

# Soprano

## Seurannan aloitus

*Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.*

---

## Inderes Osaketutkimus & Yrityspalvelut

Inderes on vuonna 2009 perustettu analyysiyhtiö, joka tarjoaa yrityksille ja rahoittajille työkalut taloudellisesti kannattavien päätösten tekoon. Yhtiö on kokonaan työntekijöidensä omistama.

Inderes Osaketutkimus on palkittu suomalainen pankkiiritoiminnasta riippumaton analyyttikotiimi, joka tarjoaa syvällistä fundamenttianalyysiin pohjautuvaa tutkimusta Helsingin pörssissä (OMXH) listatuista yhtiöistä pääomamarkkinoiden tarpeisiin. Markkinoiden informaatiotarpeita palvelevan osaketutkimuksemme tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka niin sijoittajille kuin yhtiöille.

Inderes Yrityspalvelut palvelee kaikenkokoisia yrityksiä arvonmäärityksen, riskianalysien, rahoituksen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla. Tutkimukset hyödyntävät jatkuvasti pörssiyrityksiä ja taloutta seuraavan analyyttikotiimimme asiantuntemusta yrityksen arvonmäärityksessä sekä eri liiketoimintamallien ja toimialojen ymmärtämisessä.

---

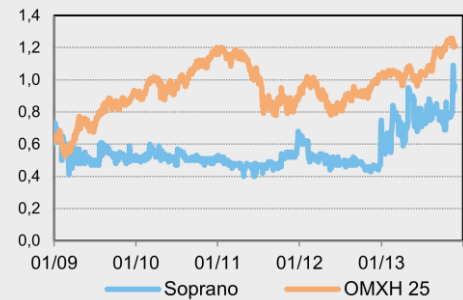
## Soprano

11.12.2013

## Seurannan aloitus

- Soprano on valmistus-, viestintä-, tietoteknologia- ja konsultointipalveluita tuottava ICT-toimialan asiantuntijayritys. Yhtiö on laajentunut viime vuosina voimakkaasti yritysostojen kautta kasvustrategian mukaisesti. Konsernin liikevaihto arviolta kolminkertaistuu vuonna 2013. Pääosa liikevaihdon kasvusta muodostuu konserniin huhtikuun alussa liitetystä ICT valmistus- ja projektijohtopalveluita tarjoavasta Tieturi-konsernista.
- Sopranon liiketoiminta koostuu yhdistelmästä standardoituja tuotteita, monistettavia palvelu-konsepteja ja räätälöityjä asiantuntijapalveluita. Arviomme mukaan valtaosa uuden liiketoiminta- rakenteen liikevaihdosta syntyy jatkossa hyvin skaalautuvista ja kasvupotentiaalia omaavista palveluista. Liiketoiminta sitoo hyvin vähän pääomaa, mikä antaa hyvät edellytykset myös korkealle osinkotuotolle tulevina vuosina.
- Aloitamme päälistalle ensi vuoden alussa siirtyvän Sopranon seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 1,05 euroa. Vaikka ennusteisiin sisältyy vielä mm. yrityskauppojen onnistumisen kautta huomattavaa epävarmuutta, on osake lähivuosien ennusteillamme houkuttelevasti arvostettu.

## Suositus: Lisää



## Kohdeyhtiö: Soprano Oyj

Osakekurssi: 0,96 EUR

Markkina-arvo: 14,85 MEUR

Kaupankäyntitunnus: SNO1V

www.soprano.fi

## Analyttikot

Petri Aho

petri.aho@inderes.com

+358 50 340 2986

Mikael Rautanen

mikael.rautanen@inderes.com

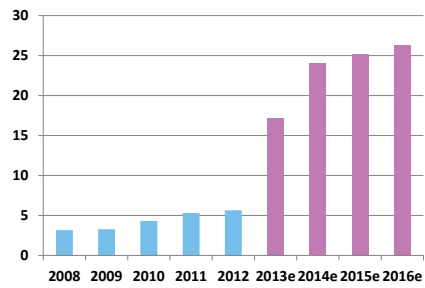
+358 50 346 0321

## KESKEISET TUNNUSLUVUT

|                               | Liikevaihto<br>MEUR | EBIT<br>MEUR | EBIT<br>% | Tulos ennen<br>veroja MEUR | EPS<br>EUR | P/E<br>(x) | EV/Sales<br>(x)             | P/CF<br>(x) | EV/EBIT<br>(x) | DPS<br>EUR |
|-------------------------------|---------------------|--------------|-----------|----------------------------|------------|------------|-----------------------------|-------------|----------------|------------|
| 2011                          | 5.3                 | 0.5          | 10.3%     | 0.3                        | 0.01       | 37.3       | 1.1                         | 7.2         | 11.1           | 0.02       |
| 2012                          | 5.7                 | 0.6          | 11.0%     | 0.6                        | 0.03       | 14.2       | 0.9                         | 3.3         | 8.4            | 0.04       |
| 2013e                         | 17.2                | 0.7          | 4.2%      | 0.4                        | 0.02       | 42.5       | 1.0                         | 165.4       | 24.5           | 0.02       |
| 2014e                         | 24.0                | 2.0          | 8.3%      | 1.8                        | 0.09       | 10.6       | 0.7                         | 8.6         | 8.3            | 0.04       |
| 2015e                         | 25.2                | 2.5          | 9.9%      | 2.0                        | 0.12       | 8.2        | 0.6                         | 6.6         | 6.2            | 0.06       |
| Markkina-arvo, MEUR           |                     | 14.8         |           | BV/osake 2013E, EUR        | 0.3        |            | CAGR EPS 2012-15, %         |             |                | 53.5       |
| Nettovelka 2013E, MEUR        |                     | 2.7          |           | Price/book 2013E           | 3.6        |            | CAGR liikevaihto 2012-15, % |             |                | 64.5       |
| Yritysarvo (EV), MEUR         |                     | 17.6         |           | Osinkotuotto 2013E, %      | 2.1        |            | ROE 2013E, %                |             |                | 10.7       |
| Taseen loppusumma 2013E, MEUR |                     | 13.3         |           | Veroaste 2013E, %          | 22.0       |            | ROCE 2013E, %               |             |                | 12.0       |
| Liikearvo 2013E, MEUR         |                     | 5.6          |           | Omavaraisuusaste 2013E, %  | 30.9       |            | PEG, P/E 13/CAGR            |             |                | 0.5        |

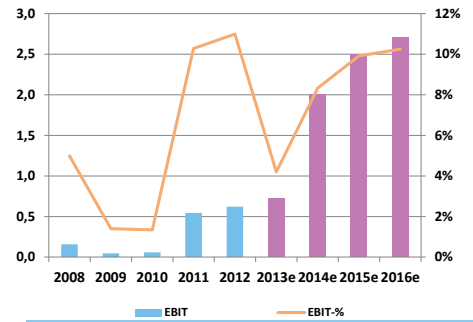
## Suorituskyky & Avainluvut

### Liikevaihto 2012-2016e



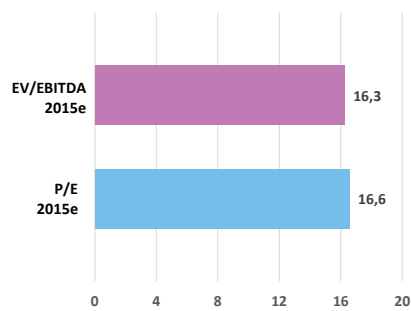
Lähde: Inderes

### Liikevoitto ja liikevoitto-%



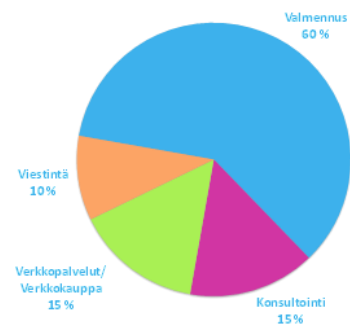
Lähde: Inderes

### Vertailuryhmään perustuva arvo (MEUR)



Lähde: Inderes

### Liikevaihdon arvioitu jakauma myyntiyksiköittäin



Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

---

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. Yhteenveto.....                | 4  |
| 2. Yhtiökuvaus.....               | 6  |
| 3. Toimiala .....                 | 9  |
| 4. Strategia ja kilpailuedut..... | 15 |
| 5. Taloudellinen tilanne.....     | 17 |
| 6. Ennusteet.....                 | 22 |
| 7. Riskit .....                   | 24 |
| 8. Arvonmääritys.....             | 25 |
| Liitteet .....                    | 29 |
| Tulosennusteet ja avainluvut..... | 29 |
| Tase .....                        | 29 |
| Suositushistoria .....            | 30 |
| Vastuuvapauslauseke.....          | 31 |

# 1. Yhteenveto

---

Aloitamme seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 1,05 euroa

Yhtiön liiketoimintamallissa on merkittävää potentiaalia, mutta kannattavuus on vielä yritystojen integraation myötä vuonna 2013 heikko

Strategia tähtää digitaalisen murroksen luoman kasvun hyödyntämiseen, jossa myös yritystot ovat tärkeässä roolissa

Sopraano saa kilpailuetua virtaviivaisesta ja joustavasta liiketoimintamallistaan

Osakkeen merkittävimmät riskit liittyvät yhtiön pieneen kokoon ja heikkoon likviditeettiin.

Taseessa iso liikearvo, jonka riskiä pidämme kuitenkin maltillisena

Ennustemme osoittavat osakkeessa merkittävää arvonnousun mahdollisuutta, mutta painotamme vielä tuloskäänteeseen liittyvää epävarmuutta suosituksessa

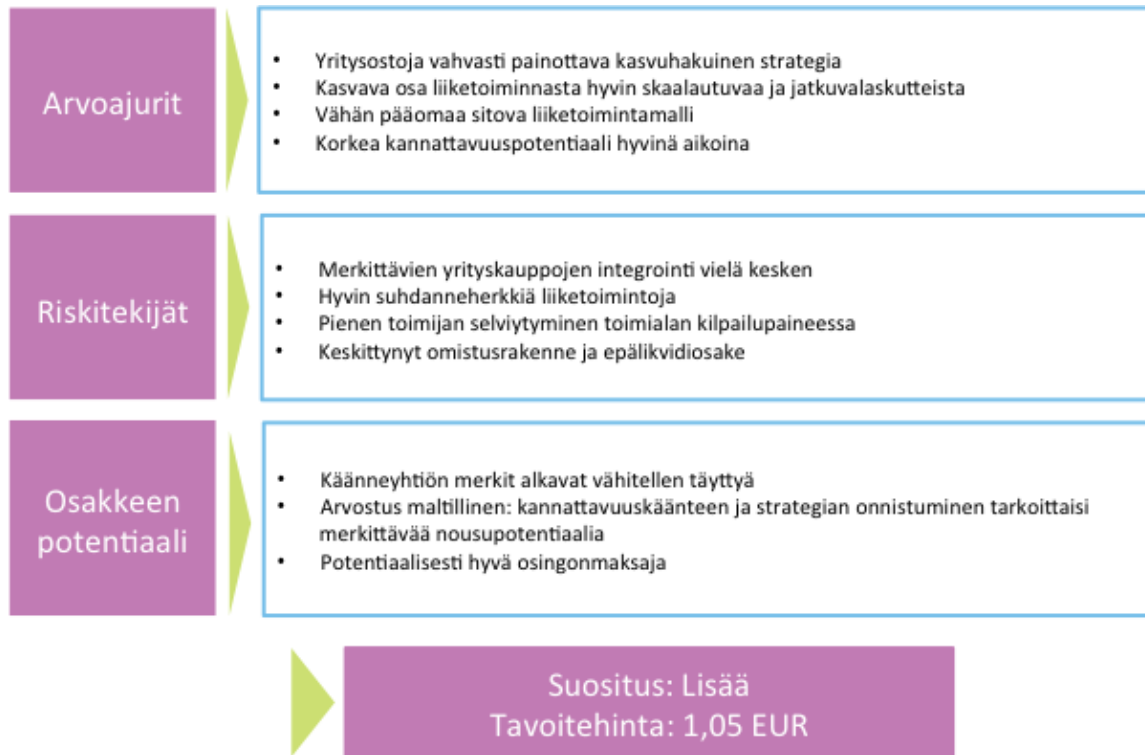
Aloitamme Sopranon seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 1,05 euroa. Näkemyksemme mukaan Sopranosta on muovautumassa lähivuosina kannattava, vahvaa kassavirtaa tuottava ja voimakkaan kasvuhakuinen yhtiö. Yhtiö on strategiansa mukaisesti toteuttanut viime vuosien aikana useita merkittäviä yritystojen, joiden integraatio on kuitenkin syönyt merkittävästi kannattavuutta. Näemme Sopranon nykyisessä liiketoimintamallissa paljon skaalautuvuutta ja merkittävää kasvupotentiaalia. Mikäli yhtiö onnistuu kääntämään kannattavuuden toimialansa potentiaalia vastaavalle tasolle, on osakkeessa arvonnousupotentiaalia.

Sopranon strategian tavoitteena on hyödyntää voimakkaana jatkuvan palvelujen ja tuotteiden digitalisoitumisen luomaa kasvupotentiaalia. Kasvua ja digitaalisen liiketoiminnan osaamista tukevat yrityskaupat ja nopea integrointi osaksi kokonaisuutta ovat myös keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa, sillä orgaanisen kasvun luominen usein hidasta ja kallista. Strategian mukaiset yritystot kolminkertaistavat yhtiön liikevaihdon tänä vuonna.

Sopranon liiketoiminta-alueilla on vaikeaa löytää kestäviä kilpailuetuja, mutta oikeilla strategisilla valinnoilla on saatavissa rajattuja kilpailuetuja. Näkemyksemme mukaan Sopranolla näitä kilpailuetuja edustavat 1) kustannustehokas ja matala liiketoimintarakente 2) joustava organisaatiomalli 3) yrittäjähenkilöistä avainhenkilöstö 4) laaja asiakaskanta. Kilpailuhaittaa yhtiölle syntyy liiketoimintojen pienestä mittakaavasta ja palveluiden vähäisistä erottautumistekijöistä.

Osakkeeseen liittyy useita riskejä, jotka sijoittajien on hyvä tunnistaa. Merkittävimmät riskit liittyvät yhtiön pieneen kokoon, joka aiheuttaa mm. suurehkon avainhenkilöstöriskin, heikomman rahoitusaseman ja pienentää projektiriskien sietokykyä. Yhtiön toimiala on kokonaisuutena katsoen varsin suhdanneherkkä, mikä heikentää ennustettavuutta ja kasvattaa tulosvaihteluita. Lisäksi osakkeella on hyvin keskittynyt omistusrakenne, mikä heikentää osakkeen likviditeettiä ja hinnanmuodostusta. Yhtiöllä on yrityskauppojen seurauksena taseessa merkittävä liikearvon määrä, jonka alaskirjausriski on näkemyksemme mukaan kuitenkin suhteellisen pieni. Yrityskauppoihin pohjautuvan kasvun onnistuminen nostaa myös osakkeen riskiprofiilia.

Ennusteissamme Sopranon arvostuskertoimet laskevat voimakkaasti kohti vuotta 2016, mikä osoittaa osakkeelle merkittävää nousupotentiaalia. Vuoden 2015 P/E kerroin on ennusteellamme 8,2x, joka on 15 % alle vertailuryhmän mediaanin. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo hyvin vähän pääomaa, joten odotamme tuloksen kasvaessa osakkeen tarjoavan myös hyvää osinkotuottoa. Merkittävästä arvonnousupotentiaalista huolimatta emme anna osakkeelle toistaiseksi osto-suositusta, sillä yhtiö tuloskäänteeseen ja potentiaaliin liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta.



## 2. Yhtiökuvaus

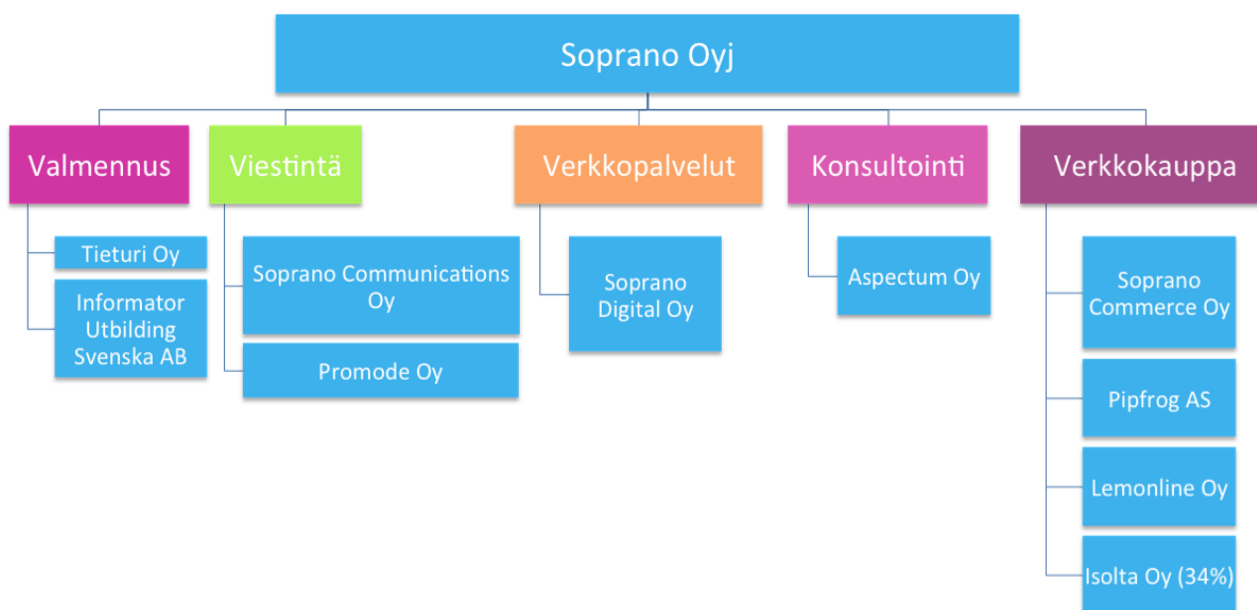
### Soprano on ICT-toimialalla palveluita tarjoava asiantuntijayhtiö

### Yhtiö on kasvanut viime vuosina voimakkaasti yritystalojen kautta

### Yhtiön osake listautuu vuoden alussa Helsingin pörssin päälistalle

Soprano Oyj on valmennus-, viestintä-, tietoteknologia- ja konsultointipalveluita tuottava ICT-toimialan asiantuntijayritys. Yhtiön strategiana on luoda sen asiakkaille pysyvää kilpailuetua yhdistämällä kommunikaatio ja teknologia. Strategian keskiössä on voimakkaan digitaalisen informaation ja palveluiden kasvun luoman muutostarpeen hyödyntäminen. Soprano tuottaa asiakkailleen mm. tietotekniikan valmennusta, viestintästrategioita, tieto- ja verkkojärjestelmiä, verkkokaupparatkaisuja ja johdon- ja myynninkonsultointia. Yhtiön liiketoiminta on laajentunut viime vuosina voimakkaasti yritystalojen kautta kasvustrategian mukaisesti. Soprano konsernin palveluksessa on tällä hetkellä noin 160 työntekijää Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Soprano Oyj:n vuoden 2012 liikevaihto oli 5,7 miljoonaa euroa, mutta yritystalojen seurauksena konsernin liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 aikana syyskuun lopun tilanteella katsottuna jo 11 miljoonaan euroon. Pääosa liikevaihdon kasvusta muodostuu konserniin huhtikuun alussa liitetystä ICT valmennus- ja projektijohtopalveluita tarjoavasta Tieturi-konsernista. Yhtiön osake on tällä hetkellä noteerattuna NASDAQ OMX Helsingin pörssin prelistalla tunnuksella SNO1V, mutta yhtiö on hakenut osakkeen siirtoa päälistalle vuoden 2014 alussa.

### Yhtiörakenne



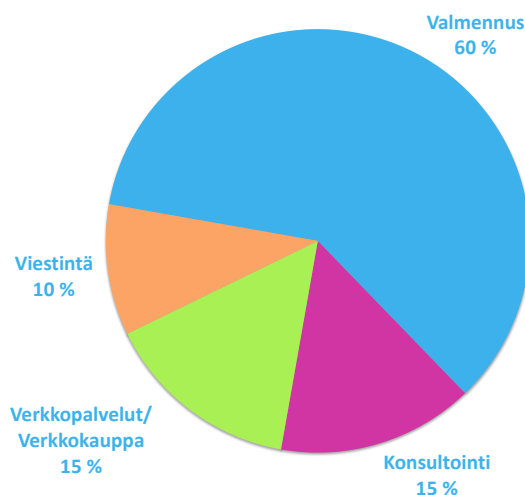
Lähde: Inderes, Soprano



**Yhtiöllä on viisi myyntiyksikköä, joista liikevaihdolla mitattuna suurin on Valmennus**

Yhtiö raportoi tällä hetkellä kaikki liiketoiminnot yhden segmentin alla. Myyntiyksiköittäin yhtiö voidaan kuitenkin jakaa karkeasti viiteen liiketoimintoon: Viestintä, Verkkopalvelut, Verkkokauppa, Konsultointi ja Valmennus. Liikevaihdolla mitattuna myyntiyksiköiden suuruusjärjestys on karkeasti arvioiden Valmennus, Verkkopalvelut ja Verkkokauppa, Konsultointi ja Viestintä. Konserniin kuuluu kaiken kaikkiaan 14 yhtiötä. Päämarkkina-alueet ovat Suomi, Ruotsi ja Viro. Suomen osuus liikevaihdosta on noin 70 %, Ruotsin 28 % ja Viron 2 %.

**Liikevaihdon arvioitu jakauma myyntiyksiköittäin**

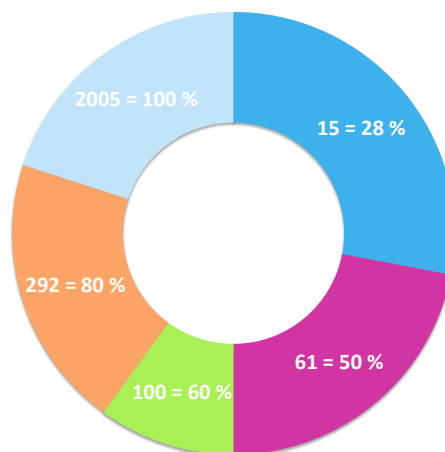


Lähde: Inderes

**Konsernilla on yli 2000 asiakasta, joista 15 suurinta muodostaa noin 30 % liikevaihdosta**

Soprano-konsernin yhtenä vahvuutena on suhteellisen suuri asiakasmäärä. Yhtiöllä on tällä hetkellä noin 2000 asiakasta. Asiakkaita on lukumääräisesti eniten Valmennus-myyntiyksikössä ja vähiten Konsultointi-myyntiyksikössä. Yhtiön 15 suurinta asiakasta muodostaa noin 30 % liikevaihdosta. Suurimpien asiakkaiden yksittäinen osuus liikevaihdosta on noin 3-5 %, eli asiakaskunnassa ei ole suuria riskikeskittymiä. Suurimpina asiakkaina yhtiöllä on mm. ABB, Ericsson, KELA, Oikotie, Riksdagen ja valtionvarainministeriö.

**Asiakasmäärän jakautuminen osuutena liikevaihdosta**



Lähde: Inderes, Soprano

### Soprano on kasvanut viime vuosina voimakkaasti merkittävien yritystojen kautta

Viime vuodet ovat olleet voimakkaan kasvun aikaa Sopranoille ja yhtiö on tehnyt vuoden 2008 alusta lukien kuusi kokoluokaltaan merkittävämpää yritystoa. Kooltaan suurin yritystosta on huhtikuussa 2013 yhtiöön liitetty tietotekniikan valmennus- ja projektinjohtoyhtiö Tieturi-konserni, jonka liikevaihto oli yhtiön viimeisellä itsenäisellä tilikaudella 16,9 miljoonaa euroa. Toiseksi merkittävin yritystoa on vuonna 2012 hankittu asiakkaiden johtamiseen keskittynyt Aspectum Consulting Oy, jonka liikevaihto oli noin 2,3 miljoonaa euroa vuonna 2012. Soprano konsernin liikevaihto kasvoi vuodesta 2006 vuoteen 2012 keskimäärin 21,5 % vuodessa. Tänä vuonna Soprano liikevaihto on Tieturi-kaupan myötä kasvanut tammi-syyskuun aikana 178 % vuoden 2012 vastaavaan ajanjaksoon verrattuna.

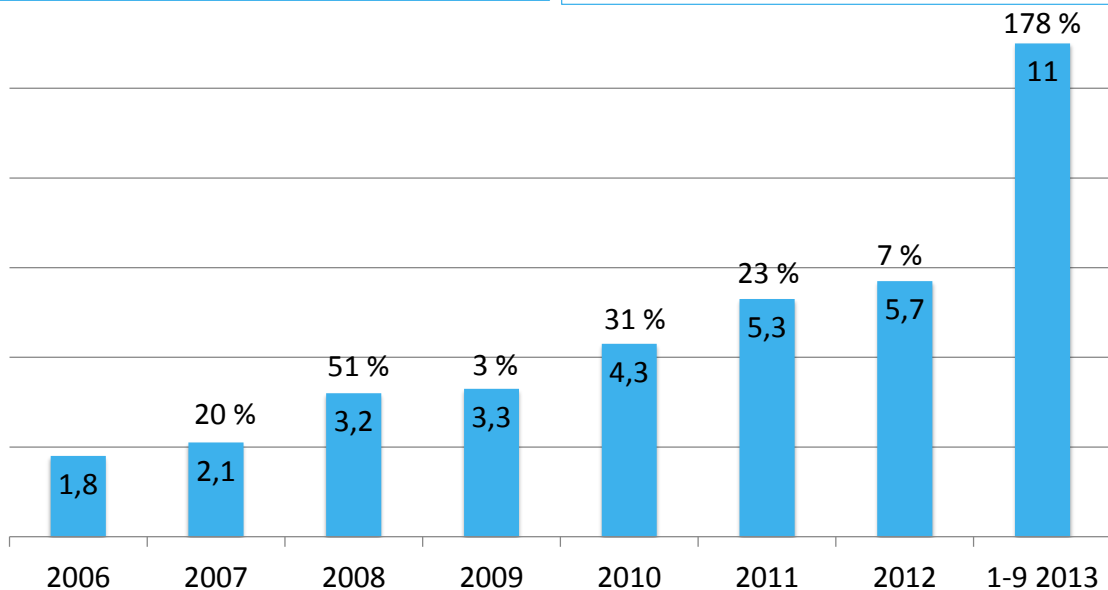
### Sopranon tärkeimmät virstanpylväät ja liikevaihdon kehitys

#### 2007-2009

- 2007: Prelistalle
- Composer-ohjelmisto
- 2008: Asapsoft Oy  
Verkkokauppaohjelmistot
- 2009: Brain Alliance Oy  
verkkopalvelut/-ohjelmistot

#### 2010-2013

- 2012: Promode Oy  
PR palvelut
- 2012: Pipfrog AS  
verkkokauppaohjelmistot
- 2012: Aspectum Oy  
Asiakkaiden johtamisen konsultointi
- 2013: Tieturi/Informator  
ICT-valmennus ja projektinjohto



Lähde: Inderes, Soprano

### 3. Toimiala

---

Yhtiöllä on vain yksi virallinen raportointisegmentti, mutta viisi myyntiyksikköä

Soprano raportoi kaikki liiketoimintonsa yhden raportointisegmentin alla. Raportointikäytäntö perustuu yhtiön johdon näkemykseen konsernin toimialojen yhteneväisestä asiakaspotentiaalista ja liiketoiminnan ohjauksesta. Yhtiötä myös kehitetään jatkossa enenevissä määrin yhteisten palveluiden pohjalta, eikä erillisinä yksiköinä. Myyntiyksiköiden toimialalogiikka ja kilpailukenttä poikkeaa kuitenkin toisistaan sen verran, että tarkastelemme niitä toimialakatsauksessa erillisinä liiketoimintoina.

ICT-valmennus- ja projektinjohtopalvelut on Sopranon merkittävin myyntiyksikkö

#### Valmennus

Soprano toimii tietotekniikan valmennus- ja projektinjohtopalveluiden markkinoilla tytäryhtiöidensä, Tieturin ja Informatorin kautta. Myyntiyksikön osuus Sopranon liikevaihdosta on arviolta 60 %. Tieturi toimii lähinnä Suomen markkinoilla ja Informator Ruotsissa. Sekä Tieturi että Informator ovat omilla markkina-alueillaan alansa johtavia toimijoita. Tietotekniikan valmennuspalvelut käsittävät mm. erilaiset ohjelmisto- ja järjestelmäkoulutukset, osaamiskartoitukset, ICT-hankekonsultoinnit, projektinjohtopalvelut ja sertifiointitestit. Suomen ICT-koulutusmarkkinan koko oli Market-Visio Oy:n arvion mukaan noin 140 miljoonaa euroa vuonna 2011. Sopranon arvion mukaan Ruotsin vastaava markkinakoko on noin 200 miljoonaa euroa. Ruotsissa erityisesti ulkoistuspalveluiden osuus on Suomea merkittävämmässä roolissa.

Suomen ja Ruotsin ICT-koulutusmarkkinan yhteenlaskettu koko on noin 340 MEUR

Toimiala on melko suhdanneherkkä

Valmennuspalvelut on toimialana melko suhdanneherkkä ja jälkisyklinen. Suomen tietotekniikan valmennuspalveluiden markkinoiden kasvu on vaihdellut viime vuosina Market-Visio Oy:n arvion mukaan noin 6 %:n laskusta vuonna 2009, 2 %:n kasvuun vuosina 2010-12. Pohjoismaiden suurimpien yritysten liikevaihdot ovat kuitenkin laskeneet keskimäärin noin 3-4 % vuosina 2010-2012. Alan kasvuajurit ovat pääpiirteissään samat kuin ICT-markkinalla yleisesti, mutta sen lisäksi tietotekniikan valmennuspalveluiden kysyntään vaikuttaa voimakkaasti myös yleinen työllisyystilanne ja isojen ohjelmistovalmistajien tuotesykli. Pitkän aikavälin kasvuajureita toimialalla on erityisesti tietotekniikan käytön monipuolistuminen, sekä verkko- ja etäopiskelun yleistyminen. Perinteinen koulutuskeskuksissa tehtävä koulutus on sen sijaan vähentynyt.

Toimialan kasvuajurit ovat samat kuin ICT-toimialalla yleisesti, mutta valmennusmarkkinaa muokkaa erityisesti verkko- ja etäopiskelun kasvu

Toimiala on vielä suhteellisen pirstaloitunut

Tietotekniikan valmennuspalvelumarkkinat ovat melko pirstaloituneet, sillä esimerkiksi Suomen markkinan kolmen suurimman toimijan yhteenlaskettu osuus (Tieturi, Sovolto ja Salcom) markkinasta on vain noin kolmannes. Suurimpien yhtiöiden liikevoittomarginaalit ovat myös vaihdelleet viime vuosina melko voimakkaasti, sillä yhtiöt eivät ole kyenneet sopeuttamaan koulutuskapasiteettiaan suhdannevaihteluihin riittävän nopeasti. Liikevoittomarginaalitaso on liikkunut vuosina 2010-2012 välillä 2-10 %. Parhaaseen kannattavuustasoon ovat yltäneet erityisesti ne yhtiöt, joilla on ollut merkittävä ulkoistettujen kouluttajien osuus henkilöstöstä.

Kannattavuudet vaihtelevat koulutuskapasiteetin käyttöasteiden mukana

### Valmennuspalveluiden tärkeimmät vertailuyhtiöt:

**Sovelto Oyj** on vuonna 1999 perustettu ICT-henkilöstökoulutukseen ja konsultointiin keskittynyt suomalainen yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 8,8 miljoonaa euroa ja se työllisti 64 henkilöä.

**Salcom Group Oy** tarjoaa ICT-valmennuspalveluita sekä palvelu- ja teknologiaratkaisuja it-infrastruktuurin kehittämiseen, hallintaan ja ylläpitoon. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 16,5 miljoonaa euroa ja se työllisti 90 henkilöä.

**Cornerstone AB** on ruotsalainen vuonna 1993 perustettu ICT-koulutukseen keskittynyt yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 68,4 miljoonaa kruunua ja se työllisti 54 henkilöä.

**Addskills AB** on ruotsalainen vuonna 1990 perustettu tietotekniikan valmennuksen ja projektinjohdon yritys. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 88,8 miljoonaa kruunua ja se työllisti 45 henkilöä.

**Learning Tree International AB** on ruotsalainen tietotekniikan valmennukseen keskittynyt yritys, joka on osa yhdysvaltalaisista listattua Learning Tree International (NASDAQ: LTRE) -konsernia. Ruotsin yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 47,9 miljoonaa kruunua ja se työllisti 22 henkilöä.

### Verkkopalvelut

Verkkopalvelut tuottavat ICT-ratkaisuja ja palveluita, niiden osuus liikevaihdosta on noin 15 %

Verkkopalveluiden toimialaan kuuluu Soprano konsernissa Soprano Digital Oy. Verkkopalvelut ja Verkkokauppa myyntiyrityksiköiden yhteen laskettu osuus Sopranon liikevaihdosta on arviolta 15 %. Verkkopalvelut toimialan keskeisiä palveluja ovat ohjelmistokehitys, auditointi, hosting-palvelut, projektipalvelut, järjestelmäintegrointi ja IT-konsultointi. Sopranon Verkkopalvelut tuotteisiin kuuluvat myös isot verkkokaupparatkaisut, jotka vastaavat merkittävää osaa myyntiyrityksikön liiketoiminnasta. Lisää tietoa verkkokauppaohjelmistojen markkinasta löytyy Verkkokauppa-myyntiyrityksikön toimialaa käsittelevästä osiosta.

ICT-palvelut toimiala on Suomessa 2,6 mrd. euron kokoinen ja kasvaa kokonaisuutena noin 1-2 % vuodessa

Market Visio Oy:n ennusteen mukaan toimialan koko oli Suomessa vuonna 2012 arvioilta noin 2600 miljoonaa euroa, pois lukien IT-koulutuspalvelut ja pakettiohjelmistojen ylläpito- ja tukipalvelut. IT-palvelumarkkinat kasvavat Pohjoismaissa kokonaisuutena tällä hetkellä suurimpien yhtiöiden arvioiden mukaan noin 1-2 % vuodessa. Kasvuajureina ovat mobiiliteknologioihin liittyvät palvelut, pilvipalvelut ja tehokkuutta lisäävät ICT-järjestelmät. Kasvu on heikkoa erityisesti IT-projektipalveluissa, kun taas tehokkuutta nostavien palveluiden kysyntä on vahvaa.

Toimiala jakaantuu suuriin, keskisuuriin ja pieniin toimittajiin

Toimiala on jakautunut suurien kansainvälisten IT-palvelutalojen ja paikallisten keskisuuriin ja pienten toimijoiden välillä. Suurimmat pelurit, kuten IBM, Tieto, CGI Logica ja Fujitsu Finland Oy toimivat lähinnä markkinassa, jossa projektien ja asiakkaiden koko ylittää 0,5 miljoonaa euroa. Keskisuuret ja pienet IT-palvelutalot kilpailevat alle 0,5 miljoonan euron tilauksista ja ovat tyypillisesti erikoistuneet tiettyihin palveluihin, ohjelmistoihin ja järjestelmiin. Toimialan

Kannattavuustasot vaihtelevat 5-20 % välillä

liikevoittomarginaalitasot vaihtelevat 5-20 % välillä. Isojen toimijoiden liikevoittomarginaalit ovat tällä hetkellä tyypillisesti noin 5-10 % tasolla.

#### Verkkopalveluiden tärkeimmät vertailuyhtiöt:

**Reaktor Innovations Oy** on vuonna 2000 perustettu suomalainen IT-asiiantuntijapalveluita ja ohjelmistokehitystä tarjoava yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli 22 miljoonaa euroa vuonna 2012. Liikevaihdon kasvu on ollut pitkään yli 10 % vuodessa. Reaktor työllistää tällä hetkellä 250 henkilöä. Yhtiöllä on vahva asema suurten suomalaisten yhtiöiden verkkoliiketoimintaympäristöjen suunnittelusta, toteutuksesta ja integroinnista.

**Sininen Meteoritti Oy** on vuonna 2001 perustettu suomalainen verkkopalveluiden ja tietotyön ratkaisujen tuottaja. Yhtiön liikevaihto oli 9 miljoonaa euroa vuonna 2012, jossa oli kasvua edelliseen vuoteen verrattuna 20 %. Työntekijöiden määrä on yli 100 henkeä. Yhtiön omistaa sen henkilöstö ja vähemmistöosakkaana ICT-palveluyhtiö Fujitsu Finland Oy. Sininen Meteoritti on keskittynyt erityisesti Microsoft-tekniikoiden hyödyntämiseen.

**Wunderkraut Finland Oy** (ent. Mearra Oy) on kansainvälinen verkkopalveluihin erikoistunut yritys. Yhtiön liikevaihto Suomessa oli noin 2 miljoonaa euroa. Yhtiöllä on Suomessa yli 30 työntekijää. Wunderkraut on keskittynyt erityisesti avoimen lähdekoodin Drupal-järjestelmään.

#### Konsultointi

Asiakkuuksien johtamiseen keskittyvät konsultointipalvelut muodostavat noin 15 % Sopranon liikevaihdosta

Sopranon kaikki myyntiyksiköt tekevät oman asiantuntemusalueen sisällä konsultointia. Yhtiön yksiköistä kuitenkin vain asiakkuuksien johtamisyhtiö Aspectum Oy on keskittynyt käytännössä pelkästään konsultointiin. Myyntiyksikön osuus Sopranon liikevaihdosta on arviolta 15 %. Toimialan palvelut muodostuvat erityisesti asiantuntijapalveluista, jotka keskittyvät mm. liikkeenjohdon tukemiseen, asiakkuus-, johtamis-, ja kasvustrategioiden määrittämiseen, luomiseen ja toimeenpanoon. Toimiala on hyvin hajanainen ja vaikeasti rajattava, joten sen koosta tai kasvusta ei ole olemassa luotettavia lukuja.

Konsultointipalveluiden kysyntä on suhdanneherkkää, mutta kannattavuustasot ovat tyypillisesti korkeita

Aspectumin kaltaiset yrityksille suunnatut liikkeenjohdon asiantuntijapalvelut ovat tyypillisesti melko herkkiä suhdannevaihteluille. Aspectumin ja sen lähimpien kilpailijoiden liikevaihdon kehityksen perusteella voidaan todeta, että toimialan kasvu on ollut viime vuodet heikkoa ja kysynnässä on ollut isoja vaihteluita. Vertailuyhtiöiden kannattavuus on vaihdellut viime vuosina liikevoittomarginaalilla mitattuna 10-30 % välillä. Aspectumin liikevoittoprosentti on ollut viime vuosina 10-20 %:n välissä.

#### Konsultoinnin tärkeimmät vertailuyhtiöt:

**Talent Vectia Oy** on liikkeenjohdon konsultointiin, asiakkuuksien johtamiseen ja valmentamiseen keskittynyt suomalainen yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 10,8 miljoonaa euroa, jossa oli kasvua lähes 9 % viime vuodesta. Talent Vectian kannattavuus on ollut kuitenkin liikevoittomarginaalilla mitattuna nollassa viime vuosina. Yhtiön palveluksessa 79 työntekijää.

**Trainers House Oyj** (OMXH: TRH1V) on suomalainen vuonna 1990 perustettu pörssilistattu yhtiö. Sen palveluksessa oli vuoden 2012 päättyessä 76 henkilöä. Trainers' Housen vuoden 2012 liikevaihto oli 13,3 miljoonaa euroa ja käyttökateprosentti oli 9,5 %. Liikevoittomarginaali oli samaan aikaan 0,7 % negatiivinen, mikä johtuu suurista poistuista. Yhtiön liikevaihto on puolittunut vuoden 2009 lopusta.

**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 2012 miljoona euroa ja liikevoittomarginaali 19,3 %. Yhtiön palveluksessa on vain 3 henkilöä.

## Viestintä

Viestintä ja PR-palvelut vastaavat noin 10 % Sopranon liikevaihdosta

Soprano toimii viestintä- ja pr-palveluiden markkinoilla tytäryhtiöidensä Soprano Communications Oy:n ja Soprano Promode Oy:n kautta. Yhtiöt ovat liikevaihdoltaan alan 20 suurimman toimijan joukossa Suomessa. Myyntiyksikön osuus Sopranon liikevaihdosta on arviolta 10 %. Viestintä- ja PR-palvelut käsittävät mm. viestinnän suunnittelun ja toteutuksen, tiedottamisen, sisällön tuotannon ja tuotteiden promootiopalvelut. Suomen markkinointiviestintäpalvelujen markkinoiden koko oli vuonna 2012 Markkinointiviestinnän Toimistojen Liiton (MTL) tutkimuksen mukaan 516 miljoonaa euroa. Viestintäpalveluiden osuus markkinoista on noin 10 %.

Toimiala on suhdanneherkkä, mutta kasvaa nopeasti uusien viestintäkanavien ja digitalisaation myötä

Markkinointiviestintäpalvelut on toimialana melko suhdanneherkkä, sillä suuri osa alan liikevaihdosta syntyy yritysten ja julkisen hallinnon ulkoistamien palveluiden tuotannosta. Toimialan kasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja viestintätoimistojen myyntikatteet ovat nousseet vuositasolla noin 3-5 %. Alan kasvua on tukenut sosiaalinen media sekä tieto- ja viestintäteknikan uudet työkalut. MTL:n tutkimuksen mukaan kasvun odotetaan jatkuvan vahvana myös lähivuosina.

Toimiala on pirstaloitunut satojen toimijoiden pelikenttä

Markkinointiviestintäalalla on paljon pieniä yhtiöitä ja MTL:n mukaan 100 suurinta yhtiötä kattaa vain noin 50 % toimialan myynnistä. Toimialalle tulokynnys on ollut perinteisesti matala, sillä liiketoiminta ei sido pääomia ja koostuu pitkälti räätälöidyistä asiantuntijapalveluista. Monet suurimmista yhtiöistä on sen sijaan ostettu osaksi isoja kansainvälisiä ketjuja. Toimialan suurimpien yhtiöiden liikevoittomarginaalitaso on liikkunut vuosina 2010-2012 välillä 10-30 %. Alan keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut noin 10 %. Parhaan kannattavuuden yhtiöt pystyvät tyypillisesti skaalaamaan hyvin parhaiden asiantuntijoidensa resursseja, esimerkiksi tiimien ja palvelukonseptien avulla.

Suurimpien yhtiöiden kannattavuustasot ovat suhteellisen korkeita

## Viestinnän tärkeimmät vertailuyhtiöt:

**Milton Oy** on vuonna 2011 perustettu markkinointipainotteinen viestintätoimisto. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 6,7 miljoonaa euroa ja se työllisti 63 henkilöä. Liikevaihto kasvoi vuonna 2012 noin 20 % liikevoittomarginaalin ollessa 15,7 %.

**Pohjoisranta Burson-Marsteller Oy** on vuonna 1995 perustettu maineenhallintaan ja viestintään erikoistunut liikkeenjohdon konsulttitoimisto. Yhtiössä työskentelee yli 40 henkilöä ja se on Milttonin jälkeen Suomen toiseksi suurin viestintätoimisto. Yhtiö liikevaihto oli vuonna 2012 6,4 miljoonaa euroa ja liikevoittomarginaali 17,3 %.

**Hill&Knowlton Finland Oy** on ison globaalien viestintätoimistoketjun Suomen yksikkö. Yhtiöllä on yli 40 työntekijää ja vuoden 2012 liikevaihto oli 5,7 miljoonaa euroa. Yhtiön liikevoittomarginaali oli viime vuonna 15,6 %.

## Verkkokauppa

### Verkkokaupparatkaisut vastaavat noin 8 % Sopranon liikevaihdosta

Soprano konsernissa verkkokauppa toimialaan kuuluu mm. Soprano Commerce Oy, Pipfrog AS ja Lemonline Oy. Verkkopalvelut ja Verkkokauppa myyntiyksiköiden yhteen laskettu osuus Sopranon liikevaihdosta on arviolta noin 15 %. Verkkokaupparatkaisujen osuus on tästä reilut 50 %. Verkkokauppaohjelmistoyhtiöt tuottavat, markkinoivat ja ylläpitävät verkkokaupankäyntiin tarkoitettuja ohjelmistoja ja tilausjärjestelmiä sekä toteuttavat järjestelmien integraatoratkaisuja. Verkkokauppaohjelmistojen toimitussisällöt vaihtelevat SaaS-palveluna ostettavista standardiratkaisuista aina täysin räätälöityihin projektitoimituksiin. Sopranon ohjelmistoratkaisut perustuvat pitkälti avoimen lähdekoodin, Magenton, pohjalle, joka on mm. E-Bayn käyttämä ratkaisu.

### Verkkokauppa markkina on Suomessa kappalemääräisesti vielä varsin pieni

Tilastokeskuksen mukaan 14 % yli 10 henkeä työllistävästä yhtiöistä ilmoittaa tekevän myyntiä internetissä. Suomessa on noin 18000 yli 10 henkeä työllistävää yhtiötä, joten verkkokauppoja on tällä tavalla laskettuna noin 2500 kappaletta. Valtaosa suomalaisista yhtiöistä on kuitenkin pienempiä kuin yli 10 henkeä, joten esimerkiksi Itellan esittämä arvio vähintään 5000 verkkokaupasta lienee siten oikeampi.

### Verkkokaupamarkkina kasvaa vahvasti Suomessa

Verkkokauppaohjelmistojen markkina on verkkokaupan yleisen kasvutrendin, ohjelmistojen kustannustehokkuuden ja käytettävyyden parantumisen myötä vahvassa kasvussa. TNS Gallupin mukaan verkkokaupan arvo kasvoi Suomessa vuosina 2010-2012 keskimäärin noin 3 % vuodessa. Vuoden 2013 alkupuoliskolla kasvu on ollut noin 6 %. Kasvun odotetaan jatkuvan vahvana lähivuodet. Tilastokeskuksen mukaan internet-myyntien kokonaisarvo oli noin 12 miljardia euroa vuonna 2012, mikä vastaa vain noin 3,8 % verkkokauppaa käyvien yritysten yhteenlasketusta liikevaihdosta. Sopranon vertailuyhtiöiden liikevoittomarginaali on vaihdellut viime vuosina yhtiöstä riippuen 0-25 % välillä. Iso vaihtelu johtuu käsityksemme mukaan erityisesti eroista yhtiöiden tuotesykleissä ja palvelukonsepteissa.

### Toimiala on vielä suhteellisen pieni ja palveluntarjoajia on pelkästään Suomessa kymmeniä

Suomen verkkokauppaohjelmistojen markkinan koko on vielä suhteellisen pieni. Toimiala on myös hyvin pirstaloitunut ja palveluntarjoajia on pelkästään Suomessa kymmeniä. Tämän lisäksi useat kansainväliset ohjelmistotalot tarjoavat ratkaisujaan Suomen markkinoilla. Kansainvälisten palvelujen tarjoajien markkinaosuus on kuitenkin käsityksemme mukaan melko pieni, sillä verkkokauppaympäristö pitää useimmiten räätälöidä paikallisiin kauppakäytäntöihin ja kieleen sopivaksi.

### Paikallinen räätälöinti tärkeä osa ratkaisuja

**Verkkokaupan tärkeimmät vertailuyhtiöt:**

**Descom Oy** on suomalainen vuonna 1997 perustettu verkkokauppajärjestelmiä, tuotetietojärjestelmiä, konesalipalveluita ja sähköisiä työympäristöjä tarjoava yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 23,7 miljoonaa euroa. Yhtiöllä on noin 190 työntekijää. Verkkokaupparatkaisut pohjautuvat IBM WebSphere Commerce -teknologiaan.

**Smilehouse Oy** on suomalainen vuonna 1999 perustettu yhtiö, joka on erikoistunut verkkokaupan, tuotetiedon hallinnan ja monikanavaiseen kaupankäynnin ratkaisuihin. Yhtiön liikevaihto oli 5,1 miljoonaa euroa vuonna 2012. Yhtiöllä on noin 60 työntekijää. Smilehouse on toimittanut yli 200 sähköisen liiketoiminnan ratkaisua, mm. Fiskarsille, Budget Sportille ja Mustalle Pörssille. Yhtiö edustaa Suomessa hybris verkkokauppaohjelmistoalustaa, joka kuuluu SAP konserniin.

**Ideakone Oy** (osa Fonecta-konsernia) on suomalainen nettisivusto-ohjelmistojen ja verkkokauppaohjelmistojen tuottaja. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2012 noin 2,5 miljoonaa euroa ja työntekijöitä oli yli 20.



## 4. Strategia ja kilpailuedut

Sopranon strategia on yhdistää viestintä- ja teknologiaosaaminen voimakkaan digitalisoitumisen luomien kasvumahdollisuuksien hyödyntämiseksi

Yrityskaupat tärkeä osa kasvustrategiaa

Soprano on tehnyt viime vuosina useita merkittäviä yritysostoja jotka ovat moninkertaistaneet yhtiön liikevaihdon

Yhtiössä on vahvaa osaamista yrityskauppojen tekemistä ja integraatiosta

Toimialalla on järkevää ja tehokasta kasvaa yritysostojen kautta

Toimialalla on vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, mutta näemme Sopranolla useita rajattu kilpailuetuja

Sopranon strategian tavoitteena on hyödyntää voimakkaana jatkuvan palvelujen ja tuotteiden digitalisoitumisen luomaa kasvua. Strategian ytimessä on yhdistää viestintäosaaminen ja teknologiaratkaisut palvelukokonaisuudeksi, jonka avulla Sopranon asiakkaat voivat kommunikoida, palvella ja ansaita digitalisoituvassa maailmassa kilpailukykyisemmin. Kasvua ja digitaalisen liiketoiminnan osaamista tukevat yrityskaupat ja integrointi osaksi kokonaisuutta ovat myös keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa.

Yhtiön johto on toteuttanut strategiaa viime vuosina erityisesti yritysostojen kautta. Konserniin on lisätty pelkästään viimeisen kahden vuoden aikana neljä yhtiötä, mikä on moninkertaistanut yhtiön liikevaihdon. Tällä hetkellä on käynnissä integrointivaihe, ns. 100-päivän ohjelma, jonka tavoitteena on poistaa yritysostojen kautta syntyneitä päällekkäisyyksiä ja yhdistää toiminnot osaksi yhtiön liiketoimintamallia. Seuraavassa vaiheessa uusilta liiketoiminta-alueilta haetaan erityisesti ristiinmyyntimahdollisuuksia ja sisäisten prosessien tehostamista. Soprano hakee edelleen jatkuvasti uusia strategiaansa sopivia tai täydentäviä yritysostokohteita. Yhtiön hallituksessa on useita henkilöitä, joilla on pitkä kokemus yrityskauppojen onnistuneesta toteutuksesta, uusien yhtiöiden integroinnista ja avainhenkilöiden sitouttamisesta. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on vahvan osaamisen ja tehokkaan integroinnin kautta kyky saavuttaa merkittäviä synergioita yrityskauppojen avulla. Myös Sopranon toimialan rakenne tukee kasvua yritysostojen kautta, sillä asiantuntijapalveluissa orgaanisen tuloskasvun aikaansaaminen on usein hidasta ja kallista.

### Kilpailuedut ja -haitat

Sopranon valitsemilla liiketoiminta-alueilla on vaikeaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja. Muutamien vuosien aikajänteellä katsottuna on kuitenkin mahdollista saavuttaa oikeilla strategisilla valinnoilla rajattuja kilpailuetuja. Näkemyksemme mukaan Sopranolla näitä kilpailuetuja edustavat 1) kustannustehokas ja matala liiketoimintarakenne 2) joustava organisaatiomalli 3) yrittäjähenkilöinen avainhenkilöstö 4) laaja asiakaskanta. Sopranolla on pörssiyhtiöasemasta huolimatta erittäin kevyt organisaatiomalli, jossa hyödynnetään tehokkaasti ristiin eri liiketoimintojen osaamista ja resursseja. Yhtiö esimerkiksi hyödyntää oman asiantuntijahenkilöstönsä kapasiteettia tietotekniikan valmennuspalveluissa ja ohjelmistotuotteiden ja palveluiden kehityksessä, kun he eivät ole sitoutuneet ulkopuolisille tehtäviin projekteihin. Suuri osa Sopranon avainhenkilöistä on myös yhtiön osakkaita, mikä parantaa tulosohtoa ja sitoutumista yhtiöön. Yhtiöllä on eri toimintojensa kautta laaja asiakunta, näkyvyys ja vahvoja referenssejä, mikä erottaa yhtiön pienemmistä kilpailijoista ja mahdollistaa tarjouskilpailuun pääsyn isoissa projekteissa. Lisäksi yhtiö saavuttaa kotimaisuudellaan kilpailuetua ulkomaisiin kilpailijoihin nähden useimmilla liiketoiminta-alueilla. Esimerkiksi, verkkokauppaohjelmistot on räätälöitävä aina markkina-alueen kauppatapa, kieli ja maksuliikennejärjestelmät huomioiden.

### Sopranon kilpailuhaitat liittyvät yhtiön pieneen kokoon ja vähäisiin erottautumistekijöihin

Sopranolla on myös nähtävissä kilpailuhaittoja, jotka heikentävät yhtiön hinnoitteluvoimaa ja kasvupotentiaalia. Näistä tärkeimpiä ovat 1) pieni mittakaava, erityisesti verkkopalveluissa ja -kaupassa sekä 2) vähäiset tuotteiden ja palveluiden erottautumistekijät. Pieni mittakaava heikentää Sopranon neuvottelu- ja kilpailuvoimaa suurimpia asiakkaita ja kilpailijoita kohtaan. Tämä näkyy erityisesti verkkopalveluissa, joissa suuremmat kilpailijat, kuten Tieto, voittavat usein Sopranon kilpailussa isoista projekteista. Toinen pienestä mittakaavasta johtuva kilpailuhaitta on tuotekehitys- ja markkinointipanostusten heikompi skaalautuvuus. Tämä näkyy mm. siinä, että Soprano ei ole erityisen kilpailukykyinen tuotteillaan ja palveluillaan Suomen ulkopuolella. Sopranon tuotteet tai brändi, pois lukien Tieturi, eivät erotu kilpailijoista kovin merkittävästi, mikä pitää kilpailijoiden alalletulokynnyksen matalana. Tämä myös kasvattaa avainhenkilöiden menettämiseen liittyvää riskiä, sillä heillä on suhteellisen matala kynnys kilpailla samoista asiakkuuksista Sopranon kanssa.

### Strategialla pyritään minimoimaan kilpailuhaittoja

Yhtiö pyrkii strategiallaan minimoimaan yllä mainittuja kilpailuhaittoja yhdistämällä viestinnän ja teknologian yhdeksi palvelukokonaisuudeksi. Näkemyksemme mukaan yhtiö ei saa kuitenkaan vielä merkittävää kilpailuetua isoimpia kilpailijoitaan vastaan valitsemastaan liiketoimintamallista, sillä yhtiön liiketoiminta-alueiden markkinat ovat vielä toistaiseksi suhteellisen eriytyneet ostajien, palveluiden ja kilpailutekijöiden suhteen. Tulevaisuudessa ICT-toimialan palvelut tulevat kuitenkin digitaalisuuden kasvun myötä näkemyksemme mukaan yhdentymään, jolloin Sopranon liiketoimintamallin kilpailukyky voi kasvaa.

## 5. Taloudellinen tilanne

---

### Liiketoimintamalli ja skaalautuvuus

Sopranon liiketoimintamalli on kokonaisuutena katsoen hyvin skaalautuva, mutta osa palveluista on täysin räätälöityjä asiantuntijapalveluita

Arvioimme mukaan 2/3 osaa liikevaihdosta on hyvin skaalautuvia palveluita

Tuloksen ennustettavuus vaihtelee myyntiyksiköittäin

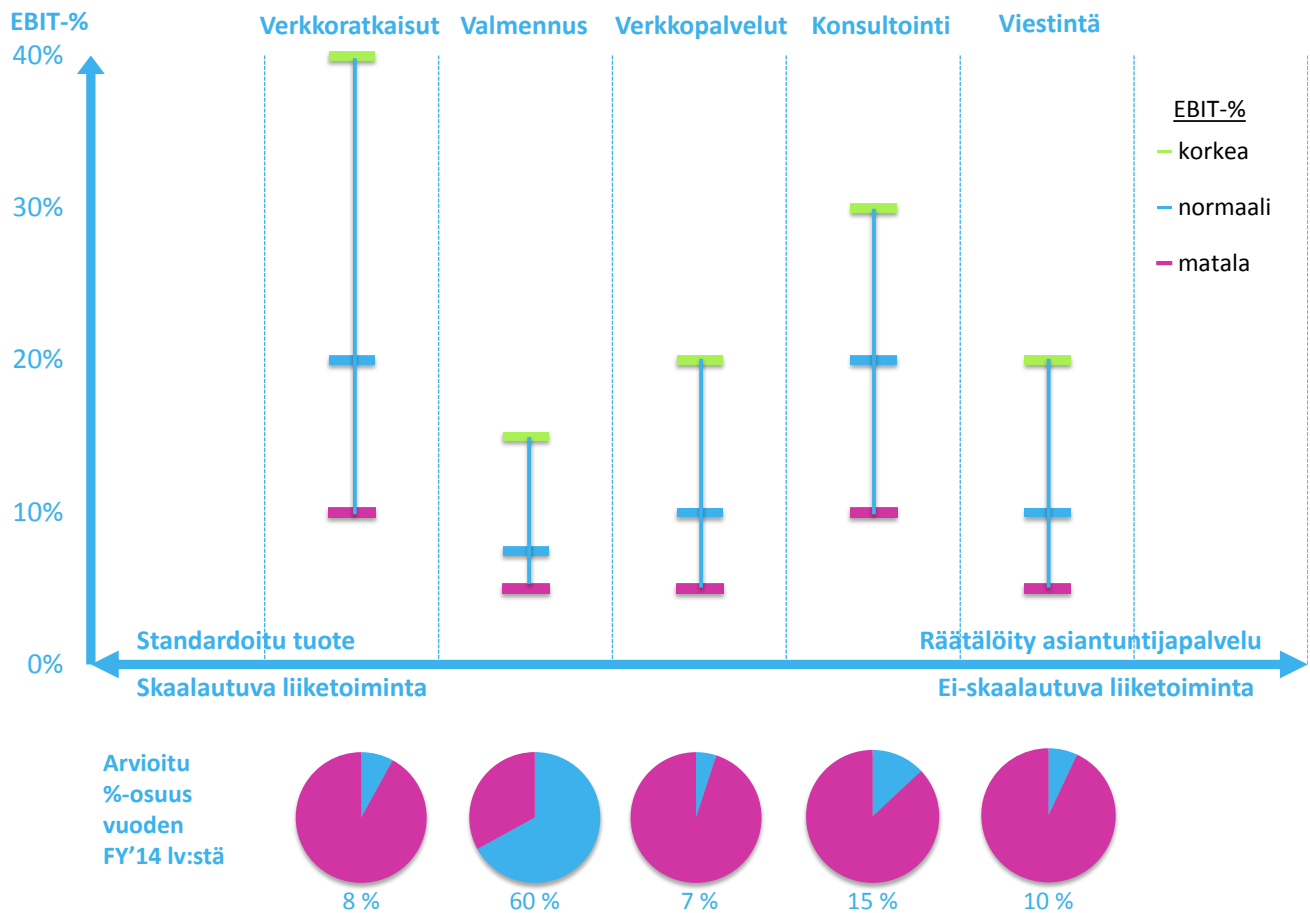
Yli 12kk jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on arvioimme mukaan noin puolet

Sopranon liiketoiminta koostuu yhdistelmästä standardoituja tuotteita, monistettavia palvelukonsepteja ja räätälöityjä asiantuntijapalveluita. Alla olevassa graafissa on kuvattu vaaka-akselilla näkemyksemme Sopranon myyntiyksiköiden tuotteiden ja palveluiden skaalautuvuudesta kysyntään ja asiakasmäärään nähden. Liiketoimintamalliltaan skaalautuvin osa on Verkkokaupparatkaisut, jonka tuotteita voidaan ostaa jatkuvana standardoituna palveluna suoraan verkosta ja isoissa ratkaisuissa monistamalla jo toteutettujen alustojen osia. Seuraavaksi skaalautuvin liiketoiminto on Valmennuspalvelut, jonka palveluista valtaosa on monistettavissa usealle eri asiakkaalle lähes sellaisenaan. Keskellä skaalaa on Verkkopalvelut, jossa Soprano voidaan projektien toistettavuuden ja ohjelmistojen ydinkomponenttien monistamisen kautta saada aikaan skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Konsultointipalvelut räätälöidään aina asiakkaiden tarpeiden mukaisesti, mutta palvelun taustalla on monistettavia konsepteja, joita voidaan hyödyntää käytännössä kaikissa asiakkuuksissa. Viestintä- ja PR-palveluissa on suhteellisesti paljon räätälöintiä asiakkaiden tarpeen mukaan, mutta monistettavuutta löytyy kuitenkin erityisesti PR-palveluista ja kriisi- ja muutosviestinnän konsepteista. Graafin liiketoimintojen kokoa kuvaavista piirakoista näkyy, että valtaosa, arviolta noin 70 %, Sopranon tänä vuonna syntyneen uuden liiketoimintarakenteen liikevaihdosta syntyy jatkossa hyvin skaalautuvista palveluista.

Myyntiyksiköiden välillä on melko suuria eroja liikevaihdon jatkuvuuden ja ennustettavuuden suhteen. Parhaimmillaan jatkuvuus ja ennustettavuus on kuukausilaskutteisissa ja jatkuvissa verkkokauppaohjelmistojen palvelusopimuksissa, jotka edustavat kuitenkin vain murto-osaa yhtiön liikevaihdosta. Isoimpien yksiköiden, Valmennuksen ja Konsultoinnin, liikevaihdon jatkuvuus on yhdestä kahteen vuoden aikajänteellä kohtuullinen, mutta arvioimme mukaan vähintään puolet näiden liiketoimintojen tämän hetken liikevaihdosta on luonteeltaan kertaluonteisia ja lyhytaikaisia sopimuksia. Viestintä- ja PR-palveluissa Soprano on viimeisen puolelta vuoden ajan pyrkinyt muuttamaan sopimukset projekteista jatkuvan laskutuksen vuosisopimuksiksi. Johdon mukaan suurin osa asiakkaista on jo nyt vuosisopimuksien piirissä. Verkkopalveluissa sopimukset ovat vielä usein projektiluonteisia, mutta Sopranolla on monta jatkuvan ylläpidon piirissä olevaa asiakkuutta, kuten esimerkiksi Oikotie.fi ja Työturvallisuuskeskus. Liikevaihdon ennustettavuus on kokonaisuutena ajatellen kohtuullinen noin 6-kuukauden aikajänteellä, mutta erityisesti valmennusmarkkinan suhdanneherkkyys tekee liikevaihdon tarkan ennustamisen yli vuoden päähän haasteelliseksi.

Sopranon liiketoimintamallissa on vahva kausiluonteisuus. Liikevaihto ja tulos ovat korkeimmillaan toisella ja neljännellä kvartaalilla. Vaihtelu johtuu lähinnä lomakausista, jolloin erityisesti koulutuksen ja konsultoinnin laskutettavat tunnit ovat alhaiset.

## Inderes näkemys Soprannon liiketoimintamallin skaalautuvuudesta ja kannattavuuspotentiaalista



Lähde: Inderes

## Historiallinen kehitys

Soprannon historiallinen tuloskehitys ei anna merkittävästi tietoa tulevaisuuden kannattavuuspotentiaalista

Historiallinen tuloskehitys ei anna näkemyksemme mukaan Soprannon tulevaisuuden kasvu- ja kannattavuuspotentiaalista kovin merkittävää tietoa, sillä yhtiön liikevaihdon rakenne ja tulosajurit ovat muuttuneet merkittävästi viimeisten vuosien aikana tehtyjen yrityskauppojen myötä. Historiallisen kehityksen kautta saadaan kuitenkin hieman kuvaa yhtiön Verkkopalvelut ja Viestintä -myyntiyksikköjen kehityksestä ja kannattavuudesta vuosina 2010-2012.

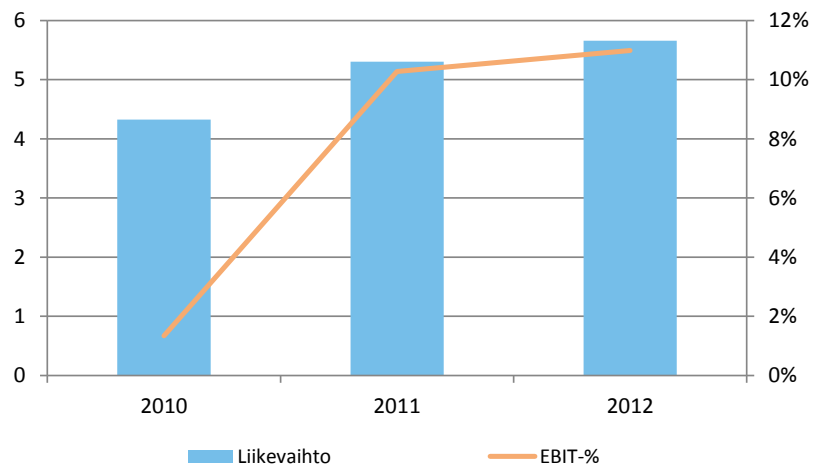
Soprannon kasvu on ollut voimakasta vuosina 2010-12, mitä selittää erityisesti yritysostot

Soprannon liikevaihto kasvoi vuoden 2010 alusta vuoden 2012 loppuun noin 2,4 miljoonaa euroa, eli noin 70 %. Käytännössä kasvusta syntyi valtaosa 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 vuoden 2012 aikana. Soprannon kannattavuus oli vuonna 2011 heikkoa, sillä yhtiöön liitetyn verkkopalvelut-liiketoiminnan liikevoitto oli erittäin huono. Heikon tuloksen taustalla oli vuonna 2009 huonolla katteella hankittujen tilausten venyminen. Soprannon viestintä-myyntiyksikön kannattavuus oli kuitenkin myös vuonna 2010 kohtuullisen hyvä. Vuonna 2011 Soprano toteutti verkkopalvelut-myyntiyksikössä useita isoja ja kannattavia projekteja, mikä nosti konsernin kannattavuuden jälleen hyvälle, yli 10 % liikevoittomarginaalin tasolle. Vuonna 2012 Soprannon kannattavuus

Kannattavuus parani selvästi jakson loppua kohden, saavuttaen normaalin noin 10 % liikevoittomarginaalitason

säilyi hyvällä tasolla ja sitä tuki osaltaan konserniin vuoden aikana liitetyt yhtiöt, joiden kannattavuus on ollut historiallisesti hyvä.

### Soprano liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2010-12



Lähde: Inderes

### Rahoitusasema ja liikearvo

#### Yritysosot ovat vaikuttaneet yhtiön rahoitusasemaan merkittävästi

Yritysosot ja niiden aiheuttamat integraatiokulut ovat vaikuttaneet Soprano rahoitusasemaan ja kassavirtaan merkittävästi vuonna 2013. Yhtiö on toteuttanut useat pienemmistä yritysostoistaan ja viime vuoden Aspectum Oy yritysoson osakevaihoilla. Näin ollen yhtiön rahoitusasema on ollut aikaisempina vuosina vahva ja yhtiö on pystynyt rahoittamaan operatiivisella kassavirralla sekä osingot että integraatiokulut. Keväällä Sopranoon liitetty Tieturi-konsernin hankinta tehtiin sen sijaan 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 juniorlainalla (vvk) sekä 0,5 miljoonan suunnatulla osakeannilla.

#### Tieturi-kauppa rahoitettiin käteisellä, mikä nosti yhtiön velkaisuutta selvästi

#### Korolliset velat pääosin pankkilainaa, mutta yhtiöllä on myös merkittäviä vaihtovelkakirjalainoja

Soprano korolliset velat olivat Q3'13 lopussa 4,875 miljoonaa euroa. Tästä summasta miljoona euroa on oman pääoman ehtoista vaihtovelkakirjalainaa, jonka korko on 8,5 %. Pankkilainaa oli Q3'13 lopussa noin 3,375 miljoonaa euroa. Pankkilainoja lyhennetään tasaerissä neljännesvuosittain ja viimeinen erä eräännyy maksettavaksi vuonna 2018. Pankkilainojen korko on sidottu pääosin 3 kuukauden Euribor-korkoon ja marginaali on 2,5 %. Lisäksi yhtiöllä 0,5 miljoonan euron juniorlaina, jonka korko on 8 %. Se voidaan vaadittaessa vaihtaa osakkeiksi kun osakkeen hinta ylittää yhtäjaksoisesti kolmen kuukauden ajan 1,0 euroa.

#### Yhtiön likvideettiasema on kohtuullisen hyvä huolimatta korkeista integraatiokuluista

Soprano nykyisen rahoitusrakenteen mukaiset lainojen takaisin maksut ja korot ovat arvioimme mukaan lähivuosina vuositasolla noin 1,0-1,2 miljoonaa euroa. Lisäksi ennustamme että yhtiö maksaa tältä vuodelta osinkoina noin 0,3 miljoonaa euroa. Ennustamamme osingonmaksun ja velanhoidon ulosmenevät kassavirrat pystytään kattamaan arviomme mukaan noin 6-6,5 % käyttökatemarginaalitasolla, mikä on noin 30 %

matalampi taso kuin vuoden 2014 ennustemme 9,3 %. Yhtiöllä oli Q3'13 lopussa 1,2 miljoonan euron rahavarat.

Sopranon liikearvo on kasvanut merkittävästi viime vuosien yrityskauppojen myötä

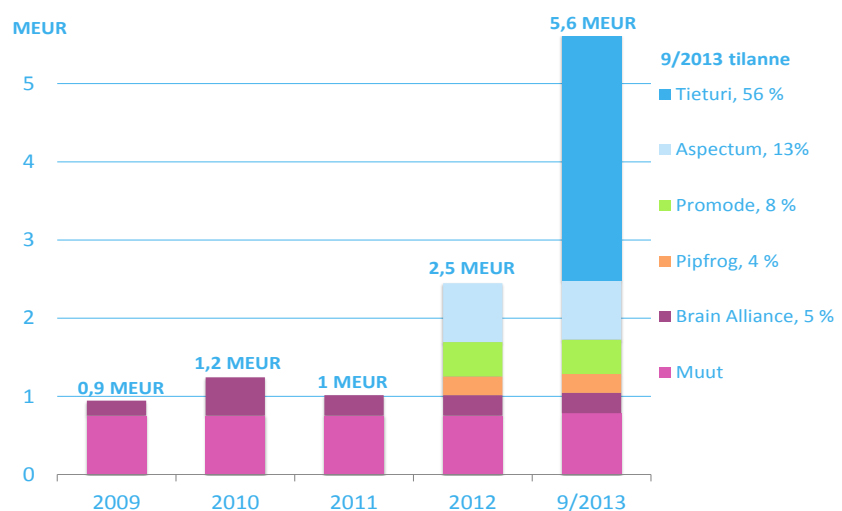
Emme näe merkittävää riskiä liikearvon alaskirjauksille ja mahdolliset vaikutukset rahoitusasemaan ovat hyvin hallittavissa

Yhtiö suunnittelee osakeantia kasvun rahoittamiseksi lähiaikoina

Sopranolla oli Q3'13 raportoidun taseen mukaan liikearvoa 5,63 miljoonaa euroa, mistä 3,15 miljoonaa euroa kohdistuu Tieturi-kauppaan. Yhtiön oma pääoma oli Q3'13 tilanteen mukaan 4,28 miljoonaa euroa. Näin ollen iso liikearvon alaskirjaus voisi potentiaalisesti aiheuttaa jopa oman pääoman menettämisen. Emme pidä ison liikearvon alaskirjauksen riskiä kuitenkaan lähivuosina kovin merkittävänä, sillä 1) arvonalentumistestauksissa käytetyt kasvuoletukset ovat hyvin maltillisia 2) herkkyyksianalyysit osoittavat kohtuullista puskuria liikearvojen ja kirjanpitoarvojen välillä. Yhtiö on arvonalentumistestauksissa arvioinut liikevaihdon kasvuprosenteiksi 3-5 % vuosille 2014-2017 ja vuodesta 2017 eteenpäin kasvun oletetaan olevan nolla. Tieturin osalta arvonalentumistestauksen parametrit eivät ole vielä tiedossa, mutta uskoaksemme ne tulevat olemaan melko maltilliset. Alaskirjaukset voisivat aiheuttaa yhtiön rahoituskovenanttien, 30 %:n omavaraisuusaste ja 3x nettovelka/käyttökate, rikkoontumisen. Tämä nostaisi yhtiön rahoitusmarginaalia pankkilainan ja juniorilainan osalta yhden prosenttiyksikön ja rahoituskustannuksia arviomme mukaan vuositasolla noin 30-40 tuhatta euroa. Vaikutus yhtiön kassavirtaan jäisi siten rahoituskustannusten kautta melko pieneksi.

Yhtiö on ilmoittanut suunnittelevansa osakeantia päälistalle siirtymiseen liittyen. Osakeannilla rahoitettaisiin yhtiön strategian mukaista nopeaa kasvua ja kansainvälistymistä. Anti toteutettaisiin markkinatilanteen salliessa loppuvuoden aikana tai alkuvuodesta 2014. Yhtiö tiedottaa osakeannista erikseen. Näkemysemme mukaan mahdollinen osakeanti on hyvin perusteltua, sillä useimmilla Sopranon toimialoilla on hidasta ja kallista luoda tuloskasvua ilman yritysostoja. Yritysostojen kautta voidaan siis luoda arvoa merkittävästi orgaanista kasvua nopeammin. Lisäksi osakeannilla voidaan myös laskea yhtiön vieraan pääoman rahoituskustannuksia.

#### Liikearvon määrä, jakaantuminen ja syntymisvuosi, Q3'13 tilanne



Lähde: Inderes, Soprano

## Kulurakenne

### Valtaosa kulurakenteesta henkilöstökuluja

Sopranon kuluista valtaosa, noin 40-50 %, on henkilöstökuluja. Toiseksi merkittävin kuluerä, noin 30 % on aineiden ja tarvikkeiden käyttö, johon sisältyy mm. painotuotteiden materiaalit, toimistotarvikkeet ja sähköt. Kolmanneksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, noin 25 %, joihin sisältyy mm. toimitilakulut, kone- ja kalustokulut ja ulkopuoliset palvelut. Sopranon poistot ovat hyvin pienet, noin 1,5 % liikevaihdosta.

### Kulurakenne on melko kiinteä 6-12 kk:n aikajänteellä

Valtaosa yhtiön kuluista on kiinteitä 6-12 kuukauden aikajänteellä. Henkilöstökuluissa on tiettyä joustavuutta myös lyhyellä, 3-6 kuukauden, aikajänteellä. Tämä, arvioimme mukaan noin 10-20 %, jousto syntyy pääosin tulossidonnaisista palkkaeristä, osa-aikatyöjärjestelyistä ja tarvittaessa lomautuksista. Yhtiö pyrkii jatkossa lisäämään ulkoistetun työvoiman määrää, erityisesti valmennuspalveluissa, mikä lisää osaltaan kustannusjoustoa.

### Materiaalien digitalisoinnissa iso kulusäästöpotentiaali

Yhtiön johdolla on tavoitteena pienentää yhtiön materiaalikuluja selvästi digitalisoimalla aineiston tuotanto ja jakelu. Tällä hetkellä nämä kulut vastaavat noin 1,5 % yhtiön liikevaihdosta, joten digitalisoinnilla voi olla merkittävä vaikutus kannattavuuteen.

### Toimitilojen määrä supistuu ensi vuonna viidestä kolmeen

Sopranon toimitilojen määrä pienenee ensi vuoden alusta alkaen viidestä kolmeen, mikä laskee toimitilakuluja selvästi nykytasolta. Yhtiö pyrkii välttämään kiinteiden toimitilakulujen kasvua liiketoiminnan maantieteellisessä laajentumisessa, mm. hyödyntämällä ulkopuolisia tiloja valmennuskurssien järjestämiseen PK-seudun ulkopuolella.

## 6. Ennusteet

---

### Ennusteet arvonmäärittysten taustalla

Tässä osioissa esittämämme ennusteet perustuvat mallinuksiimme yhtiön liikevaihdon ja kulurakenteen kehittymisestä. Alla esitetyt ennusteet toimivat myös osion 7 arvonmäärittämisensä pohjalla. Muistutamme sijoittajia Sopranon viimeisen vuoden aikana tekemien merkittävien yrityskauppojen ja niiden integroinnin voimakkaista vaikutuksesta tulokseen, mikä voi aiheuttaa heiluntaa myös yhtiön osakekurssiin.

### Vuoden 2013 raportoitu tulosta painavat integrointikulut

#### Loppuvuonna luvassa merkittävää kasvua liikevaihtoon, mutta tulosta painaa vielä isot yrityskauppoihin liittyvät kulut

Soprano on ohjeistanut vuoden 2013 liikevaihdon nousevan erittäin merkittävästi edellisvuodesta ja liiketuloksen olevan positiivinen. Merkittävän kasvun taustalla on yhtiöön 1.4.2013 liitetty Tieturi-konserni ja 1.12.2012 yhtiöön liitetty Aspectum Oy. Näiden yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto oli viimeisiltä itsenäisiltä tilikausilta 19,2 miljoonaa euroa. Tulosta rasittavat erityisesti yritysostojen haltuunottoihin ja tehostusohjelmiin liittyvät kertaluontoiset erät. Suurin positiivinen vaikutus 2013 tulokseen on Q3'13 raporttiin kirjatulla Tieturi-konsernin ostoon liittyvällä 0,5 miljoonan euron lisäkauppahinnan poistolla.

#### Q4'13 liikevaihdon odotetaan kasvavan 265 % Q4'12 tilanteesta

Odotamme Sopranon Q4'13 liikevaihdon kasvavan yrityskauppojen myötä merkittävästi viime vuodesta. Ennustamme myös merkittävää kasvua liikevaihtoon Q3'13 verrattuna, sillä sekä Tieturin ja Aspectumin liiketoiminta painottuu kausiluonteisesti vuoden jälkimmäiselle neljännekselle. Q4'13 liikevaihtoennustemme on 6,2 miljoonaa euroa, joka tarkoittaa noin 265 % kasvua Q4'12 tilanteeseen. Ennustemme Q4'13 liikevoitolle on 0,4 miljoonaa euroa (Q4'12: 0,2 MEUR), joka on 6,5 % liikevaihdosta (Q4'12: 12,9 %). Liiketulokseen vaikuttaa positiivisesti Q2'13:lla päättyneiden tehostusohjelmien vaikutus, kausiluonteisuus ja yrityskauppoihin liittyvien kertaluontoisten kustannusten pienentyminen. Liikevoittoon vaikuttaa arvioimme mukaan negatiivisesti mm. yritysostojen integrointikulut ja päälistalle siirtymiseen liittyvät kulut. Yhtiö ei ole käsityksemme mukaan ehtinyt toteuttaa vielä Q4'13 aikana kaikkia kannattavuuden parantamiseen tähtäviä ohjelmiaan, joten niistä voi tulla vielä kertaluonteisia kuluja.

#### Liikevoittomarginaali ei yllä viime vuoden tasolle erityisesti korkeista integraatiokuluista johtuen

#### Odotamme vuodelta 2013 lievää tulosparannusta viime vuoteen verrattuna

Koko vuoden liikevaihdon ennustamme kasvavan 17,2 miljoonaan euroon (FY'12: 5,7 MEUR). Liikevoiton ennustamme olevan 0,7 miljoonaa euroa (FY'12: 0,6 MEUR), eli 4,2 % liikevaihdosta (FY'12: 11 %). Oikaistuna odotamme liikevoiton olevan 0,2 miljoonaa euroa, eli 1,2 % liikevaihdosta, sillä käsittelemme lisäkauppahinnan poistoa kertaeränä. Nettotuloksen arvioimme olevan 0,3 miljoonaa euroa ja osakekohtaisen tuloksen 0,02 euroa. Kertaeristä oikaistu osakekohtainen tulos on -0,01 euroa osakkeelta.

### 2014-2015: nousu kohti normaalia kannattavuuspotentiaalia

#### Uuden liiketoimintarakenteen ja integraatio-ohjelmien potentiaali nousee esiin vuosien 2014-15 aikana

Vuosi 2014 on Sopranon uuden rakenteen osalta ensimmäinen normaali toimintavuosi ja odotamme yhtiön pääsevän lähemmäksi normaalia kannattavuuspotentiaalia. Arvioimme 2014 liikevaihdon kasvavan 24,0



### Uskomme kannattavuuden paranevan noin 10 % liikevoittomarginaalitasolle vuonna 2015

miljoonaan euroon, eli 40 %. Liikevaihdon kasvuun vaikuttaa vielä nostavasti Tieturi-konsernin hankinta, joka konsolidoitiin konserniin Q1'13 jälkeen. Ennustamme 2014 liikevoitoksi 2,0 miljoonaa euroa, eli 8,3 % liikevaihdosta. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,09 euroon. Vuonna 2015 ennustamme 5 % kasvua, 10 % liikevoittomarginaalia ja 0,12 euron osakekohtaista tulosta. Jakson tulosparannus syntyy erityisesti tehostusohjelmien ja integroinnin positiivisista vaikutuksista. Lisäksi odotamme valmennuspalveluiden kysynnän piristyvän hiukan talouskasvun myötä vuonna 2015, mikä johtaa ennusteessamme korkeampaan käyttöasteeseen ja parempaan kannattavuuteen.

### Ennusteemme lähivuosille edellyttää markkinoiden säilyvän vähintään nykyisellä kasvu-uralla ja integraatio-ohjelmien onnistumista

Ennusteemme lähivuosille pitävät sisällään oletuksen, että yhtiö saavuttaa valtaosan nykyisten tehostusohjelmien vaikutuksista. Ensimmäisen, Q2'13 aikana päättyneen, tehostusohjelman odotetaan laskevan yhtiön kiinteitä kuluja noin miljoonalla eurolla. Pidämme tätä varsin todennäköisenä, sillä kustannuksia alennetaan pysyvien henkilöjärjestelyjen ja toimitilakulujen pienentämisen kautta. Lisäksi yhtiöllä on parhaillaan käynnissä noin 18 henkilötyövuoden alentamiseen tähtäävä tehostusohjelma, minkä kautta arvioimme yhtiön saavuttavan noin 0,5 miljoonan euron pysyvät kustannussäästöt.

### Kannattavuuden parantamiseen on vielä piilevää potentiaalia

Näemme kannattavuuden suhteen nousupotentiaalia mm. sisältötuotannon ja prosessien digitalisointiasteen nousun myötä, vuokratyövoimankäytön lisäämisessä ja valmennustoiminnan etätoimipisteiden hyödyntämisessä. Emme ole kuitenkaan huomioineet tätä potentiaalia lähivuosien ennusteissa.

### Pitkän aikavälin ennusteemme ovat konservatiiviset

Vuodesta 2015 eteenpäin odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin tasaantuvan 9-10 % tasolle ja vuotuisen liikevaihdon kasvun olevan markkinakasvun mukaista noin 3-4 % tasoa. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat siten johdon näkemyksiin verrattuna konservatiivisempia.

## Toteuma 2008-2012 ja Inderes ennusteet vuosille 2013-2016

|                    | 2008 | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
|--------------------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto        | 3,2  | 3,3   | 4,3  | 5,3  | 5,7  | 17,2  | 24,0  | 25,2  | 26,3  |
| EBITDA             | 0,3  | 0,2   | 0,2  | 0,7  | 0,7  | 1,2   | 2,2   | 2,8   | 3,0   |
| EBIT               | 0,2  | 0,0   | 0,1  | 0,5  | 0,6  | 0,7   | 2,0   | 2,5   | 2,7   |
| Tulos ennen veroja | 0,2  | -0,1  | 0,0  | 0,3  | 0,6  | 0,4   | 1,8   | 2,3   | 2,5   |
| Nettotulos         | 0,3  | -0,1  | 0,0  | 0,2  | 0,4  | 0,3   | 1,4   | 1,8   | 2,0   |
| EPS                | 0,03 | -0,01 | 0,00 | 0,01 | 0,03 | 0,02  | 0,09  | 0,12  | 0,13  |
| Oikaistu EPS       | 0,03 | -0,01 | 0,00 | 0,01 | 0,03 | 0,02  | 0,09  | 0,12  | 0,13  |
| Lv kasvu-%         |      | 3 %   | 31 % | 23 % | 7 %  | 203 % | 40 %  | 5 %   | 4 %   |
| EBIT-%             | 5 %  | 1 %   | 1 %  | 10 % | 11 % | 4 %   | 8 %   | 10 %  | 10 %  |

Lähde: Inderes

## 7. Riskit

---

Osakkeeseen liittyy merkittäviä riskejä, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi arvostukseen

Sopranon osakkeeseen liittyy merkittäviä riskejä, jotka sijoittajien tulee huomioida. Sijoittajan kannalta keskeisimmät osakkeeseen liittyvät riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Riippuvuus avainhenkilöistä:** Useimmat Sopranon liiketoiminnoista ovat riippuvaisia yhtiöiden avainhenkilöiden osaamisesta ja asiakassuhteista. Avainhenkilön menettäminen tai siirtyminen yhtiön kilpailijaksi voi aiheuttaa asiakas- ja osaamismenetyksiä. Pidämme näitä riskejä yhtiön kannalta melko pienenä. Suurin osa yhtiön avainhenkilöistä on myös yhtiön osakkeenomistajia, joten heillä on työsuhteen lisäksi omistajaintressi. Avainhenkilöiden kanssa on tehty myös soveltuvin osin kilpailukieltosopimuksia, mikä pienentää henkilöriskejä.
- **Yritysostrategiassa epäonnistuminen:** Yrityskauppojen tekeminen, avainhenkilöiden sitouttaminen ja ostettujen yhtiöiden integrointi osaksi Sopranoa, on yksi yhtiön strategian onnistumisen kannalta keskeisiä elementtejä. Yrityskauppoihin liittyy useita riskejä, kuten 1) ylihinnan maksaminen, 2) avainhenkilöiden menettäminen ja 3) integroinnin epäonnistuminen. Sopranon johdolla ja hallituksella on paljon kokemusta ja osaamista yrityskaupoista. Lisäksi yhtiö pyrkii toteuttamaan yritysostot usein osakevaihdolla, jossa on mukana merkittävät ja pitkäkestoiset lisäkauppaelementit. Näin yhtiö voi varmistaa paremmin ostettujen yhtiöiden tuloskehityksen ja pienentää avainhenkilöihin liittyvää riskiä.
- **Teknologia- ja projektriskit:** Soprano on panostanut vuosien aikana paljon resursseja verkkokauppaohjelmistojen rakentamiseen, joiden tuottopotentiaaliin voi kuitenkin vaikuttaa negatiivisesti uudet kilpailevat teknologiat. Yhtiöllä on myös Verkkopalvelut-liiketoiminnassaan projektitoimituksia, mihin voi liittyä tavanomaisia projektriskejä. Pidämme yllä mainittuja riskejä suhteellisen pieninä, sillä Sopranon liiketoiminnan kokoluokan kasvaminen viime vuosien aikana hajauttaa riskejä merkittävästi ja lisää yhtiön projektriskien kantokykyä. Toisaalta verkkokauppaohjelmistot nojaavat vahvasti yhteen maailman suosituimmista alustoista, joten teknologiariski on nähdäksemme pieni.
- **Rahoitusriskit:** Yhtiön velkaisuus on kasvanut merkittävästi viimeaikaisten yritysostojen rahoituksen ja integrointikulujen myötä. Pidämme velan ja rahoituskulujen määrää tällä hetkellä kohtuullisena ennustamaamme tuloskehitykseen nähden. Näkemyksemme mukaan yhtiö selviytyy rahoituskuluista myös siinä, melko epätodennäköisessä tilanteessa, että se joutuu tekemään merkittävän alaskirjauksen liikearvoon.
- **Keskittynyt omistajuus:** Sopranon osakeomistus on melko keskittynyt mikä pienentää selvästi osakkeen likviditeettiä ja heikentää osakkeen arvonmuodostusta. Tämä on näkemyksemme mukaan yksi osakkeen merkittävimpiä riskejä ja olemme ottaneet sen huomioon hyväksymällä yhtiölle alemmat arvostuskertoimet arvonmäärityksessä.

## 8. Arvonmääritys

Arvonmäärityksen arvioinnissa on syytä ottaa huomioon yhtiön ennustettavuuteen ja epälikvidiin osakkeeseen liittyvät riskit

Osiossa käymme läpi Sopranon osakkeen arvostuksen ja arvonmäärityksen pohjautuen edellisessä osiossa esitettyihin ennusteisiin. Sijoittajan on hyvä huomioida, että Sopranon osakekurssi on vaihdellut varsin voimakkaasti viimeisten kuukausien ajan, joten raportissa esitetyt arvostuskertoimet saattavat muuttua nopeasti. Osakkeen arvioinnissa keskeisiä arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat yhtiön merkittävä kannattavuuden nousupotentiaali, ja positiiviset kasvunäkymät. Potentiaali on ollut osiltaan piilossa isojen yrityskauppojen vuoksi. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat osakkeen heikko likviditeetti, toimialojen suhdanneherkkyys, pienen yhtiön korkeampi riskitaso ja viimeisimpien yritysostojen integroinnin onnistumiseen vielä toistaiseksi liittyvät riskit.

Sopranon varsin tuoreen liiketoimintarakenteen kannattavuus- ja kasvupotentiaali on vielä suhteellisen vaikeasti hahmotettavissa. Painotamme tästä syystä osakkeen arvonmäärityksessä ennusteisiin pohjautuvia arvostuskertoimia ja jätämme rahavirtamallin (DCF) painoarvon pienemmäksi. Rahavirtamallin luotettavuus kasvaa, kun näkyvyys yhtiön kehitykseen paranee.

### Arvostuskertoimet

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

2014 EV/EBITDA kerroin 7,4x ja 2015 5,6x

P/E kerroin FY'15 vain 8,2x

Osinkotuotto 2014 4,2 %

Ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta

Osakkeen arvostus on varsin houkuttelevalla tasolla lähivuosien tulosenusteisiimme peilattuna. Osakkeen EV/EBITDA on vuoden 2014 liikevoittonusteellamme mitattuna 7,4x. Vuoden 2015 kerroin laskee 5,6x tasolle, mikä on varsin houkutteleva taso. Vastaavat P/E kertoimet ovat 10,6x ja 8,2x. Ennusteissamme yhtiön osinkotuotto on vuodelta 2014 4,2 % ja vuodelta 2015 6,1 %.

Lähivuosien ennusteisiin pohjautuvien kertoimien pohjalta voimme todeta osakkeessa olevan selkeää arvonnousupotentiaalia. Muistutamme kuitenkin, että yhtiön tulostason ennustamiseen liittyy vielä suurta epävarmuutta. Näkemyksemme mukaan epävarmuuden pitäisi alkaa kuitenkin pienentyä selkeästi aikana, kun integrointi- ja kustannustehostusohjelmien vaikutukset alkavat näkymään tuloksetyksessä.

## Sopranon arvostuskertoimet

|                    | 2010  | 2011  | 2012  | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi        | 0,60  | 0,54  | 0,46  | 0,96  | 0,96  | 0,96  | 0,96  |
| EV                 | 46,0  | 6,0   | 5,2   | 17,6  | 16,6  | 15,5  | 14,4  |
| Markkina-arvo      | 43,6  | 6,3   | 5,4   | 14,8  | 14,8  | 14,8  | 14,8  |
| Oma pääoma / osake | 0,99  | 0,20  | 0,21  | 0,26  | 0,33  | 0,41  | 0,48  |
| EV/Sales           | 10,64 | 1,14  | 0,93  | 1,03  | 0,69  | 0,61  | 0,55  |
| P/Sales            | 10,09 | 1,18  | 0,95  | 0,86  | 0,62  | 0,59  | 0,56  |
| EV/EBITDA          | 234,8 | 8,0   | 7,2   | 15,2  | 7,4   | 5,6   | 4,8   |
| P/E                | 987,0 | 37,3  | 14,2  | 42,5  | 10,6  | 8,2   | 7,4   |
| P / Book           | 0,6   | 2,7   | 2,2   | 3,6   | 2,9   | 2,3   | 2,0   |
| Osinko per osake   | 0,00  | 0,02  | 0,04  | 0,02  | 0,04  | 0,06  | 0,06  |
| Osinkotuotto-%     | 0,0 % | 3,7 % | 8,7 % | 2,1 % | 4,2 % | 6,1 % | 6,7 % |

Lähde: Inderes

## Tulospoijaisten kerrointen herkkyysanalyysi

Olemme tehneet yksinkertaistetun herkkyysanalyysin osakkeen potentiaalin selvittämiseksi eri kannattavuustasoilla. Analyysissä pidämme ennusteidemme muut muuttujat ennallaan, mutta vaihdamme 2015 EBIT-% ennustetta yhden prosenttiyksikön portain alkaen 3 prosentista. Herkkyysmalli laskee tämän perusteella yhtiön osakekohtaisen tuloksen (EPS). Oletamme mallissamme, että markkina hinnoittelee osakkeen kertoimella P/E = 10x. Malli vertaa kurssimuutospotentiaalia 0,96 euron kurssitasoon.

Normaalille kannattavuustasolle nousu tarkoittaisi huomattavaa arvonnousupotentiaalia osakekurssiin

Vaikka Sopranon osakkeeseen liittyy vielä suurta epävarmuutta ja yhtiön toimialojen suhdannevaihtelut ovat merkittäviä, tukee herkkyysanalyysi näkemystämme, jonka mukaan osakkeessa on merkittävää nousupotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu strategiassaan. Kannattavuuden nousu arvioimallamme toimialan normaalille 9-11 % kannattavuustasolle tarkoittaisi osakkeen nykyarvoon 10-40 % nousupotentiaalia. Korostamme kuitenkin ennusteeseen liittyvää epävarmuutta.

## Sopranon kannattavuuden ja arvostuksen herkkyysanalyysi

| 2015e EBIT-% | EBIT 2015 | EPS 2015 | Osakekurssi, jos P/E=10 | Nousupotentiaali-% |
|--------------|-----------|----------|-------------------------|--------------------|
| 3,0 %        | 0,8       | 0,03     | 0,28                    | -71 %              |
| 4,0 %        | 1,0       | 0,04     | 0,41                    | -57 %              |
| 5,0 %        | 1,3       | 0,05     | 0,54                    | -44 %              |
| 6,0 %        | 1,5       | 0,07     | 0,67                    | -31 %              |
| 7,0 %        | 1,8       | 0,08     | 0,80                    | -17 %              |
| 8,0 %        | 2,0       | 0,09     | 0,92                    | -4 %               |
| 9,0 %        | 2,3       | 0,11     | 1,05                    | 10 %               |
| 10,0 %       | 2,5       | 0,12     | 1,18                    | 23 %               |
| 11,0 %       | 2,8       | 0,13     | 1,31                    | 37 %               |
| 12,0 %       | 3,0       | 0,14     | 1,44                    | 50 %               |
| 13,0 %       | 3,3       | 0,16     | 1,57                    | 64 %               |
| 14,0 %       | 3,5       | 0,17     | 1,70                    | 77 %               |

Lähde: Inderes

## Vertailuryhmä

Vertailuryhmän arvostustasot heijastelevat osakkeeseen maltillista arvonnousupotentiaalia

Käytämme Sopranon vertailuyhtiönä pohjoismaisen IT-sektorin yhtiötä. Osakkeelle on vaikeaa löytää täysin vertailukelpoista vertailuyhtiötä, mutta näkemyksemme mukaan valitsemamme vertailuryhmän tulosajurit ovat kokonaisuutena katsoen varsin yhteneväiset Sopranon kanssa.

Pohjoismainen IT-sektori on ollut jo pitkään varsin kohtuullisesti hinnoiteltu ja arvostuskertoimissa on yhtiöiden välillä suhteellisen pieni hajonta. Vertailuryhmän perusteella katsottuna Sopranon osake on hinnoiteltu 2014 ja 2015 EV/EBITDA kertoimella selvästi vertailuryhmän arvostustason alle. P/E kertoimilla katsottuna yhtiö on arvostettu vuoden 2014 kertoimella vertailuryhmän tasolle ja vuoden 2015 kertoimella hieman sen alle. Ottaen huomioon ennusteeseemme liittyvän epävarmuuden ja yhtiöön liittyvän korkean riskitason, pidämme Sopranon osaketta vertailuryhmään nähden kohtuullisesti arvostettuna.

## Vertailuryhmän analyysi

### Vertailuryhmä 10.12.2013

Ennusteet: Thomson Reuters

|                      | P/E   |       | EV/EBITDA |       |
|----------------------|-------|-------|-----------|-------|
|                      | 2014e | 2015e | 2014e     | 2015e |
| Affecto              | 10,3  | 8,1   | 7,0       | 6,6   |
| Atea                 | 11,0  | 9,0   | 7,3       | 6,4   |
| Bouvet               | 11,4  | 10,4  | 7,0       | 6,4   |
| Connecta AB          | 8,9   | 7,9   | 6,3       | 5,6   |
| Data Respons ASA     | 10,6  | 9,6   | 6,8       | 6,2   |
| Digia                | 15,4  | 10,3  | 8,5       | 6,3   |
| EVRY ASA             | 5,6   | 5,2   | 4,5       | 4,2   |
| Enea AB              | 13,1  | 11,6  | 7,2       | 6,5   |
| Innofactor *         | 12,4  | 11,0  | 8,1       | 7,0   |
| HIQ International AB | 10,3  | 8,4   | 7,2       | 6,2   |
| Know IT AB           | 10,1  | 9,6   | 5,3       | 5,1   |
| Tieto *              | 9,7   | 9,7   | 5,0       | 4,6   |
| MEDIAANI             | 10,3  | 9,6   | 7,0       | 6,2   |
| KESKIARVO            | 10,7  | 9,2   | 6,6       | 5,9   |
| *Inderes ennuste     |       |       |           |       |
| Soprano *            | 10,6  | 8,2   | 5,6       | 4,8   |

Lähde: Inderes

DCF-mallin luotettavuutta heikentää herkkyyks pitkän aikavälin muuttujille

## DCF-analyysi

Annamme arvonmäärittämisessä rahavirtamallia (DCF) suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska rahavirtamalli on konservatiivisista arvioista huolimatta varsin herkkä erityisesti pitkän aikavälin muuttujiin nähden. Toisaalta käyttämämme vertailuryhmän laajuus ja melko yhtenevät arvostuskertoimet tekevät arvonmäärittämisestä luotettavamman. Rahavirtapohjainen arvonmäärittäysmallimme mukainen osakkeen arvo on 1,24 euroa, joka on muiden arvonmäärittäysmenetelmien antamien arvioiden suuntainen.

Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 4-5 % vauhtia ja saavuttaa noin 10 % liikevoiton. Pitkällä aikavälillä (2018->) kasvu tasaantuu 2,5 % tuntumaan ja liikevoitto vakiintuu 8,5 % tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo ei nouse mallissa liian suureksi. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo diskontattujen kassavirtojen arvosta on suhteellisen suuri, noin 60 %.

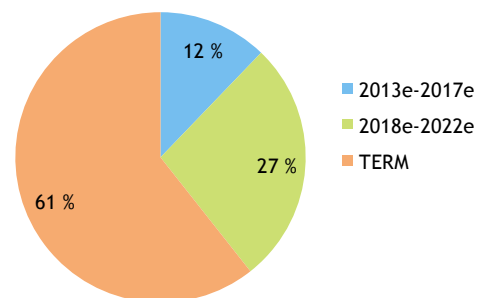
Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,2 % ja oman pääoman kustannus 10,8 %. Pääoman kustannuksessa tavoiteltu velkaantumisaste on 10 %, velan kustannus 6,5 %, riskitön korko 4,0 %, markkinan riskipremio 4,8 %, likviditeettipremio 1 % ja beta 1,2. Käyttämämme diskonttaus korko on varsin korkea 10,2 % johtuen yhtiön korkeasta riskiprofiilista ja osakkeen huonosta likviditeetistä.

## DCF-malli

| Kassavirtalaskelma (MEUR)            | 2012       | 2013e       | 2014e       | 2015e       | 2016e       | 2017e       | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | TERM        |
|--------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>0,6</b> | <b>0,7</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                    | 0,1        | 0,4         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| - Maksetut verot                     | -0,2       | -0,1        | -0,4        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,6        | -0,6        |
| - verot rahoituskuluista             | 0,0        | -0,1        | -0,1        | 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         | 0,0         |
| - Käyttöpääoman muutos               | 1,1        | -0,9        | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Operat. kassavirta</b>            | <b>1,6</b> | <b>0,1</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,5</b>  |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.  | 0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| - Bruttoinvestoinnit                 | -1,6       | -4,1        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        |
| <b>Vapaa oper. kassavirta</b>        | <b>0,3</b> | <b>-4,0</b> | <b>1,5</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  |             |
| +/- Muut                             | 0,0        | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vapaa kassavirta                     | 0,3        | -3,6        | 1,5         | 1,9         | 2,1         | 2,1         | 2,1         | 2,1         | 2,0         | 2,1         | 2,1         | 28,5        |
| Disk. vapaa kassavirta               |            | -3,5        | 1,3         | 1,6         | 1,6         | 1,4         | 1,3         | 1,2         | 1,0         | 1,0         | 0,9         | 11,8        |
| <b>Disk. kum. vap. kassav.</b>       |            | <b>19,5</b> | <b>23,1</b> | <b>21,7</b> | <b>20,1</b> | <b>18,6</b> | <b>17,1</b> | <b>15,8</b> | <b>14,7</b> | <b>13,7</b> | <b>12,7</b> | <b>11,8</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>              |            | <b>19,5</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                   |            | -0,9        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                          |            | 1,1         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                     |            | -0,1        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus               |            | -0,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>         |            | <b>19,1</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF / osake</b> |            | <b>1,24</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 21,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 6,5 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,20   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,8 %  |
| Likviditeettipremio                 | 1,0 %  |
| Riskitön korko                      | 4,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 10,8 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 10,2 % |

## Rahavirran jakauma eri vuosille



## Liitteet

### Tulosennusteet ja avainluvut

| Perusluvut ja ennuste (MEUR) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                  | 4,3  | 5,3  | 5,7  | 17,2  | 24,0  | 25,2  | 26,3  |
| Käyttökate                   | 0,2  | 0,7  | 0,7  | 1,2   | 2,2   | 2,8   | 3,0   |
| Liikevoitto                  | 0,1  | 0,5  | 0,6  | 0,7   | 2,0   | 2,5   | 2,7   |
| Käyttöpääoma                 | 0,2  | 0,0  | -1,1 | -0,2  | -0,1  | -0,1  | -0,1  |
| Oma pääoma                   | 2,2  | 2,3  | 2,4  | 4,1   | 5,2   | 6,4   | 7,4   |
| Korolliset velat             | 0,7  | 0,5  | 0,9  | 4,9   | 4,2   | 3,5   | 2,8   |
| Taseen loppusumma            | 3,9  | 3,7  | 5,9  | 13,3  | 13,8  | 14,5  | 15,1  |
| Bruttoinvestoinnit           | 0,1  | -0,3 | 1,6  | 4,1   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |

| Avainluvut ja ennuste      | 2010   | 2011    | 2012   | 2013e   | 2014e  | 2015e  | 2016e  |
|----------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu         | 31,3 % | 22,6 %  | 6,8 %  | 203,2 % | 39,9 % | 5,0 %  | 4,5 %  |
| Käyttökate-%               | 4,5 %  | 14,1 %  | 12,9 % | 6,7 %   | 9,3 %  | 11,0 % | 11,3 % |
| Liikevoitto-%              | 1,3 %  | 10,3 %  | 11,0 % | 4,2 %   | 8,3 %  | 9,9 %  | 10,3 % |
| Pääoman kiertonopeus       | 1,1    | 1,4     | 1,0    | 1,3     | 1,7    | 1,7    | 1,7    |
| ROI %                      | 1,9 %  | 19,1 %  | 20,5 % | 12,0 %  | 22,0 % | 26,2 % | 27,1 % |
| ROE %                      | 0,3 %  | 7,5 %   | 16,2 % | 10,7 %  | 30,1 % | 31,4 % | 28,9 % |
| Omavaraisuusaste           | 55,7 % | 61,6 %  | 40,9 % | 30,9 %  | 37,6 % | 44,0 % | 49,5 % |
| Nettovelkaantumisaste      | 20,3 % | -10,6 % | -8,0 % | 66,5 %  | 33,7 % | 9,3 %  | -6,2 % |
| Liikevaihto/henkilö (MEUR) |        |         | 0,10   | 0,11    | 0,17   | 0,18   | 0,19   |

| Osakekohtaiset tunnusluvut | 2010 | 2011 | 2012 | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
|----------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Oma pääoma                 | 0,19 | 0,20 | 0,21 | 0,26  | 0,33  | 0,41  | 0,48  |
| EPS                        | 0,00 | 0,01 | 0,03 | 0,02  | 0,09  | 0,12  | 0,13  |
| Oikaistu EPS               | 0,00 | 0,01 | 0,03 | 0,02  | 0,09  | 0,12  | 0,13  |
| Osinko per osake           | 0,01 | 0,02 | 0,04 | 0,02  | 0,04  | 0,00  | 0,00  |

| Arvostus         | 2010  | 2011  | 2012  | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/Sales          | 10,09 | 1,18  | 0,95  | 0,86  | 0,62  | 0,59  | 0,56  |
| EV/EBITDA        | 234,8 | 8,0   | 7,2   | 15,2  | 7,4   | 5,6   | 4,8   |
| P/E              | 987,0 | 37,3  | 14,2  | 42,5  | 10,6  | 8,2   | 7,4   |
| P / Book         | 0,6   | 2,7   | 2,2   | 3,6   | 2,9   | 2,3   | 2,0   |
| Osinko per osake | 0,00  | 0,02  | 0,04  | 0,02  | 0,04  | 0,06  | 0,06  |
| Osinkotuotto-%   | 0,0 % | 3,7 % | 8,7 % | 2,1 % | 4,2 % | 6,1 % | 6,7 % |

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2010       | 2011       | 2012       | 2013e       | 2014e       | 2015e       | Vastattavaa (MEUR)              | 2010       | 2011       | 2012       | 2013e       | 2014e       | 2015e       |
|--------------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>2,7</b> | <b>2,1</b> | <b>3,6</b> | <b>7,3</b>  | <b>7,3</b>  | <b>7,4</b>  | <b>Oma pääoma</b>               | <b>2,2</b> | <b>2,3</b> | <b>2,4</b> | <b>4,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>6,4</b>  |
| Liikearvo                      | 1,2        | 1,0        | 2,4        | 5,6         | 5,6         | 5,6         | Osakepääoma                     | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Aineettomat oikeudet           | 0,2        | 0,1        | 0,1        | 0,4         | 0,4         | 0,5         | Kertyneet voittovarot           | 0,1        | 0,3        | 0,7        | 0,6         | 1,7         | 2,9         |
| Käyttöomaisuus                 | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,3         | 0,3         | 0,4         | Omat osakkeet                   | -0,1       | -0,1       | -0,1       | -0,1        | -0,1        | -0,1        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | Uudelleenarvostusrahasto        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 0,4         | 0,4         | 0,4         | Muu oma pääoma                  | 2,0        | 1,9        | 1,7        | 3,5         | 3,5         | 3,5         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 0,4         | 0,4         | 0,4         | Vähemmistöosuus                 | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,2        | 0,1        | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | Laskennalliset verovelat        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>1,7</b> | <b>2,0</b> | <b>2,7</b> | <b>6,0</b>  | <b>6,4</b>  | <b>6,0</b>  | 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         | <b>Pitkäaikaiset velat</b>      | <b>0,5</b> | <b>0,3</b> | <b>0,9</b> | <b>3,9</b>  | <b>3,2</b>  | <b>2,5</b>  |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 0,4         | 0,4         | 0,4         | Lainat rahoituslaitoksilta      | 0,2        | 0,3        | 0,6        | 3,7         | 3,0         | 2,3         |
| Myyntisaamiset                 | 1,0        | 0,9        | 1,3        | 3,8         | 4,1         | 4,3         | Vaihtovelkakirjalainat          | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Likvidit varat                 | 0,2        | 0,8        | 1,1        | 1,7         | 1,9         | 1,3         | Muut pitkäaikaiset velat        | 0,2        | 0,0        | 0,3        | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>3,9</b> | <b>3,7</b> | <b>5,9</b> | <b>13,3</b> | <b>13,8</b> | <b>14,5</b> | <b>Lyhytaikaiset velat</b>      | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>2,6</b> | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,6</b>  |
|                                |            |            |            |             |             |             | Lainat rahoituslaitoksilta lyh. | 0,4        | 0,2        | 0,2        | 1,2         | 1,2         | 1,2         |
|                                |            |            |            |             |             |             | Lyhytaikaiset korottomat velat  | 0,8        | 0,9        | 2,4        | 4,0         | 4,2         | 4,4         |
|                                |            |            |            |             |             |             | Muut lyhytaikaiset velat        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
|                                |            |            |            |             |             |             | <b>Taseen loppusumma</b>        | <b>3,9</b> | <b>3,7</b> | <b>5,9</b> | <b>13,3</b> | <b>13,8</b> | <b>14,5</b> |

## Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoitehintaa | Osakekurssi |
|------------|----------|---------------|-------------|
| 11.12.2013 | Lisää    | 1,05          | 0,96        |



## 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

## Soprano viivistelmä

| Tuloslaskelma             | 2010        | 2011        | 2012        | 2013e        | 2014e        |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto               | 4,3         | 5,3         | 5,7         | 17,2         | 24,0         |
| EBITDA                    | 0,2         | 0,7         | 0,7         | 1,2          | 2,2          |
| EBITDA-marginaali (%)     | 4,5 %       | 14,1 %      | 12,9 %      | 6,7 %        | 9,3 %        |
| EBIT                      | 0,1         | 0,5         | 0,6         | 0,7          | 2,0          |
| Voitto ennen veroja       | 0,0         | 0,3         | 0,6         | 0,4          | 1,8          |
| Nettovoitto               | 0,0         | 0,2         | 0,4         | 0,3          | 1,4          |
| Satunnaiserät             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Tase</b>               | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013e</b> | <b>2014e</b> |
| Taseen loppusumma         | 3,9         | 3,7         | 5,9         | 13,3         | 13,8         |
| Oma pääoma                | 2,2         | 2,3         | 2,4         | 4,1          | 5,2          |
| Liikearvo                 | 1,2         | 1,0         | 2,4         | 5,6          | 5,6          |
| Korolliset nettovelat     | 0,4         | -0,2        | -0,2        | 3,1          | 2,2          |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013e</b> | <b>2014e</b> |
| EBITDA                    | 0,2         | 0,7         | 0,7         | 1,2          | 2,2          |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -0,1        | 0,2         | 1,1         | -0,9         | -0,1         |
| Operatiivinen kassavirta  | 0,1         | 0,9         | 1,6         | 0,1          | 1,7          |
| Vapaa kassavirta          | 0,0         | 0,9         | 0,3         | -3,6         | 1,5          |

| Per Osake                    | 2010        | 2011        | 2012        | 2013e        | 2014e        |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| EPS                          | 0,00        | 0,01        | 0,03        | 0,02         | 0,09         |
| EPS oikaistu                 | 0,00        | 0,01        | 0,03        | 0,02         | 0,09         |
| Operat. kassavirta per osake | 0,01        | 0,08        | 0,14        | 0,01         | 0,11         |
| Tasearvo per osake           | 0,19        | 0,20        | 0,21        | 0,26         | 0,33         |
| Osinko per osake             | 0,01        | 0,02        | 0,04        | 0,02         | 0,04         |
| Voitonjako, %                | 1645 %      | 138 %       | 123 %       | 89 %         | 44 %         |
| Osinkotuotto, %              | 2,0 %       | 3,7 %       | 8,7 %       | 2,1 %        | 4,2 %        |
| <b>Tunnusluvut</b>           | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013e</b> | <b>2014e</b> |
| P/E                          | 987         | 37,3        | 14,2        | 42,5         | 10,6         |
| P/B                          | 2,7         | 2,7         | 2,2         | 3,6          | 2,9          |
| Osinkotuotto-%               | 0,0 %       | 3,7 %       | 8,7 %       | 2,1 %        | 4,2 %        |
| P/Sales                      | 1,3         | 1,2         | 1,0         | 0,9          | 0,6          |
| EV/Liikevaihto               | 10,6        | 1,1         | 0,9         | 1,0          | 0,7          |
| EV/EBITDA                    | 234,8       | 8,0         | 7,2         | 15,2         | 7,4          |

## Yhtiökuvaus

Soprano Oyj on valmennus-, viestintä-, tietoteknologia- ja konsultointi-palveluita tuottava ICT-toimialan asiantuntijayritys. Soprano tuottaa asiakkailleen mm. tietotekniikan valmennusta, viestintästrategioita, tieto- ja verkkojärjestelmiä, verkkokaupparatkaisuja ja johdon- ja myynnin-konsultointia. Yhtiön liiketoiminta on laajentunut viime vuosina voimakkaasti yritysostojen kautta kasvustrategian mukaisesti. Soprano konsernin palveluksessa on tällä hetkellä noin 160 työntekijää Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Soprano Oyj:n vuoden 2012 liikevaihto oli 5,7 miljoonaa euroa, mutta yritysostojen seurauksena konsernin liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 aikana syyskuun lopun tilanteella katsottuna jo 11 miljoonaan euroon. Pääosa liikevaihdon kasvusta muodostuu konserniin huhtikuun alussa liitetystä ICT valmennus- ja projektijohtopalveluita tarjoavasta Tieturi-konsernista. Yhtiön osake on tällä hetkellä noteerattuna NASDAQ OMX Helsingin pörssin prelistalla tunnuksella SNO1V.

## Yhtiön tiedot

CEO Arto Tenhunen Osoite: Ludviginkatu 1, 00130 Helsinki  
 CFO Panu Kauppinen Puhelin: +358 10 34 66 440  
 Nettisivu: www.soprano.fi

## Suurimmat omistajat

|   | -% osakkeista |
|---|---------------|
| Tenhunen Arto                             | 31,0 %        |
| Oy Herttakuutonen Ab                      | 18,4 %        |
| Allocation Point Oy holding and financing | 13,5 %        |
| Kuusisto Teppo                            | 6,6 %         |
| Eläke-Fennia Keskinäinen Vakuutusyhtiö    | 6,5 %         |



Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki, Suomi

Puhelin: +358 10 219 4690

etunimi.sukunimi@inderes.com

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

*ind*  
*r* **e**  
*s*

**Research never sleeps**

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)