

Soprano

Vuosipäivitys

4/2015

**inde
res.**

Tuloskäänne vahvistuu?

Nostamme Sopranon suosituksen vähennä-tasolle (aik. myy) ja tavoitehintaa 0,72 euroon (aik. 0,65 EUR). Soprano toteutti viime vuonna ison rakenne-muutoksen ja tehostusohjelman, mitkä yhdessä heikon markkinatilanteen kanssa ajoivat yhtiön tuloksen tappiolle. Markkina ei anna vielä tukea yhtiölle, mutta liiketoimintamallin muutosten ja kiinteiden kulujen laskun pitäisi kääntää tulos selvästi positiiviseksi. Korkean riskitason ja heikon näkyvyyden vuoksi odotamme yhtiöltä vielä näyttöjä tuloskunnosta ennen kuin voimme ottaa positiivisemmän näkemyksen osakkeesta.

Takana iso rakennemuutos

Soprano on käynyt vuosien 2012-2014 aikana läpi ison muutosprosessin, jossa yhtiö on fokusoitunut viestintä- ja ICT-palveluita tuottavasta yhtiöstä työelämän ja kansainvälistymisen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluihin. Organisaatiota on muokattu strategisen fokusalueen mukaiseksi useiden isojen yritystojen, integraatioiden, tehostusohjelmien ja yritysmyyntien kautta. Raskaan kulurakenteen ja rakennejärjestelyihin liittyvien kulujen takia Soprano-konsernin operatiivinen tuloskehitys on ollut kuitenkin viime vuodet erittäin heikkoa. Lisäksi yrityskaupat ovat kasvattaneet yhtiön liikearvoa, osakemäärää ja heikentäneet selvästi rahoitusasemaa. Rakennemuutos on nyt pääosin takanapäin ja odotamme yhtiöltä tulospaannusta lähivuosina.

Uudistettu liiketoimintamalli lisää operatiivista iskukykyä

Yhtiön viime kesänä toteuttama liiketoimintamallin ja strategian uudistus parantaa Sopranon operatiivista joustavuutta ja riskinsietokykyä. Uudistetun liiketoimintamallin ydinajatuksena on minimoida toimialalle tyypillinen kysynnän voimakas kausi- ja suhdannevaihtelu lisäämällä palveluiden tuottamisessa merkittävästi ulkoistetun työvoiman osuutta. Lisäksi yhtiössä pyritään minimoimaan ja muuttamaan muuttuviksi mahdollisimman suuri osa liiketoiminnan muista kiinteistä kuluista, kuten toimitilakustannukset. Käytännössä tämän pitäisi heijastua heikossa kysyntäympäristössä pienempänä tappion mahdollisuutena ja toisaalta mahdollistaa nopea ja kustannustehokas kasvumahdollisuuksien käyttäminen kysynnän piristessä. Yhtiöllä on toimintamallista hyviä kokemuksia Ruotsista.

Ennustamme selvää tuloskäännettä lähivuosille

Sopranon toimialan yhtiöiden kasvu ja kannattavuus on jäänyt vaisussa talousympäristössä erittäin heikoksi ja useat yhtiöt ovat ajautuneet saneeraukseen. Näemme markkinatilanteen jatkuvan haasteellisena Suomessa, mutta Ruotsissa toimialan kasvunäkymät ovat positiiviset. Ennustamme yhtiölle selvää liikevaihdon ja liikevoiton kasvua kuluvana vuonna sekä maltillista tuloskasvua lähivuosille. Liikevaihdon kasvun taustalla vaikuttaa positiivisesti Sopranon viime vuonna tekemät yritysostot ja Ruotsin toiminnoille ennakoimamme vahva orgaaninen kasvu. Liikevoittoa kasvattaa volyymikasvun lisäksi selvästi alentuvat kiinteät kulut. Yhtiön nettotuloksen kasvua tukee myös vahvistettujen tappioiden myötä vuosiksi matalalle tasolle jäävä veroaste.

Arvostus ei riskit huomioiden vielä riittävän houkutteleva

Osakkeen arvostustaso on absoluuttisesti kohtuullisella tasolla, joskin osinkotuotto jää heikosta rahoitustilanteesta johtuen edelleen nolnaan. Pidämme osakkeen riskitasoa selvästi vertailuryhmän keskimääräistä tasoa korkeampana ja näkyvyyttä suhteellisen heikkona, joten näemme osakkeen vertailuryhmään nähden noin 10-20 % alemman arvostustason toistaiseksi oikeutettuna..

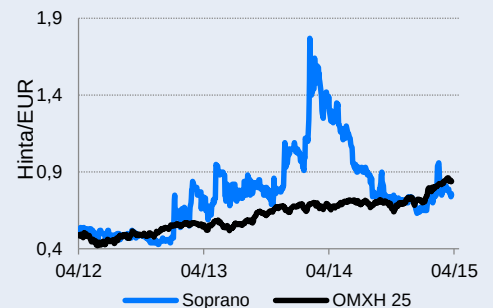
Analyttikko

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



Suositus Vähennä

Tavoitehintaa: 0,72 €



Edellinen päätös

0,75 EUR

12 kk vaihteluväli

0.62-1,50 EUR

Potentiaali

-5 %

Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	24,7	28,6	29,7
- kasvu-%	45 %	16 %	4 %
EBIT	-2,0	1,2	1,6
- EBIT-%	-8,3 %	4,2 %	5,4 %
Tulos ennen veroja	-2,5	1,0	1,5
Nettotulos	-2,5	1,0	1,4
EPS (oik.)	-0,09	0,06	0,08
Osinko	0,00	0,00	0,02
- Osinkosuhde	0 %	0 %	25 %
P/E	neg.	13,5	9,3
P/B	3,1	2,8	2,2
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/EBIT	neg.	11,8	8,0
EV/EBITDA	neg.	8,3	6,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Soprano yhteenveto

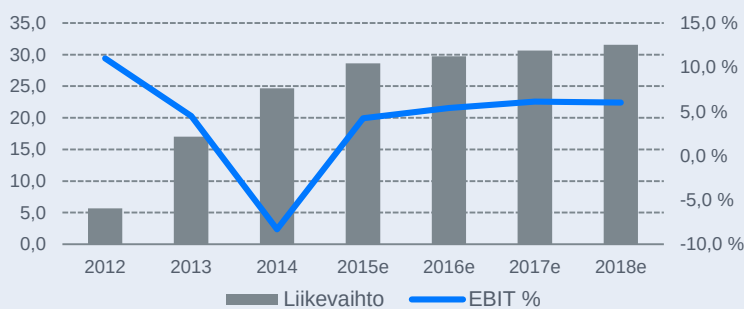
Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	- Uusi liiketoimintamalli luo joustoa kysynnänvaihteluun vastaan - Kannattavuuskäännö vahvistuu - Yrityskaupat	➤
Riskitekijät	- Toimialan näkymät ovat yhä vaisut - Suhdanneherkkä toimiala ja lyhyt näkyvyys - Kannattavuuskäänteen epäonnistuminen vaarantaisi taseen	
Arvostus	- Riski/tuottopotentiali on kohtuullinen - Volyympohjainen arvostus matala (EV/Sales 0,5x) - Arvostuksessa ei nousuvaraa ilman selvää tuloskäännettä	



Vähennä
Tavoitehintaa:
0,72 €

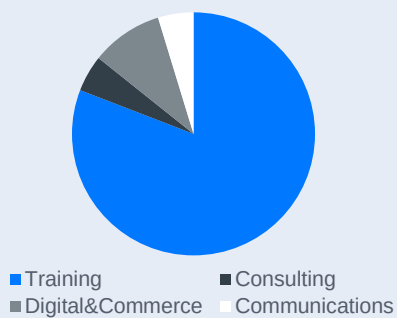
Liiketoiminnan kehitys



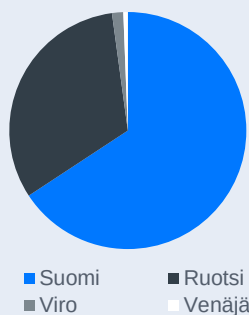
Lähde: Soprano, ennusteet Inderes

Liiketoimintarakenne

Arvioitu liikevaihdon jakauma myyntiyksiköittäin, 2014

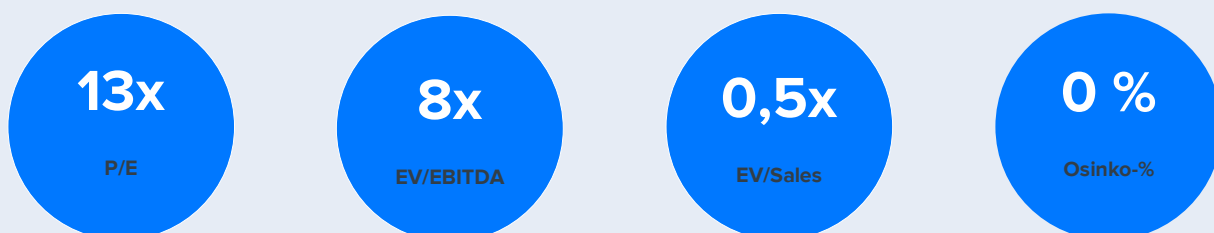


Liikevaihdon maantieteellinen jakauma, 2014



Lähde: Soprano, arviot Inderes

Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	5
Markkinat ja kilpailukenttä.....	11
Toimialalogiikka ja liiketoimintamalli.....	15
Taloudellinen tilanne	19
Ennusteet ja arvostus	23
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	27
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	29
Vastuuvapauslauseke	30

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili

Soprano on työelämän ja kansainvälistymisen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluita tuottava asiantuntijayhtiö, jonka päämarkkina-alueita ovat Suomi ja Ruotsi. Yhtiö on kasvanut viime vuodet voimakkaasti yritysostoilla ja sen liikevaihto oli vuonna 2014 lähes 25 MEUR. Yritystojen integraatiokustannukset, tehostustoimet, rakennemuutos ja heikko markkinatilanne aiheuttivat yhtiölle merkittävät tappiot vuonna 2014, mutta tuloskehitys kääntyi positiiviseksi loppuvuonna. Sijoitusprofiililta näemme Sopranon suhteellisen korkean riskin käänne- ja kasvuyhtiönä, jolla on hyvin skaalautuva liiketoimintamalli sekä potentiaalia vahvaan tulosparannukseen ja kassavirtaan. Osakkeen riskeinä näemme mm. toimialan korkean suhdanneherkkyyden sekä liikearvo-, rahoitus- ja yrityskauppariskit.

Yhtiökuvaus

Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluiden asiantuntija

Soprano on työelämän ja kansainvälistymisen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluita tuottava asiantuntijayhtiö. Soprano tuottaa asiakkailleen mm. tietotekniikan koulusta ja valmennusta, johdon- ja myynninkonsultointia, kansainvälistymisstrategioita ja vientikonsultointia, sekä ICT-palveluita. Lisäksi konserniin kuuluu 49 %:sti omistettu viestintä- ja PR-palveluita tarjoava osakkuusyhtiö Rianno Communications Oy sekä kaksi pienempää osakkuusyhtiötä.

Sopranon liiketoiminta on keskittynyt pääosin Suomen ja Ruotsin markkinoille, jossa yhtiö on kokonaisuutena katsottuna toimialansa suurin toimija. Lisäksi yhtiöllä on toimipisteet Tampereella, Jyväskylässä, Oulussa, Tukholmassa, Göteborgissa, Malmössä, Tallinnassa ja Pietarissa, sekä kymmeniä maita kattava kansainvälistymispalveluiden sopimuskonsulttiverkosto. Sopranon palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa hieman alle 180 henkilöä. Valtaosa yhtiön henkilöstä työskentelee Suomessa (noin 80 %) ja Ruotsissa (noin 15 %). Omien henkilöstöresurssien lisäksi Sopranolla on tällä hetkellä yli 700 sopimuskonsultin verkosto.

Yhtiön liiketoiminta on laajentunut viime vuosina voimakkaasti yritysostojen kautta. Sopranon vuoden 2014 liikevaihto oli 24,7 miljoonaa euroa, jossa oli kasvua 45 % vuoteen 2013 verrattuna ja noin 330 % vuoteen 2012 verrattuna.

Yhtiön lähihistoriaa leimaa isot yritysostot

Viime vuodet ovat olleet voimakkaan kasvun ja rakennemuutosten aikaa Sopranolle ja yhtiö on tehnyt vuoden 2008 alusta lukien kahdeksan yhtiön kokoluokassa merkittävää yritysostoa. Lisäksi strategiatarkennusten ja rakennemuutosten myötä yhtiö myi viime vuonna enemmistön kahdesta viestintäpalveluihin keskittyvästä yhtiöstä.

Sopranon yritysostoista kooltaan suurin on huhtikuussa 2013 yhtiöön liitetty tietotekniikan valmennus- ja projektinjohtoyhtiö Tieturi, jonka liikevaihto oli yhtiön viimeisellä itsenäisellä tilikaudella noin 16 miljoonaa euroa. Toiseksi merkittävin yritysosto on vuonna 2014 huhtikuussa hankittu koulutukseen, valmennukseen ja kansainvälistymiskonsultointiin keskittynyt MIF-konserni, jonka liikevaihto oli vuonna 2014 6 miljoonaa euroa. Muita viime vuosien merkittäviä yrityskauppoja ovat viime vuoden kesällä tehty Finpron kaupallisten konsultointipalveluiden yritysosto ja vuonna 2012 tehty asiakkuuksien johtamiseen keskittyneen Aspectum Consulting Oy:n hankinta.

Yritystojen myötä Soprano-konsernin liikevaihto kasvoi vuodesta 2006 vuoteen 2012 keskimäärin noin 22 % vuodessa. Vuosina 2013-2014 Sopranon liikevaihdon kasvu kiihtyi sojen yritysostojen myötä merkittävästi ja liikevaihto yli nelinkertaistui vuodesta 2012. Odotamme viime vuonna tehtyjen yritysostojen kasvattavan yhtiön liikevaihtoa merkittävästi myös kuluvana vuonna, vaikkakin selvästi vuosia 2013-2014 hitaammin.

Voimakkaan laajentumisen, jyrkästi heikentyneen markkinatilanteen, yritysostojen integroinnin, tehostusohjelmien ja rakennejärjestelykulujen takia Soprano-konsernin operatiivinen tuloskehitys on ollut viime vuodet heikkoa ja yhtiön operatiivinen tulos oli viime vuonna 2,0 miljoonaa euroa tappiollinen. Lisäksi yrityskauppojen rahoittaminen on kasvattanut yhtiön osakemäärää ja heikentänyt selvästi rahoitusasemaa.

Yhtiö reagoi heikkoon tuloskehitykseen toteuttamalla vuonna 2014 mittavan tehostusohjelman, selkeyttämällä yhtiörakennetta ja muuttamalla liiketoimintamallia aiempaa joustavammaksi. Soprano on ollut jälleen syyskuusta 2014 alkaen operatiivisesti kannattava ja arvioimme että yhtiö kykenee tekemään tulosohjeistuksensa mukaisesti kuluvana vuonna operatiivisesti selvästi positiivisen tuloksen.

Liiketoimintarakenne

Soprano-konserni on muodostunut yrityskauppojen johdosta useista erillisistä yhtiöstä, mutta konsernin juridista rakennetta selkiytetään parhaillaan harvemman yhtiön alle. Liiketoiminnallisten synergioiden lisäksi tärkeänä motivaationa yhtiörakenteen selkiyttämiseen on mahdollisuus hyödyntää tehokkaammin aiempien vuosien tappioista kertyneet merkittävät verohyödyt.

Soprano raportoi kaikki liiketoimintonsa ja yhtiönsä yhden tulossegmentin alla. Raportointikäytäntö perustuu yhtiön johdon näkemykseen konsernin toimintojen yhteneväisestä asiakaspotentiaalista ja yhteisestä liiketoiminnan ohjauksesta. Yhtiöitä myös kehitetään enenevissä määrin yhteisten palveluiden pohjalta, eikä niinkään erillisinä tulosityksiköinä.

Soprano jakaa kuitenkin liiketoiminnan kolmeen, lähinnä asiakkuustyyppin mukaan jaettuun myyntiyksikköön.

1) Soprano Training on muodostettu neljästä johtamisen, viestinnän ja tietoteknologian valmennukseen sekä johdon ja asiantuntijoiden konsultointiin keskittyneestä yhtiöstä (MIF, Tieturi, Informator ja Aspectum). Training-yksikkö markkinoi, myy ja tuottaa yrityksille, julkisen sektorin organisaatioille ja asiantuntijoille johtamisen, viestinnän ja tietoteknologian (ICT) koulutusta, ulkoistuspalveluita, valmennusta, osaamissertifiointia ja konsultointia.

Myyntiyksikön osuus Soprano-konsernin vuoden 2014 liikevaihdosta oli arviomme mukaan noin 80 %. Yksikön liikevaihdosta syntyi arviomme mukaan noin 55 % Suomesta, noin 40 % Ruotsissa ja loput Venäjältä ja Virosta. Myyntiyksikössä työskenteli vuoden vaihteessa hieman yli 60 % konsernin henkilöstöstä.

2) Soprano Consulting on muodostettu kahdesta Soprano-konserniin viime vuoden aikana liitetystä yritysten kansainvälistymispalveluihin keskittyneestä yhtiöstä (Fintra ja Finpro Consulting). Consulting-myyntiyksikkö markkinoi, myy ja tuottaa pääasiassa suomalaisille pienille ja keskisuurille yrityksille suunnattuja asiantuntijapalveluita vientikaupan ja kansainvälistymisen alueella. Palveluihin kuuluu mm. yrityksen vientipotentiaalin kartoitus, kansainvälistymisstrategiat, viennin aloittamisen tuki- ja suunnittelu, sekä markkinoiden kehitystrendien kartoitus.

Consulting-myyntiyksikkö aloitti toimintansa kesällä 2014. Myyntiyksikön osuus Soprano-konsernin vuoden 2014 liikevaihdosta oli noin 5 %. Yksikön liikevaihdosta valtaosa syntyy tällä hetkellä Suomesta, mutta näkemyksemme mukaan ulkomaisten sopimuskumppaneiden kautta tulevan liikevaihdon osuus voi kasvaa selvästi tulevaisuudessa. Yksikön palveluksessa oli vuoden lopussa noin 13 % konsernin henkilöstöstä.

3) Soprano Digital&Commerce on muodostettu useasta IT-palvelu- ja ohjelmistoyhtiöstä (Soprano Commerce Oy, Soprano Digital Oy, Pipfrog AS, ja Lemonline Oy).

Digital&Commerce myyntiyksikön tyypillisiä asiakkaita ovat suuret ja keski-suuret yhtiöt sekä julkisen sektorin organisaatiot. Myyntiyksikön keskeisiä palveluja ovat ohjelmistokehitys, auditointi, hosting-palvelut, projektipalvelut, järjestelmäintegrointi ja IT-konsultointi. Lisäksi yksikön palveluihin kuuluvat asiakkaan vaatimusten mukaan rakennetut verkkokaupparatkaisut ja pienet tuoteistetut verkkokauppa-alustat.

Myyntiyksikön osuus Soprano-konsernin vuoden 2014 liikevaihdosta oli arviomme mukaan noin 10 %. Yksikön palveluksessa oli vuoden lopussa noin 18 % konsernin henkilöstöstä.

Lisäksi Soprano-konserniin kuuluu 49 %:n omistusosuudella viestintä- ja PR-palveluihin erikoistunut **4) osakkuusyritys Rianno Oy**, 34 %:n omistusosuudella laskutusohjelmistoja kehittävä **Isolta Oy** ja sähköisen allekirjoituksen palveluyhtiö **Online Allekirjoitus Oy**.

Osakkuusyritys Rianno Oy:n liitettyjen yhtiöiden (Soprano Communications Oy ja Promode Oy) liikevaihto oli noin 5 % Soprano-konsernin vuoden 2014 liikevaihdosta. Kuluvan vuoden alusta lukien Rianno Oy:n lukuja ei kuitenkaan enää konsolidoida Sopranon lukuihin muuten kuin nettotuloksen osalta.

Rianno Communicationiin siirtynyt henkilöstö vastasi vuoden vaihteessa 3 %:a Soprano-konsernin henkilöstömäärästä.

Laaja asiakaskunta

Soprano-konsernin yhtenä vahvuutena on suhteellisen suuri asiakasmäärä, mikä hajauttaa yhtiön riskejä ja luo liiketoimintoihin merkittävää ristiinmyyntipotentiaalia. Yhtiöllä oli viime vuoden lopussa noin 3600 asiakkuutta. Asiakkaita on lukumääräisesti eniten Training-yksiköllä. Yhtiön 15 suurinta asiakasta muodostaa noin 20 % liikevaihdosta.

Suurimpien asiakkaiden yksittäinen osuus liikevaihdosta on noin 3 %, eli asiakaskunnassa ei ole suuria riskikeskittymiä. Suurimpina asiakkaina yhtiöllä on mm. Ericsson, Riksdagen, Nokia, Försvarsmakten ja ABB. Vuonna 2013 Soprano-konsernin koulutettavana ja valmennettavana oli noin 67000 henkilöä.

Strategia

Soprano on käynyt vuosien 2012-2014 aikana läpi ison muutosprosessin, jossa yhtiö on fokusoitunut viestintä- ja ICT-palveluita tuottavasta yhtiöstä työelämän ja kansainvälistymisen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluihin. Organisaatiota on muokattu strategisen fokusalueen mukaiseksi useiden yritysostojen, integraatioiden, tehostusohjelmien ja yritysmyyntien kautta. Yhtiön uuden, kasvavissa määrin verkostomalliseen toimintaan nojaavan liiketoiminnan joustavuuden pitäisi olla

huomattavasti entistä korkeampi ja operatiivisen riskitason selvästi aiempaa matalampi.

Sopranon uudistetun strategian tavoitteena on hyödyntää digitalisaation ja globalisaation luomaa osaamisen (koulutus) ja kilpailukyvyn (konsultointi) sekä markkinoiden laajentumisen (kansainvälistymispalvelut) kautta kasvavaa organisaatioiden ja työntekijöiden kehittämistarvetta. Yhtiön sisäisenä tavoitteena on saavuttaa vuositulos yli 10 %:n orgaaninen kasvu. Kasvua ja osaamista tukevat yrityskaupat ja niiden integrointi osaksi kokonaisuutta ovat myös keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa.

Tällä hetkellä Soprano fokusoituu strategian toteutuksessa organisaation liiketoimintaprosessien ja -toimintamallien yhdenmukaistamiseen, ristiinmyyntipotentiaalin hyödyntämiseen ja tehokkuuden kasvattamiseen.

Käsityksemme mukaan Soprano pyrkii tulevien vuosien aikana jatkamaan nykyisen organisaatiomallin kehittämistä yhä vahvemmin talon ulkopuolisen sopimuskonsultti-verkoston varaan ja keskittymään sisäisten resurssien osalta aiempaa vahvemmin myyntiin, asiakkuuksien hoitoon ja liiketoiminnan kehittämiseen.

Yrityssostot ja -myynnit

Näemme yrityssostot jatkossakin keskeisenä osana yhtiön strategiaa. Odotamme kuitenkin vuoden 2015 jäävän yrityssostojen osalta välivuodeksi, sillä yhtiö keskittyy lyhyellä aikavälillä nykyisen liiketoiminnan kannattavuuden parantamiseen.

Soprano on hakenut yrityskaupoilla eritoten toisien liiketoimintayksiköiden liiketoimintaa ja asiakaskantaa täydentäviä alueita, skaalaetuja sekä liiketoimintoja, joissa yhtiö näkee mm. koulutuspalveluiden kaupallistamisen tai markkinamuutosten myötä merkittävää kasvupotentiaalia. Tämän kautta ovat muotoutuneet myös yhtiön nykyiset myyntiyksiköt, koulutukseen ja konsultointiin keskittyvä Soprano Training, kansainvälistymiskonsultointiin keskittyvä Soprano Consulting sekä digitaalisia alustoja ja verkkopalveluita tuottava Soprano Digital&Commerce.

Sopranon toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta ja arvostustasot ovat useimmiten pörssiyhtiön näkökulmasta katsottuna kohtuullisia. Pidämmekin Sopranon toimialalla yrityssostojen kautta laajentumista lähtökohtaisesti järkevänä, sillä orgaanisen kasvun luominen henkilövaltaisilla toimialoilla useimmiten hidasta, haastavaa ja kallista. Onnistuneilla yrityssostoilla voidaan siten nopeasti laajentaa osaamisalueita, asiakaspeittoa ja skaalaa. Lisäksi pörssiyhtiönä Soprano voi halutessaan hyödyntää tehokkaasti omaa osakettaan yrityskaupoissa, sillä sen avulla voidaan sitouttaa myyjiä yrityskaupan onnistuneeseen läpivientiin ja käyttää osaketta kaupan valuuttana.

Pidämme todennäköisenä, että Soprano on jatkossa aiempaa enemmän yrityskaupoissa myyjänä ja siitä tulee

eräänlainen kehitysyhtiö. Odotamme esimerkiksi Sopranon luopuvan sopivan tilaisuuden tullen Soprano Digital&Commerce-liiketoiminnoista, sillä yksiköllä on vain vähän synergioita muiden liiketoimintojen kanssa ja se on kokonsa puolesta hyvin pieni toimija IT-palvelumarkkinalla. Käsityksemme mukaan yhtiö etsi yksikölle ostajaa viime vuonna, mutta ei ilmeisesti saanut siitä riittävän houkuttelevaa tarjousta. Arvioimme myös, että Soprano on kiinnostunut luopumaan vähemmistöomistuksestaan Rianno Communications Oy:ssa muutaman vuoden tähtäimellä.

Sijoitusprofiili

Yrittäjähenkinen käänne- ja kasvuyhtiö

Soprano profiloituu sijoittajan näkökulmasta suhteellisen korkean riskitason käänne-/kasvuyhtiönä, jonka taloudellinen asema ja operatiivinen tuloskehitys ovat arviomme mukaan parantumassa kuluvaan vuoteen aikana. Yhtiön omistaja- ja liiketoimintarakenteen nojaa edelleen vahvasti yrittäjähenkiseen lähestymistapaan, joka näyttäytyy sijoittajille joustavuutena, nopeana muutoskykyinä ja voimakkaana kasvuhakuisuutena. Yhtiön toimitusjohtaja ja perustaja Arto Tenhunen omistaa yhtiöstä noin 29 prosenttia. Lisäksi konsernin johtoryhmän jäsenillä on merkittävät osakeomistukset.

Osakkeen vaihdettavuus on yhtiön pienestä koosta, matalasta markkina-arvosta ja omistuksen keskittymisestä huolimatta kohtalainen. Tästä huolimatta sijoittajien on hyvä huomata, että Sopranon osakkeen kurssi voi vaihdella tuloskehityksen ja -odotusten muutoksien myötä melko voimakkaasti. Siksi raportissa esitetyt arvostuskertoimet ja ennusteet saattavat muuttua nopeasti.

Sopranon osake on noteerattuna Helsingin Pörssin päälistalla tunnuksella SOPRA.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Sopranon osakkeeseen liittyy useita osakkeen arvonkehitystä potentiaalisesti tukevia arvoajureita. Sijoittajien kannalta keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Korkea tulospöytä :** Soprano toimiala on hyvin suhdanneherkkä ja reagoi tyypillisesti voimakkaalla vivulla muutoksiin yleisessä taloustilanteessa. Toimialan palvelut skaalautuvat hyvin kysynnän mukana, mikä lisää tulospöytää kasvavassa markkinassa.
- **Orgaaninen kasvupotentiaali:** Sopranolla on suuren ristiinmyyntipotentiaalin, laajan palvelutarjoaman, toimialatrendien ja kehittyvän kansainvälistymiskonsultointimarkkinan kautta näkemyksemme mukaan merkittävää orgaanista kasvupotentiaalia. Suomen heikon yleisen taloustilanteen takia kasvupotentiaalin realisoiminen on kuitenkin lähivuosina haasteellista, mutta odotamme yhtiön Ruotsin yksiköltä vahvaa kasvua jo tänä vuonna.

- **Joustava liiketoimintamalli:** Yhtiön viime vuosina läpikäymän rakennemuutoksen ja tehostusohjelmien myötä Sopranon liiketoimintamallin joustavuus on kasvanut merkittävästi, mikä laskee suhdannevaihteluihin liittyviä riskejä ja parantaa selvästi liiketoiminnan skaalautuvuutta. Käytännössä tämä tarkoittaa heikossa kysyntäympäristössä pienempää tappion mahdollisuutta ja toisaalta mahdollisuutta hyödyntää nopeasti ja kustannustehokkaasti kasvumahdollisuuksia kysynnän piristyessä.
- **Matala pääoman tarve:** Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vain vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat hyvin pieniä. Tämän ansiosta liiketoimintamallin potentiaali kassavirran tuottamiseen on hyvä ja yhtiö voi jakaa optimitilanteessa merkittävän osan tuloksesta osinkoina. Arvioimme kuitenkin, että osakkeenomistajat eivät pääse toistaiseksi nauttimaan korkeasta osinkovirrasta, sillä tulosparannuksen myötä kasvavaa kassavirtaa joudutaan käyttämään lähivuosina taseen vahvistamiseen ja velkojen maksuun.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Kasvua ja liiketoiminnan osaamista tukevat yrityskaupat ja nopea integrointi osaksi kokonaisuutta ovat keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa, sillä orgaanisen kasvun luominen Sopranon toimialalla voi olla hidasta ja kallista. Sopranon päätoimiala ovat hyvin pirstaloitunut, joten suurilla ja keskisuurilla yhtiöillä on hyvät edellytykset konsolidoida markkinaa. Mahdollisuudet ovat muita vielä paremmat pörssilistatuilla yhtiöillä, jotka voivat hyödyntää omaa osaketta yrityskauppojen valuuttana.
- **Verosaatavat:** Soprano-konsernilla oli 31.12.2014 12,3 miljoonaa euroa vahvistettuja sekä tilikaudelta 2014 arvioituja vahvistuvia tappioita, joista ei ole kirjattu taseeseen laskennallista verosaamista. Kyseiset tappiot vanhenevat vuosina 2015-2024 osin ja osin ne eivät vanhene (Ruotsi). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Sopranon efektiivinen veroaste tulee olemaan lähes nollassa pitkäle tulevaisuuteen saakka.

Riskit

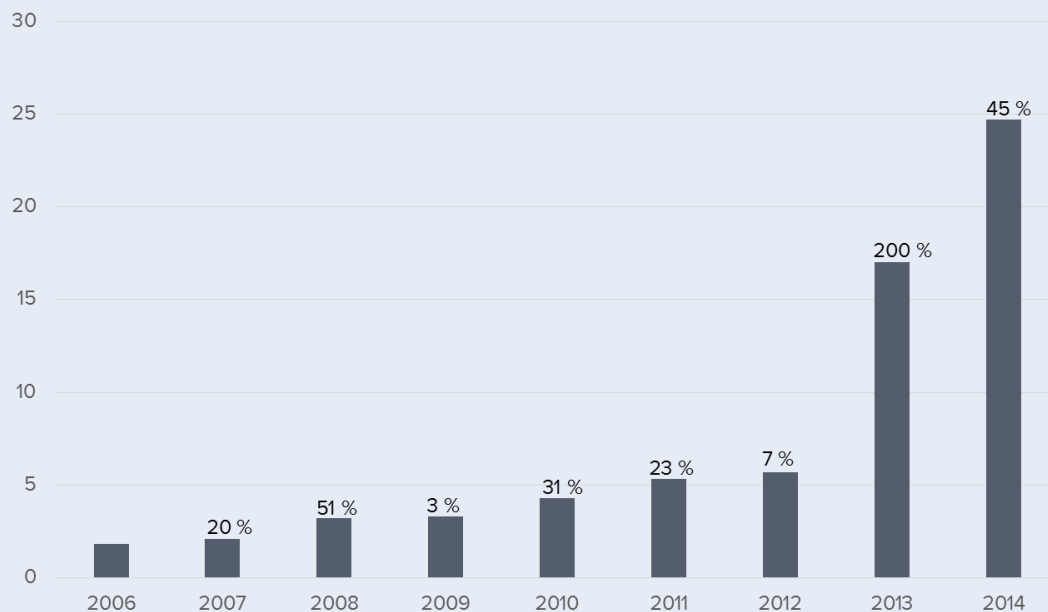
Soprano on edelleen muutosvaiheessa oleva yhtiö, minkä johdosta osakkeeseen sisältyy normaalia korkeampi riskitaso. Vastaavasti riskitekijöiden pienentyminen tai poistuminen johtaisi pääoman tuottovaatimuksen supistumiseen ja siten riskien pienentyminen voisi toimia positiivisena ajurina osakkeelle. Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Suhdanne-, markkina- ja toimialariskit:** Soprano toimii pääosin suhdannevaihteluille hyvin herkillä markkinoilla. Sopranon toimiala on lisäksi mm. digitaalisuuden ja yhteiskunnan rakennemuutosten myötä voimakkaassa muutoksessa, joka voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta ja markkina-asemaa. Nämä seikat tekevät Sopranon liikevaihdon kehityksestä volatiilista ja vaikeasti ennustettavan sekä rajaavat näkyvyyden liikevaihdon suhteen melko lyhyeksi.
- **Kannattavuuskäänteen onnistuminen:** Sopranon viime vuonna tekemän rakenne- ja liiketoimintamallimuutosten vaikutukset yhtiön

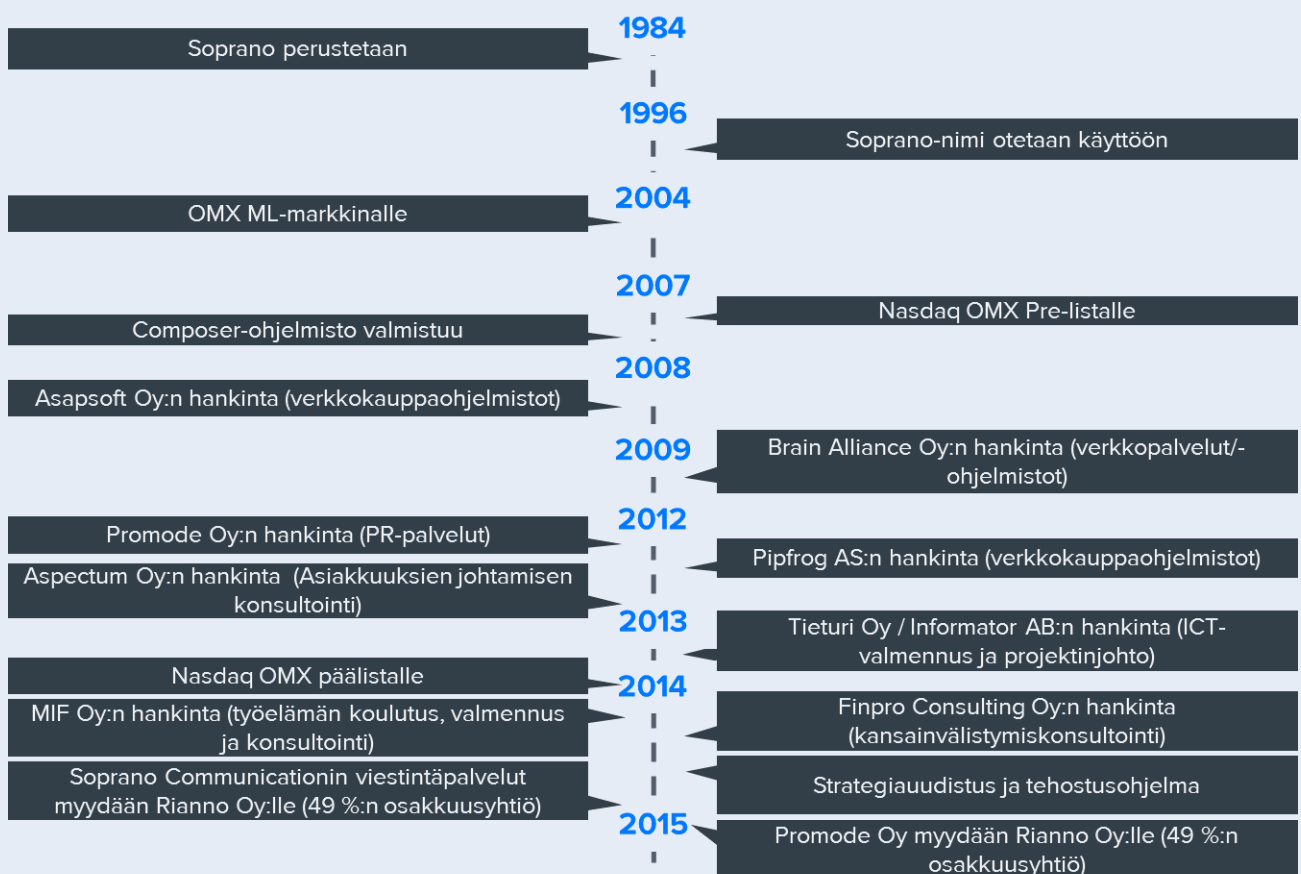
kannattavuuteen ja kasvupotentiaaliin ovat vielä osin epävarmat, sillä kaikkia kiinteiden kulujen säästöjä ei ole vielä saatu toteutettua.

- **Rahoitusriskit:** Yhtiön velkaisuus on kasvanut merkittävästi viimeaikaisten yritysostojen rahoituksen sekä integrointi- ja sopeutuskulujen myötä. Sopranon rahoitusasema ja velanhoitokyky ovat tällä hetkellä näkemyksemme mukaan välttäviä, mikä korostaa erityisesti taseessa olevan suurehkon liikearvon riskiä. Rahoitusriskejä lieventää se, että yhtiön liiketoiminta on saatu tehostuksen ja rakennemuutosten kautta vakautettua, eikä tuloksen pitäisi olla enää kuluvana vuonna tappiollinen ja tuloskehityksen niin herkkä suhdannevaihteluille.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Yrityskauppojen tekeminen, avainhenkilöiden sitouttaminen ja ostettujen yhtiöiden onnistunut integrointi osaksi Sopranoa on yksi strategian onnistumisen ja tuloskehityksen kannalta keskeisiä tekijöitä. Yrityskauppoihin liittyy useita riskejä, joista moni on toteutunut myös Sopranon kohdalla. Keskeisiä riskejä ovat 1) ylihinnan maksaminen, 2) avainhenkilöiden menettäminen, 3) integroinnin epäonnistuminen ja odotettua suuremmat kustannukset, ja 4) odotettua pienemmät synergiat.
- **Avainhenkilöriskit:** Sopranon liiketoiminnot ovat melko riippuvaisia yhtiöiden avainhenkilöiden osaamisesta ja asiakassuhteista. Avainhenkilön tai tärkeän sopimuskonsulttikumppanin menettäminen ja siirtyminen yhtiön kilpailijaksi voi aiheuttaa asiakas- ja osaamisenetyksiä sekä vaikeuttaa resurssienhallintaa.
- **Projektiriskit ja -sopimusriskit:** Osa Sopranon liiketoiminnoista perustuu projektisopimuksiin, joihin liittyy normaali projektien hallintaan, takuisiin ja laatuun liittyvät riskit. Nämä riskit korostuvat etenkin Sopranon ICT-palveluita tuottavassa Soprano Digital&Commerce yksikössä.

■ Sopranon liikevaihdon kehitys ja avaintapahtumat

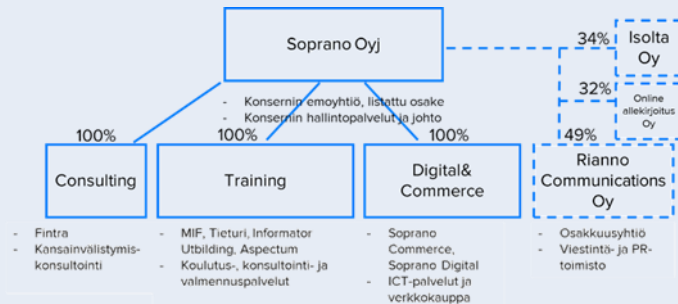


Avaintapahtumat



Sopranon liiketoiminta

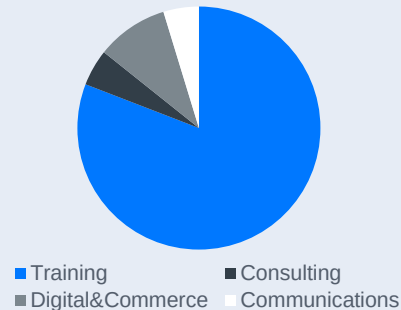
Liiketoimintarakenne



Lähde: Soprano, Inderes

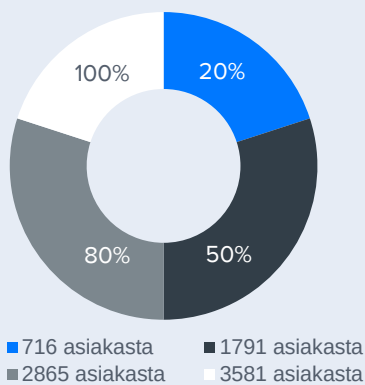
Liikevaihdon jakautuminen

Arvioitu liikevaihdon jakauma myyntiyrityksittäin, 2014



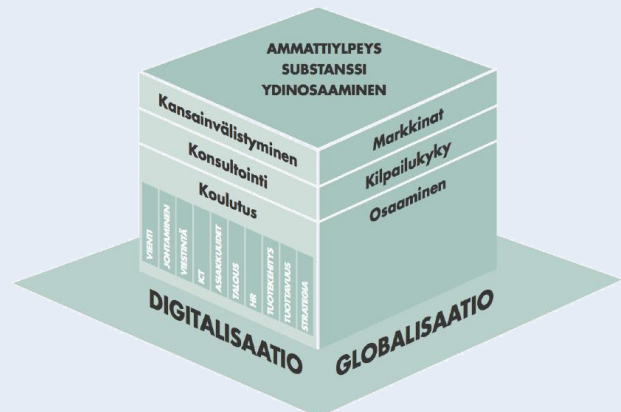
Lähde: Inderes

Asiakaskunnan jakautuminen



Lähde: Soprano

Strategia 2014-2016



Lähde: Soprano

Markkinat ja kilpailukenttä

Sopranon päämarkkinoita ovat koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut Suomessa ja Ruotsissa. Suomen talouden ja toimialan näkymät Suomessa ovat edelleen vaisut, mutta Ruotsissa talous ja toimialan kasvunäkymät ovat näkemyksemme mukaan positiiviset. Sopranon kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen ja suurimpienkin toimijoiden markkinaosuus on matala. Toimialan yhtiöiden kasvu ja kannattavuus on jäänyt viime vuosien vaisussa talousympäristössä erittäin heikoksi ja useat yhtiöt ovat ajautuneet saneeraukseen.

Toimiala

Sopranon päämarkkinoilta ovat koulutus-, valmennus- ja konsultointipalvelumarkkinat

Valtaosa (yli 90 %) nykyisen Soprano-konsernin liikevaihdosta 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 rajaaminen on varsin haasteellista, sillä toimialan asiakaskanta muodostuu laajasta joukosta julkisen sektorin organisaatioita, yrityksiä ja yksityishenkilöitä. Lisäksi toimialan hahmottamista vaikeuttaa se, että tarjonta on pirstaloitunut laajan toimijajoukon kesken ja palveluita tarjoavat sekä yksityiset että julkiset toimijat.

Alla esitetyt markkinoiden kasvuennusteet ja markkinoiden kokoluokat eivät yllä mainituista syistä siten korreloi välttämättä kovin hyvin Sopranon kasvun tai markkinapotentiaalin kanssa. Niistä voi kuitenkin tehdä päätelmiä markkinoiden kehityssuunnasta.

Suomen taloudessa heikot näkymät

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2013 tasolla ja vuoden 2008 taso tullaan saavuttamaan eri tutkimuslaitosten arvioiden mukaan vasta kuluvan vuosikymmenen loppupuolella.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäkyviä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

Vuoden 2015 osalta ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan viennin vetämänä noin 1 %:n. Työttömyys

tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 10 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuudessa vielä osin jatkuvasta rakennemuutoksesta.

Ruotsin taloudella menee hyvin

Ruotsin yleinen talouskehitys on ollut kohtuullisen vahvaa jälleen viime vuosina. Ruotsin bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna kasvavan 2,5 % vuoden 2015 tasolta ja jatkavan vahvaa kasvua myös ensi vuonna.

Ruotsin taloutta on tukenut viime vuosina erityisesti vahva yksityinen kulutus, mutta myös julkinen kulutus ja investoinnit ovat olleet kasvussa.

Työttömyys tulee Ruotsissa ennusteiden mukaan laskemaan hiukan noin 7 %:n tasolle. Maan työllisyyskehityksen odotetaan olevan vahvaa ja kasvavan selvästi lähivuosina. Ruotsin vienti alkoi toipumaan viime vuonna ja lähivuosille ennustetaan suhteellisen vahvaa kasvua myös tällä talouden sektorilla.

ICT-valmennusmarkkinat

Tietotekniikan valmennuspalvelut käsittävät mm. erilaiset ohjelmisto- ja järjestelmäkoulutukset, osaamiskartoitukset, ICT-hankekonsultoinnit, projektinjohtopalvelut ja sertifiointitestit.

Suomen ICT-koulutusmarkkinan koko oli markkinatutkimusyhtiö Gartner Marketvision arvion mukaan noin 137 miljoonaa euroa vuonna 2013. Sopranon johdon arvion mukaan Ruotsin vastaava markkinakoko on noin 200 miljoonaa euroa. Ruotsissa erityisesti ulkoistuspalveluiden osuus on Suomea merkittävämmässä roolissa ja kasvattaa selvästi markkinan kokoa Suomeen verrattuna. Lisäksi julkisen sektorin osuus työelämän koulutuspalveluista on selvästi Suomea pienempi, mikä kasvattaa yksityisten toimijoiden roolia ja potentiaalisen markkinan kokoa.

Suomen ICT-koulutusmarkkinoiden kasvu on vaihdellut viime vuosina Gartner Marketvision arvion mukaan noin 6 %:n laskusta vuonna 2009, 2 %:n kasvuun vuosina 2010-13. Pohjoismaiden suurimpien yritysten liikevaihdot ovat kuitenkin laskeneet keskimäärin noin 3-4 % vuosina 2010-2013, joten suhtaudumme varauksella Marketvisionin arvioon. Toimialan yhtiöiden viime vuoden toteutuneet luvut eivät ole vielä saatavilla, mutta odotamme markkinan

kääntyneen kasvuun vuonna 2014 Ruotsissa ja laskeneen heikon yleisen talouskehityksen myötä selvästi Suomessa. Kuluvana vuonna odotamme edelleen vahvaa kasvua Ruotsin markkinoille, mutta Suomessa markkina ei näkemyksemme mukaan kasva kuluvanakaan vuonna.

ICT-valmennuspalveluiden kasvuajurit ovat pääpiirteissään samat kuin toimialalla yleisesti, mutta sen lisäksi kysyntään vaikuttaa myös isojen ohjelmistovalmistajien, kuten Microsoftin tuotesykli. Pitkän aikavälin trendejä ovat erityisesti tietotekniikan käytön monipuolistuminen, digitalisaatio, osaamisvaatimusten kasvu ja -sertifiointi, jatkuva oppiminen, sekä verkko- ja etäopiskelun yleistymisen. Perinteinen koulutuskeskuksissa tehtävä koulutus on sen sijaan vähentymässä selvästi.

Liikkeenjohdon- ja työelämän valmennus- ja konsultointimarkkinat

Liikkeenjohdon- ja työelämän valmennus- ja konsultointimarkkinat muodostuvat pääosin asiantuntijapalveluista, jotka keskittyvät mm. liikkeenjohdon tukemiseen, asiakkuus-, johtamis-, ja kasvustrategioiden määrittämiseen, luomiseen ja toimeenpanoon, sekä asiantuntijoiden valmennukseen ja koulutukseen.

Segmentti on hyvin hajanainen ja vaikeasti rajattava, joten sen koosta tai kasvusta ei ole olemassa luotettavia lukuja. Sopranon ja sen lähimpien kilpailijoiden liikevaihdon kehityksen perusteella arvioimme, että toimialan kasvu on ollut viime vuodet selvästi negatiivista. Lisäksi Tilastokeskuksen raportoima liikkeenjohdon konsultoinnin volyymikehitys osoittaa kasvun jääneen toimialalla vuoden 2012 alun jälkeen lähelle nollaa. Työ- ja elinkeinoministeriön laatiman ennusteen mukaan liikkeenjohdon konsultointimarkkinat kääntyvät lievään kasvuun kuluvana vuonna.

Kansainvälistymiskonsultointi

Kansainvälistymiskonsultointipalveluihin kuuluu mm. yrityksen vientipotentiaalin kartoitus, kansainvälistymisstrategiat, viennin aloittamisen tuki- ja suunnittelu, sekä markkinoiden kehitystrendien kartoitus.

Vienti- ja kansainvälistymiskonsultointi on koostunut Suomessa aikaisemmin pitkälti julkisten toimijoiden (Finpro) tarjoamista asiantuntijapalveluista, mutta EU-lainsäädännön vaatimusten mukaisesti julkiset toimijat, kuten Finpro ry eivät enää saa tarjota vientitukiin sidoksissa olevia kaupallisia konsultointipalveluita. Kaupallinen konsultointimarkkina ja toimintamallit ovat kuitenkin vasta kehittymässä, sillä markkinoiden rakennemuutos astui voimaan vasta viime vuoden kesällä.

Vienti- ja kansainvälistymiskonsultointimarkkinoiden koosta ei toistaiseksi olemassa tarkkoja lukuja. Alan entisen Suomen markkinajohtajan, eli Finpron kaupallisten konsultointipalveluiden henkilöstön yhteenlasketun myynnin arvo oli Sopranon antamien tietojen mukaan ennen viime kesänä toteutettua yrityskauppaa noin 8 miljoonaa euroa

vuodessa. Lisäksi alalla toimii muutamia pienehköjä konsulttitaloja, joiden yhteenlaskettu liikevaihto on reilu 10 miljoonaa euroa.

Arviomme mukaan kaupallisten kansainvälistymispalveluiden kasvu voi olla lähivuosina vahvaa, kunhan asiakkaat ja vientitukiorganisaatiot sopeutuvat muutokseen ja kaupalliset palveluntarjoajat pääsevät täyttämään markkinoille syntyneitä tyhjiöitä ja jossain määrin patoutunutta kysyntää.

Kilpailukenttä

Kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen

Sopranon kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut ja monitahoinen. Esimerkiksi Suomen markkinan kolmen suurimman ICT-valmennusyhtiön yhteenlaskettu osuus (Tieturi, Sovelto ja Salcom) markkinasta on alle kolmannes.

Pirstaloituminen johtuu nähdäksemme etenkin siitä, että toimialalle tulokynnys on ollut perinteisesti matala ja asiakkaat ovat hajauttaneet palveluiden ostot eri toimijoille kulloisenkin tarpeen mukaan. Lisäksi monet yhtiöt, kuten IT-palveluyhtiöt tarjoavat koulutus- ja konsultointipalvelua yhtiön pääpalveluiden ja tuotteiden ohella lisäpalveluna.

Näkemyksemme mukaan koulutus- ja konsultointipalveluissa onkin pitkällä aikavälillä selviä konsolidaatiopaineita. Arvioimme Sopranon olevan edelleen aktiivinen osapuoli alan konsolidaatiossa lähivuosina ja näemme yhtiöllä edellytykset toimia pienten ja keskisuurien erikoistuneiden talojen konsolidoijana.

Näemme Sopranon pääkilpailijoina erityisesti paikalliset keskiuuret erikoistuneet koulutus- ja konsultointiyhtiöt, kuten Sovelto Oy, Salcom Group Oy, Addskills AB, Talent Vectia Oy, Trainers House Oy ja Konsulttitoimisto Seppo Hoffrén Oy. Näiden ohella merkittäviä kilpailijoita ovat julkisten toimijoiden omistamat koulutusyhtiöt, kuten Amiedu, Haaga-Helia ja useat koulutus kuntayhtymät. Toimialalla toimii lisäksi suuri määrä pieniä muutaman hengen koulutus- ja konsultointiyhtiöitä, jotka kilpailevat osin myös Sopranon kanssa.

Vertailuyhtiöitä

Koulutus- ja konsultointi alan verrokkiyhtiöiden kasvu ja kannattavuus on vaihdellut viime vuosina melko voimakkaasti. Valtaosa yhtiöistä ei ole kyennyt sopeuttamaan koulutus- ja valmennuskapasiteettiaan suhdannevaihteluihin riittävän nopeasti ja toimialalla on vallinnut ylikapasiteetin myötä kireä hintakilpailu.

ICT-valmennuspalveluiden suurimpien toimijoiden liikevoittomarginaalitaso on liikkunut vuosina 2010-2013 -20 %:n ja +10 %:n välillä. Ruotsalaisten yhtiöiden kannattavuus ja kasvu on ollut maan paremman talouskehityksen myötä selkeästi suomalaisia parempaa. Yleisesti ottaen parhaaseen kannattavuustasoon ovat yltäneet erityisesti ne

yhtiöt, joilla on ollut merkittävä ulkoistettujen kouluttajien osuus henkilöstöstä.

Konsultointipalveluiden kotimaisten vertailuyhtiöiden kannattavuus on vaihdellut viime vuosina liikevoittomarginaalilla mitattuna -30 %:n ja +30 %:n välillä. Vuonna 2013 vertailuyhtiöiden kannattavuus heikkeni voimakkaasti ja useimmat yhtiöt tekivät liiketappiota. Aspectumin liikevoittoprosentti on ollut viime vuosina 7-20 %:n välissä.

ICT-valmennuspalveluiden vertailuyhtiöitä:

Sovelto Oyj on vuonna 1999 perustettu ICT-henkilöstökoulutukseen ja konsultointiin keskittynyt suomalainen yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 8,6 miljoonaa euroa ja se työllisti 66 henkilöä. Yhtiö teki vuonna 2013 lähes nollatuloksen.

Salcom Group Oy tarjoaa ICT-valmennuspalveluita sekä palvelu- ja teknologiaratkaisuja it-infrastruktuurin kehittämiseen, hallintaan ja ylläpitoon. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 5,2 miljoonaa euroa ja se työllisti 88 henkilöä. Yhtiö teki tilikaudella 2013 1,1 miljoonan euron tappion ja hakeutui saneerausmenettelyyn joulukuussa 2014.

Cornerstone AB on ruotsalainen vuonna 1993 perustettu ICT-koulutukseen keskittynyt yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 88,7 miljoonaa kruunua ja se työllisti 48 henkilöä. Yhtiön tulos ennen veroja oli vuonna 2013 noin 2,3 %. Cornerstone ja Addskills (alla) yhdistyvät kuluvaan vuonna.

Addskills AB on ruotsalainen vuonna 1990 perustettu tietotekniikan valmennuksen ja projektinjohdon yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 69,2 miljoonaa kruunua ja se työllisti 35 henkilöä. Yhtiön tulos ennen veroja oli vuonna 2013 noin 2,2 %. Cornerstone (yllä) ja Addskills yhdistyvät kuluvaan vuonna.

Learning Tree International AB on ruotsalainen tietotekniikan valmennukseen keskittynyt yhtiö, joka on osa

yhdyisvaltalaisista listattua Learning Tree International (NASDAQ: LTRE) -konsernia. Ruotsin yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 42,7 miljoonaa kruunua ja se työllisti 22 henkilöä. Yhtiön tulos ennen veroja oli vuonna 2013 noin 2,0 %.

Konsultointipalveluiden vertailuyhtiöitä:

Konsultointitoimisto Seppo Hoffrén Oy on keskisuurten ja pienten yhtiöiden liikkeenjohdon konsultointiin ja koulutukseen keskittynyt suomalainen yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2014 kesäkuussa päättyneellä tilikaudella 4,2 miljoonaa euroa, jossa oli laskua 6 % vuodesta 2013. Yhtiön liikevoittomarginaali oli viime tilikaudella 2 %. Yhtiön palveluksessa on 42 työntekijää.

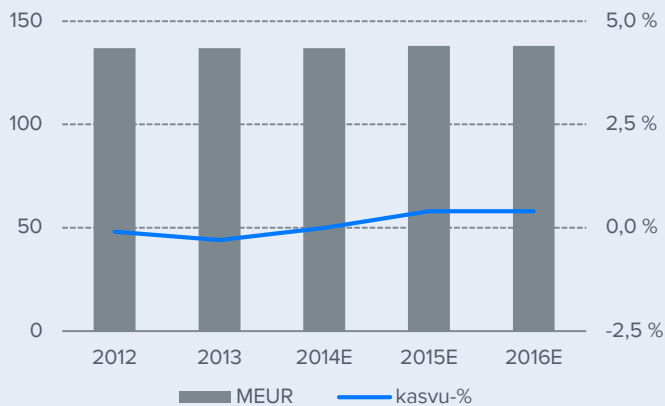
Talent Vectia Oy on liikkeenjohdon konsultointiin, asiakkuuksien johtamiseen ja valmentamiseen keskittynyt suomalainen yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 9,8 miljoonaa euroa, jossa oli laskua lähes 8 % vuodesta 2012. Talent Vectian kannattavuus on ollut liikevoittomarginaalilla mitattuna hieman negatiivinen viime vuosina. Yhtiön palveluksessa on 83 työntekijää.

Trainers House Oy (OMXH: TRH1V) on suomalainen vuonna 1990 perustettu pörssilistattu yhtiö. Sen palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa 76 henkilöä. Trainers' Housen vuoden 2014 liikevaihto oli 8,0 miljoonaa euroa ja liikevoittoprosentti -12,5 %. Yhtiö hakeutui alkuvuonna yrityssaneeraukseen.

Verutum Oy on suomalainen vuonna 2001 perustettu yhtiö, joka tarjoaa pitkäkestoisia koulutushankkeita eri alojen organisaatioille johtamis- ja esimiestoiminnan, taloushallinnon, liiketalouden, myynnin ja markkinoinnin sekä tuotekehityksen alueilla. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 0,7 miljoonaa euroa ja liikevoittomarginaali oli nolla. Yhtiön palveluksessa on vain 3 henkilöä.

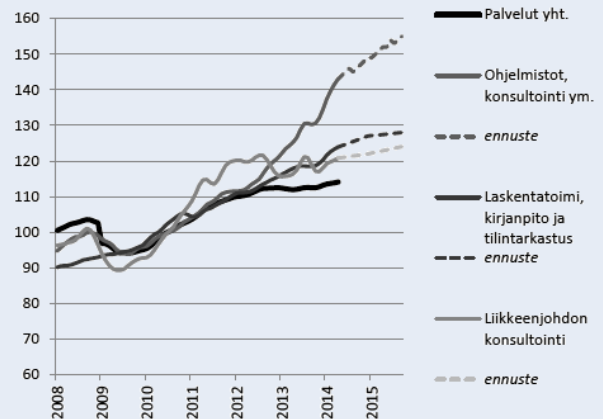
Markkinoiden kehitys ja kilpailukenttä

ICT-koulutusmarkkinan kehitys



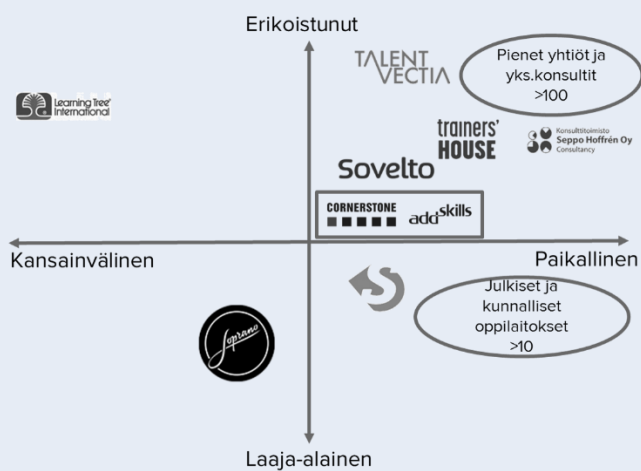
Lähde: Gartner Marketvisio

Liikkeenjohdon konsultoinnin kasvuennuste



Lähde: TEM

Sopranon kilpailukenttä



Lähde: Inderes

Toimialalogiikka ja liiketoimintamalli

Sopranon päätoimiala asettaa ominaispiirteiltään paljon haasteita yhtiöiden liiketoimintamalleille, mutta tarjoaa myös monia arvonnousupotentiaalin kannalta houkuttavia elementtejä. Keskeisimpiä toimialapiirteistä johtuvia haasteita on kapasiteetin hallitseminen, kustannusrakenne ja hinnoitteluvoima. Potentiaalia luo mm. palveluiden skaalautuvuus, monistettavuus ja kysynnän uudistuminen. Sopranon viime vuonna uudistetun liiketoimintamallin operatiivinen riskitaso on huomattavasti aiempaa liiketoiminta mallia matalampi ja joustavuus korkeampi.

Toimialan ominaispiirteet

Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut on toimialana varsin haastava ja asettaa alalla toimivien yhtiöiden strategialle, liiketoiminnan ohjaukselle ja liiketoimintamalleille monia haasteita. Toisaalta toimialan tuotteiden ja palveluiden ominaispiirteissä on monia kasvun ja kannattavuuden kannalta houkuttelevia elementtejä.

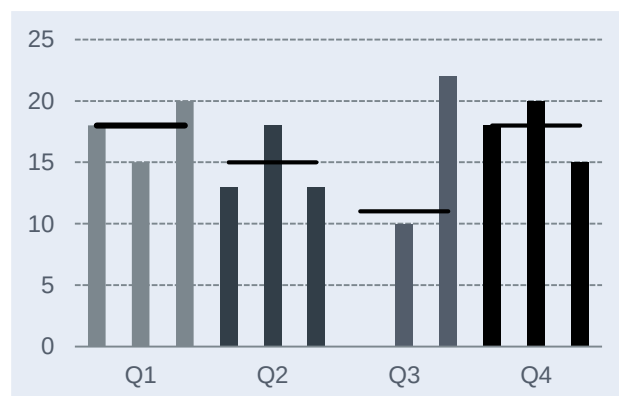
Näkemyksemme mukaan koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluiden toimialan keskeisimpiä ominaispiirteitä ovat alueittain jaettuna:

1) Kapasiteetin ja käyttöasteen hallintaan liittyvät tekijät

ovat toimialan ominaispiirteitä, jotka parantavat tai heikentävät resurssien käyttöasteen ja kapasiteetin hallintaa. Näitä tekijöitä ovat Sopranon päätoimialalla mm.

- **Kysynnän korkea suhdanneherkkyys:** Toimialan kysyntä on vahvasti sidoksissa yritysten ja organisaatioiden henkilöstömäärän kehitykseen sekä kannattavuuteen ja niiden kautta yleiseen talouskehitykseen ja kasvunäkymiin. Vahvan kasvun ympäristössä yritykset kasvattavat henkilöstömäärää sekä investoivat normaalia enemmän henkilöstön osaamisen ja kilpailukyyn kehittämiseen. Matalasuhdanteessa yritykset ja organisaatiot puolestaan pyrkivät vähentämään henkilöstön määrää ja investoivat sekä absoluuttisesti että suhteessa liikevaihtoon tyypillisesti normaalia vähemmän koulutukseen ja kehittämiseen.
- **Kysynnän voimakas kausiluonteisuus:** Koska koulutus-, konsultointi- valmennuspalveluita tarjotaan normaalisti vain työpäivien puitteissa, jakautuu laskutettavaan työhön vapaiden päivien määrä varsin epätasaisesti eri neljänneksille. Kausiluonteisesti korkeimmat myyntiluvut saavutetaan tyypillisesti vuoden toisella ja eritoten neljännellä neljänneksellä. Kolmas neljännes on alan yhtiöille lomakaudesta johtuen heikoin ja useimmiten tappiollinen.

Laskutuspäivien jakautuminen kuukausittain



Lähde: Soprano, Inderes

- **Lyhytkestoinen tilauskanta:** Toimialan tilauskannat ovat tyypillisesti lyhytkestoisia ja antavat kohtuullisen näkyvyyden kysyntään korkeintaan kuuden kuukauden päähän. Paras näkyvyys kysyntään saavutetaan pitkäkestoisissa ja jatkuvissa palveluissa, kuten oppisopimuskoulutuksissa, rekrytoivissa koulutusohjelmissa, jatkuvissa IT-tuki- ja projektipalveluissa ja isoissa konsultointiprojekteissa. Pitkäkestoisten palveluiden osuus kokonaismarkkinasta on kuitenkin käsityksemme mukaan huomattavasti pienempi kuin lyhyen tilaus- ja toimitusajan (1-3kk) palveluilla.
- **Ei-liiketoimintakriittinen palvelu:** Näkemyksemme mukaan merkittävä osa toimialan palveluista on ns. ei-kriittisiä hankintoja tai investointeja, joita yritykset ja organisaatiot voivat lykätä esim. kustannussyistä kohtuullisen pitkäksi aikaa. Tämä lisää osaltaan toimialan suhdannevaihdeluita.
- **Nopeasti uusiutuva kysyntä:** Eritoten nopeasta teknisestä kehityksestä ja osaamisvaatimusten kasvusta johtuen toimialan palveluiden ja tuotteiden kysyntä uusiutuu nopeassa syklissä, mikä luo palvelujen tarjoajille jatkuvasti uutta kysyntää taantuvien palveluiden ja tuotteiden korvaajiksi.

2) Skaalautuvuus tekijät mahdollistavat kannattavuuden kasvattamisen volyymin mukana kustannusten nousua

nopeammin. Näitä tekijöitä ovat Sopranon päätoimialalla mm.

- **Jyrkästi laskevat marginaalikustannukset:** Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut skaalautuvat periaatteessa vahvasti kysynnän mukaan, sillä ”pohjakysynnän” ylittävä kysyntä voidaan tarjota tiettyyn rajaan saakka lähes ilman lisäkustannuksia. Näin ollen toimialan yhtiöiden kannattavuus nousee tyypillisesti jyrkästi vahvassa kysyntäympäristössä.
- **Hyvä monistettavuus:** Koulutus- ja valmennuspalvelut ovat tyypillisesti helposti monistettavia asiakkaalta toiselle, mikä lisää laskutettavaan työhön käytettävissä olevia resursseja ja aikaa.

3) Hinnoittelu- ja differentioitumistekijät vaikuttavat toimialan yhtiöiden mahdollisuuksiin määrittää palveluiden hintatasoa ja erottautua kilpailijoista. Näitä tekijöitä ovat Sopranon päätoimialalla mm.

- **Palvelujen ja tuotteiden kopioitavuus:** Toimialan palveluiden ja tuotteiden kopiointiin sekä kilpailevien tuotteiden kehitykseen liittyvät esteet ja kustannukset ovat suhteellisen matalia, eivätkä yhtiöt voi siten tyypillisesti erottautua tässä suhteessa kilpailijoista kovinkaan paljoa tai pitkiä aikoja. Tärkeimpiä erottautumistekijöitä alalla ovat käsityksemme mukaan palveluiden laatu ja saatavuus.
- **Matala alalle tulokynnys:** Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluiden toimialalle on suhteellisen matala tulokynnys ja perustamiskustannukset, mikä houkuttaa helposti uusia toimijoita alalle ja alentaa yhtiön jättävien avainhenkilöiden ja konsulttien kynnystä kilpailla samoista asiakkuuksista. Pienillä toimijoilla on tyypillisesti erittäin matalat kiinteät kulut, joten ne voivat myydä palveluita keski suurilla toimijoita edullisemmin.
- **Suuri tarjonnan määrä:** Alan matalan tulokynnyksen ja pirstaleisuuden takia alalla on tarjolla suuri määrä kilpailijoita ja kapasiteettia. Tämä aiheuttaa varsinkin nopeassa kysynnänvaihtelussa kireää ja osin epävertvettä hintakilpailua alalle, sillä kapasiteetti joustaa hitaasti alas.
- **Hinnoittelumalli:** Toimialan palvelut ovat tyypillisesti kiinteähintaisia. Hinnoittelupäätökset tehdään usein jopa 6-12kk ennen palvelun tuottamista. Hintaa säädetään usein kysynnän ja ennakoidun käyttöasteen parantamiseksi alennuksilla. Alennukset nostavat vahvassa kysyntätilanteessa käyttöastetta ja parantavat huomattavasti kannattavuutta, mutta heikossa markkinatilanteessa ne voivat väärinkäytettynä johtaa hintamielikuvan heikkenemiseen ja katetason laskuun.

4) Kustannusrakenteeseen liittyviä toimialaominaisuuksia ovat mm.

- **Henkilöstövaltainen tuotanto:** Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut on toimialana erittäin työvoimavaltainen ja markkinointia ja e-learning alustoja lukuun ottamatta prosessien automatisointi on lähes mahdotonta. Henkilöstöresurssien sopeuttaminen kysynnän vaihteluihin on myös tyypillisesti hidasta ja kestää suunnitteluineen yleensä 6-12 kuukautta.
- **Korkeat kiinteät kulut:** Toimialan henkilöstövaltaisuuden takia yhtiöiden kiinteiden kulujen taso on yleensä varsin korkea. Tämä johtuu siitä, että henkilöstölle ja koulutuspalveluiden järjestäminen vaaditaan paljon toimitilaa. Lisäksi henkilöstö kasvattaa sivukulujen määrää.
- **Isot ja etupainotteiset välilliset kulut:** Koulutuksen ja valmennuksen järjestämiseen vaaditaan suhteellisen paljon valmistelemaa työtä ja etupainotteisia markkinointi-, materiaali-, tuotekehitys ja asiakaspalvelukuluja. Lisäksi työvoimavaltaiselle alalle on melko tyypillistä suuret hallinnointikustannukset.

Toimialan menestystekijät

Yllä kuvatun varsin haasteellisen ja suhdanneherkän toimialan toimintalogiikan takia menestymiseen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluissa tarvitaan näkemyksemme mukaan liiketoimintamalli, joka on 1) skaalaltaan riittävän iso kantamaan alalle tyypilliset korkeat kiinteät kulut ja palvelemaan laajaa asiakaskuntaa, 2) kustannusrakenteeltaan ja 3) kapasiteetiltaan mahdollisimman joustava. Toisaalta alalla voi menestyä myös pienet, fokusoituneet ja ketterät yhtiöt, joilla on matala kiinteä kustannusrakenne.

Sopranon liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin muutoksen tausta

Soprano uudisti viime vuonna tehtyjen rakennemuutosten myötä koko Training- ja Consulting-yksiköiden liiketoimintamallin konsernin Ruotsin-yksikössä (Informator) vuonna 2013 käyttöönotetun liiketoimintamallin mukaiseksi. Uudistuksen tavoitteena on vastata toimialan toimintalogiikan asettamiin haasteisiin ja nostaa yhtiön kannattavuus terveelle tasolle haastavasta markkinaympäristöstä huolimatta.

Käymme seuraavassa läpi Sopranon vanhan ja uuden liiketoimintamallin kautta sitä millaisesta muutoksesta on kyse, miten mallit eroavat toisistaan ja millaisia vaikutuksia uudistetulla liiketoimintamallilla on oman näkemyksemme mukaan Sopranon tuloksentelekykyyn ja riskiprofiiliin. Korostamme, että vaikka Sopranon muutosprosessi uuteen liiketoimintamalliin on jo varsin pitkällä, on osa toimenpiteistä vielä kesken ja siten liiketoimintamalli ei välttämättä toimi vielä lähivuosina täysin odotetulla tavalla.

Vanha liiketoimintamalli (6/2014 saakka)

Sopranon vanha liiketoimintamalli ja -rakenne muodostuivat useista erillisistä yhtiöstä ja kymmenistä eri toimipisteistä. Yhtiöiden välillä oli ennen rakennemuutosta varsin vähän synergioita ja yhteiset prosessit rajoittuvat lähinnä hallintoon.

Vanhassa liiketoimintamallissa Soprano käytti palvelujen tuottamiseen pitkälti omia henkilöstöresursseja ja toimitiloja. Tämän vuoksi yhtiön kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta oli suhteellisen korkea. Korkeiden kiinteiden kulujen vastapainona oli kuitenkin korkea, jopa 90 %:iin liikevaihdosta yltänyt bruttomarginaali.

Vanha liiketoimintamalli oli lyhyellä tähtäimellä korkean kulumassan takia herkkä suhdannevaihteluille. Vahvassa kysyntätilanteessa kapasiteetin käyttöaste nousi korkeaksi, ja yhtiön hinnoitteluvoima oli hyvä. Korkean bruttomarginaalin ja liikevaihdon yhdistelmänä liikevoittomarginaali pystyi nousemaan periaatteessa erittäin hyvälle tasolle (15-20 %). Heikossa kysyntätilanteessa vanhan liiketoimintamallin kapasiteetin käyttöaste jäi matalaksi, hinnoitteluvoiman heikentyminen ja kassavirran varmistaminen heikensi bruttomarginaalia. Korkeiden kiinteiden kulujen takia liikevoittomarginaali painui kuitenkin pahimmillaan selvästi negatiiviseksi.

Myös tuloksen kausiluonteisuus oli vanhassa liiketoimintamallissa erittäin korkea, sillä toimialalogiikka osiossa kuvatulla tavalla laskutuspäivät jakautuvat hyvin epätasaisesti vuoden sisällä, mutta kulut ovat läpi vuoden korkeat.

Yhteenvetona voidaan todeta, että Sopranon entisen liiketoimintamallin operatiivinen riskitaso on korkea. Liiketoimintamalli tekisi potentiaalisesti vahvaa tulosta tasaisen kasvun ympäristössä ja hyvin heikkoa tulosta volatiilissa ja heikossa markkinaympäristössä. Viime vuosina toimialan markkinakehitys on ollut hyvin vaihtelevaa ja laskusuunnassa, joten myös Sopranon tuloskehitys oli heikkoa.

Uudistettu liiketoimintamalli

Sopranon uudistetun liiketoimintamallin ydinajatuksena on minimoida kapasiteetin vajaakäyttö kausiluonteisesti ja suhdannevaihtelujen seurauksena. Lisäksi mallissa pyritään minimoimaan ja muuttamaan muuttuviksi mahdollisimman suuri osa liiketoiminnan muista kiinteistä kuluista, kuten toimitilakustannukset.

Soprano on vähentänyt merkittävästi omien henkilöstöresurssien käyttöä palveluiden tuotannossa ja hankkii jatkossa kasvavan osan tuotantokapasiteetistaan konsernin ulkopuolisilta sopimusconsulteilta. Yhtiö pyrkii hoitamaan omin resurssien myynnin, asiakkuuksien hallinnan ja hallinnon lisäksi vain ns. pohjakysynnän.

Uudistetun liiketoimintamallin myötä Sopranon tuloskehityksen herkkyys suhdannevaihteluille ja

kausiluonteisuudelle laskee. Vahvassa kysyntätilanteessa oma koulutus- ja valmennuskapasiteetti on nopeasti täysin käytössä ja merkittävä osa ylimenevästä kysynnästä tuotetaan sopimusconsulttien avulla. Heikossa kysyntätilanteessa ja kausiluonteisesti heikon kolmannen kvartaalin aikana Sopranon oman henkilöstön käyttöaste pyritään säilyttämään edelleen suhteellisen korkeana, mutta sopimusconsulteilta ostettavien palveluiden määrää rajoitetaan kysyntää vastaavalle tasolle.

Sopimusconsulttien käyttö laskee selvästi yhtiön bruttomarginaalia, sillä sopimusconsulttien kustannusosuus liikevaihdosta on tyypillisesti noin 40-60 %. Tästä johtuen 100 %:sti sopimusconsulttien kautta tehty liikevaihto laskisi bruttomarginaalin noin 50 %:in liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan Sopranon bruttomarginaali tulee olemaan kuitenkin jatkossakin selvästi korkeampi, sillä yhtiö käyttää edelleen paljon omia työntekijöitä palveluiden tuottamiseen. Sopranon Ruotsin-yksikkö käyttää kuitenkin jo tällä hetkellä pelkästään ulkopuolisia sopimusconsultteja.

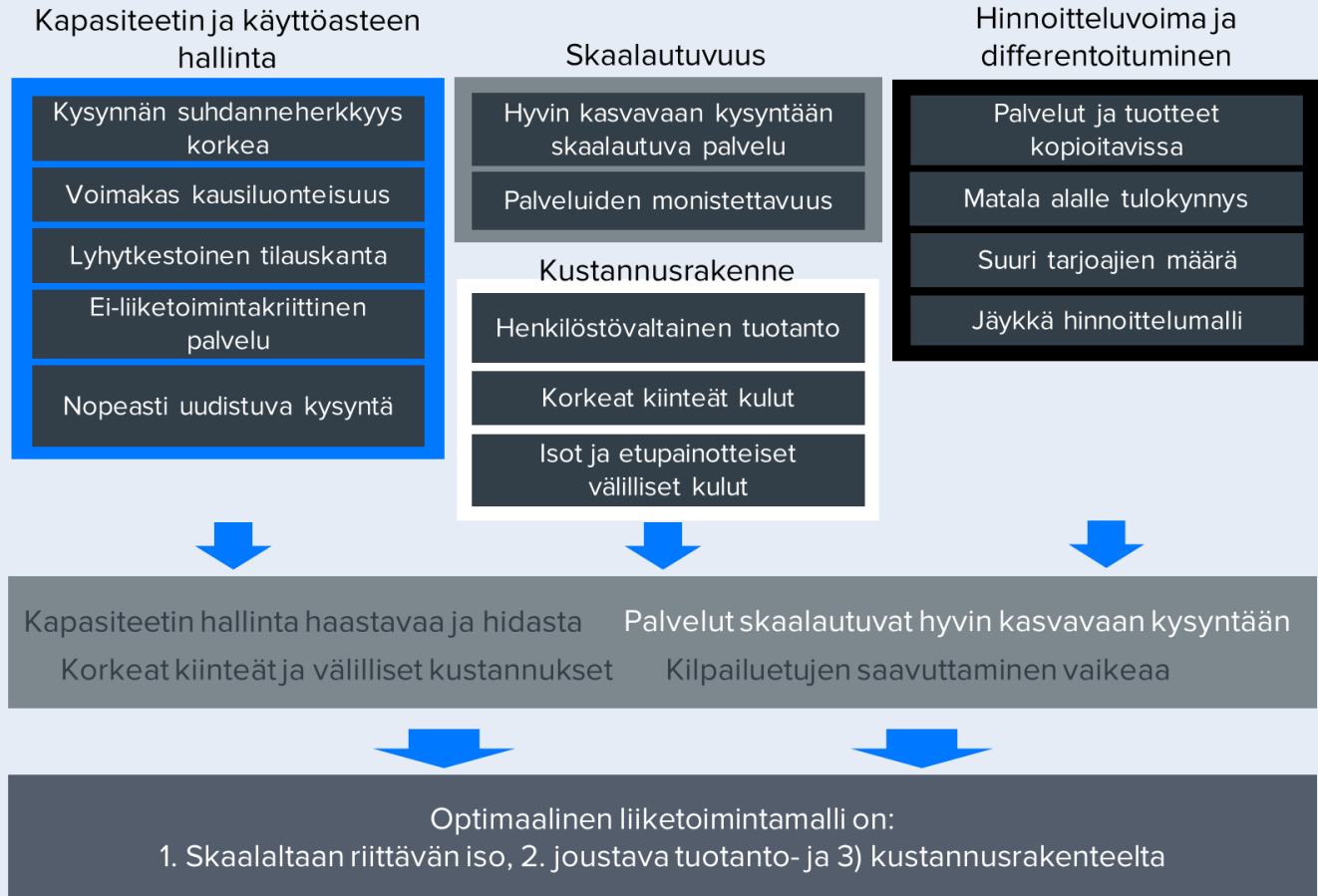
Uudessa liiketoimintarakenteessaan ja liiketoimintamallissa Soprano pyrkii minimoimaan kiinteiden kulujen määrän. Tästä johtuen yhtiön liikevoittomarginaalin ei pitäisi laskea heikossakaan kysyntätilanteessa ja kausiluonteisesti heikoilla kvartaaleilla merkittävästi negatiiviseksi. Toisaalta vahvassa kysyntätilanteessa liikevoittomarginaalin nousua rajaa bruttomarginaalin lasku.

Liikevoittomarginaalin laskusta huolimatta absoluuttinen liikevoitto voi kuitenkin periaatteessa nousta uudessa liiketoimintamallissa vanhaa korkeammaksi. Sopimusconsulttien saatavuudesta riippuen Soprano voisi kasvattaa liikevaihtoa yksi yhteen kysynnän kanssa ja näin ollen liikevaihto per henkilö (tuottavuus) voi nousta vanhaa mallia huomattavasti korkeammalle.

Yhteenvetona voidaan sanoa, että uudistetun liiketoimintamallin operatiivinen riskitaso pitäisi olla selvästi aiempaa liiketoimintamallia matalampi, ja siten sopia paremmin yhteen nykyisen volatiilin ja pääosin heikon markkinaympäristön kanssa. Uudistetun liiketoimintamallin riskit liittyvät näkemyksemme mukaan eritoten kasvun hallinnan onnistumiseen. Toisin sanoen, sopimusconsulttien saatavuus ja hinta eivät ole välttämättä optimaalinen markkinoiden kasvaessa ja Sopranon tulos- ja kannattavuustaso jää siten odotettua alhaisemmaksi. Emme näe tätä riskiä kuitenkaan osakkeen arvonmuodostuksen kannalta kriittisenä tällä hetkellä.

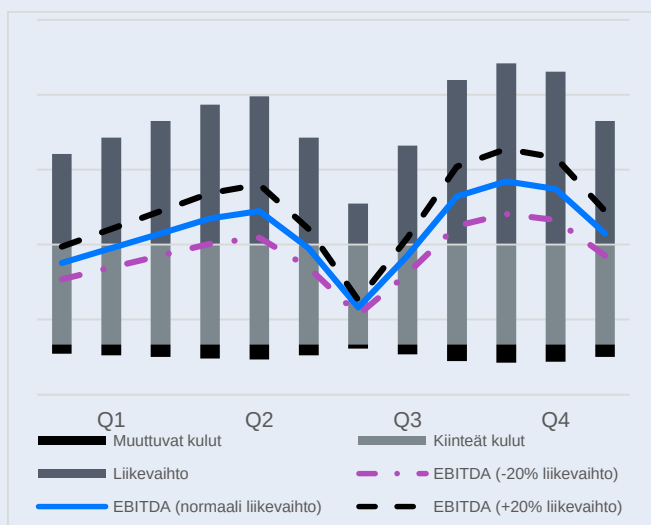
Liiketoimintamalli

Toimialan ominaispiirteet



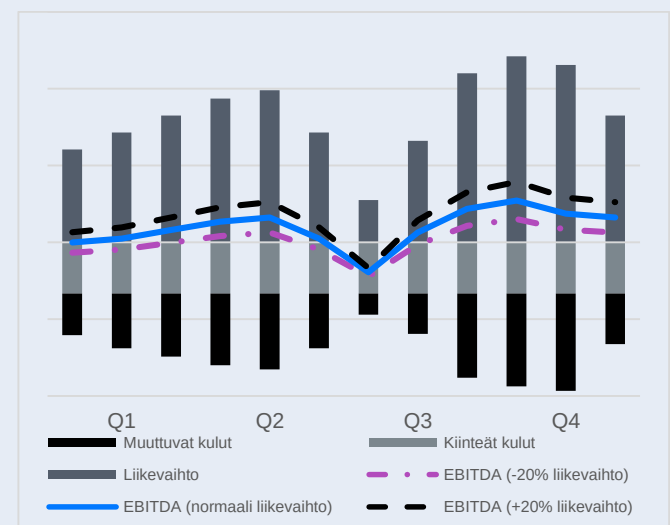
Lähde: Inderes

Vanhan liiketoimintamallin tulosdynamikka



Lähde: Inderes

Uudistetun liiketoimintamallin tulosdynamikka



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Historialliset taloudelliset tiedot antavat varsin vähän vertailukelpoista tietoa Sopranon taloudellisesta potentiaalista yhtiön tekemän merkittävän rakennemuutoksen takia. Sopranon liikevaihto on moninkertaistunut vuodesta 2010 yritysostojen seurauksena. Yhtiön operatiivinen kehitys jäi integrointi-, yritysosto- sekä rakennejärjestelykulojen myötä heikoksi viime vuosien aikana, mutta kannattavuus kääntyi positiivisella uralla vuoden 2014 loppupuolella. Sopranon rahoitusasema on heikentynyt yritysostojen ja heikon tuloskehityksen myötä välttävälle tasolle. Yritysostojen myötä syntynyt liikearvo ylittää selvästi oman pääoman määrän, mikä nostaa riskitasoa. Yhtiö on keventänyt viime vuosina merkittävästi yhtiön kiinteiden kulojen määrää ja samalla ulkoistanut merkittävän osan omasta tuotantokapasiteetista sopimuskonsulteille.

Historiallinen kehitys

Rakennemuutoksen takia historiallisen tuloskehityksen painoarvo on pieni

Historiallinen tuloskehitys ei anna näkemyksemme mukaan Sopranon tulevaisuuden kasvu- ja kannattavuuspotentiaalista kovin hyödyllistä tietoa, sillä yhtiön liiketoimintarakenne, -malli ja tulosajurit ovat muuttuneet merkittävästi viimeisten vuosien aikana tehtyjen yrityskauppojen ja rakennejärjestelyjen myötä. Lisäksi yhtiön kannattavuutta ja kulojen vertailukelpoisuutta ovat rasittaneet merkittävät kuluerät tehostustoimiin ja rakennejärjestelyihin liittyen.

Vuodet 2010-2012: Yritysostot kasvattivat viestintä- ja ICT-palvelut-yksikköä

Sopranon liikevaihto kasvoi vuoden 2010 alusta vuoden 2012 loppuun noin 2,4 miljoonaa euroa, eli noin 70 %. Käytännössä kasvusta valtaosa syntyi yritysostojen avulla ja erityisesti verkkopalveluyhtiö Brain Alliance Oy:n oston kautta. Muiden aikajaksolla hankittujen liiketoimintojen, Pipfrog AS:n, Promode Oy ja Aspectum Oy:n vaikutus liikevaihtoon oli pienempi, sillä ne toteutuivat vasta vuoden 2012 aikana.

Sopranon kannattavuus oli vuonna 2010 heikkoa, sillä yhtiöön liitetyn Verkkopalvelut-liiketoiminnan liikevoitto oli erittäin huono. Heikon tuloksen taustalla oli vuonna 2009 huonolla katteella hankittujen tilausten toimitusten venyminen. Sopranon Viestintä-myyntiyksikön kannattavuus oli kuitenkin myös vuonna 2010 kohtuullisen hyvä.

Vuonna 2011 Soprano toteutti silloisessa Verkkopalvelut-myyntiyksikössä useita isoja ja kannattavia projekteja, mikä nosti konsernin kannattavuuden jälleen hyvälle, yli 10 % liikevoittomarginaalin tasolle. Vuonna 2012 Sopranon kannattavuus säilyi edelleen hyvällä tasolla ja sitä tuki osaltaan konserniin vuoden aikana liitetyt yhtiöt, joiden kannattavuus on ollut historiallisesti hyvä (Aspectum ja Promode).

Vuosi 2013: Isojen yritysostojen integrointi alkaa ja tuloskehitys heikkenee

Soprano liikevaihto kasvoi 200 % vuonna 2013 ja oli 17,0 miljoonaa euroa. Merkittävän kasvun taustalla olivat yhtiöön 1.4.2013 liitetty Tieturi-konserni ja 1.12.2012 yhtiöön liitetty Aspectum Oy. Vuoden 2013 liiketulos oli 0,76 miljoonaa euroa. Vuoden 2013 tulosta rasittivat erityisesti yritysostojen haltuunottoihin ja tehostusohjelmiin liittyvät erät sekä päälistalle siirtymisen kulut. Suurin positiivinen vaikutus vuoden 2013 tulokseen oli Q3'13 raporttiin kirjatulla Tieturi-konsernin oston liittyvällä 0,5 miljoonan euron lisäkauppahinnan poistolla. Ilman tätä erää Sopranon operatiivinen tulos olisi ollut vain niukasti positiivinen.

Vuosi 2014: Heikko markkina, integrointikulut ja rakennejärjestelyt rasittivat tulosta

Sopranon liikevaihto kasvoi vuoden 2013 aikana konserniin liitettyjen (MIF ja Finpro Consulting) ja aiempien yritysostojen (Tieturi-konserni) myötä 45 %. Sopranon tuloskehitys oli kuitenkin vuonna 2014 erittäin heikkoa ja yhtiö teki 24,7 miljoonan euron liikevaihdolla 2,0 miljoonan euron liiketappion.

Yhtiön tulosta rasitti lähes koko vuoden ajan Suomessa heikkona jatkunut markkinatilanne, joka johti kireään hintakilpailuun ja koko toimialan kannattavuus heikkeni jyrkästi. Lisäksi Sopranolle aiheutui isot kertaluonteiset kulut yrityskaupoista, Helsingin Pörssin päälistalle listautumisesta, tehostusohjelmista, oikeudenkäynnistä Ruotsissa ja konsernin rakennejärjestelyistä. Kertaerät olivat koko vuodelta yhteensä 1,1 miljoonaa euroa negatiiviset.

Soprano sai kesäkuussa loppuunvietyjen kulusäästöjen, irtisanomisten ja rakennejärjestelyjen myötä käännettyä operatiivisen kannattavuuden positiiviseksi vasta kausiluonteisesti vahvalla neljännellä neljänneksellä. Heikoimmillaan Sopranon liiketulos oli vuoden toisella neljänneksellä, jolloin yhtiö raportoi 1,2 miljoonan euron liiketappion. Myös ensimmäinen ja kolmas neljännes olivat selvästi tappiollisia.

Tase ja rahoitusasema

Taserakenne

Sopranon liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, mikä mahdollistaa yhtiölle periaatteessa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma on pääomakevyydestä liiketoimintamallista huolimatta suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokoisen yrityskaupoissa syntyneen liikearvon.

Soprano-konsernin taseen loppusumma oli viime vuoden lopussa 16,3 miljoonaa euroa (2013: 15,0 MEUR). Taseen suurin erä on yrityskaupoista syntynyt 7,4 miljoonan euron suuruinen liikearvo, jonka osuus vuoden 2014 taseen loppusummasta oli noin 45 %. Myös saatavien osuus taseesta on suuri. Saatavien tasearvo oli vuoden 2014 lopussa 5,5 miljoonaa euroa, eli 34 % taseen loppusummasta. Saatavien arvo alittaa kuitenkin selvästi yhtiön 8,1 miljoonan euron suuruiset ostovelat, joten Sopranon nettokäyttöpääoma oli vuoden vaihteessa selvästi negatiivinen. Muut taseen omaisuuserät, osuudet osakkuusyhtiöistä, kiinteä käyttöomaisuus ja verosaatavat ovat kooltaan varsin pieniä.

Sopranolla on käytössään verottajan vahvistamia tappioita yhteensä 12,3 miljoonan euron edestä. Näistä on kuitenkin kirjattu taseen verosaataviin varovaisuusperiaatteen ja yhtiön viime vuosien heikon kannattavuuden takia vain 0,55 miljoonaa euroa. Olemme huomioineet suuret verosaamiset tuloslaskelmassa, jossa ennakoimme tulevien vuosien veroasteen olevan lähellä nollaa. Pidämme mahdollisena, että tuloksen parantuessa yhtiö tulee kirjaamaan taseeseen nykyistä suuremman verosaatavan, mikä parantaisi selvästi yhtiön omavaraisuutta.

Rahoitusasema

Yrityssotot ja niiden aiheuttamat integraatiokulut sekä rakennejärjestelyt ovat heikentäneet Sopranon rahoitusasemaa ja kassavirtaa merkittävästi viime vuosina. Sopranon oma pääoma oli Q4'14 lopussa 3,74 miljoonaa euroa ja omavaraisuusaste 24,1 %. Yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q4'14 lopussa 88 % (55 %).

Yhtiön rahoitusasema oli aikaisempina vuosina yritysostoista huolimatta kohtuullisen vahva ja yhtiö pystyi rahoittamaan operatiivisella kassavirralla sekä osingot että integraatiokulut, sillä yhtiö toteutti useita pienemmistä yritysostoistaan osakevaihdoin. Toissa vuonna tehty Tieturi-konsernin hankinta tehtiin sen sijaan kokonaan käteiskauppana, sillä myyjänä kaupassa oli pääomasijoitusyhtiö CapManin rahastot. Kaupan yritysarvo oli 2,965 miljoonaa euroa ja kauppahinta ja integraatiokulut rahoitettiin 3 miljoonan euron pankkilainalla, 1 miljoonan euron hybrilainalla (vvk), 0,5 miljoonan euron juniorilainalla (vvk) sekä 0,5 miljoonan suunnatulla osakeannilla. Viime vuonna tehtyjen, kauppasummaltaan yhteensä noin 1,1 miljoonan arvoisten yritysostojen (MIF ja Finpro Consulting)

rahoituksesta noin 1/3-osaa maksettiin osakkeilla ja loput käteisellä.

Suomen Kulttuurirahasto ja Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo ilmoittivat huhtikuussa 2014 vaihtavansa yllä mainitut yhteensä 1,5 miljoonan euron arvoiset vaihtovelkakirjalainat Sopranon osakkeiksi. Soprano suuntasi Suomen Kulttuurirahastolle 1,538 miljoonaa ja Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elolle 0,769 miljoonaa uutta osaketta, joilla vaihtovelkakirjalainat vaihdettiin 0,65 euron osakekohtaisella vaihtohinnalla. Suomen Kulttuurirahaston oman pääoman ehtoinen ja Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiön vieraan pääoman ehtoinen laina kirjattiin sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Lisäksi Soprano järjesti syyskuussa 2014 henkilöstöannin, jossa suunnattiin henkilöstölle yhteensä 0,8 miljoonaa osaketta 0,75 euron hintaan.

Sopranon korolliset velat olivat Q4'14 lopussa 4,3 miljoonaa euroa. Pankkilainaa oli Q4'14 lopussa 2,34 miljoonaa euroa. Pankkilainoja lyhennetään tasaerissä neljännesvuosittain ja viimeinen erä erääntyy maksettavaksi vuonna 2018. Pankkilainojen korko on sidottu pääosin 3 kuukauden Euribor-korkoon ja niiden marginaali on tällä hetkellä 2,5-4 %. Lisäksi yhtiöllä on factoring- ja leasingvelkaa noin miljoonalla eurolla sekä kesäkuussa 2014 liikkeellelaskettu kolmivuotinen 1,0 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina, jonka korko on 6 %.

Sopranon nykyisen rahoitusrakenteen mukaiset lainojen takaisinmaksut ja korot ovat arviomme mukaan lähivuosina vuositasolla noin miljoona euroa. Ennustamme, että yhtiö ei maksaa kuluvalta vuodelta osinkoja. Ennustamme velanhoidon ulosmenevät kassavirrat pystytään vielä kattamaan arviomme mukaan noin 3,5 %:n käyttökatemarginaalitasolla, mikä on noin 40 % alempi taso kuin vuoden 2015 ennustemme 5,9 %. Yhtiöllä oli Q4'14 lopussa 1,15 miljoonan euron rahavarat, mikä käsityksemme mukaan riittää rahoittamaan yhtiön liiketoimintaan normaalisti sitoutuvan käyttöpääoman.

Liikearvo

Sopranolla oli Q4'14 raportoidun taseen mukaan liikearvoa 7,35 miljoonaa euroa, mistä noin 3,15 miljoonaa euroa kohdistuu Tieturi-kauppaan (nykyisin osa Soprano Training-yksikköä). Kun huomioidaan tammikuun alussa toteutettu Promode Oy:n myynti, on Sopranon liikearvo tällä hetkellä noin 6,9 miljoonaa euroa. Yhtiön oma pääoma oli Q4'14 tilanteen mukaan 3,74 miljoonaa euroa. Näin ollen liikearvon on oman pääoman nähden suuri ja iso liikearvon alaskirjaus voisi potentiaalisesti aiheuttaa jopa oman pääoman menettämisen.

Pidämme liikearvon alaskirjauksen riskiä merkittävänä, mutta emme kuitenkaan toistaiseksi todennäköisimpänä vaihtoehtona. Perustelemme näkemystämme sillä, että 1) arvonalentumistestauksissa käytetyt kassavirran kasvuoletukset ovat suurimpien liikearvojen (Soprano Training) osalta tulosennusteisiimme nähden realistisia, 2)

herkkyysanalyysit osoittavat edelleen lievää puskuria liikearvojen ja kirjanpitoarvojen välillä, ja 3) liikearvoriski hajautuu nyt entistä useammalle liiketoiminnolle ja sitä vastaava liikevaihto on kaupantekohetkeä merkittävästi suurempi.

Liikearvon alaskirjaus aiheuttaisi Soprano-konsernin omavaraisuusasteen painumisen erittäin matalaksi, mikä todennäköisesti heikentäisi merkittävästi yhtiön rahoituksen saatavuutta, nostaisi rahoituskuluja ja vaatisi osakeannin.

Kulurakenne

Sopranon kulurakenne on muuttunut ja muuttumassa selvästi yhtiön viime vuonna toteuttaman liiketoimintamallin muutosten myötä. Soprano on keventänyt viime vuosina merkittävästi yhtiön kiinteiden kulujen määrää ja samalla ulkoistanut merkittävän osan omasta tuotantokapasiteetista sopimuskonsulteille. Lisäksi viime vuosien kulurakenteen vertailukelpoisuutta heikentää myös se, että kulut sisältävät suuret negatiiviset kertaerät yritysjärjestelyihin, päälistalle listautumiseen, tehostustoimiin ja päättyneisiin oikeudenkäynteihin liittyen.

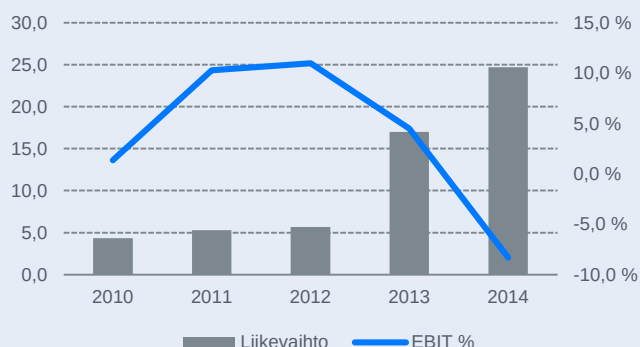
Sopranon kuluista edelleen valtaosa, noin 40-50 %, on henkilöstökuluja. Toiseksi merkittävin kuluerä, noin 35 % on aineiden, tarvikkeiden ja palvelujen käyttö, jonka suurin erä on sopimuskonsulteilta ostetut palvelut. Kolmanneksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, noin 20-25 %, joihin sisältyy mm. toimitilakulut, kone- ja kalustokulut ja yhtiön hallinnointiin liittyvät ulkopuoliset palvelut.

Sopranon poistot ovat kohtuullisen pienet, noin 1-2 % liikevaihdosta. Pääosa poistoista liittyy yritysostoissa syntyneistä aineettomista hyödykkeistä (esim. asiakastietokanta) tehtäviin poistoihin. Poistot pienentyvät selvästi parin vuoden kuluessa, kun yritysostojen aineettomat erät tulevat kokonaan poistetuiksi.

Merkittävä osa yhtiön kuluista on edelleen kiinteitä (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) noin 6-12 kuukauden aikajänteellä. Yhtiö on jo kasvattanut merkittävästi ulkoistetun työvoiman määrää, mikä on lisännyt kustannusjoustoa aiempaan verrattuna. Odotamme ulkoistetun työvoiman määrän jatkavan kasvuaan lähivuosina ja kasvattavan siten muuttuvien kulujen osuutta kokonaiskuluista. Lisäksi yhtiön viime kesänä toteuttaman tehostusohjelman tavoitteena on ollut vähentää kiinteitä kuluja vuositasolla 2,3 miljoonan eurolla. Tehostusohjelman vaikutukset alkoivat näkymään kulurakenteessa Q4'14:n aikana ja yhtiön kiinteät kulut laskivat Q2'14 tasolta yli 14 %.

Taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja EBIT-%, 2010-2014



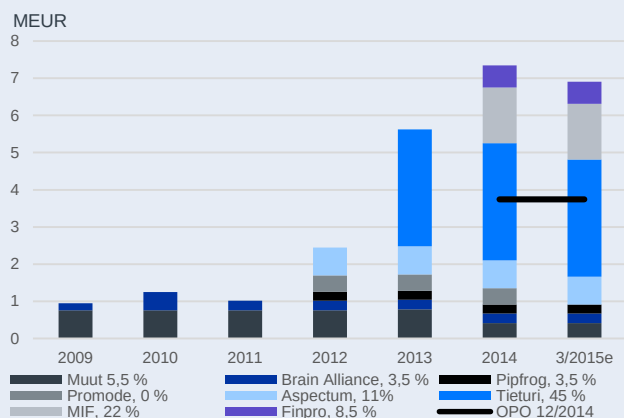
Lähde: Inderes

Lyhennetty tase

Varat	FY14	Oma pääoma ja velat	FY14
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	0,5	Oma pääoma yhteensä	3,7
Liikearvo	7,4	Lainat rahoituslaitoksilta	4,5
Muut aineettomat hyödykkeet	0,6	Ostovelat ja muut velat	8,1
Muut erät	1,3		
Pysyvät vastaavat yhteensä	9,6		
Varastot	0,0		
Myyntisaamiset ja muut saamiset	5,5		
Rahavarat	1,2		
Vaihtuvat vastaavat yhteensä	6,7		
Tase yhteensä	16,3	Tase yhteensä	16,3
Omavaraisuusaste	23 %	Osakkeiden lukumäärä, MKPL	17,9
Nettovelkaisuusaste	88 %	Osakekohtainen oma pääoma EUR	0,21
Liikearvo/oma pääoma	197 %		

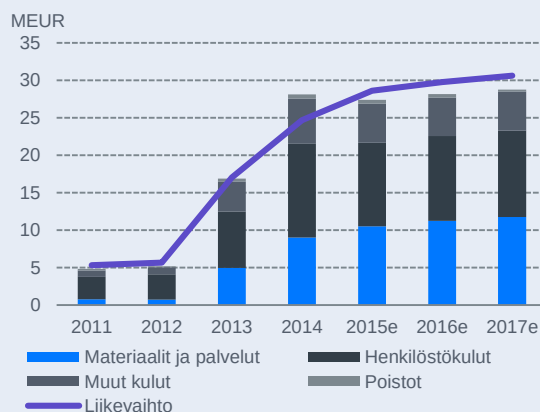
Lähde: Inderes

Liikearvon jakautuminen ja OPO 2014



Lähde: Inderes

Kulurakenne ja -ennuste



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvostus

Ennustamme Sopranolle selvää liikevaihdon ja liikevoiton kasvua kuluvana vuonna sekä maltillista tuloskasvua lähivuosille. Liikevaihdon kasvun taustalla vaikuttaa positiivisesti Sopranon viime vuonna tekemät yritysostot ja Ruotsin toiminnoille ennakoimamme vahva orgaaninen kasvu. Liikevoittoa kasvattaa volyymin nousun lisäksi selvästi alentuvat kiinteät kulut. Yhtiön nettotuloksen kasvua tukee myös vahvistettujen tappioiden myötä vuosiksi matalalle tasolle jäävä veroaste. Nostamme Sopranon osakkeen tavoitehinnan 0,70 euroon, mutta toistamme osakkeelle kuitenkin myy-suosituksen. Pidämme osakkeen riskitasoa edelleen huomattavasti vertailuryhmän keskimääräistä tasoa korkeampana ja näkyvyys on edelleen suhteellisen heikko, joten emme voi toistaiseksi hyväksyä osakkeelle vertailuryhmän arvostuskertoimia. Odotamme lisäksi yhtiöltä vielä näyttöjä tuloksentekosta ja rahoitustilanteen vakautumisesta ennen kuin voimme ottaa positiivisemmän näkemyksen osakkeesta.

Ennusteet

Tässä osiossa esittämämme ennusteet perustuvat mallinnuksiimme yhtiön liikevaihdon ja kulurakenteen kehitymisestä. Alla esitetyt ennusteet toimivat myös arvonnäköalaksi pohjalla.

2015 ennusteet

Soprano ohjeistaa, että vuoden 2015 liikevaihto tulee kasvamaan vuodesta 2014 ja liikevoitto tulee olemaan selvästi voitollinen. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto oli 24,7 miljoonaa euroa ja liikevoitto -2,0 miljoonaa euroa.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 16 % 28,6 miljoonaa euroon (aik. 27,5 miljoonaa euroa). Yhtiön vaihtuvuuden markkinatilanteeseen suhteutettuna erittäin vahvan liikevaihdon kasvun taustalla vaikuttaa positiivisesti Sopranon viime vuonna tekemät yritysostot (MIF ja Finpro) ja Ruotsin toiminnoille (Informator) ennakoimamme vahva orgaaninen kasvu. Kasvua alentaa ennusteissamme Soprano Communications-liiketoimintojen myynti sekä Training-yksikön Suomen toiminnoille ennustamamme negatiivinen orgaaninen kasvu. Ennustamme kasvun painottuvan yrityskauppojen ajoituksista johtuen erityisesti vuoden alkupuoliskolle, mutta odotamme myös loppuvuonna positiivista kasvua heikosta vertailukaudesta johtuen.

Odotamme liikevoiton kasvavan kuluvana vuonna 1,21 miljoonaa euroon (2014: -2,0 MEUR), eli noin 3,3 miljoonaa euroa vertailukaudesta. Liikevoittomarginaali on ennusteellamme 4,2 %. Käyttökatemarginaalin odotamme olevan 6,0 %. Sopranon liikevoittoa nostaa ennusteissamme kolme tekijää. 1) Odotamme yhtiön bruttokatteen nousevan liikevaihdon kasvun myötä 1,1 miljoonaa euroa, mikä vastaa hieman alle 30 %:n bruttomarginaalia liikevaihdon kasvulle. 2) Odotamme viime vuonna toteutettujen tehostustoimien myötä 2,1 miljoonan euron laskua yhtiön kiinteisiin kuluihin. 3) Odotamme poistojen pienenevän hieman viime vuodesta.

Ennustamme Sopranon tuloksen ennen veroja nousevan 1,0 miljoonaa euroon (2014: -2,5 MEUR), eli paranevan hieman liikevoittoa enemmän. Ennustamamme parannuksen taustalla on liikevoiton kasvun lisäksi rahoituskulujen pienentyminen ja osakkuusyhtiöiden tuloksen kasvu noin 0,1 miljoonaa euroon. Osakkuusyhtiöiden tulos kertyy ennusteissamme kokonaan Rianno Communications Oy:n 49 %:n omistuksesta.

Ennustamme Sopranon veroasteen olevan kuluvana vuonna lähellä nollaa, sillä odotamme yhtiön pystyvän hyödyntämään merkittävää vahvistettujen tappioiden erää lähes kaikkien verojen kuitaamiseen.

Osakekohtaisen tuloksen ennustemme on 0,06 euroa vuodelle 2015 (2014: -0,09 EUR). Arvioimme yhtiön pidättäytyvän osingonmaksusta kuluvan vuoden tuloksesta, sillä odotamme yhtiön käyttävän kassavirtaansa ensisijaisesti velkaisuusasteen laskuun ja omavaraisuusasteen parantamiseen.

Sopranolla on kesken neuvottelut Finpro ry:n kanssa Finpro Consulting-kaupan siirtymäjaksoon liittyvien tuottojen jaosta. Osapuolten näkemys Sopranolle tilittäväksi kuuluvista maksuista on 0,7 miljoonaa euroa, mikä voi vaikuttaa kuluvan vuoden tulokseen. Emme ole kuitenkaan huomioineet kiistanalaista erää ennusteissamme.

2016-ennusteet

Ennustamme vuoden 2016 liikevaihdon olevan 29,7 miljoonaa euroa. Odotamme Sopranon liikevaihdon kasvun siis hidastuvan vuonna 2016 selvästi vuoden 2015 tasosta, mutta olevan kuitenkin edelleen 4 % positiivinen. Kasvun taustalla on oletus Ruotsin toimintojen maltillisesta kasvusta ja Suomen Training-liiketoimintojen ja markkinoiden lievästä piristymisestä. Lisäksi odotamme, että kansainvälistymiskonsultoinnin kasvu alkaa kiihtymään markkinoiden toimintamallin selkiintymisen ja viennin piristymisen myötä.

Pienen volyymikasvun, hieman laskevan bruttomarginaalin ja ennustamamme vakaan kiinteiden kulujen kehityksen myötä odotamme Sopranon liikevoittomarginaalin

paranevan vuonna 2016. Ennustamme vuoden 2016 liikevoiton olevan 1,6 miljoonaa euroa. Ennusteemme vuoden 2015 käyttökatemarginaalille on 7,0 % ja liikevoittomarginaalille 5,4 %.

Vuoden 2016 osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,08 euroon. Odotamme tuloskasvun ja vahvistuvan taseen myötä yhtiön palavaan osingonmaksajaksi vuoden 2017 keväällä ja jakavan vuoden 2016 tuloksesta 0,02 euron osingon osakkeelta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme Sopranon liikevaihdon kasvun olevan ilman yritysostoja keskimäärin noin 3 % vuosina 2017-2018 ja

tasoittuvan pitkällä aikavälillä 2 %:n tasolle. Odotamme Suomen taloustilanteen lievän elpymisen tukevan siten myös Sopranon kasvua keskipitkällä aikavälillä.

Liikevoittomarginaali kasvaa jaksolla 5,4 %:sta 6 %:in. Merkittävin osa liikevoittomarginaalin kasvusta vuoteen 2016 verrattuna tulee yrityskaupoissa syntyneiden aineettomien oikeuksien poistojen päätyemisestä.

Oletamme mallissamme terminaalijakson kasvuksi 2 % ja liikevoittomarginaaliksi 6,0 %.

Vuosineljännesennusteet

(MEUR)	FY13	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	FY14	Q1/15e	Q2/15e	Q3/15e	Q4/15e	FY15e	FY16e	FY17e
Liikevaihto	17,0	4,9	6,8	4,4	8,5	24,7	6,6	7,5	5,4	9,0	28,6	29,7	30,6
Liiketoiminnan muut tuotot	0,6	0,0	0,0	1,2	0,2	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-4,9	-1,7	-2,5	-1,5	-3,4	-9,0	-2,3	-2,8	-1,7	-3,6	-10,5	-11,2	-11,8
Bruttokate	12,7	3,3	4,3	4,2	5,3	17,1	4,3	4,7	3,7	5,4	18,1	18,5	18,9
Työsuhde-etuuksista aiheutuvat kulut	-7,5	-2,4	-3,8	-3,2	-3,2	-12,6	-2,8	-2,8	-2,7	-2,8	-11,2	-11,4	-11,5
Liiketoiminnan muut kulut	-4,0	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5	-6,0	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3	-5,2	-5,1	-5,2
EBITDA	1,2	-0,6	-1,1	-0,4	0,7	-1,5	0,1	0,5	-0,2	1,3	1,7	2,1	2,1
Poistot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,3
EBIT	0,8	-0,7	-1,2	-0,6	0,5	-2,1	-0,1	0,4	-0,3	1,2	1,2	1,6	1,9
Rahoituserät	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	0,5	-0,8	-1,3	-0,8	0,4	-2,5	-0,1	0,3	-0,4	1,2	1,0	1,5	1,9
Verot	0,0	0,2	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Nettotulos	0,5	-0,7	-1,0	-1,0	0,2	-2,5	-0,1	0,3	-0,4	1,2	1,0	1,4	1,8
EPS (oikaistu)	0,03	-0,02	-0,02	-0,06	0,01	-0,09	-0,01	0,02	-0,02	0,06	0,06	0,08	0,10
Liikevoiton oikaisu	FY13	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	FY14	Q1/15e	Q2/15e	Q3/15e	Q4/15e	FY15e	FY16e	FY17e
kertaluonteiset erät	0,0	-0,4	-0,8	0,1	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaistu EBIT	0,8	-0,3	-0,4	-0,7	0,5	-1,0	-0,1	0,4	-0,3	1,2	1,2	1,6	1,9
Tunnusluvut	FY13	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	FY14	Q1/15e	Q2/15e	Q3/15e	Q4/15e	FY15e	FY16e	FY17e
Bruttokate-%	74,6 %	65,8 %	63,5 %	94,3 %	62,8 %	69,3 %	65,0 %	62,4 %	68,0 %	60,0 %	63,3 %	62,3 %	61,6 %
EBITDA-%	6,9 %	-12,9 %	-16,0 %	-10,0 %	7,8 %	-6,1 %	1,5 %	7,0 %	-4,2 %	14,7 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %
EBIT-%	4,5 %	-14,9 %	-17,8 %	-13,9 %	5,9 %	-8,4 %	-0,8 %	5,2 %	-6,4 %	13,4 %	4,2 %	5,4 %	6,1 %
Oikaistu EBIT-%	4,5 %	-6,8 %	-6,1 %	-16,2 %	5,9 %	-3,9 %	-0,8 %	5,2 %	-6,4 %	13,4 %	4,2 %	5,4 %	6,1 %
Tulos ennen veroja-%	2,8 %	-16,7 %	-18,4 %	-17,5 %	4,2 %	-10,1 %	-1,7 %	4,6 %	-7,4 %	13,1 %	3,6 %	5,1 %	6,1 %
Nettotulos-%	3,0 %	-13,4 %	-14,5 %	-22,5 %	2,0 %	-10,0 %	-1,7 %	4,5 %	-7,2 %	12,8 %	3,5 %	4,9 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostuksen yhteenveto

Osiassa käymme läpi Sopranon osakkeen arvostuksen ja arvonmäärityksen pohjautuen edellisessä osiossa esitettyihin ennusteisiin. Sijoittajan on hyvä huomioida, että Sopranon osakekurssi on vaihdellut historiallisesti varsin voimakkaasti, joten raportissa esitetty arvostuskertoimet saattavat muuttua nopeasti.

Osakkeen arvioinnissa keskeisiä arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat yhtiön kustannustehokkuuden kasvusta johtuva kannattavuuden nousupotentiaali ja liikevaihdon kasvu. Yhtiön kannattavuus on ollut viime vuodet erittäin heikko, mikä johtuu arviomme mukaan merkittävilta osin takanapäin olevista yrityskauppojen integraatiokuluista, tehostusohjelmista ja

rakennemuutoksista. Lisäksi osakkeen arvostukseen vaikuttaa positiivisesti yhtiön aiemmin vuosien vähennyskelpoisista tappioista johtuva matala veroaste. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat toimialan suhdanneherkkyys ja kireä kilpailutilanne, Suomen markkinoiden heikko kysyntätilanne, pienen yhtiön korkeampi riskitaso ja osin vielä epävarmat liiketoimintamallin ja yhtiörakenteen muutoksen vaikutukset.

Sopranon merkittävästi viime vuosina muuttuneen liiketoimintarakenteen kannattavuus- ja kasvupotentiaali on edelleen suhteellisen vaikeasti hahmotettavissa. Painotamme tästä syystä osakkeen arvonmäärityksessä omiin ennusteisiimme ja pohjoismaiseen vertailuryhmään pohjautuvia arvostuskertoimia ja jätämme rahavirtamallin (DCF) painoarvon pienemmäksi. Rahavirtamallin luotettavuus kasvaa, kun näkyvyys yhtiön kehitykseen paranee ja operatiivinen toiminta vakautuu.

Nostamme Sopranon osakkeen tavoitehintaa positiivisten ennustemuutosten myötä 0,72 euroon (aik. 0,65 euroa) ja annamme osakkeelle vähennä-suosituksen (aik. myy). Pidämme osakkeen riskitasoa edelleen huomattavasti vertailuryhmän keskimääräistä tasoa korkeampana ja näkyvyys on edelleen suhteellisen heikko, joten emme voi toistaiseksi hyväksyä osakkeelle vertailuryhmän arvostuskertoimia. Odotamme lisäksi yhtiöltä vielä näyttöjä tuloksenteosta ja rahoitustilanteen vakautumisesta ennen kuin voimme ottaa positiivisemmän näkemyksen osakkeesta.

Arvostuskertoimet

Käytämme Sopranon arvioinnissa lähinnä tulokseen pohjautuvia arvostuskertoimia, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ja myyntisaatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä taseessa.

Osakkeen arvostus on absoluuttisesti katsottuna kohtuullisella tasolla lähivuosien tulosenusteisiimme peilattuna. Osakkeen EV/EBITDA on vuoden 2015 liikevoittoennusteellamme mitattuna 8,3x. Vuoden 2015 kerroin laskee tuloskasvun ja nettovelan pienentymisen kautta 6,2x tasolle. Vastaavat P/E kertoimet ovat 13,5x ja 9,3x. P/E-kertoimia laskee eritoten yhtiön matala veroaste. Ennusteissamme yhtiön osinkotuotto on vuodelta 2015 0 % ja vuodelta 2016 2,7 %.

Sopranon arvostuskertoimet

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	1,09	0,64	0,75	0,75	0,75
EV	19,5	14,8	14,2	12,8	11,4
Markkina-arvo	16,9	11,4	13,4	13,4	13,4
Oma pääoma/osake	0,31	0,21	0,26	0,35	0,42
EV/S	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4
P/S	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	16,6	-9,9	8,2	6,2	5,3
EV/EBIT	-7,2	11,8	8,0	6,1	5,3
P/E	32,5	-4,6	13,5	9,3	7,6
P/B	3,5	3,1	2,8	2,2	1,8
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Lähivuosien ennusteisiin pohjautuvien kertoimien pohjalta voimme todeta osakkeen arvostustason olevan ennusteisiimme nähden kohtuullisen. Muistutamme kuitenkin, että yhtiön tulostason ennustamiseen ja tuloskäänteeseen liittyy vielä merkittävää epävarmuutta. Näkemyksemme mukaan epävarmuuden pitäisi alkaa kuitenkin pienentyä vuoden kuluessa, kun viime vuonna tehtyjen liiketoimintamallin muutosten ja kustannustehostuksen vaikutukset alkavat näkymään tuloskehityksessä. Pääosa Sopranon tuloksesta kertyy kuitenkin vuoden viimeisellä neljänneksellä, joten vuoden alkupuolen tuloskehityksen perusteella ei voi täysin ennakoida koko vuoden tulostasoa.

Herkkyysanalyysi

Sopranon liiketoimintamallin skaalautuvuus on kohtuullisen korkea, joten ennusteitamme voimakkaampi liikevaihdon kasvu tai liikevaihdon ennakoimaton lasku heijastuisi voimakkaasti tulokseen ja osakkeen arvostuspotentiaaliin.

Olemme tehneet yksinkertaistetun herkkyysanalyysin osakkeen potentiaalin selvittämiseksi eri liikevaihtotasolla. Analyysissä pidämme ennusteidemme muut muuttujat ennallaan, mutta vaihdamme vuoden 2015 liikevaihtoennustetta (28,6 MEUR) yhden prosenttiyksikön portain alkaen -10 %:sta aina +10 %:in. Lisäksi laskemme/nostamme bruttomarginaalia 0,25 prosenttiyksiköllä aina jokaista liikevaihdon kasvu-/laskuporrasta kohden, jotta mallissa huomioidaan liikevaihdon mukaan hieman kasvava/laskeva ulkoistuspäalvelujen käyttö. Herkkyysmalli laskee tämän perusteella yhtiön osakekohtaisen tuloksen (EPS). Oletamme mallissamme, että markkina hinnoittelee osakkeen kertoimella P/E-kertoimella 10x. Mallin muina oletamina herkkyysanalyysissä käytämme 0,5 miljoonan euron poistotasoa, 16,3 miljoonan euron kiinteitä kuluja ja 0 %:n veroastetta.

Herkkyysanalyysin perusteella voidaan todeta, että varsin pienet muutokset liikevaihdossa voivat tuoda merkittävän muutoksen yhtiön tulostasoon. Noin 5 %:n liikevaihdon lasku puolittaisi osakekohtaisen tuloksen perusskenaarion 0,06 eurosta 0,03 euroon ja veisi yhtiön operatiivisen tuloksen tasolle, jossa yhtiön operatiivinen kassavirta riittäisi juuri ja juuri noin 1 miljoonan euron tasolla oleviin vuosittaisiin velanhoidomenoihin. Vastaavan suuruinen liikevaihdon nousu taas nostaisi herkkyysanalyysin perusteella osakekohtaista tulosta noin 0,06 eurosta noin 0,09 euroon.

Herkkyysanalyysi

Liikevaihdon kasvu-%	Bruttokate-%	EPS	Osakekurssi P/E 10x
-10 %	65,8 %	neg.	-
-9 %	65,6 %	0,00	-
-8 %	65,3 %	0,01	0,05
-7 %	65,1 %	0,01	0,12
-6 %	64,8 %	0,02	0,19
-5 %	64,6 %	0,03	0,25
-4 %	64,3 %	0,03	0,32
-3 %	64,1 %	0,04	0,38
-2 %	63,8 %	0,04	0,44
-1 %	63,6 %	0,05	0,51
0 %	63,3 %	0,06	0,57
1 %	63,1 %	0,06	0,63
2 %	62,8 %	0,07	0,69
3 %	62,6 %	0,07	0,75
4 %	62,3 %	0,08	0,81
5 %	62,1 %	0,09	0,86
6 %	61,8 %	0,09	0,92
7 %	61,6 %	0,10	0,98
8 %	61,3 %	0,10	1,03
9 %	61,1 %	0,11	1,09
10 %	60,8 %	0,11	1,14

Lähde: Inderes

Vertailuryhmäanalyysi

Käytämme Sopranon vertailuyhtiönä pohjoismaisia IT-palveluyhtiötä. Osakkeelle on vaikeaa löytää tulosajureiltaan täysin vertailukelpoista vertailuyhtiötä, mutta näkemyksemme mukaan valitsemamme vertailuryhmän markkina-ajurit ja liiketoimintamallit ovat riittävän yhdenmukaisia arvostuksen ankkurointiin.

Pohjoismainen IT-sektori on ollut jo pitkään varsin kohtuullisesti hinnoiteltu, mikä johtuu alan kokonaisuutena vaisuista tuloskasvunäkymistä. Vertailuryhmän perusteella katsottuna Sopranon osake on hinnoiteltu 2014 ja 2015 EV/EBITDA kertoimella 5-9 % vertailuryhmän arvostustason alle. P/E kertoimilla katsottuna osake on arvostettu vuoden 2014 kertoimella 5 % vertailuryhmän yläpuolelle ja vuoden 2015 kertoimella 17 % sen alle. Ottaen huomioon eritoten keskipitkän aikavälin näkyvyyteen liittyvän epävarmuuden, yhtiöön liittyvän korkean riskitason ja osakkeen heikon osinkotuoton, pidämme Sopranon osakkeen arvostustasoa vertailuryhmään nähden oikeutettuna.

Vertailuryhmän arvostustaso

	P/E		EV/EBITDA	
	2015e	2016e	2015e	2016e
Affecto	8,4	7,2	6,0	5,3
Atea	15,6	12,9	9,1	8,2
Digia	18,2	11,4	3,2	2,8
Enea AB	17,6	15,8	10,3	9,4
EVRY ASA	8,2	8,2	4,9	4,7
HIQ International AB	16,8	15,2	11,4	10,4
Innofactor *	12,7	10,0	7,3	6,4
Know IT AB	12,0	9,4	7,7	6,7
Siili Solutions*	11,7	11,0	8,0	7,0
Tieto *	13,0	12,4	8,6	7,3
Mediaani	12,9	11,2	7,9	6,8
Keskiarvo	13,4	11,3	7,7	6,8
Soprano *	13,5	9,3	8,3	6,2
Erotus mediaaniin	5 %	-17 %	-5 %	-9 %

*Inderes ennuste

Lähde: Bloomberg, Inderes

%, velan kustannus 6,0 %, riskitön korko 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,8 %, likviditeettipreemio 2 % ja beta 1,3. Käyttämämme diskonttaus korko on varsin korkea johtuen yhtiön korkeasta riskiprofilista ja osakkeen suhteellisen heikosta likviditeetistä.

DCF-analyysi

Annamme arvonmäärittämisessä rahavirtamallia (DCF) selvästi suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska rahavirtamalli on konservatiivisista ennusteista ja arviostamme huolimatta varsin herkkä erityisesti pitkän aikavälin muuttujiin nähden. Rahavirtapohjainen arvonmäärittäysmallimme mukainen osakkeen arvo on 0,88 euroa, joka hieman muiden arvonmäärittäysmenetelmien antamien arvioiden yläpuolella. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo diskontattujen kassavirtojen arvosta on kuitenkin kohtuullinen, 43 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,6 % ja oman pääoman kustannus 11,2 %. Pääoman kustannuksessa tavoiteltu velkaantumisaste on 10

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (tEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	5,7	17,0	24,7	28,6	29,7	30,6
Kulut	-1,6	-15,8	-26,2	-26,9	-27,7	-28,5
Käyttökate	0,7	1,2	-1,5	1,7	2,1	2,1
Poistot	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
EBITA	0,6	0,8	-2,3	0,9	1,4	1,7
Aineettomien hyödykkeiden poistot	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Liikevoitto	0,6	0,8	-2,0	1,2	1,6	1,9
<i>Liikevoiton kert. erät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kert. erää</i>	<i>0,6</i>	<i>0,8</i>	<i>-0,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>1,9</i>
Rahoituserät	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Voitto ennen veroja	0,6	0,5	-2,5	1,0	1,5	1,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Vähennistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	0,5	-2,5	1,0	1,4	1,8
<i>Nettotulos ilman kert. erää</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>-1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,4	0,5	-2,5	1,0	1,4	1,8

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	3,6	7,8	9,6	8,9	8,7	8,8	Oma pääoma	2,4	4,8	3,7	4,7	6,2	7,6
Liikearvo	2,4	5,6	7,4	6,9	6,9	6,9	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	0,1	0,5	0,6	0,4	0,4	0,3	Kertyneet voittovarot	0,7	1,2	-1,3	-0,3	1,2	2,6
Käyttöomaisuus	0,1	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	Omat osakkeet	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muut sijoitukset	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	1,7	3,6	5,0	5,0	5,0	5,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähennistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	2,7	7,3	6,7	8,0	8,3	8,6	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	0,9	3,2	2,8	1,9	1,0	0,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	3,2	2,8	1,9	1,0	0,5
Myyntisaamiset	1,3	4,6	5,5	6,6	6,8	7,0	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	1,1	2,4	1,2	1,4	1,5	1,5	Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,9	15,0	16,3	17,0	17,6	17,8	Lyhytaikaiset velat	2,6	7,0	9,8	10,4	10,4	9,7
							Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,2	1,8	1,7	1,5	1,5	0,5
							Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	5,2	8,1	8,9	8,9	9,2
							Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
							Taseen loppusumma	5,9	15,0	16,3	17,0	17,6	17,8

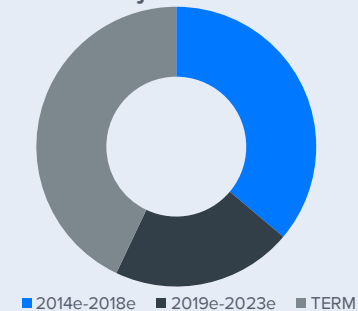
DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	-2,0	1,2	1,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	
- 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 rahoitustuot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,3	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operat. kassavirta	0,8	1,3	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,8	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	
Vapaa oper. kassavirta	-1,1	1,6	1,5	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	
+/- Muut	0,0	-0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,1	1,1	1,6	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	20,6
Disk. vapaa kassavirta		1,0	1,3	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	7,7
Disk. kum. vap. kassav.		18,1	17,0	15,7	14,2	12,9	11,9	10,9	9,9	9,1	8,4	7,7
Velaton arvo DCF		18,1										
- Korolliset velat		-4,5										
+ Rahavarat		1,2										
-Vähennistöösuus		1,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		15,8										
Oman pääoman arvo DCF / osake		0,88										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,8 %
Likviditeettipremio	2,0 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,6 %

Rahavirran jakauma eri vuosille



Tiivistelmä

Soprano tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	17,0	24,7	28,6	29,7	30,6
EBITDA	1,2	-1,5	1,7	2,1	2,1
EBITDA-marginaali (%)	6,9 %	-6,0 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %
EBIT	0,8	-2,0	1,2	1,6	1,9
Voitto ennen veroja	0,5	-2,5	1,0	1,5	1,9
Nettovoitto	0,5	-2,5	1,0	1,4	1,8
Satunnaiserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Taseen loppusumma	15,0	16,3	17,0	17,6	17,8
Oma pääoma	4,8	3,7	4,7	6,2	7,6
Liikearvo	5,6	7,4	6,9	6,9	6,9
Korolliset nettovelat	2,6	3,3	2,0	1,0	-0,5

Kassavirta	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	1,2	-1,5	1,7	2,1	2,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	2,3	-0,4	-0,2	0,1
Operatiivinen kassavirta	0,0	0,8	1,3	1,8	2,1
Vapaa kassavirta	-4,3	-1,1	1,1	1,6	2,0

Yhtiökuvaus
Soprano on työelämän ja kansainvälistymisen koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalveluita tuottava asiantuntijayhtiö. Soprano tuottaa asiakkailleen mm. tietotekniikan koulusta ja valmennusta, johdon- ja myynninkonsultointia, kansainvälistymisstrategioita ja vientikonsultointia, sekä ICT-palveluita. Lisäksi konserniin kuuluu 49 %:sti omistettu viestintä- ja PR-palveluita tarjoava osakkuusyritys Rianno Communications Oy sekä kaksi pienempää osakkuusyritystä.

Per Osake	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	0,03	-0,14	0,06	0,08	0,10
EPS oikaistu	0,03	-0,09	0,06	0,08	0,10
Operat. kassavirta per osake	0,00	0,04	0,08	0,10	0,12
Tasearvo per osake	0,31	0,21	0,26	0,35	0,42
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03
Voitonjako, %	0 %	0 %	0 %	25 %	30 %
Osinkotuotto, %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %	4,0 %

Tunnusluvut	2013	2014	2015e	2016e	2017e
P/E	32,5	-4,6	13,5	9,3	7,6
P/B	3,5	3,1	2,8	2,2	1,8
P/Sales	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	16,6	-9,9	8,2	6,2	5,3
EV/EBIT	25,5	-7,2	11,8	8,0	6,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Tenhunen Arto	26,6 %
Oy Herttakuutonen Ab	13,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	9,8 %
Suomen Kulttuurirahasto	8,5 %
Kuusisto Teppo	7,5 %

SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehintaa	Osakekurssi
28.4.2014	Osta	1,50	1,23
8.5.2014	Vähennä	1,25	1,28
2.6.2014	Vähennä	1,25	1,20
26.6.2014	Vähennä	0,97	0,92
14.8.2014	Vähennä	0,78	0,82
16.10.2014	Vähennä	0,72	0,74
27.2.2015	Myy	0,65	0,87
7.4.2015	Vähennä	0,72	0,75

Vastuuvapauslauseke

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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

suosituskin 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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**