulujaan vastaamaan uutta markkinatilannetta, mutta vaikutuksilta ei voida välttää.

# Taloukasvu hiipuu ja työllisyys heikkenee





# Sijoitusprofiili 1/2

## Sijoitusprofiili

### Käänne- ja kasvuyhtiö

Soprano profiloituu sijoittajan näkökulmasta tällä hetkellä käänneyhtiöksi, joka voisi operatiivisten yhtiöiden osa-alueiden puolesta aloittaa jo kasvuvaiheen. Operatiivisten yhtiöiden (IT Group ja MIF) toimintamaista Suomi on jo saavuttanut hyvän tulokunnan viimeisien vuosien aikana, mutta samaan aikaan kuitenkin Ruotsin ja Venäjän toiminnoissa on vielä yhtiön kommenttien perusteella käännettävää. Kokonaisuutena yhtiöt ovat kuitenkin jo selvästi historiaa kannattavampia.

Muut konsernin osat eivät kuitenkaan ole niin hyvässä tulokunnossa osin yhtiön koulutusviennin investointien vuoksi. Nyt näistä investoinneista päästään poimimaan ensimmäisiä marjoja, mikä voi toimia myös koko konsernin tuloskehityksen kääntäjänä.

### Suhdanneherkkä toimiala

Heikko suhdannekehitys kuitenkin jarruttaa konsernin kehitystä. Sopranon operatiiviset yksiköt toimivat hyvin suhdanneherkillä ja lyhyen näkyvyyden tarjoavilla toimialoilla. Niiden liiketoimintamallien korkea joustavuus vähentää kuitenkin osittain kysynnän vaihteluiden riskejä ja tekee myös kasvusta tyypillisesti hyvin kannattavaa.

### Matala pääoman tarve ja rahoitus turvattu

Yhtiöllä on liiketoiminnassaan matala pääoman tarve, mikä vähentää yhtiön rahoitustarvetta. Viime

vuosina yhtiön taloudellinen tilanne ja taseasema on myös parantunut rakennejärjestelyjen myötä. Viime vuoden koulutusinvestointien ja operatiivisten yhtiöiden pienen tulostason laskun myötä yhtiön kassavarat kuitenkin laskivat viime vuonna ja olivat matalalla tasolla yhtiön lainojen lyhennystarpeeseen sekä markkinatilanteeseen nähden. Kuitenkin alkuvuonna solmitun rahoituspaketin ja koulutusviennistä saadun maksun myötä yhtiön kassatilanne on vahvistunut merkittävästi ja tarjoaa yhtiölle selkeän työrauhan koronavirustilanteen aiheuttaman epävarman markkinatilanteen yli.

### Pieni yhtiö, jolla keskittynyt ja riitautunut omistajarakenne

Yhtiön kolme suurinta omistajaa pitävät hallussaan yli 50 % yhtiön osakkeista ja osakkeiden vapaasti vaihdettavissa oleva määrä (ns. free float) on noin 57 % osakekannasta. Yhtiö on kooltaan sekä markkina-arvoltaan myös hyvin pieni, mikä yhdessä keskittyneen omistarakenteen kanssa nostaa osakkeen tuottovaadetta (ts. likviditeettipreemio).

Sen lisäksi omistajakunnassa näyttäisi olevan erimielisyyksiä yhtiön strategiasta sekä liiketoiminnan suorituksesta, mikä on omiaan lisäämään huonoa ilmapiiriä myös yhtiön sisällä. Yhtiö onkin kutsunut koolle omistajien pyynnöstä ylimääräisen yhtiökokouksen, jossa päätetään hallitusten jäsenten määrästä ja hallituksen jäsenien valinnasta. Ylimääräistä yhtiökokousta vaatineet omistajat edustavat suoraan noin 27 % yhtiön osakkeista ja ovat saaneet tietojemme

mukaan valtakirjoilla noin puolet yhtiön osakkaista kannattamaan hallituksen ja johdon vaihtoa. Muutosta haluavat omistajat eivät ole tyytyväisiä yhtiön osakekurssin ja liiketoiminnan kehitykseen.

Arviomme mukaan tilanne voi aiheuttaa muutoksia yhtiön johdon ja hallituksen kokoonpanoon ja tätä myöten myös yhtiön strategiaan sekä tulevaisuuden suuntaan. Mielestämme selvää on, että molemmat osapuolet varmasti haluavat kasvattaa omistaja-arvoa yhtiön osakkeenomistajille, mutta suorituksesta ja keinoista arvon kasvattamiseen voidaan olla eri mieltä.

Potentiaalisia skenaarioita on tilanteessa monenlaisia, mutta mahdollista on myös se, että yhtiön osat myytäisiin ja yhtiö poistuisi pörssistä. Siinä mielessä yhtiön tulevaisuuden potentiaali jäisi katsastamatta, mutta omistuksissa oleva nykyinen arvo realisoituisi nopeasti. Toimenpiteet tulevat riippumaan hyvin pitkälti siitä minkälainen kokoonpano hallitukseen lopulta jää, ja mikä heidän valitsemansa strateginen polku on.

### Ei selkeitä listattuja verrokkeja

Sopranon profiili poikkeaa merkittävästi muista Helsingin pörssiin listatuista palvelu- ja/tai kehitysyhtiöistä erityisesti koulutuspalveluihin painottuneen toimialafokuksen sekä kehitysyhtiömuotoisen liiketoimintamallin kautta. Näin ollen yhtiölle ei ole mielestämme löydettävissä selkeitä listattuja verrokkeja, joihin Sopranon arvostusta olisi suoraviivaista peilata.

# Sijoitusprofiili 2/2

## Potentiaali

Osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskasvu:** Rakennejärjestelyt ovat keventäneet konsernin kulutaakkaa ja operatiiviset yhtiöt ovat kannattavia, joten tuloskasvuun on aineksia.
- **Koulutusviennin potentiaali:** Yhtiö on saanut ensimmäisen merkittävän koulutusvientisopimuksen ja jatko riippuu sen onnistumisesta.
- **Verkkokoulutuksen skaalautuvuus ja kasvu:** Yhtiö panostaa etä- ja verkkokoulutukseen, jotka skaalautuvat ja kasvavat perinteistä koulutusta helpommin.
- **Palveluiden jatkuvuus:** Yhtiön koulutukset perustuvat osin pitkäkestoisiin tutkintoihin ja tarjoavat jatkuvuutta yhtiön liiketoimintaan.
- **Matala pääoman tarve:** Sopranon liiketoimintamalli sitoo tyypillisesti vain vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat maltilliset. Näin ollen yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on hyvä.

## Heikkoudet

- **Markkina- ja toimialariskit:** Soprano toimii hyvin suhdanneherkillä toimialoilla, minkä vuoksi kysynnän vaihtelut ovat suuria ja ennustettavuus heikkoa. Koulutus- ja valmennuspalvelut ovat lisäksi erittäin kilpailtuja, pirstaloituneita ja alalle tulon kynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti

kilpailutilannetta ja heikentää Sopranon markkina-asemaa tai hinnoitteluvoimaa.

- **Koulutuksen kommodisoituminen:** Teknologinen kehitys ja tarjonnan kasvu voi laskea koulutuksen hintaa merkittävästi.
- **Investointien epäonnistuminen:** Yhtiö on investoinut merkittävästi koulutusvientiin ja ensimmäisen projektin onnistuminen on toiminnan jatkuvuudelle elintärkeää.
- **Henkilöriskit:** Sopranon liiketoiminta on hyvin riippuvaista avainhenkilöstön sekä ulkopuolisten valmentajien ja kouluttajien osaamisesta ja saatavuudesta.
- **Kehittyvien markkinoiden riskit:** Yhtiön koulutusviennin projektit suuntautuvat ainakin tällä hetkellä hyvin paljolti kehittyviin maihin, jotka voivat sisältää merkittäviä taloudellisia tai poliittisia riskejä

# Sijoitusprofiili

1.

**Käänneyhtiön profiili**

2.

**Koulutusviennin mahdollisuus**

3.

**Verkkokoulutuksen skaalautuvuus**

4.

**Kevyt liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän kassavirran**

5.

**Omistajien väliset erimielisyydet yhtiön suunnasta voi muuttaa yhtiötä**

## Potentiaali



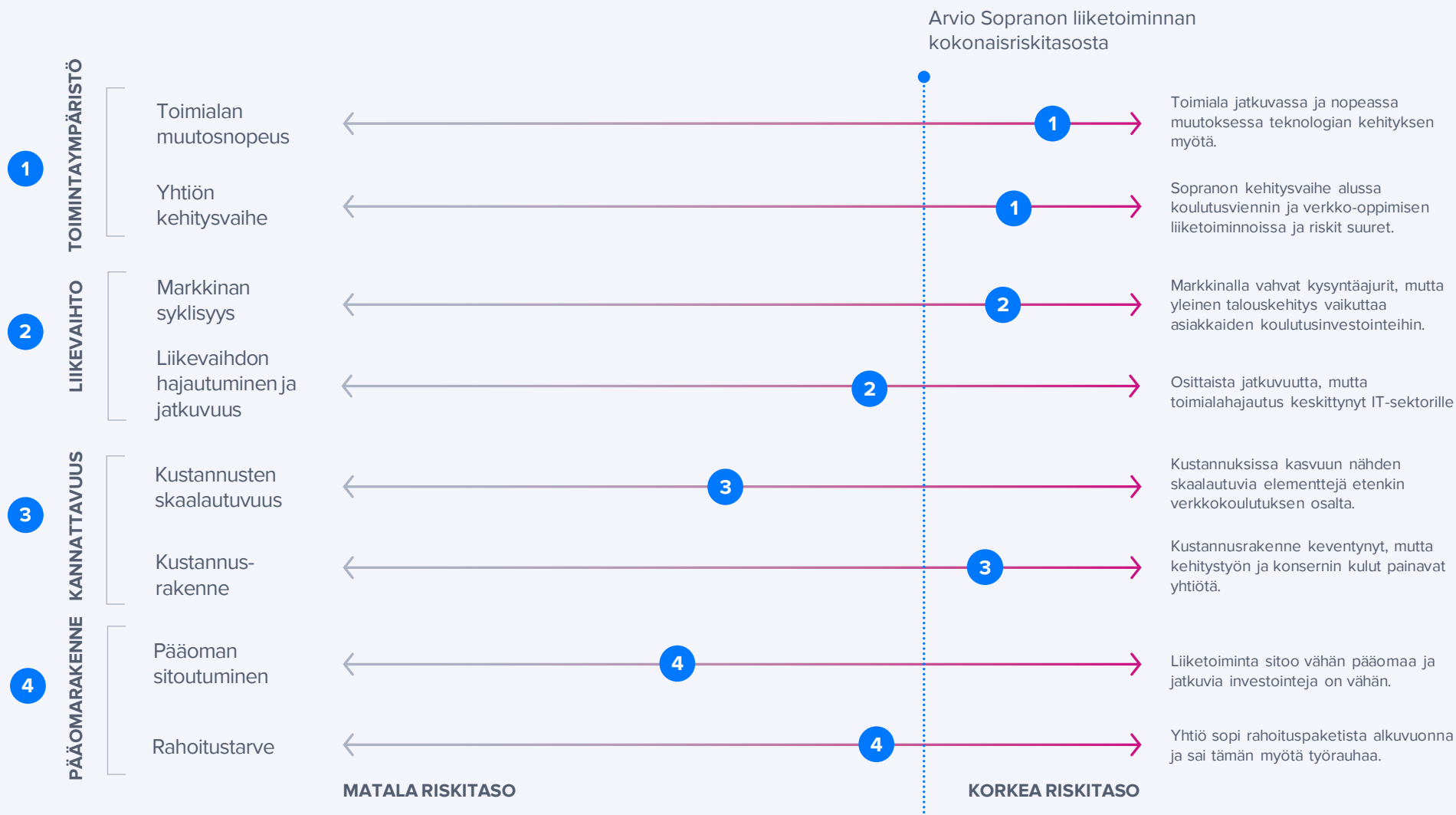
- Tuloskasvu
- Koulutusviennin ensimmäinen projekti ja tulevaisuuden potentiaali
- Verkkokoulutuksen luoma skaalautuvuus
- Matalat pääomatarpeet
- Operatiivisten yhtiöiden luoma kassavirta
- Osin jatkuvaa liiketoimintaa

## Riskit



- Markkina- ja toimialamuutokset
- Kilpailuaseman muutokset
- Alan hintakilpailun kiristyminen ja tarjonnan kasvu
- Merkittävien investointien epäonnistuminen
- Henkilöriskit
- Teknologiariskit

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden perustelut

Ennustamme Sopranon liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä yhtiön näkymien, operatiivisten segmenttien tilauskannan sekä julkaistujen sopimusten perusteella. Kannattavuudessa pyrimme konsernitasolla seuraamaan yhtiön kulurakenteen kehitystä, mutta pääosin kannattavuutta arvioidaan segmenttikohtaisesti yhtiöiden liiketoimintojen kehityksen kautta.

Pidemmälle aikavälille ennusteemme perustuvat yleisen talouskehitykseen ja näemme kasvun olevan pitkällä aikavälillä noin 1,5 % vuosittain. Emme näe, että ala kasvaisi ikuisuuteen arvioimaamme talouskasvua (1-2 %) nopeammin. Kannattavuudessa olemme pitkällä aikavälillä lähivuosien alapuolella noin 5 %:n liikevoittomarginaalissa alan kohtaaman hintapaineen vuoksi.

Sopranon liiketoiminnan muutoksen ja lyhyen näkyvyyden vuoksi liikevaihdon sekä tuloksen ennustaminen useiden vuosien päähän yhtiölle on haastavaa, minkä vuoksi emme arvonmäärityksessämme anna suurta painoarvoa pitkän aikavälin ennusteillemme.

## Vuonna 2020 näkyy ensimmäinen koulutusprojekti ja talouden hidastuminen

Yhtiön toimintamaissa talouskasvun odotetaan vuonna 2020 laskevan noin 6 %:lla ja se tulee myös arviomme mukaan näkymään yhtiölle liikevaihdon laskuna tärkeimmissä operatiivisissa segmenteissä. Ensimmäinen koulutusvientihanke kuitenkin nostaa koko konsernin liikevaihdon maltillisesti yli vuoden 2019 tason ja parantaa yhtiön merkittävästi tulosta.

Odotamme vuoden 2020 liikevaihdon olevan 15,8 MEUR ja kasvavan vuodesta 2019 noin 6,3 %:lla (2019: 14,9 MEUR). Liikevoiton odotamme nousevan vuonna 2020 0,36 MEUR:oon vuoden 2019 0,08 MEUR:sta ja liikevoittomarginaalin olevan 2,3 % (2019: 0,6 %). Emme odota yhtiöltä oikaisueriä, joten raportoidut ja oikaistut luvut ovat samat.

## Operatiiviset segmentit

Liikevaihtoon negatiivisesti vuonna 2020 vaikuttavat yhtiön operatiiviset segmentit. Odotamme IT Groupin liikevaihdon laskevan 25 % noin 7,5 MEUR:oon (2019: 9,9 MEUR). Liikevaihdon laskua ajaa 18 % vertailukautta alhaisempi tilauskanta yhden yksittäisen ja ison asiakkaan poistumista heijastellen. Volyymien laskun myötä näemme liikevoiton heikentyvän noin 0,11 MEUR:oon vuoden 2019 0,51 MEUR:sta ja marginaalin olevan 1,5 %:n tasolla (2019: 5,1 %). Kannattavuutta tasapainottaa poistuneen asiakkaan matala katetaso, mutta heikentää koronan vuoksi hiljentyneet liiketoiminta.

MIF:n osalta odotamme liikevaihdon laskevan 3,5 %:lla vuodesta 2019 noin 4,4 MEUR:oon. Liikevaihdon tasoa ylläpitää yhtiön maalikuussa noin 5 % korkeammalla tasolla ollut tilauskanta sekä asiakkaissa epävarmuutta aiheuttaneet ammatillisten tutkintojen reformin vaikutuksen hälvähtyminen. Liikevoiton odotamme laskevan 0,28 MEUR:oon vuoden 2019 0,48 MEUR:sta ja marginaalin olevan 6,4 % (2019: 10,2 %). Kannattavuuden laskuun vaikuttaa etenkin alkuvuonna hiljentyneet liiketoiminta.

Alkuvuoden hidastuvaan ja hiljentyvään liiketoimintaan molemmissa operatiivisissa

segmenteissä on syynä koronavirustilanteen vuoksi tapahtuneiden koulutuksien siirtymiset ja peruuntumiset. Odotamme näiden näkyvän etenkin H1:n luvuissa liikevaihdon laskuna sekä heikompana tuloksena. Koulutuksien siirto ja peruuntuminen iskevät nopeammin yhtiön yläriveille kuin yhtiö pystyy arviomme mukaan toimintonsa sopeuttamaan, jonka vuoksi varsinkin H1 on näkemyksemme mukaan vielä yhtiöllä heikko. Odotamme H2:lle kuitenkin jo parempaa kehitystä etenkin MIF:ltä. IT Groupilla tilauskannan taso heijastuu puolestaan myös koko loppuvuoden suoritukseen. Yhtiö itse arvioi koulutuspalveluiden myynnin parantuvan jo lähemmäs ajankohdan normaalia myyntiä vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä, mutta mielestämme epävarmuus asiakkaiden päätöksissä voi viipyä vielä pidempään.

## Yhteiset erät

Emoyhtiö Soprano Oyj:n kanssa samassa yhteiset erät -segmentissä raportoidaan konsernin vientihanke MIF Academy sekä osakkuusyhtiöt Ambientia E-commerce Oy -konserni ja Brain Alliance Oy.

Odotamme segmentissä raportoitavan emoyhtiön liikevaihdon ja kulujen pysyvän suhteellisen tasaisena seuraavien vuosien ajan. Liikevaihdoissa näkyy konserniyhtiöille tuotetut toiminnot ja vuokratuotot sekä kuluissa yhtiön konsernikulut (mm. hallinto).

Liikevoiton jälkeen raportoiville osakkuusyhtiöiltä odotamme heikkenevää tulokehitystä vuodelle 2020 ja näiden vaikuttavan yhtiön tulokseen noin 0,2 MEUR negatiivisesti.

## Ennusteet 2/3

Lähivuosina näemme osakkuusyhtiöiden merkityksen ja tulosvaikutuksen pienentyvän hiljalleen, mutta olevan vielä negatiivinen (2021e: -0,15 MEUR, 2022e: -0,10 MEUR). Odotamme osakkuusyhtiöissä tapahtuvan järjestelyjä lähivuosien aikana, mutta merkittäviä taloudellisia vaikutuksia näillä ei näkemyksemme mukaan tule olemaan.

### MIF Academy

Yhteisten erien liiketoimintaan ja myös koko konsernin numeroihin vuonna 2020 vaikuttaa merkittävästi yhtiön koulutusvientihanke (MIF Academy), joka sai ensimmäisen merkittävän sopimuksen ammatillisen koulutusjärjestelmän uudistamisesta Aasiassa sijaitsevaan valtioon. Tämä näkyy vuonna 2020 selvänä liikevaihdon ja tuloksen kasvuna.

Kuluvan vuoden osuus kaikkiaan 7,8 MEUR:n sopimuksesta on noin 4 MEUR ja vuodelle 2021 noin 3,8 MEUR. Jatko vuodelle 2021 riippuu hankkeen ensimmäisen osan onnistumisesta. Arvioimme, että kannattavuus on hankkeessa hyvä, sillä yhtiö pystyy käyttämään hankkeessa jo olemassa olevia tuotteitaan ja palveluitaan. Kuluvalle vuodelle ennustamme hankkeen tekevän noin 20 %:n liikevoittomarginaalia ja ensi vuonna hieman enemmän (25 %), kun aloitusvaiheen kustannuksia ei ole ja työt loppuvaiheessa helpottuvat.

Odotamme hankkeiden myös jatkuvan tulevaisuudessa ja vuosittain hankkeiden koot ovat arvioimme mukaan noin 3-5 MEUR:n luokkaa. Kannattavuuden odotamme puolestaan pysyvän hyvällä tasolla yhtiön voidessa hyödyntää ensimmäisen projektin mukanaan tuomaa kokemusta ja sen aikana syntyneitä tuotteita.

Epävarmuus hankkeiden jatkuvuudesta on kuitenkin vielä suurta, joten pitkän aikavälin potentiaaliin tulee suhtautua varauksella.

Sopimus on yhtiön tiedotteen mukaan tehty maksukykyisen valtion kanssa, mutta sopimukseen liittyy silti valuuttakurssiriski. Huhtikuussa tehdyn sopimuksen allekirjoituksen jälkeen kehittyvien maiden valuutat ovat vahvistuneet alkuvuoden selkeästi heikentymisestä, mutta niissä on riskejä isoillekin muutoksille verrattain lyhyessäkin ajassa. Tämä puolestaan kääntää hankkeen riskitason hyvin korkeaksi ja myös herkäksi paikallisille tai globaaleille rahoitusmarkkinoiden tilanteille.

### Osakekohtainen tulos nousee

Odotamme liikevoiton parantumisen kuittaavan osakkuusyhtiöiden heikot tulokset ja nostavan tulostason myös alariveillä vertailukauden yläpuolelle. Rahoituskulut nousevat arviomme mukaan vuonna 2020 hieman kasvaneen velkataakan myötä, mutta veroissa yhtiö pystyy hyödyntämään vahvistettuja tappioitaan viime vuosilta. Ennustamme nettotuloksen nousevan 0,14 MEUR:oon (2019: -0,09 MEUR). Odotamme yhtiön maksavan hybridilainojaan kuluvana vuonna ja näin korkojen pienentyvän, mikä vaikuttaa hieman positiivisesti osakekohtaiseen tulokseen. Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,00 euroon (2019: -0,01 euroa). Osinkoa emme odota yhtiön maksavan ollenkaan alhaisesta tuloksesta ja rahoituspaketin osingonjakokiellosta (31.12.2020 asti) johtuen.

### Yhtiön ohjeistus muuttui kesäkuussa

Yhtiö ohjeisti aikaisemmin vuodelle 2020, että liikevaihto ja tulos laskisivat. Yhtiön kuitenkin antoi

tulosvaroituksen 11.6.2020 ja odottaa nyt liikevaihdon kasvavan maltillisesti ja liiketuloksen paranevan selvästi.

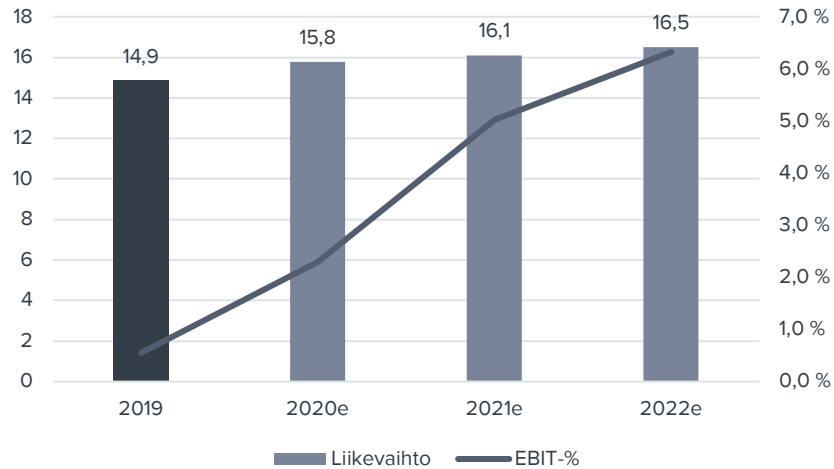
Yhtiön mukaan alkuvuosi on ollut odotetusti koronaviruksen vuoksi erittäin haasteellinen. Liikevaihto ja kannattavuus ovat olleet selkeästi edellisvuotta jäljessä. Soprano on pystynyt kuitenkin koulutusvientihankkeella korvaamaan koronaviruksen aikana lähimarkkinoilla heikentyneen kysynnän. Tiedotteen mukaan yhtiön vertailukelpoinen tilauskanta on tällä hetkellä 20 % suurempi kuin vastaavaan aikaan edellisellä tilikaudella, joka tukee myös liikevaihdon kasvua lähivuosien aikana.

Riskejäkin tähän ohjeistuksen nostoon vaikuttaneeseen koulutusvientihankkeeseen kuitenkin liittyy, sillä toistaiseksi tuntemattoman Aasian valtion valuuttakurssin romahdus tai lasku voisi aiheuttaa isojakin vaikutuksia hankkeen kehitykseen ja yhtiö sanookin, että ennustamiseen liittyy nyt paljon epävarmuutta.

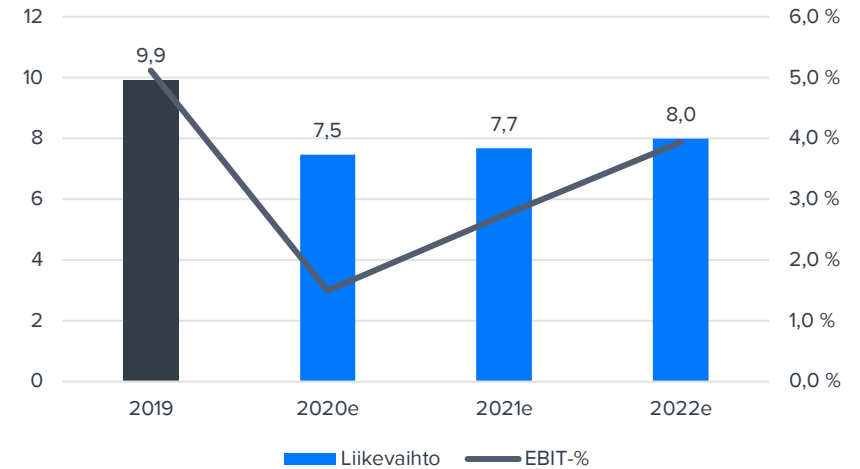
Näemme itse koronavirustilanteen kehittyneen alkukevään tilanteesta parempaan suuntaan ja julkisten tilojen sekä koulujen avaukset touko/kesäkuussa antavat koulutuksien järjestämiselle paikan päällä myös virallista tukea. Samalla arvioimme ennusteissamme, että tilanne helpottuu vuoden loppua kohti mentäessä edelleen ja konsernin yhtiöt pääsevät jatkamaan koulutuksiaan, tosin poikkeusoloin. Koulutusvientihankkeen onnistuessa ja valuuttakurssin pysyessä suhteellisen suotuisana näemme operatiivisten yhtiöiden tuloslaskun jäävän selvästi alle koulutusvientihankkeesta tulevan tulosparannuksen.

# Ennusteet segmenteittäin

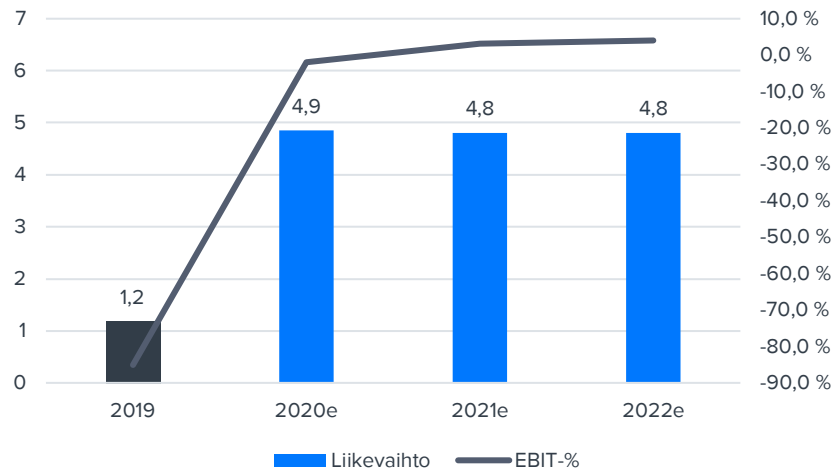
Konserni



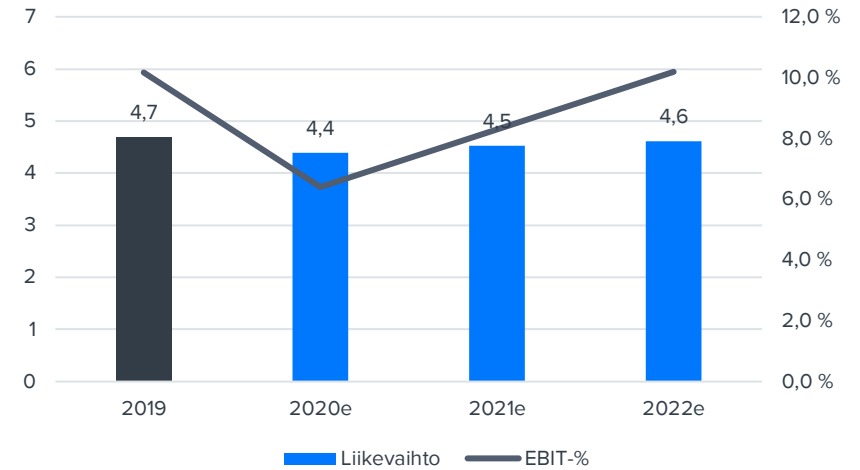
IT Group



Yhteiset erät



MIF



# Ennusteet 3/3

## 2021-2022: koulutusvientihankkeet jatkuvat ja operatiiviset segmentit parantavat menoaan

Lähivuosina näemme yhtiön operatiivisten yhtiöiden tulostulokunnon palautuvan hiljalleen talousympäristön vakiintumisen myötä, mutta olevan vielä alle vuoden 2019 tason. Aasian koulutusvientihankkeen toinen osa on myös ennusteissamme mukana, vaikka sen toteutumiseen ja kannattavuuteen liittyikin vielä epävarmuustekijöitä.

Vuonna 2022 näemme operatiivisten segmenttien pääsevän jälleen talouskasvun avittamana selvään kasvuun ja myös kannattavuuden nousevan lähemmäs vuosien 2017-2019 tasoa. Koulutusvientihankkeille odotamme myös jatkoa vuodelle 2022, mutta tämänkaltaiseen projektiliiketoimintaan liittyy aina riski siitä, että tilauksia ei tulekaan odotuksien mukaisesti. Tällä hetkellä koulutusviennin hankkeiden tarjouskanta on globaalisti yhtiön mukaan kuitenkin laaja ja näemme, että uusia sopimuksia voitaisiin nähdä tulevina vuosina lisää.

Odotamme liikevaihdon vuonna 2021 olevan 16,1 MEUR:ssa ja nousevan vertailukaudesta noin 2 %:lla ja edelleen vuonna 2022 noin 2,5 %:lla 16,5 MEUR:oon. Liikevoiton odotamme edellä mainituista syistä nousevan vuonna 2021 noin 0,81 MEUR:oon (EBIT-%: 5,0 %) ja edelleen vuonna 2022 noin 1,05 MEUR:oon (EBIT-%: 6,3 %).

## 2023 eteenpäin

Vuonna 2023 ja siitä eteenpäin yhtiön tulostulokitys hieman tasaantuu ennusteissamme.

Odotamme vuonna 2023 yhtiön liikevaihdon ja tulosmarginaalin vielä hieman kasvavan, mutta pitkällä aikavälillä odotamme kasvun hiipuvan noin globaalia talouskasvu vastaavalle 1,5 %:n tasolle. Liikevoittomarginaalin odotamme konsernitasolla laskevan pitkällä aikavälillä noin 6 %:sta noin 5 %:iin. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat yhtiön viime aikaiseen suoritukseen nähden korkeat, mutta haarukoimamme yhtiön potentiaalin (EBIT-%: 5-8 %) alarajalla. Sijoittajan on kuitenkin vaikea tässä vaiheessa lähteä nojaamaan suurella todennäköisyydellä tai painoarvolla skaalautuvien liiketoimintojen potentiaaliin tai alati kasvaviin koulutusvientihankkeisiin, sillä näiden tarjoamat kasvu- ja kannattavuusnäytöt ovat toistaiseksi rajallisia.

Merkittävimmät riskit ennusteissamme liittyy koulutusvientihankkeen epäonnistumiseen operatiivisesti tai esim. valuuttariskien realisoitumisen vuoksi. Lisäksi taloustilanteen heikentyminen odotettua syvemmin taantumaan tai koronaan liittyvien rajoitusten ja epävarmuuden pitkittyminen ovat isoina riskeinä operatiivisten yhtiöiden kehitykselle. Osakkuusyhtiöistä voi myös tulla epämurkavia yllätyksiä, sillä niiden tulostulokunto ei ole ollut hyvä.

Positiiviset riskit liittyvät yhtiön palveluiden ja koulutusten skaalautuvuuteen, koulutusvientihankkeiden odotuksia parempaan kehitykseen tai taloustilanteen merkittävän nopeaan palautumiseen ja kysynnän kasvuun.



# Kvartaaliennusteet

| Tuloslaskelma                      | 2017        | 2018         | H1'19       | H2'19        | 2019         | H1'20e       | H2'20e      | 2020e        | 2021e       | 2022e       |
|------------------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>15,8</b> | <b>15,5</b>  | <b>8,0</b>  | <b>6,9</b>   | <b>14,9</b>  | <b>7,3</b>   | <b>8,5</b>  | <b>15,8</b>  | <b>16,1</b> | <b>16,5</b> |
| IT Group                           | 9,7         | 10,6         | 5,3         | 4,6          | 9,9          | 3,8          | 3,7         | 7,5          | 7,7         | 8,0         |
| MIF                                | 6,2         | 4,9          | 2,5         | 2,2          | 4,7          | 2,2          | 2,2         | 4,4          | 4,5         | 4,6         |
| Yhteiset erät                      | 0,6         | 0,5          | 0,5         | 0,6          | 1,2          | 1,7          | 3,2         | 4,9          | 4,8         | 4,8         |
| Konsernierät                       | -0,7        | -0,4         | -0,4        | -0,5         | -0,9         | -0,5         | -0,5        | -0,9         | -0,9        | -0,9        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>1,0</b>  | <b>0,7</b>   | <b>0,8</b>  | <b>0,5</b>   | <b>1,4</b>   | <b>0,5</b>   | <b>1,1</b>  | <b>1,6</b>   | <b>2,1</b>  | <b>2,2</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -0,4        | -0,3         | -0,6        | -0,7         | -1,29        | -0,6         | -0,6        | -1,27        | -1,27       | -1,20       |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>0,66</b> | <b>0,41</b>  | <b>0,20</b> | <b>-0,12</b> | <b>0,08</b>  | <b>-0,08</b> | <b>0,44</b> | <b>0,36</b>  | <b>0,81</b> | <b>1,05</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>0,66</b> | <b>0,41</b>  | <b>0,20</b> | <b>-0,12</b> | <b>0,08</b>  | <b>-0,08</b> | <b>0,44</b> | <b>0,36</b>  | <b>0,81</b> | <b>1,05</b> |
| IT Group                           | 0,44        | 0,79         | 0,41        | 0,10         | 0,51         | 0,03         | 0,08        | 0,11         | 0,21        | 0,31        |
| MIF                                | 0,7         | 0,5          | 0,3         | 0,2          | 0,5          | 0,1          | 0,2         | 0,3          | 0,4         | 0,5         |
| Yhteiset erät                      | -0,6        | -0,9         | -0,6        | -0,4         | -1,0         | -0,2         | 0,1         | -0,1         | 0,2         | 0,2         |
| Konsernierät                       | 0,0         | 0,0          | 0,1         | 0,1          | 0,1          | 0,0          | 0,0         | 0,1          | 0,1         | 0,1         |
|                                    |             |              |             |              |              |              |             |              |             |             |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta | 0,01        | -0,23        | -0,06       | -0,12        | -0,18        | -0,11        | -0,10       | -0,21        | -0,15       | -0,10       |
| Nettorahoituskulut                 | -0,38       | -0,33        | -0,10       | -0,11        | -0,20        | -0,10        | -0,12       | -0,22        | -0,18       | -0,18       |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>0,28</b> | <b>-0,15</b> | <b>0,04</b> | <b>-0,35</b> | <b>-0,30</b> | <b>-0,29</b> | <b>0,22</b> | <b>-0,07</b> | <b>0,48</b> | <b>0,77</b> |
| Verot                              | 0,22        | 0,436        | 0,00        | 0,210        | 0,21         | 0,09         | 0,12        | 0,21         | 0,20        | 0,17        |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,00        | 0,00         | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00        | 0,00         | 0,00        | 0,00        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>0,50</b> | <b>0,29</b>  | <b>0,05</b> | <b>-0,14</b> | <b>-0,09</b> | <b>-0,20</b> | <b>0,34</b> | <b>0,14</b>  | <b>0,68</b> | <b>0,94</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,02</b> | <b>0,01</b>  | <b>0,00</b> | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,03</b> | <b>0,05</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,02</b> | <b>0,01</b>  | <b>0,00</b> | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,03</b> | <b>0,05</b> |

| Tunnusluvut                          | 2017   | 2018    | H1'19   | H2'19    | 2019    | H1'20e   | H2'20e   | 2020e   | 2021e   | 2022e  |
|--------------------------------------|--------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|---------|---------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -5,1 % | -1,7 %  | -3,0 %  | -5,9 %   | -4,4 %  | -9,0 %   | 24,1 %   | 6,3 %   | 1,9 %   | 2,5 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> |        | -37,7 % | -21,4 % | -176,5 % | -80,0 % | -138,2 % | -470,2 % | 343,0 % | 122,2 % | 29,3 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 6,6 %  | 4,6 %   | 10,5 %  | 7,7 %    | 9,2 %   | 7,5 %    | 12,7 %   | 10,3 %  | 12,9 %  | 13,6 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 4,2 %  | 2,6 %   | 2,5 %   | -1,7 %   | 0,6 %   | -1,1 %   | 5,2 %    | 2,3 %   | 5,0 %   | 6,3 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 2,6 %  | 1,2 %   | 0,6 %   | -3,5 %   | -1,3 %  | -2,7 %   | 3,2 %    | 0,5 %   | 4,1 %   | 5,7 %  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/6

## Arvostuksen ajurit

Hinnoittellemme Sopranoa ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien sekä yhtiön osien summa -laskelman kautta. Suosimme tulos pohjaisista kertoimista arvonnäärityksessämme erityisesti P/E-kerrointa, sillä se ottaa huomioon yhtiön osakkuusyhtiöiden tulokset sekä yhtiön alhaisen veroasteen. Lisäksi käytämme EV-pohjaisia-kertoimia, jotka kuvaavat paremmin yhtiön operatiivista suoritusta ja kassavirtaa. EV/EBIT-kertoimen käyttö tosin kärsii IFRS 16 -muutoksista merkittävästi, sillä laskelmiemme mukaan yritys arvo nousi muutoksien myötä noin 20 %, mutta liikevoitto jäi suhteellisen ennalleen.

Sopranon osakkeen kehitys on viime vuosina ollut laskusuuntaista ja osakkeen vähäisen vaihdon sekä yhtiön pienen markkina-arvon vuoksi osakkeen liikkeet voivat olla hyvin rajuja. Alkuvuoden yleisen markkinalaskun jälkeen osake on maaliskuun pohjilta noussut yli 100 %, kun yhtiö ilmoitti koulutusvientisopimuksestaan. Sopimuksen aikaansaanti on saanut sijoittajat jälleen luottamaan enemmän yhtiön tulos kasvun ja käänne potentiaaliin, jota jo osin yhtiön osakkeessa hinnoitellaan. Viimeisinä vuosina yhtiön taloudellinen tilanne on myös ollut sijoittajien huulilla ja myös yhtiön kriisiytymistä on hinnoiteltu osakkeeseen. Nyt isoin riski sen suhteen on arviomme mukaan kuitenkin poistunut. 11.6.2020 annettu tulos varoitus myös varmasti parantaa markkinoiden luottamusta yhtiöön ja nostaa myös yhtiölle hyväksyttävää arvostusta.

## Hyväksyttävä arvostus

Odotamme Sopranolta merkittävää tulos kasvua seuraavilta vuosilta (2018-2021e EPS-kasvu: +50 % CAGR). Yhtiön suoriutuminen menneiden vuosien lupauksiin nähden kuitenkin nostaa käänteeseen liittyviä riskejä ja alentaa tulos kasvupotentiaalille hyväksyttävää arvostustasoa. Lisäksi yhtiön riskitasoa nostaa merkittävät yksittäiset hankkeet (koulutusvienti), joilla voi olla isoja vaikutuksia yhtiön tulevaisuuden potentiaalin arviointiin. Markkinan kysynnän suhdanneriippuvuus (ei defensiivisyyttä) on myös yksi tärkeä arvostukseen vaikuttava tekijä.

Hyväksyttävää tasoa voi nostaa tulos kasvuun sekä käänteeseen lisääntyneen luottamuksen lisäksi yhtiön pyrkimykset lisätä palveluiden skaalautuvuutta ja monistettavuutta, jolloin yhtiötä voitaisiin hinnoitella lähemmäs kansainvälisiä verrokkeja. Nykyisellä liiketoimintarakenteella pidämme odotuksemme vielä maltillisena.

Hyväksymämme arvostushaarukka nojaa yllä oleviin perusteluihin, mutta on yhtiön kehitysvaihe huomioon ottaen altis myös nopeille muutoksille. Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä tulos pohjainen arvostustaso nojaa 10-14x P/E-kertoimeen ja 5-7x EV/EBITDA-kertoimeen, joissa nojaamme tällä hetkellä keskivaiheen tasolle.

## Sopranon arvostuksessa huomioon otettavat tekijät

- Käänneyhtiön profiili
- Merkittävä tulos kasvupotentiaali
- Tase asema vahvistunut
- Markkina suhdanteista riippuvainen
- Heikko historiallinen suoritus laskee hyväksyttävää arvostusta
- Markkinoiden luottamus yhtiöön vielä matalalla
- Merkittäviä riskejä yksittäisissä hankkeissa
- Todisteet potentiaalista vielä saavuttamatta

# Arvonmääritys 2/6

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Absoluuttisilla tulostekertoimilla Soprano on vuodelle 2020 hinnoiteltu käännetyhtiölle tyypillisesti hyvin korkealle. P/E-kerroin on yli 40x ja EV/EBITDA-kerroin noin 7x. Kuluvana vuonna tuloksiin ja sitä kautta kertoiimiin vaikuttaa kuitenkin hyvin paljon koronan aiheuttamat rajoitukset sekä toimenpiteet. Vuoteen 2020 liiaksi nojaaminen on mielestämme tämän vuoksi hieman harhaanjohtavaa eikä kerro oikeaa kuvaa yhtiön normalisoidusta tulostasosta.

Nojaammekin arvonmäärityksessämme jo vuoteen 2021, jonne yhtiön tulostekertoimet vaikuttavat ennustamaamme tulostasvuun nähden jo kohtuullisilta (P/E: 11,5x, EV/EBITDA: 5,9x). Vuodelle 2021 odotuksissamme on, että tilanne operatiivisilla yhtiöillä paranee hieman, mutta on vielä selvästi alle vuoden 2019 tasojen. Jos maltillisten ennusteidemme tulostasvu realisoituu tai toteutuu odotuksiamme vahvempaan, voi kertoiimissa nähdä vielä selkeää nousuvaraa, kun luottamus yhtiön suorituskeeseen markkinoilla vahvistuu.

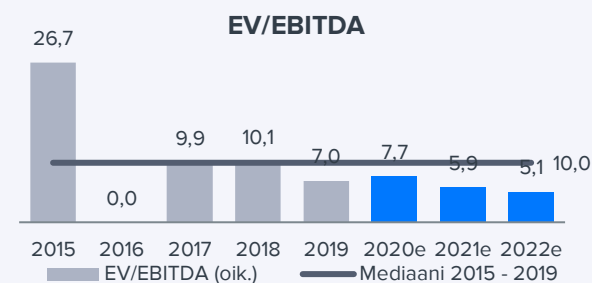
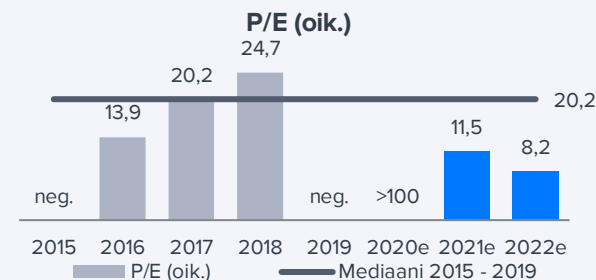
Volyympiperusteisesti yhtiön 0,8x:n tasolle asettuva pitkän aikavälin keskiarvo on yhtiölle mielestämme hyvä noja. IFRS 16 -muutokset kuitenkin nostavat kerrointa noin 20 %, jonka vuoksi yhtiö saa mielestämme tukea nykyisin noin 0,7-1,0x tasoilta. Nyt EV/Liikevaihto-kerroin (2020e: 0,8x) on yhtiölle haarukoimaamme tukitasoon nähden alarajoilla. Nousu nykyisiltä tukitasoilta vaatisi mielestämme näyttöjä yhtiön paremmasta kannattavuudesta ja kasvusta. Tällöin nousu 2010-luvun alkupuolen kertoiimien tasolle (1-2x) ei olisi poissuljettua.

Osinkotuotto ei mielestämme ole yhtiön osakkeelle merkittävä ajuri lyhyellä aikavälillä. Yhtiö näyttäisi olevan halukas maksamaan osinkoa lähitulevaisuudessa, mutta myös investoinnit tulevaisuuteen ovat yhtiölle kriittisiä, jotta koulutusviennin ja digitaalisten koulutuspalveluiden potentiaali saadaan realisoitua. Ennusteissamme odotamme yhtiön maksavan osinkoa vasta vuoden 2021 tuloksesta.



| Arvostustaso          | 2020e | 2021e  | 2022e  |
|-----------------------|-------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 0,40  | 0,40   | 0,40   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 18,6  | 19,0   | 19,2   |
| Markkina-arvo         | 7,4   | 7,4    | 7,4    |
| Yritysarvo (EV)       | 13    | 12     | 11     |
| P/E (oik.)            | >100  | 11,5   | 8,2    |
| P/B                   | 1,5   | 1,4    | 1,3    |
| P/S                   | 0,5   | 0,5    | 0,4    |
| EV/Liikevaihto        | 0,8   | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 7,7   | 5,9    | 5,1    |
| EV/EBIT (oik.)        | 34,5  | 15,0   | 11,0   |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 43,5 % | 35,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 3,9 %  | 4,4 %  |

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/6

## Verrokkianalyysi

### Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Sopranolle ei ole saatavissa kovinkaan hyvää vertailuryhmää. Yhtiö on alallaan varsinkin Pohjoismaissa yksi harvoja listattuja koulutusyhtiöitä. Vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia sekä tulosajureiltaan samankaltaisia koulutus- ja valmennustoimialan yhtiöitä on harvassa. Tämän vuoksi Sopranolle muodostamamme yhdeksän yhtiön laajuinen verrokkiryhmä toimii vain muun arvonmäärityksen tukena.

Suomesta mielestämme suhteellisen lähelle yhtiön liiketoimintaa tai kokoa on markkinointiviestintäyhtiö Avidly ja Wulff Group. Myös konsulttiyhtiö Trainers House voisi olla yhtiölle hyvä verrokki, mutta siitä ei ole saatavilla konsensusennusteita. Wulff sekä Avidly ovat molemmat kokoluokaltaan, kasvultaan, kannattavuudeltaan ja markkina-arvoltaan Sopranolle kohtuullisen hyviä verrokkeja, mutta yhtiöiden liiketoiminta poikkeaa toisistaan kuitenkin paljon. Wulffilla ja Sopranolla on mielestämme kuitenkin mm. suhdanneriippuvuuden suhteen paljon samankaltaisuuksia liiketoiminnoissa, vaikka Sopranon palvelut ovatkin isompia investointeja yrityksille. Kaikki kolme ovat lisäksi pääosin mukana B2B-toiminnoissa, mikä lisää vertailtavuutta.

Listalla on suomalaisten yhtiöiden lisäksi ruotsalainen ala- ja yläasteopintoihin keskittyvä Internationella Engelska Skolan. Yhtiö ei suoranaisesti kilpaile Sopranon kanssa, mutta on koulutusalan listattu pohjoismainen verrokki.

Ruotsista löytyy myös Acade Media, joka keskittyy peruskoulutuksen lisäksi aikuiskoulutukseen. Molemmat ruotsalaiset yhtiöt ovat tehneet parempaa tulosta kuin Soprano ja ovat sitä pystyneet vuosien ajan kestävästi myös nostamaan. Tämän ja peruskoulutuksen defensiivisyyden vuoksi näemme, että heille tulisi hyväksyä korkeammat kertoimet kuin Sopranolle.

Nostimme erikseen listalle myös ulkomaalaisia yhtiöitä pääosin Yhdysvalloista. Merkittävimpiä tekijöitä listalla on Cornerstone OnDemand sekä Strategic Education. Nämä ovat jo merkittävästi Sopranoa isompia toimijoita ja toimivat isoimmilla markkinoilla.

### Verrokkiarvostus

Sopranon 2021e arvostustaso jää ennusteillamme ja käyttämillämme arvostuskertoimilla noin 30 % alle verrokkien. Verrokkien mediaani P/E-kerroin on vuodelle 2021 noin 17x ja mediaani EV/EBITDA-kerroin noin 9x.

Yhtiölle mielekkäämpää ja vertailukelpoisempaa Pohjoismaiden verrokkiryhmää tarkastellen Soprano on hinnoiteltu noin 10 % alle verrokkien (mediaani P/E: 12x ja EV/EBITDA: 10x). Suomalaisiin verrokkeihin nähden yhtiön arvostus on kuitenkin suurin piirtein linjassa, mikä tekee yhtiön verrokkihinnoittelusta suhteellisen neutraalin. Yhtiön tulostason, skaalautuvuuden tai tulevaisuuden näkymien tulisi mielestämme parantua selvästi, jotta yhtiötä voitaisiin arvostaa lähemmäs ulkomaisia verrokkeja. Toistaiseksi mielestämme merkittäväkin alennus on hyväksyttävä.

## Verrokkiryhmä

| 2021e                                                    | EV/EBITDA      | P/E            |
|----------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>Pohjoismaat</b>                                       |                |                |
| Wulff Yhtiot Oyj                                         | 7,0            | 10,8           |
| Avidly Plc                                               | 6,4            |                |
| AcadeMedia AB                                            | 13,8           | 12,0           |
| Internationella Engelska Skolan I Sverige Holdings II AB | 16,8           | 17,9           |
| <b>Kansainväliset</b>                                    |                |                |
| Cornerstone OnDemand Inc                                 | 8,6            | 17,5           |
| Strategic Education Inc                                  | 11,4           | 21,5           |
| American Public Education Inc                            | 8,1            | 26,9           |
| <b>Mediaani</b>                                          | <b>8,6</b>     | <b>17,3</b>    |
| <b>Soprano (Inderes)</b>                                 | <b>5,9</b>     | <b>11,5</b>    |
|                                                          |                |                |
| <b>Alennus/premio</b>                                    | <b>-31,6 %</b> | <b>-33,6 %</b> |
| <b>Keskiarvo</b>                                         | <b>-32,6 %</b> |                |

# Verrokkiryhmä

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö          | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E          |              | Osinkotuotto-% |              | P/B         |
|-------------------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|
|                                           |                       |                    | 2020e        | 2021e        | 2020e        | 2021e        | 2020e          | 2021e        | 2020e        | 2021e        | 2020e          | 2021e        | 2020e       |
| <b>Pohjoismaat</b>                        |                       |                    |              |              |              |              |                |              |              |              |                |              |             |
| Wulff Yhtiot Oyj                          | 11                    | 21                 | 21,1         | 10,6         | 7,0          | 7,0          | 0,4            | 0,4          | 16,2         | 10,8         |                | 6,8          | 0,9         |
| Avidly Plc                                | 7                     | 6                  |              |              | 6,4          | 6,4          | 0,3            | 0,3          |              |              |                |              | 0,9         |
| AcadeMedia AB                             | 630                   | 1532               | 22,1         | 18,6         | 15,3         | 13,8         | 1,3            | 1,2          | 13,1         | 12,0         | 1,7            | 2,7          | 1,3         |
| Internationella Engelska Skolan I Sverige | 283                   | 625                | 16,3         | 17,4         | 19,2         | 16,8         | 2,2            | 2,0          | 12,9         | 17,9         | 2,0            | 2,2          | 2,3         |
| <b>Mediaani</b>                           |                       |                    | <b>21,1</b>  | <b>17,4</b>  | <b>11,2</b>  | <b>10,4</b>  | <b>0,8</b>     | <b>0,8</b>   | <b>13,1</b>  | <b>12,0</b>  | <b>1,9</b>     | <b>2,7</b>   | <b>1,1</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>             |                       |                    | <b>63 %</b>  | <b>-14 %</b> | <b>-31 %</b> | <b>-44 %</b> | <b>-6 %</b>    | <b>-6 %</b>  | <b>667 %</b> | <b>-4 %</b>  | <b>-100 %</b>  | <b>43 %</b>  | <b>31 %</b> |
| <b>Kansainväliset</b>                     |                       |                    |              |              |              |              |                |              |              |              |                |              |             |
| Cornerstone OnDemand Inc                  | 2217                  | 2075               | 16,4         | 10,0         | 11,8         | 8,6          | 3,2            | 2,6          | 34,9         | 17,5         |                |              |             |
| Strategic Education Inc                   | 3437                  | 3023               | 15,7         | 14,1         | 12,7         | 11,4         | 3,3            | 3,2          | 23,6         | 21,5         | 1,4            | 1,4          |             |
| American Public Education Inc             | 426                   | 253                | 18,7         | 11,6         | 9,9          | 8,1          | 0,9            | 0,9          | 36,7         | 26,9         |                |              |             |
| Grand Canyon Education Inc                | 4286                  | 4272               | 17,4         | 15,3         | 15,7         | 13,8         | 5,8            | 5,3          | 19,3         | 17,1         |                |              |             |
| Laureate Education Inc                    | 2071                  | 3014               | 11,5         | 9,6          | 6,5          | 5,9          | 1,3            | 1,2          | 9,8          | 12,5         |                | 0,1          | 0,8         |
| <b>Mediaani</b>                           |                       |                    | <b>16,4</b>  | <b>11,6</b>  | <b>11,8</b>  | <b>8,6</b>   | <b>3,2</b>     | <b>2,6</b>   | <b>23,6</b>  | <b>17,5</b>  | <b>1,4</b>     | <b>0,8</b>   | <b>0,8</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>             |                       |                    | <b>110 %</b> | <b>29 %</b>  | <b>-35 %</b> | <b>-32 %</b> | <b>-75 %</b>   | <b>-71 %</b> | <b>326 %</b> | <b>-34 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>403 %</b> | <b>88 %</b> |
| <b>Koko verrokkiryhmä</b>                 |                       |                    |              |              |              |              |                |              |              |              |                |              |             |
| <b>Soprano (Inderes)</b>                  | <b>7</b>              | <b>13</b>          | <b>34,5</b>  | <b>15,0</b>  | <b>7,7</b>   | <b>5,9</b>   | <b>0,8</b>     | <b>0,8</b>   | <b>100,8</b> | <b>11,5</b>  | <b>0,0</b>     | <b>3,9</b>   | <b>1,5</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                          |                       |                    | <b>17,4</b>  | <b>13,4</b>  | <b>11,6</b>  | <b>10,2</b>  | <b>2,1</b>     | <b>1,9</b>   | <b>20,8</b>  | <b>17,0</b>  | <b>1,7</b>     | <b>2,6</b>   | <b>1,2</b>  |
| <b>Mediaani</b>                           |                       |                    | <b>16,9</b>  | <b>12,9</b>  | <b>11,8</b>  | <b>8,6</b>   | <b>1,3</b>     | <b>1,2</b>   | <b>17,7</b>  | <b>17,3</b>  | <b>1,7</b>     | <b>2,2</b>   | <b>0,9</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>             |                       |                    | <b>104 %</b> | <b>17 %</b>  | <b>-35 %</b> | <b>-32 %</b> | <b>-39 %</b>   | <b>-39 %</b> | <b>468 %</b> | <b>-34 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>79 %</b>  | <b>61 %</b> |

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

# Arvonmääritys 4/6

## Osien summa -laskelma

Soprano on kehitysyhtiö ja sen liiketoiminnot ovat hyvin itsenäisiä. Käytämme siksi Sopranon arvonmäärityksen tukena osien summa-laskelmaa, joka antaa indikaatiota yhtiön arvosta osiksi purettuna.

### Operatiiviset yhtiöt

Kahden operatiivisen yhtiön arvonmäärityksessä olemme käyttäneet liikevaihtopohjaisia kertoimia. Liikevaihtona olemme käyttäneet seuraavan kolmen vuoden ennustamaamme liikevaihdon keskiarvoa.

Näihin liikevaihtotasoihin olemme heikommin kannattavammalle sekä osin suhdanneherkimmälle IT Groupille antaneet 1,0x EV/S-kertoimen. Paremmin kannattavammalle ja tasaisemmalle MIF:lle olemme hyväksyneet 1,1x EV/S-kertoimen. Operatiivisten yhtiöiden tasot perustuvat yhtiöiden nykyiseen kannattavuustasoon ja lähivuosien potentiaaliin. Ne ovat suhteellisen lähellä myös ruotsalaisverrokki AcadeMedian kertoimia (2020e EV/S: 1,3).

Kertoimet ovat alhaiset viime aikoina alalla tehtyihin yrityskauppoihin nähden. Yhdysvaltalainen Cornerstone OnDemand osti Saba Software 5x EV/S-kertoimella ja Capella Educationin osakkeenomistajat saivat fuusiossa Strategic Educationin osakkeita 2,8x P/S-kertoimella. Täytyy kuitenkin huomioda, että nämä yhtiöt toimivat eri markkinoilla ja tekevät molemmat noin 30-40 % EBITDA-marginaalia. Lisäksi ensimmäiseksi mainitun Saban liikevaihdosta 93 % on laskutusluonteeltaan

jatkuvaa ja se omaa jo todisteita merkittävästä skaalautumisesta. Näitä teknologia- tai ohjelmistokauppoja ei mielestämme voi verrata Sopranon liiketoimintoihin, sillä kasvu- ja kannattavuuspotentiaalit ovat eri luokassa.

Myös Pohjoismaissa on tapahtunut konsolidaatiota (Cornerstone + AddSkills + Global Knowledge), mutta tietoja kaupoista on vähän. Euroopasta vertailupohjaa voi hakea vuoden 2016 kesällä toteutuneesta Swat Groupin yrityskaupasta, jossa brittiläinen kirjanpidon koulutuksiin erikoistunut yhtiö myytiin Wilmingtonille noin 1,1x EV/S-kertoimella. Tämä on hyvin linjassa hyväksyntiimme kertoimiin.

### Koulutusvientihanke

Myös yhtiön koulutusvientihankkeelle on laskettava nyt arvo. Tämä muodostaa laskelmamme MIF Academyn osan ja odotamme sen tekevän noin 4 MEUR:n liikevaihtoa vuosittain noin 20 %:n EBIT-marginaalilla. Tämä projektiluonteinen sekä kehittyviin maihin sijoittuva liiketoiminta sisältää merkittäviä riskitekijöitä, jonka vuoksi hyväksymme liiketoiminnalle 5x EV/EBIT-kertoimen.

### Muut

Osakkuusyhtiöt olemme arvostaneet tasearvoihin emmekä näe niillä olevan merkittävää vaikutusta yhtiölle. Konsernierien kulut olemme diskontanneet yhdeksän vuoden ajalta nykypäivään olettaen niille noin 1 %:n vuotuisen kasvun sekä 9 %:n diskonttokoron (Sopranon WACC-%). Diskonttasimme nykypäivään myös arvioimamme verosaamiset, mitä yhtiö voisi vuosien aikana hyödyntää.

## Osien summan tekijät

| Liiketoimintojen avainluvut  |             |             |         |         |
|------------------------------|-------------|-------------|---------|---------|
| Liiketoiminto                | Menetelmä   | Arvo (MEUR) | Kerroin |         |
| Informator Tieturi Group     | Liikevaihto | 7,7         | 1,0     | EV/S    |
| MIF                          | Liikevaihto | 4,5         | 1,1     | EV/S    |
| MIF Academy (koulutusvienti) | EBIT        | 0,8         | 5,0     | EV/EBIT |
| Osakkuusyhtiöt               | Tasearvo    | 0,8         | 1,0     |         |
| Verosaamiset                 | Nykyarvo    | 1,4         | 1,0     |         |
| Konsernierät                 | Nykyarvo    | -6,3        | 1,0     |         |

# Arvonmääritys 5/6

## Perusskenaariossa osakkeen arvo 0,50 euroa

Seuraavalla sivulla näkyvässä osien summa -laskelman perusskenaariossa saamme Sopranon osien yritysarvoksi mainituilla oletuksilla ja ennusteilla 12,5 MEUR.

Informator Tieturi Group (IT Group) on konsernin osista arviomme mukaan arvokkain ja laskelmamme mukaan sen yritysarvo on 7,7 MEUR. MIF on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arvioimme sen yritysarvoksi 5,0 MEUR. MIF Academyn koulutusvientihankkeen arvo on laskellamme 4,0 MEUR ja tuo merkittävän lisäyksen yhtiön arvoon.

Osakkuusyhtiön tasearvon (0,8 MEUR), diskontattujen verosaamisten (1,4 MEUR) ja konsernierien (-6,3 MEUR) jälkeen arvoista vähennetään konsernin nettovelat (-3,4 MEUR sis. hybridilainan), jolloin saadaan osien markkina-arvoksi 9,1 MEUR eli noin 0,49 euroa per osake. Positiivisessa skenaariossa osakkeen arvo nousisi noin 0,8 euroon ja negatiivisessa laskisi noin 0,2 euroon.

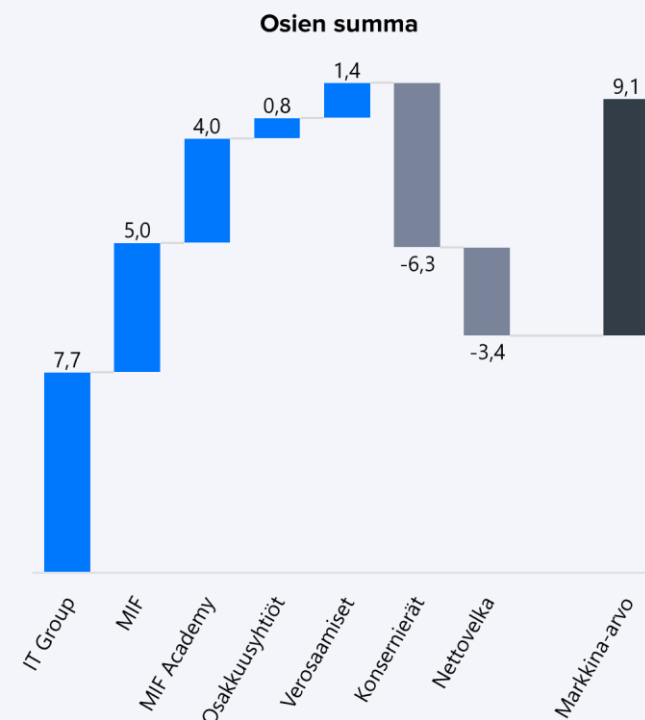
## Koulutusvientihanke isoin epävarmuustekijä

Sopranon osien arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemysmme mukaan IT Groupiin. Yhtiön kannattavuustaso on vielä Ruotsin puolella merkittävästi alle Suomen Tieturin tason (10-20 %), ja jos yhtiö saa Ruotsin toiminnot käännettyä, voisi arvostuksessa olla merkittäväkin nousuvaraa.

Samalla molempien operatiivisten liiketoimintojen perinteisiä koulutuspalveluita huomattavasti kannattavampien ja skaalattavampien digitaalisten koulutuspalveluiden osuuden kasvu voisi nostaa yhtiöiden kannattavuutta edelleen sekä myös niille hyväksyttävää arvostustasoa. Liiketoimintojen ennustettavuuden, jatkuvuuden, skaalautuvuuden ja kannattavuuden mahdollisesti parantuessa uudelle tasolle voi myös ulkomaisten verrokkien tasoihin kertoimiin nojaaminen olla mahdollista.

Sijoittajien kannalta olisi myös positiivista, jos yhtiö pystyisi alentamaan konsernin kuluja, sillä ne ovat iso osa osien summan arvosta tällä hetkellä. Kannattavuuden kehittyessä odotuksia paremmin voi myös käytettävien verosaatavien arvo kasvaa, sillä niille arvioimme nykyarvo huomio noin 17 % kaikista kirjaamattomista vahvistetuista tappioista (8,4 MEUR).

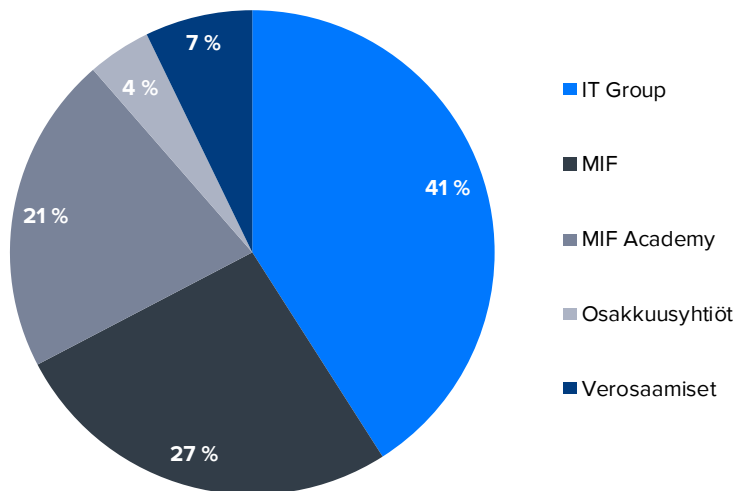
Isoin epävarmuustekijä osien summassa on koulutusvientihankkeen arviointi. Hankkeiden jatkuvuuteen sekä niiden kannattavuuteen liittyy merkittäviä riskejä. Lisäksi hankkeissa on maakohtaisia poliittisia sekä taloudellisia riskejä. Ensimmäisen hankkeen onnistuminen on paljon tulevaisuuden potentiaalin vartijana. Odotamme, että hankkeita tulee myös jatkossa, mutta sopimuksien uupuessa leikkaantuu myös yhtiön osien summasta merkittävä osa. Toisaalta hankkeiden kysynnän kasvaessa ja mahdollisesti monistettavuuden sekä skaalautuvuuden parantuessa, voi osan arvossa olla myös merkittävää nousupotentiaalia.



# Osien summa -laskelma

| Liiketoiminto                       | Menetelmä         | Arvo | Kerroin |             |      | Yritysarvo (EV) |             |      |
|-------------------------------------|-------------------|------|---------|-------------|------|-----------------|-------------|------|
|                                     |                   | MEUR | Bear    | Perus       | Bull | Bear            | Perus       | Bull |
| <b>Informator Tieturi Group</b>     | Liikevaihto, EV/S | 7,7  | 0,8x    | <b>1,0x</b> | 1,2x | 6,2             | <b>7,7</b>  | 9,2  |
| <b>MIF</b>                          | Liikevaihto, EV/S | 4,5  | 0,9x    | <b>1,1x</b> | 1,3x | 4,1             | <b>5,0</b>  | 5,9  |
| <b>MIF Academy (koulutusvienti)</b> | EBIT, EV/EBIT     | 0,8  | 2,0x    | <b>5,0x</b> | 8,0x | 1,6             | <b>4,0</b>  | 6,4  |
| <b>Osakkuusyhtiöt</b>               | Tasearvo          | 0,8  | 0,8x    | <b>1,0x</b> | 1,2x | 0,6             | <b>0,8</b>  | 1,0  |
| <b>Verosaamiset</b>                 | Nykyarvo          | 1,4  | 0,8x    | <b>1,0x</b> | 1,2x | 1,1             | <b>1,4</b>  | 1,6  |
| <b>Konsernierät</b>                 | Nykyarvo          | -6,3 | 1,0x    | <b>1,0x</b> | 1,0x | -6,3            | <b>-6,3</b> | -6,3 |

Arvojen jakautuminen



|                                    |      |             |      |
|------------------------------------|------|-------------|------|
| <b>Yritysarvo yhteensä</b>         | 7,2  | <b>12,5</b> | 17,8 |
| - nettovelka 2020e (ilman IFRS 16) | -2,9 | -2,9        | -2,9 |
| - hybridilaina 2020e               | -0,5 | -0,5        | -0,5 |
| <b>Osakekannan arvo yhteensä</b>   | 3,8  | <b>9,1</b>  | 14,4 |
| Osakkeiden määrä, milj. kpl        | 18,6 | 18,6        | 18,6 |
| <b>Osakkeen arvo</b>               | 0,21 | <b>0,49</b> | 0,77 |



# Arvonmääritys 6/6

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme myös rahavirtamallille (DCF) pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti pitkän aikavälin ja terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,50 euroa, mikä tukee muita käyttämiämme menetelmiä. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea noin 50 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus 11,7 %, joissa emme näe merkittävää laskunvaraa toistaiseksi. Parannus on tultava ensisijaisesti kassavirtojen kautta.

## Tavoitehinta ja suositus

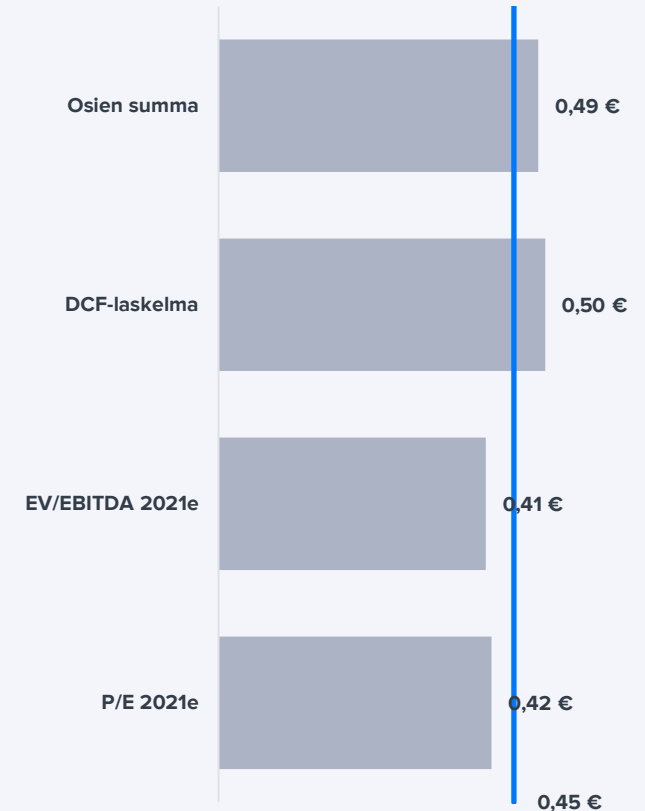
Aloitamme Sopranon seurannan lisää-suosituksella ja 0,45 euron tavoitehinnalla. Nojaamme arvonmäärityksessä konsernin tulos pohjaiseen arvostukseen sekä itsenäisten operatiivisten yhtiöiden vuoksi mielestämme hyvin osakkeen käypää arvoa heijastelemaan osien summa -laskelmaan.

Yhtiön arvostus on tulokasvuun nähden kohtuullinen (2021e: P/E: 11,5x, EV/EBITDA: 5,9x), vaikkakin nousuvara hyväksymämme haarukan keskiväliin jää vielä pieneksi (P/E: 10-14x, EV/EBITDA: 5-7x). Osien summan arvo nostaa kuitenkin osakkeen tuotto-odotuksen jo selvästi positiivisen puolelle. Lisäksi näemme, että yhtiön 11.6.2020 antama ohjeistuksen nosto parantaa markkinoiden luottamusta yhtiötä kohtaan sekä nostaa hyväksyttävää arvostusta yhtiölle.

Yhtiö on nyt mielenkiintoisessa tilanteessa realisoimassa ensimmäisiä palasiaan viime vuosien isoista investoinneistaan ja mielestämme potentiaalia ei markkinoiden heikon luottamuksen vuoksi täysin hinnoitella yhtiön osakkeeseen.

Suurimpana riskinä näemme markkinatilanteen pidempikestoisen heikentymisen ja koulutusvientihankkeiden epäonnistumisen, joka voisi heikentää tulokäännettä, laskea osien arvoa ja nostaa arvostustasoa haastavammaksi.

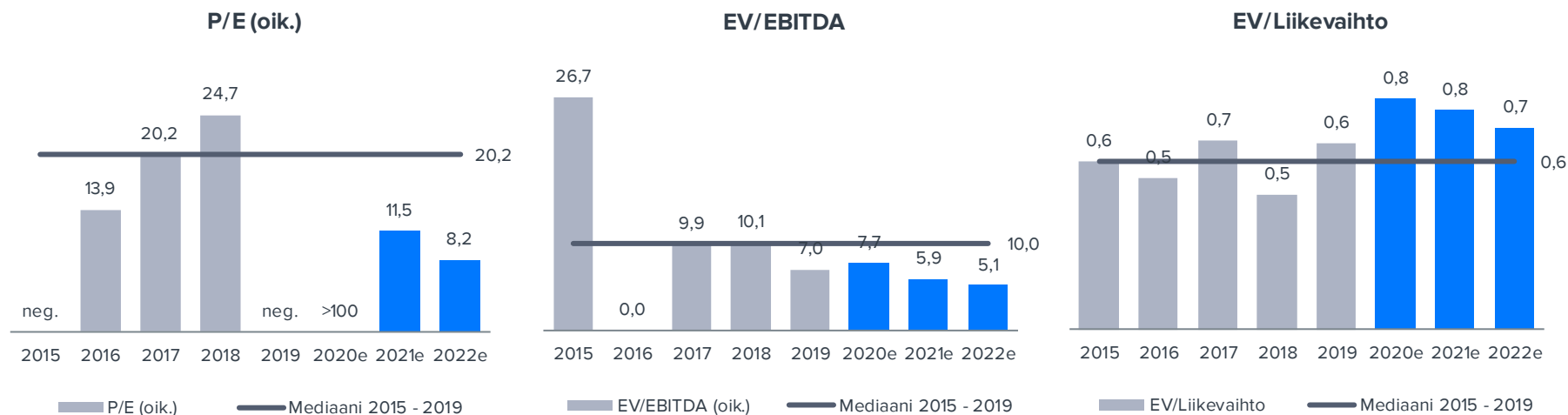
## Arvonmäärityksen summaus



# Arvostus yhteenveto

| Arvostustaso          | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 0,41  | 0,35  | 0,46  | 0,25  | 0,27  | 0,40  | 0,40   | 0,40   | 0,40   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 17,9  | 17,9  | 18,1  | 18,3  | 18,6  | 18,6  | 19,0   | 19,2   | 19,2   |
| Markkina-arvo         | 7,3   | 6,3   | 8,4   | 4,5   | 5,0   | 7,4   | 7,4    | 7,4    | 7,4    |
| Yritysarvo (EV)       | 12    | 8,7   | 10    | 7,2   | 9,5   | 13    | 12     | 11     | 11     |
| P/E (oik.)            | neg.  | 13,9  | 20,2  | 24,7  | neg.  | >100  | 11,5   | 8,2    | 7,4    |
| P/B                   | 2,2   | 1,3   | 1,4   | 0,7   | 0,8   | 1,5   | 1,4    | 1,3    | 1,1    |
| P/S                   | 0,4   | 0,4   | 0,5   | 0,3   | 0,3   | 0,5   | 0,5    | 0,4    | 0,4    |
| EV/Liikevaihto        | 0,6   | 0,5   | 0,7   | 0,5   | 0,6   | 0,8   | 0,8    | 0,7    | 0,6    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 26,7  | neg.  | 9,9   | 10,1  | 7,0   | 7,7   | 5,9    | 5,1    | 5,0    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | neg.  | 15,6  | 17,6  | >100  | 34,5  | 15,0   | 11,0   | 10,9   |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 43,5 % | 35,0 % | 45,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 3,9 %  | 4,4 %  | 6,2 %  |

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2019        | 2020e       | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>0,1</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>1,0</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 1,3         | 1,3         | 1,3        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 1,1        |            |
| - Maksetut verot                        | 0,0         | 0,3         | 0,3        | 0,2        | 0,2        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,0        | 0,0        | -0,2       |            |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 0,2         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,5        | 0,0        |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>1,5</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,3</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b> | <b>2,2</b> | <b>2,1</b> | <b>2,2</b> | <b>2,0</b> | <b>2,5</b> | <b>1,8</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -3,0        | -1,1        | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -0,8       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-1,5</b> | <b>0,8</b>  | <b>1,2</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>1,4</b> | <b>1,0</b> |            |
| +/- Muut                                | -0,1        | -0,1        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| Vapaa kassavirta                        | -1,6        | 0,7         | 1,2        | 1,3        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 1,4        | 1,0        | 14,5       |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>0,7</b>  | <b>1,0</b> | <b>1,1</b> | <b>0,9</b> | <b>0,8</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>6,6</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 13,9        | 13,2       | 12,1       | 11,1       | 10,2       | 9,4        | 8,8        | 8,2        | 7,7        | 7,0        | 6,6        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>13,9</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| - Korolliset velat                      |             | -5,0        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| + Rahavarat                             |             | 0,5         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>9,3</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>0,5</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |

## Pääoman kustannus (wacc)

|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 40,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,5 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,50          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 2,50 %        |
| Riskitön korko                          | 3,0 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>12,6 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>8,7 %</b>  |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

2020e-2024e

32%

2025e-2029e

21%

TERM

47%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 15,8 | 15,5 | 14,9 | 15,8  | 16,1  |
| Käyttökate           | 1,0  | 0,7  | 1,4  | 1,6   | 2,1   |
| Liikevoitto          | 0,7  | 0,4  | 0,1  | 0,4   | 0,8   |
| Voitto ennen veroja  | 0,3  | -0,1 | -0,3 | -0,1  | 0,5   |
| Nettovoitto          | 0,4  | 0,2  | -0,2 | 0,1   | 0,7   |
| Kertaluontoiset erät | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 12,7 | 13,8 | 15,1 | 15,8  | 15,0  |
| Oma pääoma        | 5,9  | 6,1  | 5,9  | 5,1   | 5,3   |
| Liikearvo         | 5,4  | 5,4  | 5,4  | 5,4   | 5,4   |
| Nettovelat        | 1,9  | 2,7  | 4,5  | 5,1   | 4,7   |

| Kassavirta                | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | 1,0  | 0,7  | 1,4  | 1,6   | 2,1   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 0,0  | -0,3 | 0,2  | 0,0   | 0,0   |
| Operatiivinen kassavirta  | 1,0  | 0,3  | 1,5  | 1,9   | 2,3   |
| Investoinnit              | -0,8 | -0,9 | -3,0 | -1,1  | -1,1  |
| Vapaa kassavirta          | 0,1  | -0,6 | -1,6 | 0,7   | 1,2   |

| Suurimmat omistajat                       | %-osakkeista |
|-------------------------------------------|--------------|
| Arto Tenhunen                             | 27,8 %       |
| Oy Herttakuutonen Ab                      | 15,6 %       |
| Elo Mutual Pension Insurance Company      | 9,5 %        |
| Finnish Cultural Foundation               | 7,9 %        |
| Teppo Kuusisto                            | 7,5 %        |
| Allocation Point Oy Holding and Financing | 4,0 %        |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut       | 2017 | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)           | 0,02 | 0,01  | -0,01 | 0,00  | 0,03  |
| EPS (oikaistu)             | 0,02 | 0,01  | -0,01 | 0,00  | 0,03  |
| Operat. kassavirta / osake | 0,05 | 0,02  | 0,08  | 0,10  | 0,12  |
| Vapaa kassavirta / osake   | 0,01 | -0,04 | -0,09 | 0,04  | 0,06  |
| Omapääoma / osake          | 0,32 | 0,33  | 0,32  | 0,27  | 0,28  |
| Osinko / osake             | 0,00 | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,02  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2017    | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|--------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | -5 %    | -2 %   | -4 %   | 6 %    | 2 %    |
| Käyttökateen kasvu-%     | -453 %  | -31 %  | 91 %   | 19 %   | 27 %   |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -1884 % | -38 %  | -80 %  | 343 %  | 122 %  |
| EPS oik. kasvu-%         | -9 %    | -57 %  | -206 % | -138 % | 778 %  |
| Käyttökate-%             | 6,6 %   | 4,6 %  | 9,2 %  | 10,3 % | 12,9 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | 4,2 %   | 2,6 %  | 0,6 %  | 2,3 %  | 5,0 %  |
| Liikevoitto-%            | 4,2 %   | 2,6 %  | 0,6 %  | 2,3 %  | 5,0 %  |
| ROE-%                    | 7,7 %   | 3,0 %  | -3,3 % | 1,3 %  | 12,7 % |
| ROI-%                    | 8,1 %   | 1,9 %  | -0,9 % | 1,4 %  | 6,0 %  |
| Omavaraisuusaste         | 48,1 %  | 46,1 % | 41,1 % | 33,8 % | 36,9 % |
| Nettovelkaantumisaste    | 32,9 %  | 44,9 % | 76,6 % | 99,2 % | 88,7 % |

| Arvostuskertoimet | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 0,7   | 0,5   | 0,6   | 0,8   | 0,8   |
| EV/EBITDA (oik.)  | 9,9   | 10,1  | 7,0   | 7,7   | 5,9   |
| EV/EBIT (oik.)    | 15,6  | 17,6  | >100  | 34,5  | 15,0  |
| P/E (oik.)        | 20,2  | 24,7  | neg.  | >100  | 11,5  |
| P/B               | 1,4   | 0,7   | 0,8   | 1,5   | 1,4   |
| Osinkotuotto-%    | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 3,9 % |

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm       | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|-----------|----------|---------|-------------|
| 12.6.2020 | Lisää    | 0,45 €  | 0,40 €      |



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. 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.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

**Palkittua analyysiä 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.**