

Soprano

Laaja raportti

14.9.2021 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Koulutus ei lyö nyt leiville

Toistamme Sopranon 0,30 euron tavoitehintamme ja myy-suosituksemme laajan raportin päivityksen yhteydessä. Koulutukseen erikoistunut kehitysyhtiö Soprano on kohdannut haasteita koronan johdosta ja operatiivinen kehitys on ollut heikkoa. Konsernin tehdyt investoinnit koulutusvientiin, koulutuksen verkkoon siirtymiseen ja liiketoimintamallin eteen eivät ole vielä tuottaneet merkittäviä onnistumisia. Koulutuspalveluiden markkina kärsii koronasta edelleen eikä paljon puhutuista koulutusvientihankkeista tai verkkopätevyyksien tarjonnasta ole ollut yhtiölle paljon apua. Arvostus on mielestämme riskeihin nähden korkea eikä se tarjoa osakkeelle selkeää tukea.

Koulutukseen panostava kehitysyhtiö

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. Konsernin tuloskehitystä on kuitenkin heikentänyt yhtiön merkittävät investoinnit koulutuksen digitalisointiin sekä koulutusviennin edistämiseen. Nyt menneiden vuosien investointien hedelmiä pitäisi alkaa keräämään, mutta korona on merkittävästi hidastanut jokaisen osa-alueen etenemistä. Koulutuspalveluiden markkinat palautuvat arviomme mukaan aikanaan, mutta etenkin koulutusvientihankkeiden ja verkkopätevyyksien osalta mahdollinen tulevaisuus on vielä ison epävarmuuden peitossa.

Ennusteissa odotuksia palautumisesta

Koronan rajoitukset sekä talouskasvun hidastuminen tulevat arviomme mukaan vaikuttamaan suhdanneherkkien operatiivisten yhtiöiden liiketoimintaan heikentävästi vielä tämän vuoden aikana. Paljon panostettujen koulutusvientihankkeiden osalta odotamme edelleen niiden laajempaa käynnistymistä lähivuosien aikana. Kokonaisuudessaan odotamme Sopranon liikevaihdon nousevan 3 %:lla vuonna 2021 noin 12,3 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton olevan -0,1 MEUR tappiolla (oik. EBIT-%: -1,0 %). Vuonna 2022 odotamme palautumisen jatkuvan ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 14 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton olevan 0,5 MEUR (oik. EBIT-%: 3,6 %). Liikevaihtoa ja tulosta tukee ennusteissamme lähivuosina palautuva talous ja hiipuva koronatilanne. Lisäksi yhtiön verkkopätevyyskoulutuksien tulisi alkaa vaikuttamaan vuoden 2021 aikana, jolla voidaan osittain paikata muuten heikkoa markkinakysyntää. Odotamme myös loppuvuoden aikana uutisia uusista koulutusvientihankkeista tai vanhan neuvottelujen etenemisestä.

Arvostus on kireä ja osakkeen riskitaso korkea

Yhtiön tulospohjainen arvostus on jo pidemmällekin katsottaessa korkealla tasolla (2022e ka.: P/E (oik.): 25x, EV/EBITDA: 8x) selkeästi palautuvasta tuloksesta huolimatta. Hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 10-14x, EV/EBITDA: 5-7x) ylärajaankin nähden osakkeessa olisi merkittävää laskuvaraa. Osinkoa yhtiö ei odotuksiemme mukaan jaa lähivuosina ollenkaan ja yhtiön aikaansaama tuloskasvu valuu arvostustasojen normalisoitumiseen hyväksyttävälle tasolle. Verrokkeihin nähden yhtiö on ensi vuodelle selkeällä preemiolla, kun mielestämme yhtiölle tulisi merkittävien riskien ja suorituksen vuoksi hyväksyä selkeä alennus kansainvälisiin verrokkeihin nähden. DCF-laskelman arvo (0,31 euroa) on myös nykyistä kurssia alempana. Kokonaisuudessaan osakkeessa on mielestämme liian paljon riskejä verrattuna sen hintalappuun, mikä tekee riski/tuottosuhteen osakkeessa heikoksi.

Suositus

Myy

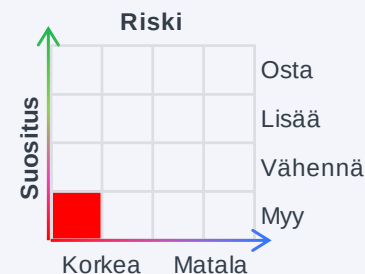
(aik. Myy)

0,30 EUR

(aik. 0,30 EUR)

Osakekurssi:

0,40



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	11,8	12,3	14,0	14,3
kasvu-%	-20 %	3 %	14 %	2 %
EBIT oik.	-0,9	-0,1	0,5	0,9
EBIT-% oik.	-7,2 %	-1,0 %	3,6 %	6,0 %
Nettotulos	-1,5	-0,4	0,3	0,7
EPS (oik.)	-0,08	-0,01	0,02	0,04

P/E (oik.)	neg.	neg.	25,3	11,0
P/B	1,7	1,9	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,6 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	21,6	12,3
EV/EBITDA	29,6	11,6	7,7	6,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

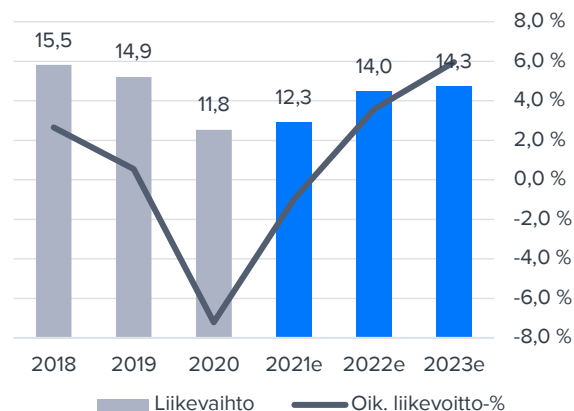
Vuoden 2021 liike-tulos on selvästi parempi kuin vuoden 2020 liike-tulos (-1,0 MEUR).

Osakekurssi



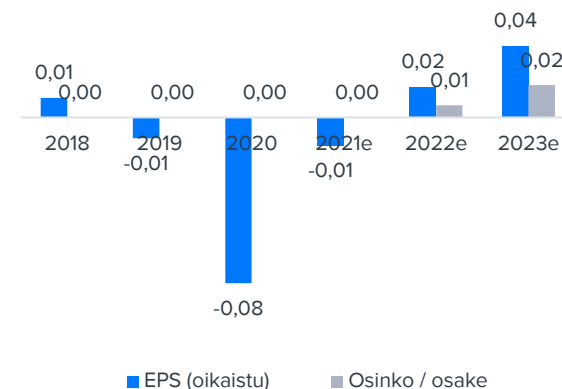
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Toimiala on suhdanneherkkä
- Koulutusviennin epäonnistuminen
- Liikevaihdon lyhyt näkyvyys ja heikko ennustettavuus
- Kilpailun ja markkina-aseman muutokset
- Hintakilpailu ja rakenteellinen hintaeroosio
- Kansainvälinen kilpailu
- Matalat alalietulon esteet
- Merkittävien kilpailuetujen puute

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,40	0,40	0,40
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	19,3	19,3
Markkina-arvo	7,7	7,7	7,7
Yritysarvo (EV)	11	11	10
P/E (oik.)	neg.	25,3	11,0
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,6	7,7	6,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	21,6	12,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	40,0 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Taloudellinen tilanne	12-14
Strategia	15-18
Toimiala	19-22
Sijoitusprofiili	23-25
Ennusteet	26-28
Arvonmääritys	29-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37-39

Soprano Group lyhyesti

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

1984

Perustamisvuosi

2004

Listautuminen

11,8 MEUR (-20 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

-1,0 MEUR (-8,4 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

31 % / 124 %

Omavaraisuusaste / nettovelkaantumisaste H1'21

81 henkilöä (94 henkilöä 2019)

Henkilöstö kauden lopussa 2020

Konsernin kehitys

-Tieturi ja MIF -
yrityssostot ja niiden integraatio

-Liike-
toiminnan rakenteen
kevennys
-Tyttären ja osakkuuksien myyntejä

-Kahden operatiivisen yhtiön kehitys ja tulosparannus
-Digitaalisuuteen siirtymä
-Koulutusvientiin investointi

-Koronan vaikutukset
-Koulutusviennin investointien realisoituminen
-Operatiivisten yhtiöiden parempi kehitys
-Konsernin tuloskunnan parannus

Liikevaihto (jatkuvat toiminnot)



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 (noin 60 % liikevaihdosta 2020) ja Ruotsi (noin 25 %). Molempien maiden taloussuhdanteet vaikuttavat myös yhtiön kysyntään, sillä ala on herkkä suhdannevaihteluille. Talousympäristön heikentyminen yhdistettynä koronan aiheuttamiin haasteisiin on ollut yhtiölle huono yhdistelmä.

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 vuonna 2020, kun yhtiö solmi koulutusvientisopimuksen Aasiassa sijaitsevan keskikokoisen valtiollisen toimijan kanssa. Hankkeen toteutumisessa on kuitenkin ollut haasteita. Globaalin pandemian myötä suhdanteet ovat heikentyneet etenkin kehittyvissä maissa, mikä on hidastanut koulutusvientihankkeiden myyntiä.

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 (Suomi, Ruotsi, Venäjä). Vuoden 2020 aikana konsernin kaikkien businesskoulujen koulutettavien määrä oli 35 908 henkilöä 1 854 organisaatiosta.

Sopranon palveluksessa oli vuoden 2020 lopussa 81 henkilöä. Valtaosa yhtiön henkilöstä työskentelee Suomessa (noin 80 %) 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 osakkuusyhtiöt 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 2020 oli 6,5 MEUR ja liikevoitto -0,6 MEUR (EBIT-%: -9 %). Yhtiö toimii kahdessa maassa ja jakaantuu Informatoriin ja Tieturiin. Liikevaihdosta 48 % tuli Informatorin liiketoiminnoista Ruotsista ja 52 % Tieturin liiketoiminnoista Suomesta. Yhtiöllä on noin 30 koulutusasiantuntijaa sekä 300 verkostokouluttajaa.

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

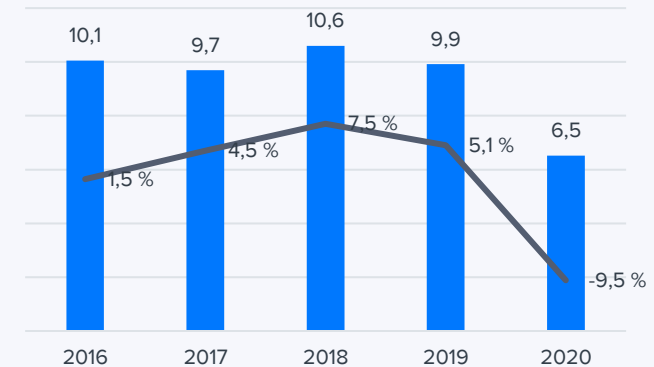
Sopranon toinen kokonaan omistama tytäryhtiö Management Institute of Finland (MIF) on Suomen johtavia työelämän kouluttajia erikoistuen johtamis-, esimies- ja viestintäkoulutukseen sekä tutkintoihin. MIFin tarjontaan kuuluu useita businesskouluja: Johtamistaidon Opisto JTO, Infor, Fintra, MIF Financial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

Yhtiö toi Sopranon liikevaihdosta vuonna 2020 noin 4,1 MEUR ja liikevoitto oli noin 0,1 MEUR (EBIT-%: 2 %). Liikevaihdosta yli puolet tuli pitkistä tutkintokoulutuksista ja loput muodostuivat lyhyemmistä kursseista. Yhtiöllä on noin 40 koulutusasiantuntijaa ja lähes 300 verkostokouluttajaa.

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 ollut laskusuunnassa

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 2020 noin 2,6 MEUR ja liiketappio noin 0,6 MEUR. Liikevaihto muodostuu yhtiön koulutusvientihankkeesta ja hallintoon liittyvistä toimista muille konsernin yhtiöille. Liikevaihdon sekä tuloksen kasvu vuonna 2020 johtuu yhtiön ensimmäisestä koulutusvientihankkeesta. Lopulta hanke jäi kesken ja epävarmuus hankkeiden jatkosta on vielä suurta.

MIF Academy

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

Akatemian tehtävänä on edistää konsernin laajan koulutustarjonnan 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

sertifioinnista. Järjestelmä lisää mielestämme vientihankkeiden houkuttelevuutta ja voi parantaa niiden monistettavuutta sekä skaalautuvuutta.

Osakkuusyhtiöt

Segmentissä raportoitavat osakkuusyhtiöt tuottavat IT- ja verkkopalveluita. Näiden vaikutus yhtiöön on nykyisellään pientä.

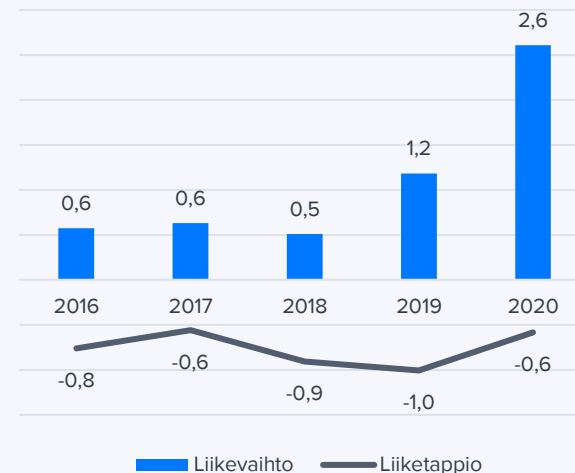
Osakkuusyhtiö Brain Alliance Oy tuottaa verkkopalveluiden ja verkkosivustojen kehitys- ja ylläpitopalveluita. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 49 %. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 0,02 MEUR ja liike-tulos -0,01 MEUR tappiollinen. Vielä vuonna 2016 yhtiön liikevaihto oli 0,4 MEUR ja nettotulos selvästi voitollinen. Soprano on alaskirjannut yhtiön arvoa viime vuosina ja sen merkitys konsernitasolla on nykyisellään pieni. Sopranolla oli yhtiöltä noin 0,5 MEUR:n pääomalainasaatava vielä vuonna 2019. Tästä 0,2 MEUR alaskirjattiin vuonna 2020 ja jäljellä oleva määrä on noin 0,3 MEUR. Loppuun saatavaan liittyy arviomme mukaan suurta epävarmuutta.

Toinen osakkuusyhtiö Ambientia E-commerce Oy tuottaa Magento-teknologiaan perustuvia verkkokaupparatkaisuja. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 40 %. Yhtiön vuoden 2020 liikevaihto oli 2,3 MEUR ja liike-tulos 0,08 MEUR.

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

Yhteiset erät -segmentissä on panostettu koulutusvientiin (MEUR)

Yhteiset erät



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Ensimmäinen avaus koulutusvientiin kohdannut vastatuulta

Soprano on panostanut jo monia vuosia koulutusviennin kehittämiseen. MIF Academyn ja organisaation luoma konsortio saikin huhtikuussa 2020 ensimmäisen merkittävän koulutusvientiin liittyvän sopimuksensa. Sopimuksen mukaisesti yhtiö modernisoi maan yli 150 ammatillista oppilaitosta vastaamaan kansainvälisiä standardeja. Sopimus solmittiin asukasluvultaan keskikokoisen Aasiassa sijaitsevan valtiollisen toimijan kanssa. Allekirjoitettu 4 MEUR:n arvoinen sopimus oli ensimmäinen osa kaksivuotisesta ja yhteensä noin 7,8 MEUR:n arvoisesta kehityshankkeesta.

Lopulta hanke jäi kuitenkin kesken ja yhtiö on saanut hankkeesta vain 1,2 MEUR. Hankkeen piti toimia referenssinä seuraaville koulutusvienti-hankkeille myös tulevaisuudessa. Kaikki näytti menevän alkuun suunnitellusti, mutta hankkeessa tuli isoja mutkia matkaan mm. asiakasvaltion pahentuneen koronavirustilanteen takia. Heinäkuussa 2020 asiakas halusikin päättää projektin ja vaati Sopranolta vielä ensimmäisen maksusuorituksen (1,2 MEUR) palautusta. Soprano sai kuitenkin lopulta pitää maksusuorituksen ja edelleen yrittää jatkaa neuvotteluja asiakasvaltion kanssa.

Koulutusvienti omaa potentiaalia

Liikevaihdollinen ja taloudellinen vaikutus voi olla Sopranolle mahdollisista tulevaisuuden hankkeista arvioimme mukaan merkittävä.

Kokonaisuudessaan Sopranolle hankkeista jäävää tulosvaikutusta on kuitenkin vielä vaikea arvioida. Arvioimme kuitenkin, että kannattavuus hankkeissa on suhteellisen hyvä, sillä yhtiö voi käyttää olemassa olevia palveluitaan tai tuotteitaan hyväksi.

Pidimme ensimmäistä sopimusta merkittävänä avauksena yhtiön koulutusviennin ponnisteluille. Hankkeen vastatuulet ovat kuitenkin olleet odotuksiamme suurempia eikä tulevaisuuden hankkeisiin ole tällä hetkellä näkyvyyttä. Odotamme kuitenkin hankkeille jatkoa ennusteissamme, sillä yhtiö on viestinyt edelleen panostavansa hankkeisiin myös jatkossa.

Näemme mahdollisuuksia etenkin kehittyvissä maissa, joissa koulutusjärjestelmät eivät ole länsimaiden standardien tasoilla. Yhtiö on luultavasti saanut ensimmäisessä hankkeessa merkittävää kokemusta, minkä avulla parantaa tarjoamaansa vastaamaan tarvetta. Näin seuraavien hankkeiden osalta kannattavuus voi olla ensimmäistä parempi, kun tuotetta voidaan pienillä muokkauksilla viedä eteenpäin ja sen tuotantokustannukset laskevat.

Hankkeisiin kannattaa kuitenkin suhtautua nyt hyvin suurella varauksella, sillä kaikki eivät välttämättä toteudu suunnitellusti ja kehittyviin talouksiin suuntautuvan liiketoiminnan riskiprofiili on kroonisesti hyvin korkea. Yhtiöllä on ollut mm. Mosambikissa aiesopimus opettajien jatkokoulutuksesta sovittu jo vuonna 2018, mutta virallinen sopimus on antanut vielä odottaa itseään. Ensimmäisen koulutusvientihankkeen

haasteet eivät ole myöskään omiaan parantamaan yhtiön mahdollisuuksia tällä markkinalla.

Verkko 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.

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. Koronan haasteet ovat kuitenkin heikentäneet jälleen kannattavuutta merkittävästi.

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

Sopranon yhtiörakenne 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 yhtiöönsä.

Sopranon 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.

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. Vuonna 2020 taas korona on vienyt yhtiön toimintaympäristön haastavalle tasolle, min vuoksi liikevaihto että tulos laskivat voimakkaasti. Potentiaalia omannut koulutusvientihanke on jäissä ja kannattavuusongelmia on ollut myös yhtiön tytäryhtiöissä.

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. Verkko- 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 heikentynyt lähiaikoina

Sopranon taloudellinen tilanne on lähiaikojen tappioiden myötä taas heikentynyt ja on tällä hetkellä kokonaisuutena katsoen suhteellisen heikko. Yhtiön tuloksen pitää parantua, jotta taloudellinen tilanne paranisi ja kassavirta nousisi positiiviseksi.

Vuoden 2019 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli noin 40 %:ssa ja velkaantuneisuus 80 %:ssa. Nyt vuoden 2020 lopussa omavaraisuusaste oli laskenut 33 %:iin ja nettovelkaantumisaste noussut jo 92 %:iin. Ilman omaan pääomaan kuuluvaa hybridilainaa (1,5 MEUR) tunnusluvut heikkenevät entisestään.

Liikearvot kasvattavat muuten kevyttä tasetta

Sopranon taseen loppusumma oli 2020 lopussa 13,3 MEUR (2019: 15,1 MEUR). Yhtiö on vuosien varrella tehnyt paljon yritysostoja ja taseen varojen puoli sisältää siksi myös paljon liikearvoa (5,4 MEUR). Varapuoella aineellista omaisuutta ei ole juurikaan (0,07 MEUR), mutta käyttöoikeusomaisuuserät (IFRS 16) nostavat aineellisen omaisuuden määrää merkittävästi (1,2 MEUR). Aineettomissa oikeuksissa (0,7 MEUR) näkyvät mm. aktivoidut kehitysmenot.

Valtaosa liikearvosta on syntynyt Tieturi Informator Groupin ostopaikoista vuonna 2013 (3,15 MEUR) ja MIF:n ostopaikoista vuonna 2014 (2,25 MEUR). Sopranon osakkuusyhtiöiden omistusosuuksien tasearvo oli vuoden 2020 lopussa 0,85 MEUR. Pidämme operatiivisten yhtiöiden liikearvoja suhteellisen kuranneina, vaikka koronan kehitys hieman epävarmuuksia tuloskehitykseen on luonut.

Merkittävää alaskirjausriskiä emme näiden osalta kuitenkaan näe.

Osakkuusyhtiöiden osalta taas riskiä mielestämme on, sillä yhtiöt olivat tappiollisia jo ennen koronaa vuonna 2019. Lisäksi näemme Sopranon pääomalainasaamisen (0,3 MEUR) Brain Alliancesilta olevan hyvin epävarma ja sisältävän alaskirjausriskin.

Vahvistetut tappiot madaltavat veroastetta

Sijoittajan kannalta on myös hyvä huomioida, että Sopranolla on käytössään verottajan vahvistamia tappioita yhteensä noin 9,7 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. Tämä kuitenkin vaatisi positiivista tuloskehitystä. Jos verosaamisia kirjataan, eikä yhtiön tulos käännnykään, voisivat ne johtaa myös alaskirjauksiin.

Likviditeettitilanne tarvitsee tuloskäänteen

Lyhytaikaisissa saamisissa myyntisaamiset ovat isoin erä (1,8 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 2020 lopussa käyttöpääoma oli noin 1,7 MEUR negatiivinen.

Oletamme käyttöpääoman pysyvän myös jatkossa negatiivisena ja olevan pitkällä aikavälillä noin -5 % liikevaihdosta.

Rahavaroja kassassa oli vuoden 2020 lopussa vielä hyvin noin 1,5 MEUR:lla. Tilanne on puolen vuoden aikana mennyt heikompaan suuntaan ja rahavarat ovat laskeneet yhtiöllä nopeasti viime vuonna solmitun rahoituspaketin jälkeen. H1'21:n lopussa yhtiöllä oli kassassa 0,6 MEUR (H1'20: 2,3 MEUR). Vuoden ensimmäisellä puoliskolla liiketoiminnan rahavirta 0,4 MEUR negatiivinen, mikä jatkuessa polttaisi jäljellä olevan kassan kohtuullisen nopeasti.

Yhtiö varoittaakin H1'21-raportissa, että maksuvalmiuden varmistaminen edellyttää jatkossa voitollista liiketoimintaa. Normaalin kausivaihtelun oloissa kassavirran pitäisi parantua vuoden loppua kohden, mutta näkymien perusteella kysyntä ei realisoidu normaalilla tavalla. Riskit yhtiön taloudellisen tilanteen ympärillä ovat kasvaneet selvästi ja erilaiset rahoitusratkaisut voivat olla ajankohtaisia lähitulevaisuudessa.

Taloudellinen tilanne 2/2

Omassa pääomassa kallis hybridi

Sopranon oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 4,3 MEUR. Oman pääoman ehtoisten lainojen osuus omasta pääomasta oli 1,5 MEUR eli noin 35 %. 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, nousi lainan hinta kesäkuussa 2020. Nykyisellään laina on todella kallista pääomaa ja verottaa osakkeenomistajia. Pidämme nykyisen heikon likviditeettiaseman ja liiketoiminnan tarpeet huomioiden lainan maksua epätodennäköisenä.

Korollista velkaa nostaa IFRS 16

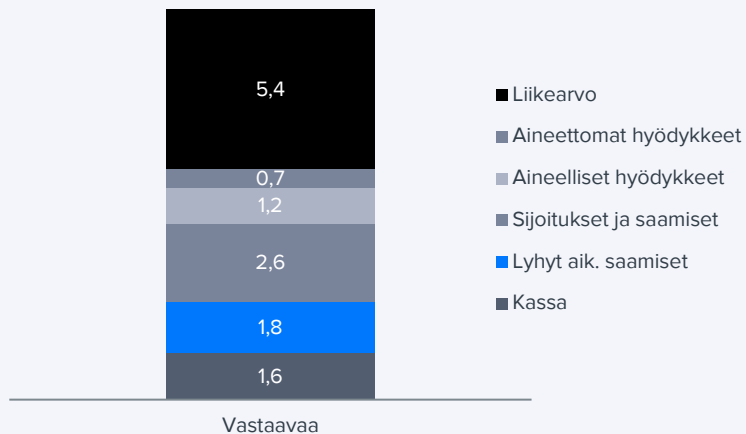
Korollista velkaa yhtiöllä oli vuoden 2020 lopussa 5,5 MEUR, josta vuokrasopimusvelkoja oli 1,2 MEUR. IFRS 16 on siis nostanut yhtiö velkataakkaa hieman. Noin 1,4 MEUR korollisesta velasta on lyhytaikaista, joka tulee arviomme mukaan maksettavaksi lähiaikoina. Yhtiön heikohko kassatilanne huomioiden yhtiön saattaa joutua järjestelemään rahoitustaan lähiaikoina.

Sopranon liiketoiminnan rahavirta on ollut heikkoa, kun yhtiön operatiivinen suoritus on heikentynyt. Huomioitavaa kuitenkin on, että 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. Arviommeakin, että Sopranon liiketoiminnan

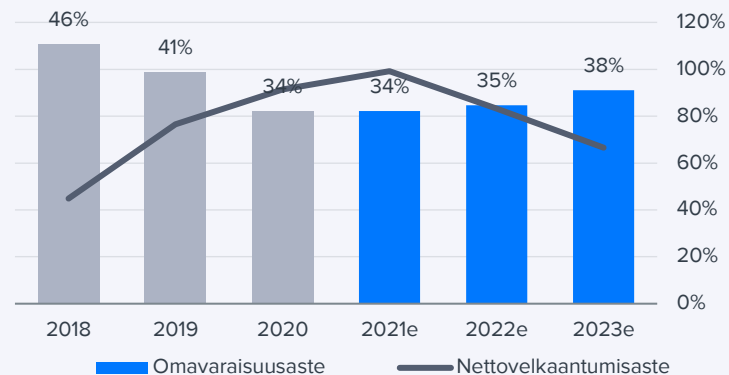
kassavirrat voisivat olla jatkossa hyvällä tasolla, jos tulos lähtisi jälleen nousuun. Tällä hetkellä tilanne on tosin vielä heikko, kun kysyntä yhtiön tuotteille ja palveluille on heikolla tasolla.

Taloudellinen tilanne

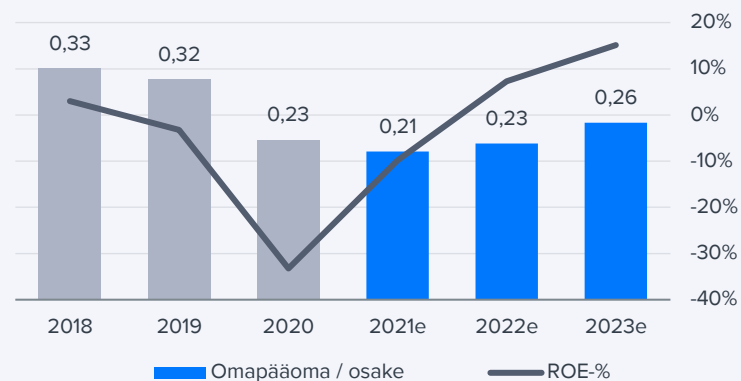
Tase 2020



Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Strategia 1/3

Tuottoa koulutusliiketoimintojen kehittämisestä

Soprano on koulutuksen kehitysyritys, 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, organisaation investointien, omistus- ja rahoitusjärjestelyjen ja mahdollisesti pienehköjen, nykyisiä liiketoimintoja täydentävien yrityskauppojen kautta.

Pidemmällä aikavälillä kehitystyön synnyttämä arvonnousu pyritään realisoimaan yritys- ja omistusjärjestelyjen kautta, joita voivat olla esimerkiksi yritysmyyntit tai omistusten listaaminen. Yritysmyyntit voivat olla ajankohtaisia myös osakkuusyrityksille (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 koulutuspalveluiden kehittäminen ja kasvattaminen. Digitaalisten palveluiden ja oppimisympäristöjen avulla Soprano pyrkii parantamaan kannattavuuttaan, kilpailuasemaansa ja kasvua.

Kokonaisuutena verkkokoulutuksen ja -palveluiden 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 verkkoalustoilla 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 kasvuohjelman 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 hankkeen vaikeudet ja haasteet eivät kuitenkaan ole olleet omiaan vahvistamaan uskoamme liiketoiminnan mahdollisuuksiin.

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 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 (osa IT Groupia) lähihistorian (2017-2020 ka.) noin 11 %:n liikevoittomarginaali. Ruotsissa Informator ei kuitenkaan ole pystynyt vastaavan kaltaiseen (2016-2019 ka. EBIT-%: 1,1 %) kannattavuuteen. Ruotsissa on yritetty muuttaa toimintaa Suomen mallin mukaiseksi, mutta merkittäviä tuloksia ei olla saatu vielä aikaan ja korona on aiheuttanut lisää haasteita. Ruotsissa koulutuksen esteenä olleet koronarajoitukset poistuvat syyskuun lopulla, jonka jälkeen liiketoimintaa voidaan alkaa jälleen pyörittää. Ruotsissa on pyrkimys pienemmällä henkilökunnalla ja pienentyneillä vuokratuloilla saada aikaan parempi tulos.

MIF on jo pystynyt tekemään noin 10-12 %:n

liikevoittomarginaalia viimeisien vuosien aikana, mikä on mielestämme varsin hyvä taso. MIF:llä onkin arviomme mukaan edellytykset jo nykyisellään saavuttaa arvioimamme haarukka lähiaikoina. Taakseen tämä vaatii kuitenkin nykyistä paljon paremman kysyntäkuva.

Konsernitasolla liikevoittomarginaalin potentiaali jää arviomme mukaan noin 5-8 %:n tasolle konsernikuluista johtuen. Tätä pitäisi tukea merkittävästi myös yhtiön koulutusvientihankkeet, joiden liikevoittomarginaali voi arviomme mukaan olla jopa yli 20 %:n tasolla, kun yhtiö voi käyttää hyväksi jo tuottamia 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 kysyntäkuva ja skaalautuvia palveluita

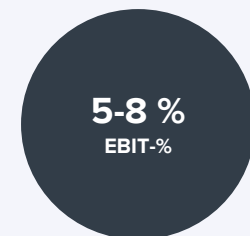
Arvioimme, että operatiivisten yksiköiden liikevoittomarginaalien nouseminen merkittävästi yli 12 %:n vaatisi joko pääosin voimakkaasti skaalautuvista palveluista syntyvän liikevaihdon kasvua (eli myyntimixin parantumista) ja/tai merkittävästi paremman kysyntäympäristön myötä kasvavia volyymeja. Tehostamisen 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.

Keskkipitkällä 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 kommodisoitumiselle, kun tuotantokustannukset lähestyvät nollaa ja lähes jokaisella on mahdollisuus alalla ryhtyä liiketoimintaa itse harjoittamaan. Alan mahdollisesta murroksesta johtuen pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat noin 6 %:n tasolla. Tämäkin on kuitenkin suhteellisen kova lukema yhtiön viimeaikainen suoritus huomioiden.

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.

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 ja ennen kaikkea taloudellinen kunnon parantamiseen. 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 kohteen hinnasta, sen tuloksentekevyydestä 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 kilpailukyyn 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 jatkuviissa 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 laatumielikuva.

7) Henkilöstövaltainen tuotanto:

Perinteiset koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut ovat toimintoineen erittäin henkilöintensiivisiä ja niiden prosessien automatisointi on haasteellista. Omien henkilöstöresurssien sopeuttaminen kysynnän vaihteluihin on myös hidasta ja kestää suunnitteluineen 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 valmistelemaa työtä ja etupainotteisia markkinointi-, materiaali-, tuotekehitys ja asiakaspalvelukuluja.

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 merkittävääkin.

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
- Kilpailuetujen 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 ennakointi 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.

Arviomme mukaan paras indikaattori Sopranon tuloskehityksen ennustamiseen pitkällä aikavälillä on yleisen talouskehityksen ja erityisesti työllisyyskehityksen muutokset. Nyt kuitenkin korona on iskenyt yhtiön toimintaympäristöön eikä talouskasvun palautuminen samalla tavalla auta yhtiötä.

Pitkässä juoksussa koulutuksen kysyntä on mielestämme kuitenkin kohtuullisen suhdanneriippuvaista, sillä yritysten 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. Yritysten tai julkisten organisaatioiden säästötoimet iskevät kuitenkin yhtiön 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 eikä kysyntä vielä ole palaamassa odotetulle tasolle vuoden 2021 aikana. Samalla koulutusvientihankkeiden ja yhtiön verkkopätevyyskoulutuksien myynti ei ole alkanut yhtiön toivomalla tavalla.

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Käänneyhtiö

Soprano profiloituu sijoittajan näkökulmasta tällä hetkellä käänneyhtiöksi, jonka pitää saada konsernin tulosesitys käännettyä. Tämän jälkeen yhtiö voisi etenkin operatiivisten yhtiöiden puolesta aloittaa jo kasvuvaiheen. Suomen osalta toiminnot ovat arviomme mukaan pitkälti hyvin kannattavia, mutta Venäjällä ja Ruotsissa yhtiöllä on vielä töitä tehtävänä. Myöskään koulutusvienti eikä verkkopätevyysien myynti ole vielä sillä tasolla, että se auttaisi yhtiön tulosta paranemaan. Yhtiö tarvitsisi selkeästi vahvistuvaa kysyntää liiketoiminnoilleen, jotta nykyinen kulurakenne olisi kestävä. Myös tehostaminen on vaihtoehto pitkittyvän heikon toimintaympäristön ja/tai uusien liiketoiminta-avausten epäonnistumisen myötä.

Suhdanneherkkä toimiala

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

Yhtiöllä on liiketoiminnassaan matala pääoman tarve, mikä vähentää yhtiön rahoitustarvetta. Viime aikoina tappioiden vuoksi yhtiön taloudellinen tilanne ja taseasema on kuitenkin heikentynyt ja vaatii operatiivisen suorituksen parantumista. Kassavarat alkavat olla matalalla tasolla yhtiön lainojen lyhennystarpeeseen sekä markkinatilanteeseen nähden.

Pieni yhtiö, jolla keskittynyt 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 omistajarakenteen kanssa nostaa osakkeen tuottovaadetta (ts. likviditeettipremio).

Sen lisäksi omistajakunnassa on historiassa ollut erimielisyyksiä yhtiön strategiasta sekä liiketoiminnan suorituksesta, mikä on omiaan lisäämään huonoa ilmapiiiriä myös yhtiön sisällä. Tämä johti lopulta siihen, että hallitusta sekä toimitusjohtajaa vaihdettiin omistajien toiveiden perusteella viime vuonna. Nyt tilanne omistajien ja yhtiön välillä on kuitenkin rauhoittunut näin julkisten lähteiden perusteella.

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.

Potentiaali

Osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskasvu:** Rakennejärjestelyt ovat keventäneet konsernin kulutaakkaa ja operatiiviset yhtiöt ovat normaalitilanteessa kannattavia.

- **Koulutusviennin potentiaali:** Potentiaalia on, mutta epävarmuus suurta.
- **Verkkokoulutuksen skaalautuvuus ja kasvu:** Etä- ja verkkokoulutus skaalautuu ja kasvaa perinteistä koulutusta selkeämmin.
- **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.

Heikkoudet

- **Markkina- ja toimialariskit:** Soprano toimii hyvin suhdanneherkillä toimialoilla, minkä vuoksi kysynnän vaihtelut ovat suuria ja ennustettavuus heikkoa.
- **Koulutuksen kommodisoituminen:** Teknologinen kehitys ja tarjonnan kasvu voi laskea koulutuksen hintaa merkittävästi.
- **Investointien epäonnistuminen:** Yhtiö on investoinut merkittävästi koulutusvientiin ja ensimmäisen projekti ei ole mennyt odotetusti.
- **Henkilöriskit:** Sopranon liiketoiminta on hyvin riippuvaista avainhenkilöstöstä.
- **Kehittyvien markkinoiden riskit:** Maat sisältävät merkittäviä taloudellisia tai poliittisia riskejä.
- **Tase- ja rahoitusriskit:** Tulos on saatava käännettyä, jotta yhtiö selviää vastuistaan. Rahoitusjärjestelyjä ei voi poissulkea.

Sijoitusprofiili

1.

Käänneyhtiön profiili

2.

Koulutusviennin mahdollisuudet ja riskit

3.

Verkkokoulutuksen skaalautuvuus

4.

Pieni pääoman tarve liiketoiminnassa

5.

Tase- ja rahoitusriskit nousseet esille

Potentiaali



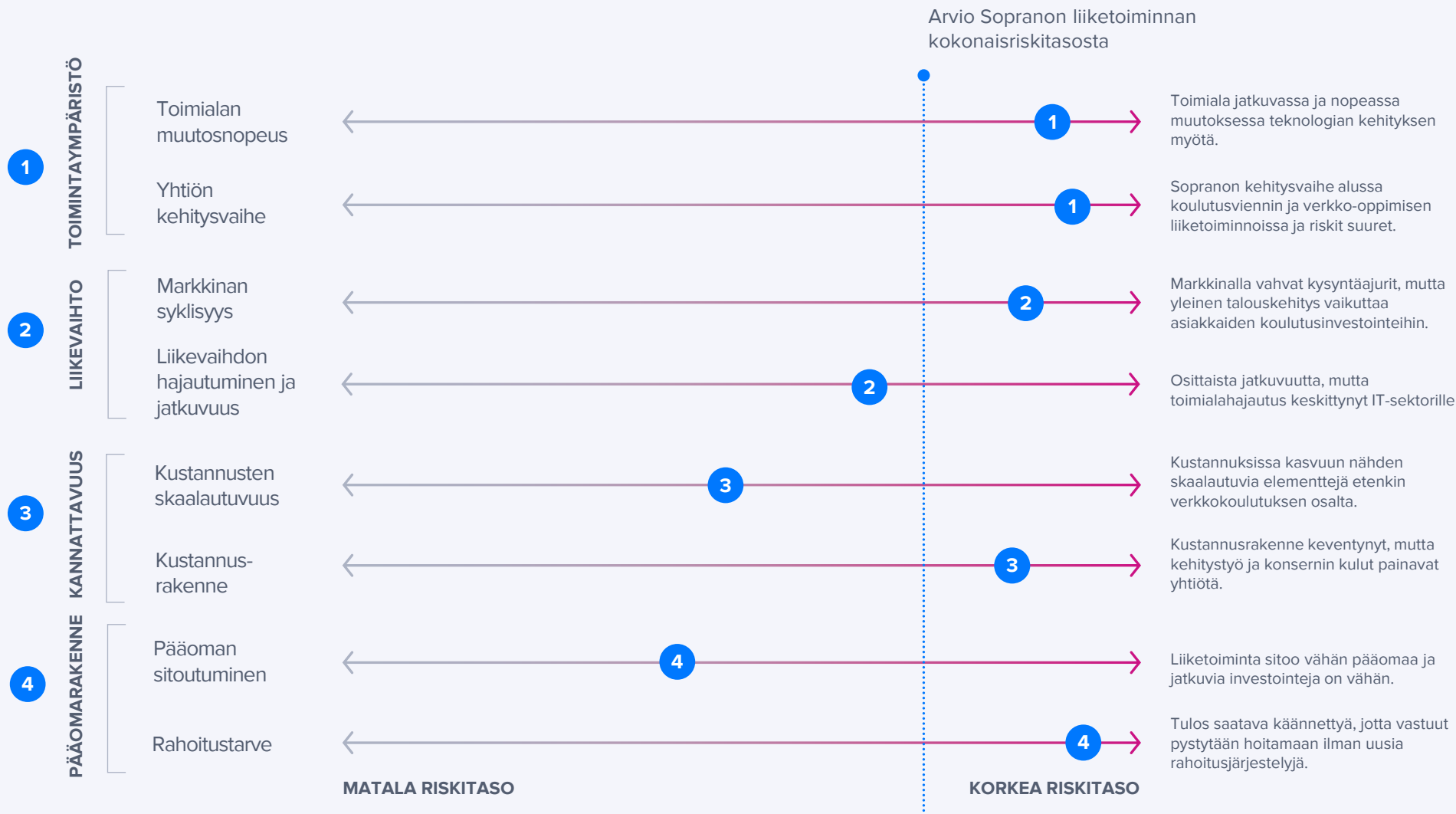
- Tuloskasvu
- Koulutusviennin tulevaisuuden potentiaali
- Verkkokoulutuksen luoma skaalautuvuus
- Matalat pääomatarpeet
- Operatiivisten yhtiöiden luoma kassavirta
- Osin jatkuvaa liiketoimintaa

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet 1/2

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 2 % vuosittain. Emme näe, että ala kasvaisi ikuisuuteen arvioimaamme talouskasvua (1-2 %) selkeästi nopeammin. Kannattavuudessa olemme pitkällä aikavälillä kohtuullisen korkealla noin 6 %:ssa yhtiölle haarukoimaamme potentiaaliin nojaten.

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

Vuonna 2021 näkyy vielä koronan vaikutukset

Yhtiön toimintamaissa talouskasvu alkaa koronavuoden jälkeen piristymään, mutta se ei auta vielä Sopranoa merkittävästi. Koronan rajoitukset ovat olleet päällä ja asiakkailta päätöksissä on paljon epävarmuutta. Koulutukseen ei haluta nyt tällä hetkellä panostaa. Samalla yhtiöllä on ongelmia tiettyjen alueiden kannattavuudessa (Ruotsi), mikä vaikeuttaa tulosparannusta. Odotamme operatiivisten

tytäryhtiöiden liikevaihdon palautuvan vuodesta 2020 pieneen kasvuun, mutta odotukset eivät ole korkealla tulostason osalta.

Ensimmäinen koulutusvientihanke on myös kohdannut vastatuulta. Ensimmäisen sopimuksen 4 MEUR:sta ollaan tehty 1,2 MEUR:n osa ja jatkosta vielä neuvotellaan. Odotuksissamme on, että hankkeet jatkuvat myös tulevaisuudessa ja näiden puuttuminen tulisi laskemaan ennusteitamme.

Yhtiö sai myös viime vuonna sopimuksen verkkopätevyyksien myynnistä Kiwa Inspectan kanssa. Tämän piti yhtiön mukaan näkyä vuoden 2021 tuloksessa ja liikevaihdossa, mutta nyt H1-raportista sekä laskeneesta ohjeistuksesta voi lukea, että myynti ei ole sujunut odotetusti. Näiden suhteen odotamme myynnin piristyvän jatkossa ja hankkeen parantavan yhtiön tulosta, vaikka alku ei ole mennyt odotetusti.

Kokonaisuutena odotamme vuoden 2021 liikevaihdon olevan 12,3 MEUR ja kasvavan heikosta vuodesta 2020 noin 3,4 %:lla (2020: 11,8 MEUR). Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan vuonna 2021 -0,12 MEUR:oon vuoden 2020 -0,85 MEUR:sta, mutta jäävän vielä tappiolle. Liikevoittomarginaalin odotamme olevan -1,0 % (2020: -7,2 %).

Ohjeistuksessaan yhtiö arvioi itse, että konsernin liiketulos on selvästi parempi kuin vuoden 2020 liiketulos (-1,0 MEUR), joka on linjassa ennusteisiimme. Aiemmassa tulosohejeistuksessaan yhtiö oli ennakoanut vuoden 2021 liiketuloksen olevan positiivinen. Ennen vuoden 2021 H1-raporttia julkistettu ohjeistus ei poista mahdollisuutta, että tulos olisi positiivinen,

mutta ohjeistuksen perustelut ja alkuvuoden tulostaso viittaisivat siihen, että tämän toteutuminen on epätodennäköisempää.

Yhtiö kertoo näkymissään, että koulutuskysynnässä oli jo nähtävissä touko-kesäkuussa elpymistä, mutta koronan neljäs aalto ja uudet rajoitustoimet ovat kuitenkin vähentämässä selvästi H2:lle realisoituvaa koulutusmyyntiä. Huolestuttavaa mielestämme on myös se, että koronapandemian vuoksi myöskään koulutusviennin ja uusien liiketoimintojen myynti ei ole kehittynyt toivotulla tavalla. Lähitulevaisuuden näkymille tämä on iso isku, sillä nämä ovat tärkeitä kasvuaihoja yhtiölle.

Liikevaihdon suunnasta ei annettu ohjeistusta. Odotuksissamme on ollut, että koulutuspalveluiden kysyntä palautuisi koronan hellittäessä, mutta näillä näkymin myös vuosi 2021 uhkaa jäädä tämän vuoksi heikoksi yhtiön näkymien mukaan.

Tulos laskee tappiolle

Odotamme liikevoiton parantumisen nostavan tulostason myös alariveillä vertailukauden yläpuolelle. Rahoituskulut laskevat arviomme mukaan vuonna 2021, kun vertailukaudella niihin sisältyi osakkuusyhtiön lainan arvonalentuminen. Veroaste pysyy myös ennusteissamme matalalla tasolla. Ennustamme nettotuloksen olevan -0,4 MEUR tappiolla (2020: -1,5 MEUR). Osakekohtaisen tuloksen odotamme myös olevan -0,02 euroa tappiolla (2020: -0,09 euroa). Osinkoa emme odota yhtiön maksavan ollenkaan alhaisesta tuloksesta johtuen.

Ennusteet 2/2

2022-2023: koulutusvientihankkeet jatkuvat ja operatiiviset segmentit parantavat menoaan

Lähivuosina näemme yhtiön operatiivisten yhtiöiden tulostuksen palautuvan hiljalleen talousympäristön vakiintumisen myötä. Vuonna 2022 näemme operatiivisten segmenttien pääsevän jälleen talouskasvun avittamana kasvuun ja myös kannattavuuden nousevan lähemmäs vuosien 2017-2019 tasoja.

Koulutusvientihankkeiden jatkuminen on myös ennusteissamme mukana, vaikka näiden toteutumiseen, kokoon ja kannattavuuteen liittyykin vielä merkittäviä epävarmuustekijöitä. Yhtiö on kuitenkin viestinyt jatkavansa ponnisteluja ja myyntiä hankkeiden ympärillä. Tämänkaltaiseen projektiliiketoimintaan liittyy aina riski siitä, että tilauksia ei tulekaan odotuksien mukaisesti.

Odotamme liikevaihdon vuonna 2022 olevan 14,0 MEUR:ssa ja nousevan vertailukaudesta noin 15 %:lla ja edelleen vuonna 2023 noin 2 %:lla 14,3 MEUR:oon. Liikevoiton odotamme edellä mainituista syistä nousevan vuonna 2022 noin 0,50 MEUR:oon (EBIT-%: 3,6 %) ja edelleen vuonna 2023 noin 0,85 MEUR:oon (EBIT-%: 6,0 %).

2024 eteenpäin

Vuonna 2024 ja siitä eteenpäin yhtiön tuloskehitys hieman tasaantuu ennusteissamme. Odotamme vuonna 2023 yhtiön liikevaihdon kasvavan, mutta tulostason vakiintuvan noin 5-6 %:n välille. Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun

hiipuvan noin 2 %:n tasolle. Liikevoittomarginaalin odotamme konsernitasolla olevan pitkällä aikavälillä noin 6 %:ssa perustuen yhtiön skaalautuvuuteen ja uusiin liiketoimintoihin.

Pitkän aikavälin ennusteemme ovat yhtiön viime aikaiseen suoritukseen nähden korkeat, mutta haarukoimaamme yhtiön potentiaaliin (EBIT-%: 5-8 %) nähden 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 hyvinkin rajallisia.

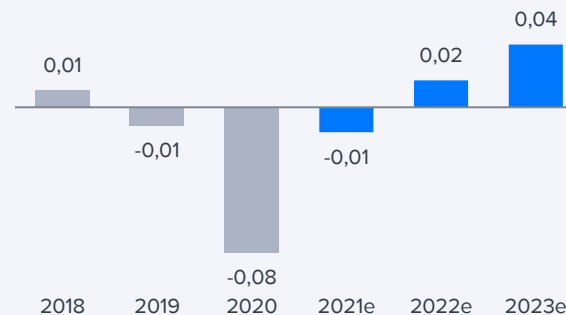
Merkittävimmät riskit ennusteissamme liittyy koulutusvientihankkeiden totaaliseen epäonnistumiseen operatiivisesti tai esim. valuuttariskien realisoinnin vuoksi. Lisäksi taloustilanteen heikentyminen odotettua syvemmin taantumaan tai koronaan liittyvien rajoitusten ja epävarmuuden pitkittyminen ovat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

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS (oikaistu)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	15,5	14,9	6,7	5,2	11,8	5,8	6,4	12,3	14,0	14,3
IT Group	10,6	9,9	3,7	2,8	6,5	3,5	3,1	6,6	7,1	7,2
MIF	4,9	4,7	2,1	2,0	4,1	2,3	2,3	4,6	4,8	4,9
Yhteiset erät	0,5	1,2	1,6	1,0	2,6	0,7	1,4	2,2	3,0	3,1
Konsernierät	-0,4	-0,9	-0,7	-0,6	-1,3	-0,7	-0,5	-1,1	-0,9	-0,9
Käyttökate	0,7	1,4	0,1	0,3	0,4	0,2	0,8	1,0	1,4	1,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,9	-0,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,41	0,08	-0,38	-0,47	-0,85	-0,28	0,16	-0,12	0,50	0,85
Liikevoitto	0,41	0,08	-0,62	-0,38	-0,99	-0,42	0,16	-0,26	0,50	0,85
IT Group	0,79	0,51	-0,42	-0,20	-0,62	0,01	0,25	0,26	0,34	0,33
MIF	0,5	0,5	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,5	0,4
Yhteiset erät	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,0
Konsernierät	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,23	-0,18	-0,03	0,09	0,06	0,01	0,07	0,08	0,05	0,05
Nettorahoituskulut	-0,33	-0,20	-0,14	-0,32	-0,47	-0,14	-0,13	-0,27	-0,26	-0,25
Tulos ennen veroja	-0,15	-0,30	-0,79	-0,61	-1,40	-0,55	0,10	-0,45	0,29	0,65
Verot	0,44	0,212	0,00	-0,10	-0,09	-0,02	0,06	0,04	0,02	0,06
Nettotulos	0,29	-0,09	-0,79	-0,71	-1,50	-0,57	0,16	-0,41	0,32	0,71
EPS (oikaistu)	0,01	-0,01	-0,04	-0,05	-0,08	-0,02	0,01	-0,01	0,02	0,04
EPS (raportoitu)	0,01	-0,01	-0,05	-0,04	-0,09	-0,03	0,01	-0,02	0,02	0,04

Tunnusluvut	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,7 %	-4,4 %	-16,5 %	-24,6 %	-20,3 %	-12,5 %	23,8 %	3,4 %	14,5 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-80,0 %	-290,0 %	296,6 %	-1140,2 %	-27,5 %	-133,4 %	-86,0 %	-520,2 %	69,5 %
Käyttökate-%	4,6 %	9,2 %	1,0 %	6,0 %	3,2 %	3,6 %	11,8 %	7,9 %	10,1 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,6 %	0,6 %	-5,7 %	-9,1 %	-7,2 %	-4,8 %	2,5 %	-1,0 %	3,6 %	6,0 %
Nettotulos-%	1,2 %	-1,3 %	-13,8 %	-14,9 %	-14,3 %	-9,7 %	2,4 %	-3,3 %	2,2 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen ajurit

Hinnoittellemme Sopranoa ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta. Olemme aikaisemmin haarukoineet yhtiön arvoa myös osien summan kautta, mutta sen käyttökelpoisuus nykyisessä tilanteessa arvojen purkautumisen liittyvän epävarmuuden vuoksi on heikentynyt.

Suosimme tulospohjaisista kertoimista arvonmäärityksessämme 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 yritysarvo nousi muutoksien myötä noin 20 %, mutta liikevoitto jäi suhteellisen ennalleen.

Sopranon osakkeen kehitys on viime vuosina ollut vuoristorataa ja osakkeen vähäisen vaihdon sekä yhtiön pienen markkina-arvon vuoksi osakkeen liikkeet voivat olla hyvin rajuja.

Hyväksyttävä arvostus

Odotamme Sopranolta selkeää tulospohjaista tuloskasvua seuraavilta vuosilta alhaisen lähtötason vuoksi. Yhtiön suoriutuminen menneiden vuosien lupauksiin nähden kuitenkin nostaa käänteeseen liittyviä riskejä ja alentaa tulospohjaista potentiaalia hyväksyttävään arvostustasoon. Lisäksi yhtiön riskitasoa nostaa merkittävät yksittäiset hankkeet (koulutusvientit), joilla voi olla isoja vaikutuksia yhtiön tulevaisuuden potentiaalin arviointiin.

Markkinan kysynnän suhdanneriippuvuus (ei defensiivisyyttä) on myös yksi tärkeä arvostukseen vaikuttava tekijä, joka on ollut selkeästi huomattavissa koronan haasteiden muodossa.

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

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

Sopranon arvostuksessa huomioonotettavat tekijät

- Käänneyhtiön profiili
- Merkittävä tulospohjaista kasvupotentiaali
- Taseasema heikko
- Markkina suhdanteista riippuvainen
- Heikko historiallinen suoritus laskee hyväksyttävää arvostusta
- Markkinoiden luottamus yhtiöön vielä matalalla
- Merkittäviä riskejä yksittäisissä hankkeissa
- Todisteet potentiaalista vielä saavuttamatta

Arvonmääritys 2/4

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Absoluuttisilla tulostulokertoimilla Soprano on vuodelle 2021 hinnoiteltu käänne- tai jopa kriisiyhtiölle tyypillisesti hyvin korkealle alhaisesta tuloksesta johtuen. P/E-kerroin on negatiivinen ja EV/EBITDA-kerroin noin 13x. Kuluvana vuonna tuloksiin ja sitä kautta kertoiimiin edelleen vaikuttaa kuitenkin hyvin paljon koronan haasteet. Tämän vuoksi nojaamme jo normaalimpaa vuotta kuvaavaan vuoteen 2022.

Vuonna 2022 yhtiön tulostulokertoimet laskevat alemmalle tasolle (P/E: 25x, EV/EBITDA: 8x), mutta ovat vielä merkittävän koholla hyväksymäämme tasoon nähden (P/E: 14x, EV/EBITDA: 7x). Vuodelle 2022 odotuksissamme on, että tilanne operatiivisilla yhtiöillä paranee selvästi. Haluaisimme arvostukseen enemmän turvamarginaalia nojataksemme mahdolliseen yhtiön käänteeseen, sillä riskit ovat koholla.

Volyympiperusteisesti yhtiön 0,8x:n tasolle asettuva pitkän aikavälin keskiarvo on yhtiölle mielestämme hyvä noja. Nyt EV/Liikevaihto-

kerroin (2021e: 0,9x) on yhtiölle haarukoimaamme tukitasoon nähden sen yläpuolella. 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 taseaseman vahvistaminen, velkojen maksaminen ja myös investoinnit tulevaisuuteen ovat yhtiölle enemmän kriittisiä. Ilman näitä investointeja koulutusviennin ja digitaalisten koulutuspalveluiden potentiaalia ei saada välttämättä realisoitua. Ennusteissamme odotamme yhtiön maksavan osinkoa vasta vuoden 2022 tuloksestaan.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,40	0,40	0,40
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	19,3	19,3
Markkina-arvo	7,7	7,7	7,7
Yritysarvo (EV)	11	11	10
P/E (oik.)	neg.	25,3	11,0
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,6	7,7	6,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	21,6	12,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	40,0 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

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 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 2022e arvostustaso on ennusteillamme ja käyttämillämme arvostuskertoimilla noin 30 % yli verrokkien. Verrokkien mediaani P/E-kerroin on vuodelle 2022 noin 14x ja mediaani EV/EBITDA-kerroin noin 11x.

Yhtiölle mielekkäämpää ja vertailukelpoisempaa Pohjoismaiden verrokkiryhmää tarkastellen Soprano on hinnoiteltu noin 50 % yli verrokkien. Yhtiön tulostason, skaalautuvuuden tai tulevaisuuden näkymien tulisi mielestämme parantua selvästi, jotta yhtiötä voitaisiin arvostaa lähemmäs verrokkeja. Toistaiseksi mielestämme merkittäväkin (-15 %) alennus on hyväksyttävä.

Verrokkiryhmä

2022e	EV/EBITDA	P/E
Pohjoismaat		
Wulff Yhtiot Oyj	5,9	10,2
Avidly Plc	16,3	15,2
AcadeMedia AB	11,8	10,2
Kansainväliset		
Cornerstone OnDemand Inc	13,5	20,7
Strategic Education Inc	6,6	12,8
American Public Education Inc	1,8	14,6
Mediaani	10,7	13,7
Soprano (Inderes)	7,7	25,3
Alennus/premio	-28,5 %	83,9 %
Keskiarvo	27,7 %	

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Pohjoismaat													
Wulff Yhtiot Oyj	33	47	6,7	9,4	5,2	5,9	0,5	0,4	15,0	10,2	2,7	2,9	1,7
Avidly Plc	31	33		32,5	16,3	16,3	1,1	1,0	148,5	15,2			3,1
AcadeMedia AB	746	1589	16,8	16,3	12,2	11,8	1,2	1,1	10,7	10,2	2,8	2,9	1,4
Mediaani			11,8	16,3	12,2	11,8	1,1	1,0	15,0	10,2	2,7	2,9	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-897 %	33 %	-5 %	-35 %	-18 %	-24 %	-286 %	147 %	-100 %	-45 %	9 %
Kansainväliset													
Cornerstone OnDemand Inc	3237	4019	20,5	18,6	14,9	13,5	5,5	5,1	22,6	20,7			
Strategic Education Inc	1572	1467	10,0	9,6	6,9	6,6	1,5	1,5	14,5	12,8	3,2	3,4	
American Public Education Inc	415	147	6,4	3,0	3,0	1,8	0,4	0,3	28,8	14,6			1,2
Grand Canyon Education Inc	3346	3357	13,4	12,4	12,0	11,1	4,4	4,1	14,4	12,7			
Laureate Education Inc	2678	2455	23,9	16,9	13,9	10,3	2,8	2,6		27,5	1,9	0,2	1,1
Mediaani			13,4	12,4	12,0	10,3	2,8	2,6	18,5	14,6	2,5	1,8	1,2
Erotus-% vrt. mediaani			-801 %	75 %	-3 %	-26 %	-67 %	-71 %	-251 %	73 %	-100 %	-11 %	62 %
Koko verrokkiryhmä													
Soprano (Inderes)	8	11	-93,9	21,6	11,6	7,7	0,9	0,8	-28,0	25,3	0,0	1,6	1,9
Keskiarvo			14,0	14,8	10,6	9,7	2,2	2,0	36,4	15,5	2,6	2,3	1,7
Mediaani			13,4	14,3	12,1	10,7	1,4	1,3	15,0	13,7	2,7	2,9	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-801 %	51 %	-4 %	-28 %	-33 %	-40 %	-286 %	84 %	-100 %	-45 %	32 %

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

Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme myös rahavirtamallille (DCF) pienen painoarvon, vaikka rahavirtamalli on herkkä erityisesti pitkän aikavälin ja terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,31 euroa, mikä tukee muita käyttämiämme menetelmiä. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 6 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea noin 50 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,3 % ja oman pääoman kustannus 12,1 %, joissa voi olla laskunvaraa tilanteen parantuessa. Odotamme ennemmin kuitenkin parannusta kassavirtojen kautta.

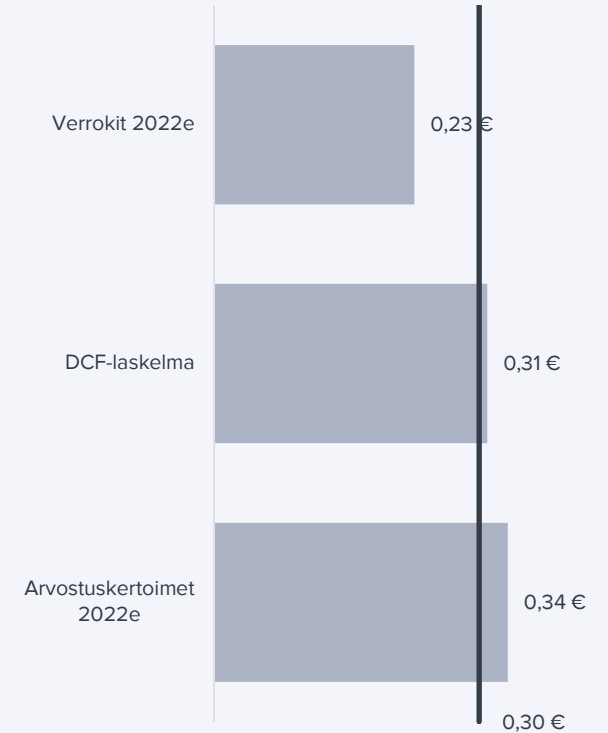
Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Sopranon myy-suosituksen ja 0,30 euron tavoitehinnan. Nojaamme arvonmäärityksessä konsernin tulospohjaiseen arvostukseen, DCF-laskelmaan sekä verrokkiarvostukseen.

Osakkeen arvostus on yhtiön tilanteeseen nähden korkealla ja omaa merkittävää laskuvaraa hyväksymämme arvostushaarukan ylärajaankin nähden. Verrokkiarvostus on myös selvästi liian korkealla preemiolle eikä DCF-laskelman arvokaan anna nykyiselle osakekurssille tukea.

Yhtiö on nyt tilanteessa, jossa tulos pitäisi saada paremmalle tasolle, jotta voitaisiin realistisesti päästä realisoimaan ensimmäisiä palasiaan viime vuosien isoista investoinneista. Markkinoiden luottamus on kokenut isoja kolauksia viimeisien vuosien aikana ja tarvitsee nyt selkeitä näyttöjä yhtiön suorittamisesta.

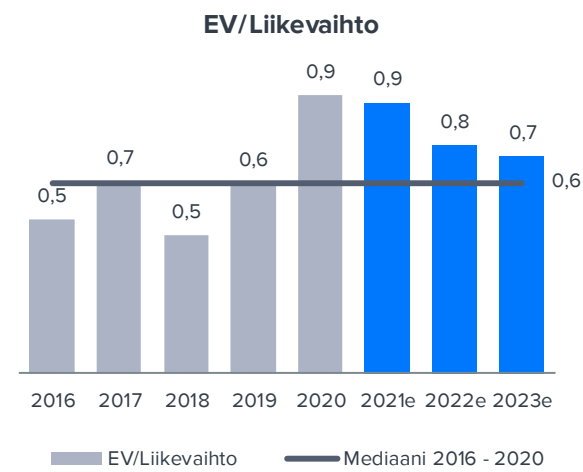
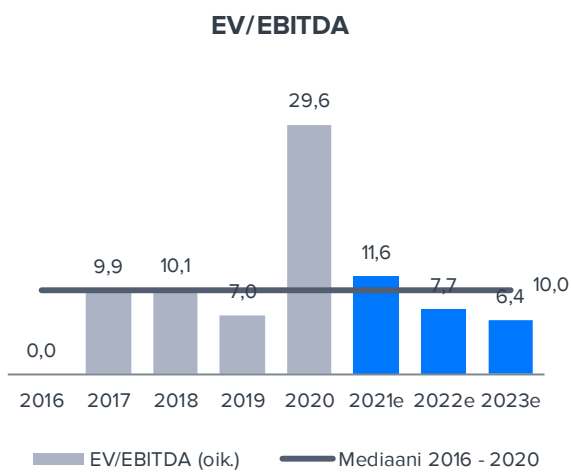
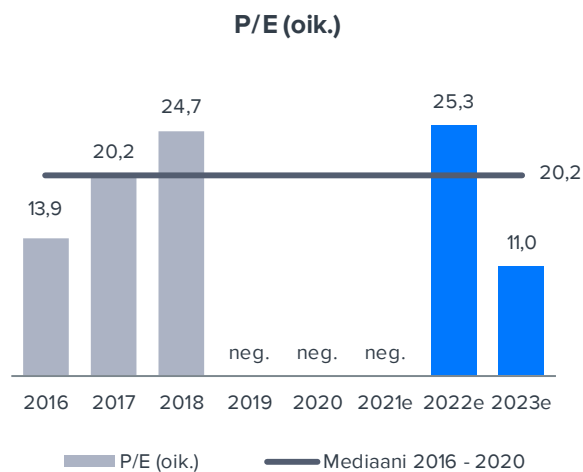
Arvonmäärityksen summaus



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,35	0,46	0,25	0,27	0,39	0,40	0,40	0,40	0,40
Osakemäärä, milj. kpl	17,9	18,1	18,3	18,6	18,6	19,0	19,3	19,3	19,3
Markkina-arvo	6,3	8,4	4,5	5,0	7,2	7,7	7,7	7,7	7,7
Yritysarvo (EV)	8,7	10	7,2	9,5	11	11,2	11	10	10
P/E (oik.)	13,9	20,2	24,7	neg.	neg.	neg.	25,3	11,0	11,5
P/B	1,3	1,4	0,7	0,8	1,7	1,9	1,8	1,6	1,5
P/S	0,4	0,5	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,5	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	neg.	9,9	10,1	7,0	29,6	11,6	7,7	6,4	6,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,6	17,6	>100	neg.	neg.	21,6	12,3	12,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	40,0 %	45,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %	4,1 %	4,4 %

Lähde: Inderes



DCF-laskelma

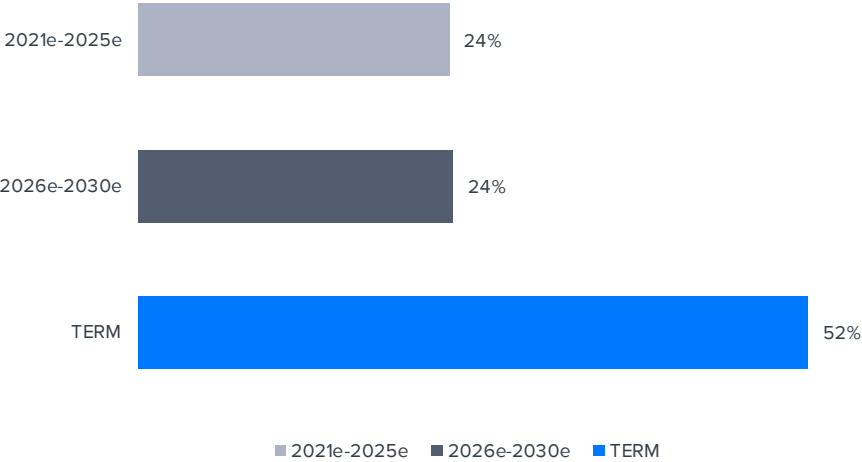
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-1,0	-0,3	0,5	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,2	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8	
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	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 muutokset	0,7	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,1	0,8	1,5	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9	1,7	1,8	1,7	
+ 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	0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	-0,1	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	
+/- Muut	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,0	-0,1	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	12,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	4,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,4	9,5	9,0	8,4	7,8	7,2	6,6	6,1	5,7	5,3	4,9
Velaton arvo DCF		9,4										
- Korolliset velat		-5,5										
+ Rahavarat		1,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		6,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,31										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	15,5	14,9	11,8	12,3	14,0	EPS (raportoitu)	0,01	-0,01	-0,09	-0,02	0,02
Käyttökate	0,7	1,4	0,4	1,0	1,4	EPS (oikaistu)	0,01	-0,01	-0,08	-0,01	0,02
Liikevoitto	0,4	0,1	-1,0	-0,3	0,5	Operat. kassavirta / osake	0,02	0,08	0,06	0,04	0,08
Voitto ennen veroja	-0,1	-0,3	-1,4	-0,4	0,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,04	-0,09	0,06	-0,01	0,03
Nettovoitto	0,2	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	Omapääoma / osake	0,33	0,32	0,23	0,21	0,23
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	13,8	15,1	13,3	12,5	13,1	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-4 %	-20 %	3 %	14 %
Oma pääoma	6,1	5,9	4,3	4,1	4,4	Käyttökateen kasvu-%	-31 %	91 %	-73 %	157 %	46 %
Liikearvo	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-38 %	-80 %	-1140 %	-86 %	-520 %
Nettovelat	2,7	4,5	3,9	4,0	3,6	EPS oik. kasvu-%	-57 %	-206 %	695 %	-83 %	-211 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	4,6 %	9,2 %	3,2 %	7,9 %	10,1 %
Käyttökate	0,7	1,4	0,4	1,0	1,4	Oik. Liikevoitto-%	2,6 %	0,6 %	-7,2 %	-1,0 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	0,2	0,7	-0,2	0,1	Liikevoitto-%	2,6 %	0,6 %	-8,4 %	-2,1 %	3,6 %
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,5	1,1	0,8	1,5	ROE-%	3,0 %	-3,3 %	-33,2 %	-9,8 %	7,3 %
Investoinnit	-0,9	-3,0	0,2	-0,9	-0,9	ROI-%	1,9 %	-0,9 %	-9,0 %	-1,9 %	6,2 %
Vapaa kassavirta	-0,6	-1,6	1,0	-0,1	0,6	Omavaraisuusaste	46,1 %	41,1 %	34,2 %	34,3 %	35,3 %
						Nettovelkaantumisaste	44,9 %	76,6 %	91,5 %	99,1 %	83,3 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,9	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	10,1	7,0	29,6	11,6	7,7						
EV/EBIT (oik.)	17,6	>100	neg.	neg.	21,6						
P/E (oik.)	24,7	neg.	neg.	neg.	25,3						
P/B	0,7	0,8	1,7	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2020	Lisää	0,45 €	0,40 €
3.8.2020	Vähennä	0,34 €	0,35 €
28.8.2020	Myy	0,26 €	0,32 €
15.10.2020	Vähennä	0,26 €	0,27 €
21.1.2021	Myy	0,30 €	0,36 €
22.3.2021	Myy	0,30 €	0,36 €
30.8.2021	Myy	0,30 €	0,39 €
14.9.2021	Myy	0,30 €	0,40 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**