

Soprano

Yhtiöraportti

03/2017

**inde
res.**

Takaisin tuloskasvu-uralle

Nostamme Sopranon suosituksen lisää-tasolle ja toistamme 0,45 euron tavoitehinnan. Sopranon operatiivinen tulos jäi vuosina 2013-2016 heikoksi, pääasiassa toimialan heikosta kehityksestä, rakennejärjestelyistä ja raskaasta kulurakenteesta johtuen. Uudistuneen liiketoimintarakenteen ja -mallin sekä tehostustoimien ansiosta yhtiön liiketoiminnot ovat nyt kannattavia ja riskitaso aiempaa matalampi, joten odotamme yhtiöltä selvää tuloskäännettä kuluvana vuonna. Osakkeen arvostuskertoimet ovat kohtuulliset, mutta haluamme nähdä vielä merkkejä tuloskehityksen vakiintumisesta ennen korkeampien kertoimien hyväksymistä.

Koulutus- ja valmennuspalveluihin fokusoitunut palveluliiketoiminnan kehitysyhtiö

Soprano on läpikäynyt merkittävän muutosvaiheen sekä liiketoimintamallin että konsernirakenteen suhteen. Aiemmin laaja-alaisesti viestintä-, koulutus-, valmennus- ja IT- sekä verkkopalveluita tarjonnut konserni on nyt kahdesta koulutus- ja valmennusalan tytäryhtiöstä sekä kahdesta verkkokauppa- ja verkkopalveluihin erikoistuneesta osakkuusyhtiöstä koostuva palveluliiketoiminnan kehitysyhtiö. Operatiivisten yhtiöiden uudistunut liiketoimintamalli vastaa korkealla joustavuudellaan ja keventyneellä kustannusrakenteellaan näkemyksemme mukaan hyvin erittäin suhdanneherkän ja nopeasti muuttuvan koulutus- ja valmennustoimialan haasteisiin ja trendeihin. Myös Sopranon osakkuusyhtiöiden liiketoiminnot ovat tervehtyneet yritysjärjestelyjen kautta ja luovat osaltaan omistaja-arvoa. Operatiivisten toimintojen kasvun ja kannattavuuden vahvistamiseksi Soprano tutkii investointimahdollisuuksia entistä skaalautuvampiin ja ennustettavampaa tuottovirtaa tarjoaviin pilvipalveluihin ja innovatiivisiin oppimisteknologioihin, mikä voisi onnistuessaan laajentaa kustannustehokkaasti yhtiön markkinapotentiaalia nykyisten toiminta-alueiden ulkopuolelle.

Lähi vuosien kasvunäkymät valoisat ja riskitaso aiempaa matalampi

Heikon kysynnän, raskaan kulurakenteen ja rakennejärjestelykulujen takia Soprano-konsernin operatiivinen tuloskehitys oli vuosina 2013-2016 heikkoa ja rahoitusasema huono. Vuoden 2016 aikana päättynyt muutosprosessi käänsi tuloskehityksen kuitenkin jälleen positiiviseksi, laski operatiivista riskitasoa ja vahvisti konsernin rahoitusaseman normaalille tasolle. Näemme piristyneen markkinatilanteen, uudistuneen palvelutarjoonnan ja laskevan kulutason kautta Sopranon tuloskasvunäkymät positiivisina, ja ennustamme yhtiölle lievää liikevaihdon ja selvää liikevoiton kasvua vuodelle 2017 sekä maltillista tuloskasvua lähivuosille. Lisäksi nettotuloksen kasvua tukee vahvistettujen tappioiden myötä vuosiksi matalalle tasolle jäävä efektiivinen veroaste.

Arvostus ennusteisiin nähden neutraali - uudet palvelut ja yritysjärjestelyt optioina

Pidämme Sopranon arvostustasoa ennustamaamme tuloskäänteeseen nähden kohtuullisina, mutta yhtiön pitää vielä vakiinnuttaa kehitystään korkeampien arvostuskertoimien hyväksymiseksi. Ennusteillamme vuosien 2017e ja 2018e P/E-kertoimet ovat 10x ja 9x, sekä vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 6x ja 5x. Osien summa -laskelma ja kassavirtalaskelma indikoivat nykykurssia korkeampaa arvostustasoa, mutta emme näe lyhyellä tähtäimellä niiden antavan tukea osakkeelle. Suurimpana riskinä suosituksellemme näemme markkinatilanteen kääntymisen heikompaan suuntaan, joka heikentäisi tuloskäännettä ja nostaisi arvostustason jälleen haastavaksi.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä

0,45 EUR

Edellinen: 0,45 EUR



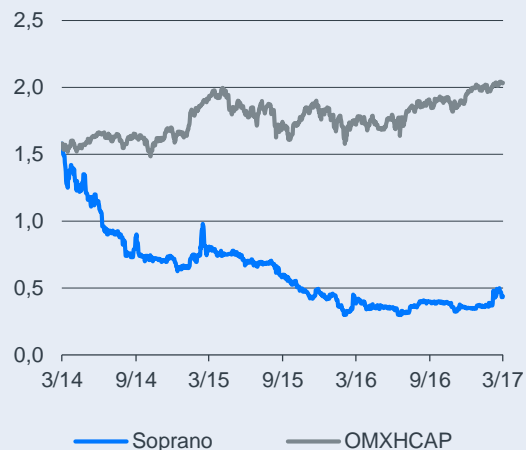
Osakekurssi: 0,42 EUR

Potentiaali: 7 %

Avainluvut

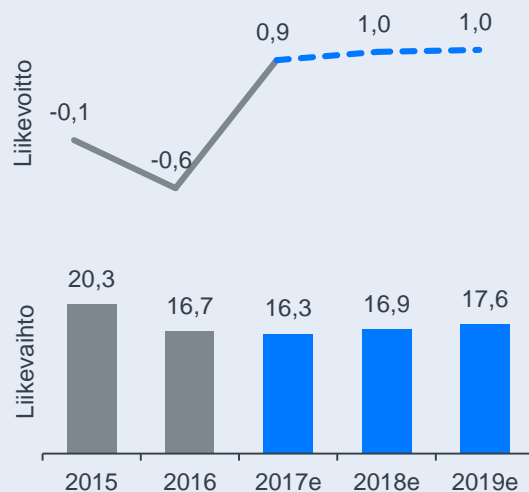
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	16,7	16,3	16,9
<i>kasvu-%</i>	-18 %	-2 %	4 %
Liikevoitto (oik.)	-0,1	0,9	1,0
<i>liikevoitto-% (oik.)</i>	-0,8 %	5,4 %	5,8 %
Tulos ennen veroja	-0,1	0,9	1,0
EPS (oik.)	0,05	0,04	0,05
Osinko	0,00	0,01	0,02
EV/Liikevaihto	0,4x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	neg.	5,9x	5,3x
EV/EBIT	neg.	7,4x	5,9x
P/E (oik.)	6,4x	10x	8,9x
P/B	1,3x	1,4x	1,2x
Osinko-%	0,0 %	2,4 %	4,9 %

Kurssikehitys



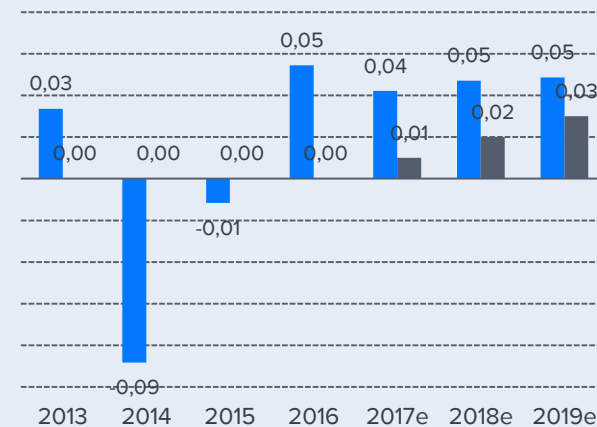
Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

10x

2017e

EV/EBITDA

6x

2017e

EV/S

0,4x

2017e

Osinko-%

0,0

2016



Arvoajurit

- Kysynnän pirstyminen ja myyntimixin parantuminen
- Näkyvyyden ja jatkuvuuden parantuminen
- Hyvin skaalautuva liiketoimintamalli
- Kustannusrakenteen keventyminen
- Yrityskaupat



Riskitekijät

- Hyvin suhdanneherkkä toimiala
- Liikevaihdon lyhyt näkyvyys ja heikohko ennustettavuus
- Kilpailun ja markkina-aseman muutokset
- Korkeahko liikearvon määrä suhteessa omaan pääomaan



Arvostus

- Tulos pohjaiset kertoimet kohtuulliset, jos tuloskäänte toteutuu
- Osien summa-laskelma ja DCF indikoivat lievää nousuvaraa
- Osinkotuotto edelleen heikko

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Toimiala	s. 10-12
Strategia ja liiketoimintamalli	s. 13-17
Taloudellinen tilanne	s. 18-19
Ennusteet	s. 20-21
Arvonmääritys ja suositus	s. 22-26
Taulukot	s. 27-28
Vastuuvapauslauseke	s. 29

Yhtiökuvaus

Palveluliiketoiminnan kehitysyhtiö

Soprano-konserni on kahdesta itsenäisestä, työelämän koulutus- ja valmennuspalveluihin keskittyneestä operatiivisesta yhtiöstä ja kahdesta IT-palveluita tarjoavasta osakkuusyhtiöstä koostuva palveluliiketoiminnan kehitysyhtiö. Konsernin strategiana on keskittyä yritysjärjestelyjen kautta toimialoihin, joissa regulaatio on muuttumassa, markkinaehtoisuus lisääntyy ja toimialajärjestelyt ovat todennäköisiä. Erityisesti yhtiö on fokusoitunut toimialoihin, joilla digitalisaation avulla voidaan luoda lisäarvoa.

Sopranon nykyiset liiketoiminnot ovat keskittyneet pääosin Suomen ja Ruotsin markkinoille, jossa konserni on yksi suurimmista yksityisistä työelämän koulutus- ja valmennuspalveluiden tarjoajista. Sopranon operatiivisilla yhtiöillä on toimipisteet Helsingissä, Tampereella, Jyväskylässä, Oulussa, Tukholmassa, Göteborgissa, Malmössä ja Pietarissa. Sopranon palveluksessa oli Q4'16 lopussa 91 henkilöä. Valtaosa yhtiön henkilöstä työskentelee Suomessa (noin 70 %) ja Ruotsissa (noin 30 %). Oman henkilöstön lisäksi Sopranolla on laaja, yli 400:n sopimuskonsultin ja yhteistyökumppanin verkosto, joka tuottaa konsernille koulutus- ja valmennuspalveluita.

Liiketoimintarakenne

Sopranon liiketoiminta jakautuu tällä hetkellä kahteen operatiiviseen liiketoimintayksikköön ja kahteen osakkuusyhtiöön:

- 1. Informator Tieturi Group** tarjoaa ICT-koulutuspalveluita Ruotsissa ja Suomessa. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2016 10 MEUR ja liiketulos 0,1 MEUR;

- 2. Management Institute of Finland - MIF Oy** tarjoaa johtamis- ja esimieskoulutusta, viestintäkoulutusta, kansainvälistymiskoulutusta sekä näyttötutkintoja ja oppisopimuskoulutusta. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2016 5,9 MEUR ja liiketulos 0,3 MEUR;
- 3. Osakkuusyhtiö Brain Alliance Oy** tuottaa verkkopalveluiden ja verkkosivustojen kehitys- ja ylläpitopalveluita. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2016 0,4 MEUR ja nettotulos 0,1 MEUR. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 49 %;
- 4. Ambientia E-commerce Oy** tuottaa Magento-teknoologiaan perustuvia verkkokaupparatkaisuja. Yhtiö perustettiin vuoden 2016 puolivälissä. Yhtiön vuositason liikevaihto on arviolta noin 3-4 MEUR. Sopranon omistusosuus yhtiöstä on 40 %.

Lisäksi yhtiörakenteeseen kuuluu emoyhtiö Soprano Oyj, johon sisältyy tällä hetkellä konsernin hallintotoiminnot.

Soprano on läpikäynyt merkittävän rakennemuutoksen viime vuosina

Sopranon yhtiörakenne ja liiketoimintamalli ovat muuttuneet viime vuosina merkittävästi, mikä on näkynyt sijoittajille mm. voimakkaana liikevaihdon kasvuna, tulosheilahteluina ja rakennejärjestelyinä. Muutosten ajureina ovat olleet erityisesti lukuisat yritys- ja liiketoimintakaupat, jotka näyttelevät tärkeää osaa Sopranon strategiassa. Vuosina 2008-2016 Soprano toteutti kaikkiaan yhteensä 15 yritys- tai omistusjärjestelyä. Järjestelyt kasvattivat yhtiön kokoa merkittävästi erityisesti vuosien 2010-2014 aikana ja muodostivat nykyisen

liiketoimintarakenteen rungon. Vuonna 2015 Soprano käynnisti merkittävän rakennemuutoksen, jonka tavoitteena oli fokusoida ja tehostaa konsernin liiketoimintarakennetta sekä vahvistaa konsernin taloudellista asemaa. Tämän seurauksena yhtiö myi yhteensä 8 tytär- ja osakkuusyhtiötä ja keskittyi kahteen operatiiviseen yhtiöön.

Kriisin kautta takaisin tuloskasvu-uralle

Sopranon operatiivinen tuloskehitys oli vuodesta 2014 vuoteen 2016 saakka hyvin heikkoa, mikä yhdessä rakenne- ja yritysjärjestelykulujen kanssa heikensi myös yhtiön rahoitusasemaa. Heikon kehityksen taustalla olivat vuosina 2013-2015 tehtyjen yritysostojen odotettua heikommaksi osoittautunut tuloskehitys sekä liiketoiminnan tehostuskulut. Lisäksi konsernin tuloskehitystä heikensi raskas hallinto- ja yhtiörakenne sekä lukuisista yritysjärjestelyistä aiheutuneet kustannukset. Irtautuminen ydinliiketoimintaan ja strategiaan sopimattomista liiketoiminnoista ja omistuksista sekä liiketoimintamallin muutos vuosina 2015-2016 on tervehdyttänyt taseen ja kulurakenteen, joten odotamme yhtiöltä huomattavaa operatiivista tulosparannusta kuluvana vuonna.

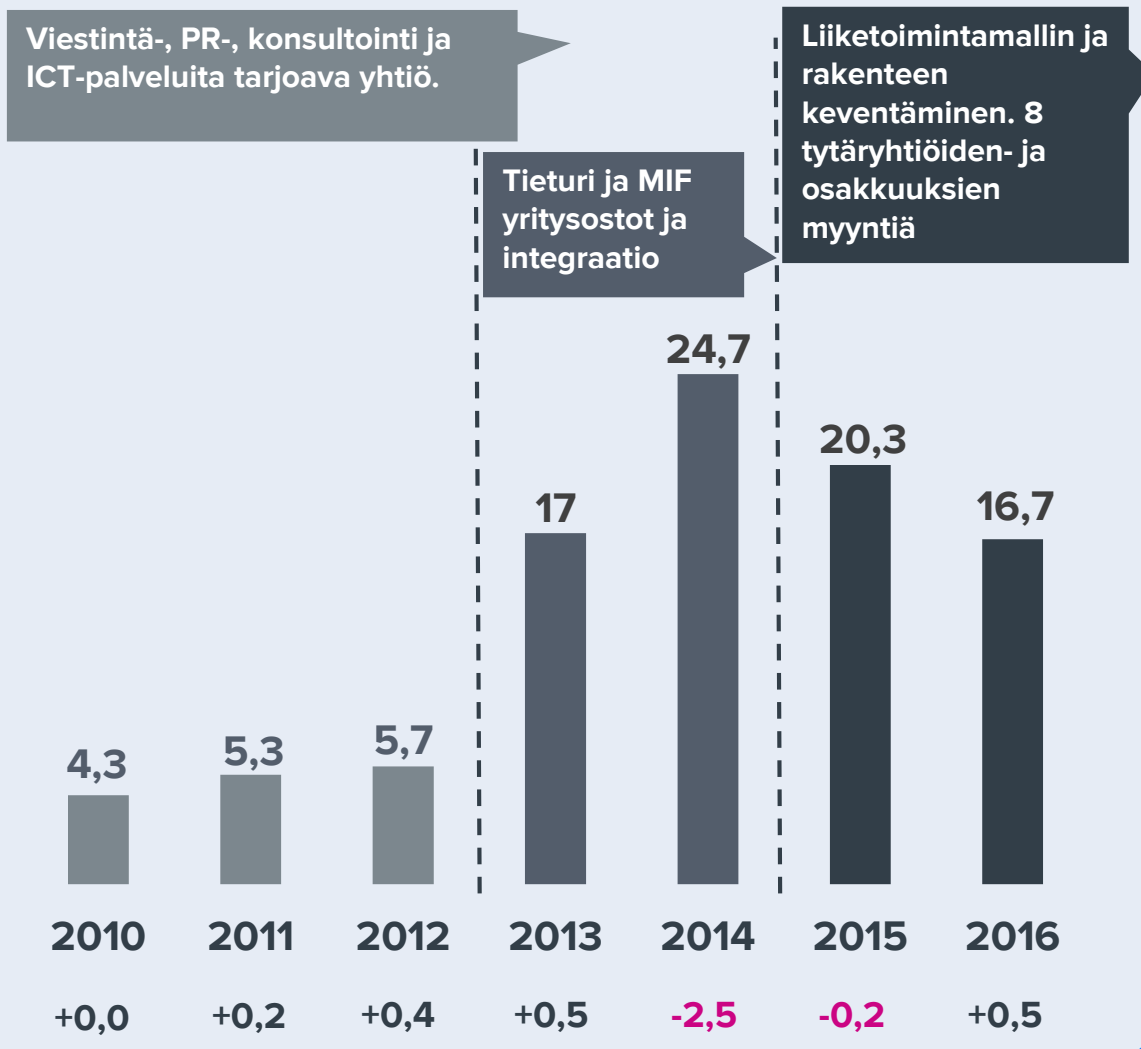
Merkittävä henkilöömistus

Soprano Oyj:llä on merkittävä henkilöömistäjien osuus omistajakunnasta. Yhtiön toimitusjohtaja ja perustaja Arto Tenhunen omistaa yhtiöstä noin 29 % ja suursijoittaja Kai Mäkelä 16 %. Lisäksi monella konsernin hallituksen ja johtoryhmän jäsenellä on merkittävät osakeomistukset. Suurimpia institutionaalisia omistajia ovat Keskinäinen Työeläkevakuutus-yhtiö Elo 9,9 %:n ja Suomen Kulttuurirahasto 8,6 %:n omistusosuudella.

Soprano lyhyesti

Soprano on palveluliiketoiminnan kehitysyritys, jolla on johtava markkina-asema Suomen ja Ruotsin työelämän koulutus- ja valmennuspalveluiden markkinoilla.

2 LIIKETOIMINTA- YKSIKKÖÄ	2 OSAKKUUS- YHTIÖTÄ
Pohjoismaiden johtava yksityinen yritysten ja organisaatioiden kouluttaja	
16,7 MEUR (-18 % vs. 2015) LIIKEVAIHTO 2016	
-0,1 MEUR LIIKETULOS (oik.) 2016	0,5 MEUR NETTOTULOS 2016
~90 HENKILÖSTÖÄ Q4'2016	15 YRITYSKAUPPAA VUOSINA 2013-2016



Sopranon liiketoimintarakenne, 2017

Soprano Oyj FY'16 liikevaihto 16,7 MEUR, liiketulos -0,6 MEUR			Osakkuusyhtiöt	
Informator Tieturi Group	MIF Management Institute of Finland	Yhteiset toiminnot	Ambienta E-Commerce 40 %	Brain Alliance 49 %
10 MEUR LIIKEVAIHTO VUONNA 2016	5,9 MEUR LIIKEVAIHTO VUONNA 2016	0,8 MEUR LIIKEVAIHTO VUONNA 2016	1,5 MEUR LIIKEVAIHTOARVIO* VUONNA 2016	0,4 MEUR LIIKEVAIHTO VUONNA 2016
0,1 MEUR LIIKETULOS VUONNA 2016	0,3 MEUR LIIKETULOS VUONNA 2016	-0,8 MEUR LIIKETULOS VUONNA 2016	>0 MEUR NETTOTULOS VUONNA 2016	0,1 MEUR NETTOTULOS VUONNA 2016
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 70 % myynnistä Ruotsista ja 30 % Suomesta ▪ ICT-koulutukset ▪ Sertifiointit ▪ 6 kiinteää toimipistettä 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lähes 100 % myynnistä Suomesta ▪ Johtamis- ja esimieskoulutus, viestintäkoulutus, kansainvälistymiskoulutus, näyttötutkinnot ja oppisopimuskoulutus ▪ 5 toimipistettä 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Konsernin hallinto ja osakkuusyhtiöiden omistus ▪ Vuoden 2016 liikevaihto ja liikevoitto sisältää osin myytyjen liiketoimintojen liikevaihdon ja tuloksen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verkkokauppa- ympäristöjen kehitys ja ylläpitopalvelut ▪ Yksi Suomen johtavia magento-tekniikan tarjoajia 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verkkosivustojen ja - palveluiden kehitys- ja ylläpitopalvelut ▪ Yksi Suomen johtavista Drupal-osaajista

Lähde: Inderes, Soprano Oyj

* Arvio perustuu Sopranon antamaan pörssitiedotteeseen 9.5.2016

Sijoitusprofiili

Käännne- ja kasvuyhtiö

Soprano profiloituu sijoittajan näkökulmasta käännne- ja kasvuyhtiöiksi. Konsernin operatiiviset osat ja osakkuusyhtiöt on käännnetty kannattavaksi, ja ne ovat maltillisessa kasvussa uusien palveluiden ja piristyvän talouskehityksen ansiosta. Soprano operatiiviset yksiköt toimivat hyvin suhdanneherkillä ja lyhyen näkyvyyden tarjoavilla toimialoilla, mutta niiden liiketoimintamallien korkea joustavuus vähentää kysynnän vaihteluiden riskejä ja tekee kasvusta tyypillisesti hyvin kannattavaa. Konsernin rahoitusasema on parantunut yritysmyyntien myötä huomattavasti, mikä on laskenut yhtiön riskitasoa ja mahdollistaa investoinnit kasvuun esimerkiksi pienten yritysostojen kautta. Palveluliiketoimintojen operatiivinen kassavirta on tyypillisesti vahvaa, joten taseen vahvistuessa edelleen näemme Sopranoilla tulevina vuosina edellytykset tarjota hyvää osinkotuottoa.

Yrittäjähenkinen yhtiö

Yhtiön omistaja- ja liiketoimintarakenne nojaa edelleen vahvasti yrittäjähenkiseen lähestymistapaan, joka näyttyy sijoittajille joustavuutena, nopeana muutoskykyinä ja voimakkaana kasvuhakuisuutena. Osakkeen vaihdettavuus on kuitenkin yhtiön pienestä koosta, matalasta markkina-arvosta ja omistuksen keskittymisestä johtuen melko matala, mikä lisää osakkeen tuottovaadetta.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityskaupat ovat keskeinen osa Soprano strategiana. Soprano omistamien yhtiöiden toimialat ovat tyypillisesti hyvin pirstaloituneita ja voimakkaassa muutosvaiheessa, ja siten tarve

yritys- ja rakennejärjestelyihin korostuu.

Sopranoilla on historiallisesti vaihtelevat näytöt omistaja-arvon luomisesta yrityskaupoin. Osa yrityskaupoista, erityisesti myynnit, ovat onnistuneet, mutta suurempien yritysostojen tuotto on ollut tähän saakka heikkoa. Sijoittajan kannalta rakennejärjestelyt tarjoavat kuitenkin tulevaisuudessa mielenkiintoisen option, jotka onnistuessaan voivat luoda huomattavaa omistaja-arvoa.

Ei selkeitä listattuja verrokkeja

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

Potentiaali

Osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskäännne:** Soprano on keventänyt merkittävästi kulutasoaan ja parantanut myynninrakennetta, mikä pitäisi mahdollistaa merkittävä tulosparannus.
- **Skaalautuvuus ja joustavuus:** Yhtiön liiketoimintamalli on palveluliiketoiminnaksi hyvin skaalautuvaa ja joustavaa, mikä suojaa matalasuhteessa kannattavuutta ja mahdollistaa korkeasuhteessa tulosvivan.
- **Matala pääoman tarve:** Soprano liiketoimintamalli sitoo normaalista vain vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat tyypillisesti matalat, joten yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on hyvä.

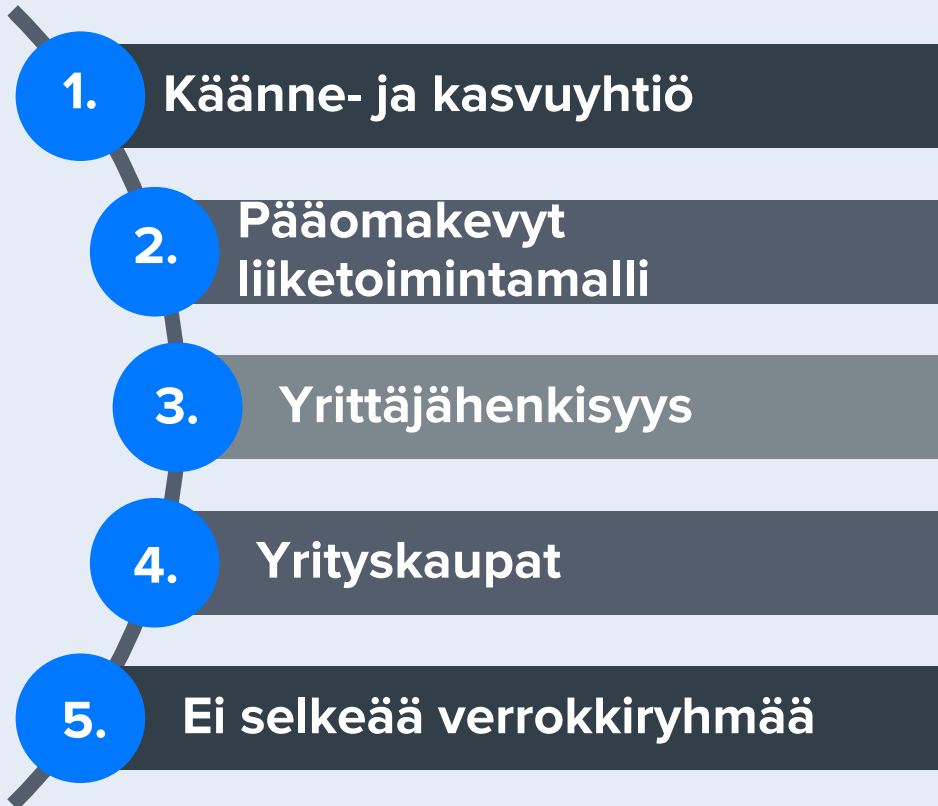
- **Yrityskaupat:** Soprano tytäri- ja osakkuusyhtiöiden arvostus on tase- ja volyympohjaisesti laskettuna kohtuullisen matala, ja näiden ”piiloarvojen” realisoituminen yrityskaupoilla voisi nostaa merkittävästi osakkeen arvostusta.
- **Pilvi- ja jatkuvien palveluiden kasvu:** Yhtiö panostaa vahvasti selvästi perinteisiä koulutuspalveluita nopeammin kasvaviin ja huomattavasti kannattavampiin pilvipalveluihin sekä toistuviin ja jatkuvalaskutteisiin palveluihin.
- **Versaatavat:** Sopranoilla on yli 12 MEUR:n vahvistetut versaatavat, minkä vuoksi konsernin efektiivinen veroaste tulee olemaan pitkälle tulevaisuuteen hyvin matala.

Riskit

Keskeisimmät riskit ovat seuraavat:

- **Markkina- ja toimialariskit:** Soprano toimii hyvin suhdanneherkillä toimialoilla, minkä vuoksi kysynnän vaihtelut ovat suuria ja ennustettavuus heikkoa. Koulutus- ja valmennuspalvelut ovat lisäksi erittäin kilpailtuja, pirstaloituneita ja alalle tulon kynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta, heikentää Soprano markkina-asemaa tai hinnoitteluvoimaa.
- **Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen:** Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, liikearvoihin ja ostettavien yhtiöiden integrointiin liittyy monia riskejä.
- **Henkilöriskit:** Soprano liiketoiminta on hyvin riippuvaista avainhenkilöstön sekä ulkopuolisten valmentajien ja kouluttajien osaamisesta ja saatavuudesta.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Tulokäännne
- Joustava ja skaalautuva liiketoimintamalli
- Matala pääomantarve
- Yrityskauppojen kautta realisoituvat ”piiloarvot”
- Merkittävät verosaatavat
- Uudet pilvipalvelut

Riskit

- Markkina- ja toimialamuutokset
- Kilpailuaseman muutokset
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit
- Teknologiariskit

Toimiala

Haastava ja suhdanneherkkä toimiala

Sopranon operatiivisten yksiköiden päätoimiala asettaa ominaispiirteidensä, rakenteen ja käynnissä olevan murroksen myötä paljon haasteita liiketoimintamalleille, mutta tarjoaa myös monia arvonnousupotentiaalin kannalta houkuttavia elementtejä. Keskeisimpiä toimialapiirteistä johtuvia haasteita ovat näkemyksemme mukaan kysynnän korkea suhdanneherkkyys, kysynnän lyhyt näkyvyys ja heikko ennustettavuus, kapasiteetin ja kustannusrakenteen hallinta sekä matala alalle tulokynnys. Potentiaalia luovat mm. palveluiden hyvä skaalautuvuus, monistettavuus, kysynnän jatkuva uudistuminen sekä digitalisaatio.

Toimialan ominaispiirteet

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

1) Kysynnän korkea suhdanneherkkyys:

Toimialan kysyntä on vahvasti sidoksissa yritysten ja organisaatioiden henkilöstömäärän kehitykseen ja niiden kautta yleiseen talouskehitykseen. Vahvan kasvun ympäristössä organisaatiot kasvattavat henkilöstömäärää ja investoivat enemmän henkilöstön osaamiseen ja kilpailukyyn kehittämiseen. Matala-suhdanteessa puolestaan henkilöstömäärä ja investoinnit koulutukseen ja kehittämiseen vähenevät. Lisäksi merkittävä osa toimialan palveluista on ns. ei-kriittisiä kuluja tai investointeja, joita organisaatiot voivat lykätä.

2) Kysynnän voimakas kausiluonteisuus: Koska koulutus-, konsultointi- valmennuspalveluita on tarjottu perinteisesti vain työpäivien puitteissa, on laskutettavaan työhön vapaiden päivien

määrä jakautunut varsin epätasaisesti eri neljänneksille. Kausiluonteisesti korkeimmat myyntiluvut saavutetaan tyypillisesti vuoden toisella ja eritoten neljännellä neljänneksellä. Kolmas neljännes on alan yhtiöille lomakaudesta johtuen heikoin ja useimmiten tappiollinen.

3) Lyhytkestoinen tilauskanta: Toimialan tilauskannat ovat tyypillisesti lyhytkestoisia ja antavat kohtuullisen näkyvyyden kysyntään korkeintaan kuuden kuukauden päähän. Paras näkyvyys kysyntään saavutetaan pitkäkestoisissa ja jatkuissa palveluissa, kuten oppisopimuskoulutuksissa, rekrytoivissa koulutusohjelmissa, jatkuissa IT-tuki- ja projektipalveluissa ja isoissa konsultointiprojekteissa. Pitkäkestoisten palveluiden osuus kokonaismarkkinasta on kuitenkin tällä hetkellä melko matala.

4) Nopeat tuotteiden elinkaaret: Nopeasta teknisestä kehityksestä ja osaamisvaatimusten muutoksista johtuen toimialan palveluiden ja tuotteiden kysyntä uusiutuu nopeassa syklissä.

5) Hyvä skaalautuvuus: Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut skaalautuvat periaatteessa vahvasti kysynnän mukaan, sillä sekä kiinteät että muuttuvat kustannukset skaalautuvat kysynnän kasvaessa tiettyyn pisteeseen saakka.

6) Monistettavuus: Koulutus- ja valmennuspalvelut ovat tyypillisesti helposti monistettavia asiakkaalta toiselle, mikä lisää laskutettavaan työhön käytettävissä olevia resursseja ja aikaa sekä laskee tuotekehityksen kustannuksia. Toisaalta palveluiden ja tuotteiden kopiointiin sekä kilpailevien tuotteiden kehitykseen liittyvät esteet ja kustannukset ovat

matalat, eivätkä yhtiöt voi siten tyypillisesti erottautua kilpailijoista merkittävästi. Tärkeimpiä erottautumistekijöitä alalla ovat käsityksemme mukaan palveluiden laatu ja saatavuus. Arviomme mukaan digitalisaatio tulee nostamaan monistettavuuden hyötyjä.

7) Matala alalle tulokynnys ja pirstaleisuus:

Toimialalle on suhteellisen matala tulokynnys ja kustannukset mikä houkuttaa helposti uusia toimijoita. Pienillä toimijoilla on tyypillisesti erittäin matalat kiinteät kulut, joten ne voivat myydä palveluita keskisuuria ja suuria toimijoita edullisemmin. Toimialalla on suuri määrä kilpailijoita ja kapasiteettia. Tämä aiheuttaa varsinkin nopeassa kysynnänvaihtelussa kireää ja osin epätervettä hintakilpailua alalle.

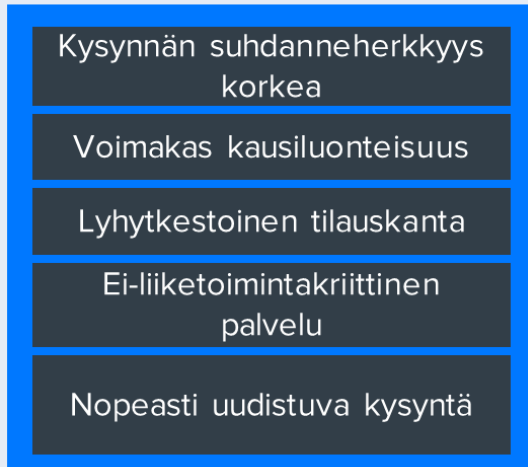
8) Henkilöstövaltainen tuotanto: Koulutus-, konsultointi- ja valmennuspalvelut on toimialana erittäin työvoimavaltainen, ja markkinointia sekä e-learning alustoja lukuun ottamatta prosessien automatisointi on haasteellista. Omien henkilöstöresurssien sopeuttaminen kysynnän vaihteluihin on myös hidasta ja kestää suunnitteluineen yleensä 3-6 kuukautta.

9) Kiinteä ja etupainotteinen kulurakenne:

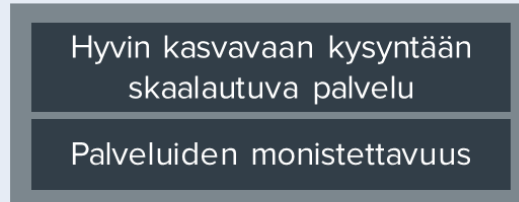
Toimialan henkilöstövaltaisuuden takia yhtiöiden kiinteiden kulujen taso on perinteisesti varsin korkea. Tämä johtuu siitä, että henkilöstön työtilojen ja koulutuspalveluiden järjestäminen vaatii paljon toimitilaa. Lisäksi henkilöstö kasvattaa sivukulujen ja hallintokustannusten määrää. Koulutuksen ja valmennuksen järjestämiseen vaaditaan myös suhteellisen paljon valmistelevaa työtä ja etupainotteisia markkinointi-, materiaali-, tuotekehitys ja asiakaspalvelukuluja.

Toimialalogiikka

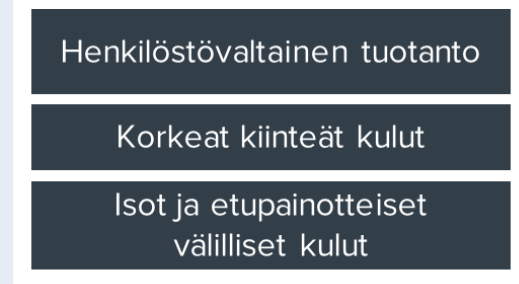
Kapasiteetin ja käyttöasteen hallinta



Skaalautuvuus



Kustannusrakenne



Hinnoitteluvoima ja differentoituminen



Kapasiteetin hallinta haastavaa ja hidasta
Korkeat kiinteät ja välilliset kustannukset

Palvelut skaalautuvat hyvin kasvavaan kysyntään
Kilpailuetujen saavuttaminen vaikeaa



Optimaalinen liiketoimintamalli on:
1. Skaalaltaan riittävän iso, 2. joustava tuotanto- ja 3) kustannusrakenteelta

Toimialan näkymät

Koulutus- ja valmennusmarkkinat vaikeasti rajattavat ja pirstaloituneet

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

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

Työllisyyden kehitys hyvä indikaattori Soprano kysynnän ennustamiseen

Arviomme mukaan paras indikaattori Soprano tuloskehityksen ennustamiseen on yleisen talouskehityksen ja erityisesti työllisyyskehityksen muutokset, sillä koulutus- ja valmennuspalveluiden kysyntä on herkkä talouden yleiselle suhdannevaihtelulle.

Tuoreimpien talousennusteiden perusteella Soprano näkymät ovat positiiviset lähivuosille ja yhtiö kertoi tilinpäätöksen yhteydessä koulutustuotteiden kysynnän vilkastuneen Suomessa vuoden 2016 loppua kohti. Lisäksi Soprano kertoi, että yhtiön tilauskanta oli alkuvuonna hyvällä tasolla.

Suomen talous palasi kasvu-uralle vuoden 2016 aikana ja BKT kasvoi 1,6 %. Suomen Pankin ennusteen mukaan bruttokansantuote kasvaa 1,3 % vuonna 2017. Kotimainen kysyntä toimii talouskasvun veturina. Vuosina 2018 ja 2019 talous jatkaa 1,2 prosentin kasvussa. Ennusteen mukaan työllisten määrä kasvaa noin 2,2 % vuosina 2016–2019 ja työllisyysaste nousee 70,2 prosenttiin. Työttömyysaste jää 8,2 prosentin tuntumaan vuonna 2019. Työvoiman määrä (15–74-vuotiaat) lisääntyy hieman ennustejaksolla.

Ruotsin talous- ja työllisyyskehitys on ollut viime vuosina vahvaa. Konjunkturinstituttet ennakoii Ruotsin BKT-kasvun olleen 3,4 % vuonna 2016 ja tälle vuodelle ennustetaan 2,2 %:n kasvua. Talouskasvun myötä työllisten määrä on kasvanut 1,4 % vuodessa ja työttömyysaste laskenut noin 0,5 %-yksikköä vuodessa.

Toimialan trendit

Koulutus- ja valmennuspalveluiden markkina on ollut murrosvaiheessa jo pidemmän aikaa, sillä perinteisen luokkahuonekoulutuksen kysynnän lasku, digitalisaatio ja talouden taantuma ovat laskeneet kokonaiskysyntää sekä muuttaneet asiakkaiden ostokäyttäytymistä.

Soprano mukaan koulutuspalveluiden tarjonta kasvaa jatkuvasti, sillä yksittäiset konsultit tarjoavat asiakkailleen uusia palveluita, alalle tulee uusia digitaalisia kilpailijoita ja suuret ohjelmistovalmistajat tarjoavat voimallisemmin itse koulutuspalveluita, jolloin myynti verkoston kautta supistuu. Kasvava kilpailu näkyy standardituotteiden hintojen laskuna.

Ohjelmistosuunnittelijoista on sekä Suomessa että Ruotsissa kova kysyntä. Kasvavasta

koulutuspalveluiden tarpeesta huolimatta puute osaajista heijastuu myös negatiivisesti koulutuspalveluiden kysyntään, sillä kehittäjiä ei ole aikaa osallistua asiakastyön ohella erityisesti perinteisiin luokkahuonekoulutuksiin. Tämä lisää Soprano mukaan kysyntää etänä suoritettaville, ajasta ja paikasta riippumattomille digitaalisille koulutuspalveluille. Samat haasteet kohdistuvat myös muihin koulutuspalveluihin. Koulutustoimiala käy läpi rakennemuutosta, jossa koulutuspalvelut digitalisoituvat ja muuttuvat enenevässä määrin ajasta ja paikasta riippumattomiksi verkkopalveluiksi.

Toimialan konsolidaatiokehitys on ollut Suomessa viime vuosina hidasta, mutta Ruotsissa Soprano pääkilpailijat yhdistyivät viime vuonna. Lisäksi tanskalainen pörssi-yhtiö Solar A/S osti viime vuonna yhden Norjan suurimmista koulutusalan yhtiöistä ja yhdisti sen omiin Tanskassa ja Ruotsissa toimiviin koulutuspalveluihinsa. Arviomme mukaan konsolidaation keskeisenä ajurina toimii perinteisen koulutuksen kysynnän laskusta johtuvat kannattavuuspaineet sekä vastaaminen digitalisaation ja pilvipalveluiden luomaan rajat ylittävään kilpailuun ja kasvumahdollisuuksiin.

Koulutus- ja valmennustoimialan teknologinen kehitys on kiihtynyt viime vuosina, mikä tulee muokkaamaan toimialan kehitystä jatkossa entistä enemmän. Uudet teknologiat ja tekoäly mahdollistavat mm. kielimuurin madaltamisen ja koulutuksen joustavan muokkauksen koulutettavan tarpeiden ja oppimiskykyjen mukaan.

Strategia ja liiketoimintamalli 1/3

Tuottoa palveluliiketoimintojen kehittämisestä

Soprano on uuden strategiansa mukaisesti kehitysyritys, joka hakee sijoituskohteita palveluliiketoiminnoista toimialoilta, joilla on rakennemuutoksen ja konsolidaation mahdollisuuksia. Sopranoon kiinnostuksen kohteena ovat erityisesti yhtiöt, joissa uusilla digitaalisilla palveluilla voidaan luoda merkittävää lisäarvoa.

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

Pidemmillä aikavälillä kehitystyön synnyttämä arvonnousu pyritään realisoimaan yritys- ja omistusjärjestelyjen kautta, joita voivat olla esimerkiksi yritysmyynnit tai omistusten listaaminen. Osakkuusyhtiöiden kohdalla pidämme mahdollisena irtautumisia jo parin vuoden sisällä. Näistä vapautuvilla varoilla Soprano voisi kiihdyttää investointeja nykyisten operatiivisten tai uusien toimintojen kehittämiseksi.

Operatiivisten toimintojen kehittämisen keskiössä ovat nyt pilvipalvelut

Sopranon operatiivisten toimintojen (Informator Tieturi Group ja MIF) kehittämisen fokus on siirtynyt viime vuosien aikana tehtyjen liiketoimintamallin ja rakennemuutosten valmistumisen myötä kasvun ja kannattavuuden vahvistamiseen sekä uusien liiketoimintojen kehitykseen. Tässä keskeisessä roolissa on lyhyellä aikavälillä (0-2 vuotta) palvelujen, oppimateriaalien ja asiakkuuksien siirtäminen

digitaaliseen oppimisympäristöön ja keskipitkällä aikavälillä uusien, helppokäyttöisten ja skaalautuvien pilvipalveluihin perustuvien koulutusalojen kehittäminen ja kasvattaminen.

Digitaalisten palveluiden ja oppimisympäristöjen avulla Soprano pyrkii parantamaan kannattavuuttaan, kilpailuasemaansa ja kasvua. Soprano on testannut viime vuosina useita eri pilvipalvelu-aloja ja lanseerannut Ruotsin ja Suomen markkinoille Training Cloud oppimisalustan, jossa asiakkaille voidaan rakentaa pilvipalveluun henkilökohtainen virtuaalinen oppimispolku, johon sisältyy ennakotehtävät, kurssimateriaalit, luennot, videot, tehtävät, ryhmätyöt, testit ja kokeet. Kokonaisuutena pilvipalvelujen kehitys ja myynti ovat vielä kuitenkin alkuvaiheessa ja Soprano tutkii parhaillaan vaihtoehtoja niihin tehtävien investointien rahoittamiseksi. Yhtenä vaihtoehtona yhtiö on tutkinut joukkorahoituksen hyödyntämistä.

Suhtaudumme pilvipalveluiden kehitykseen vielä mielenkiintoisena, mutta potentiaalisesti merkittävänä optiona, sillä niiden kehityksen vaatimat investoinnit eivät ole vielä tarkentuneet ja lähivuosina pilvipalveluiden merkitys operatiivisten toimintojen tuloskehitykselle tulee olemaan todennäköisesti kohtuullisen pieni.

Liiketoimintamallia kehitetty joustavammaksi, skaalautuvammaksi ja tehokkaammaksi

Soprano on uudistanut parin viime vuoden aikana tehtyjen rakennemuutosten myötä operatiivisten yksiköidensä liiketoimintamallin konsernin Ruotsin-yksikössä (Informator) vuonna 2013 käyttöönotetun liiketoimintamallin mukaiseksi. Uudistunut liiketoimintamalli vastaa hyvän joustavuuden, skaalautuvuuden ja tehokkuuden kautta näkemyksemme mukaan

hyvin toimialan asettamiin lukuisiin haasteisiin ja mahdollistaa yhtiön kannattavuuden nostamisen terveelle tasolle. Lisäksi uudistunut liiketoimintamalli mahdollistaa nopeamman ja joustavamman reagoinnin kasvumahdollisuuksiin.

Vanha liiketoimintamalli (-2015)

Sopranon koulutus- ja valmennusliiketoimintojen liiketoimintamalli perustui aiemmin koulutuskeskuksissa lähiopetuksena tapahtuvaan asiakaskohtaisesti räätälöityyn tai avoimeen kurssitarjontaan perustuvaan opetukseen. Vanhassa liiketoimintamallissa Soprano käytti palvelujen tuottamiseen pitkälti omia resurssejaan ja toimitiloja, minkä vuoksi yhtiön kiinteiden kulujen osuus oli korkea. Korkeiden kiinteiden kulujen vastapainona oli korkea, jopa 90 %:iin liikevaihdosta yltänyt bruttomarginaali.

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

Uudistettu liiketoimintamalli (2015-)

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

Strategia ja liiketoimintamalli 2/3

Uudessa liiketoimintamallissaan Soprano on ulkoistanut käytännössä kokonaan palveluiden tuotannon (opetuksen, valmennuksen ja sisältötuotannon) konsernin ulkopuolisille konsulteille ja valmentajille. Yhtiö hoitaa siten omin resurssein myynnin ja markkinoinnin, asiakkuuksien hallinnan, palveluiden kehityksen ja yhtiön hallinnon.

Kapasiteetin ulkoistaminen laski selvästi yhtiön bruttomarginaalia, sillä materiaali- ja palvelukustannusten osuus liikevaihdosta on noussut noin 40-50 %:iin. Toisaalta Soprano on pystynyt laskemaan kiinteiden kulujen määrää absoluuttisesti ja suhteellisesti merkittävästi alemmalle tasolle. Tästä johtuen yhtiön liikevoittomarginaalin ei pitäisi laskea nykyistä heikommassakaan kysyntätilanteessa ja kausiluonteisesti heikoilla kvartaaleilla merkittävästi negatiiviseksi, ja vastaavasti hyvässä kysyntätilanteessa Soprano voi kasvattaa liikevaihtoa per henkilö (tuottavuus) merkittävästi ilman kiinteiden kulujen kasvua.

Myös liiketoiminnan riskitaso on laskenut tässä mallissa merkittävästi, sillä tuloskehityksen herkkyys suhdannevaihteluille ja kausiluontoisuudelle on pienentynyt huomattavasti. Vahvassa kysyntätilanteessa yhtiö voi kasvattaa nopeasti liikevaihtoa sopimuskonsulttien avulla, ilman merkittävää nousupainetta kiinteissä kuluissa. Heikossa kysyntätilanteessa ja kausiluonteisesti heikkojen kvartaalien aikana kapasiteetti taas joustaa tehokkaasti alaspäin, kun sopimuskonsulteilta ostettavien palveluiden määrää laskee.

Lisäksi Soprano on pyrkinyt vähentämään yksittäisille asiakkaille räätälöityvien koulutuksien määrää ja ohjaamaan kysyntää

paremmin kannattavan ja monistettavan avoimen kurssitarjonnan suuntaan. Asiakkaat joutuvat myös maksamaan kurssien ja koulutusten räätälöintipalveluista lisähintaa.

Tulevaisuuden liiketoimintamalli (2017-)

Soprano on jo aloittanut kehittämään ja pilotoimaan operatiivisten yhtiöidensä liiketoimintamallin seuraavaa kehitysvaihetta. Suunnitelmien toteutuessa Sopranon liiketoiminta rakentuu tulevaisuudessa entistä vahvemmin monistettavien, skaalautuvien ja joustavasti laajennettavien pilvipohjaisten koulutus- ja valmennuspalveluiden varaan.

Digitaaliset, pilvipalveluihin perustuvat koulutuspalvelut eroavat Sopranon aiemmasta ja nykyisestä liiketoimintamallista merkittävästi kasvu- ja kannattavuuspotentiaalinsa suhteen. Pilvipalveluihin puhtaasti perustuvassa liiketoimintamallissa yhtiön tuotteet ja palvelut ovat täysin digitaalisessa muodossa, joten niiden tuottaminen ja käyttäminen ei ole sidoksissa paikkaan tai aikaan. Liiketoiminnan näkökulmasta tämä tarkoittaa mm. sitä, että 1) yksittäisen koulutuksen järjestämis- ja perustamiskustannukset pienenevät merkittävästi, niiden hinta laskee ja kannattavuus kasvaa, 2) tuottojen riippuvuus konsultointipäivistä, kurssien täyttöasteesta ja kouluttajien saatavuudesta pienenee merkittävästi, ja 3) palveluita voidaan monistaa ja myydä ilman lisäkustannuksia entistä merkittävästi laajemmalle asiakaskunnalle.

Arviomme mukaan koulutus- ja valmennusmarkkinat eivät tule kuitenkaan siirtymään pitkään aikaan täysin puhtaaksi pilvipalveluksi, sillä lähiopetuksella ja

henkilökohtaisella tuella on edelleen merkittävä rooli oppimisessa ja koulutuksessa. Pilvipalvelut tulevat kuitenkin olemaan perusta yleistyvälle monimuotokoulutukselle, jossa pääosa oppimisesta tapahtuu pilvipalveluissa.

Taloudellinen potentiaali

Sopranolla ei ole tällä hetkellä julkilausuttuja taloudellisia tavoitteita, joten arvioimme yhtiön taloudellista potentiaalia omiin ennusteisiimme perustuvien laskelmien kautta. Arvioimme, että Sopranon operatiivisten yksiköiden on nykyisellä myyntikate-%:lla ja kustannusrakenteella mahdollista ylittää lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä noin 10-12 %:n käyttökate- ja 8-11 %:n liikevoittotasoon liikevaihdon kehityksestä riippuen. Konsernitason liikevoittomarginaalin potentiaali jää arviomme mukaan 4-5 %-yksikköä matalammaksi konsernikuluista johtuen.

Arvioimme, että operatiivisten yksiköiden käyttökatemarginaalin nouseminen merkittävästi yli 12 %:iin vaatisi joko pääosin voimakkaasti skaalautuvista palveluista syntyvän liikevaihdon kasvua ja/tai myyntikate-%:n kasvua. Kiinteiden kulujen taso on nähdäksemme pääosin jo niin matala, että niiden tasoa ei voi enää nykyisellä myyntimixillä juurikaan laskea alaspäin. Merkittävästi nykyistä korkeammat myyntikatemarginaalit sen sijaan ovat lyhyellä tähtäimellä mahdollisia, jos kysyntä siirtyy odottamaamme vahvemmin digitaalisiin oppimisympäristöihin ja/tai kurssien täyttöasteet nousevat kysynnän piristyessä selvästi. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin kilpailupaineen kasvavan entisestään, mikä rajoittaa yhdessä kasvuinvestointien kanssa marginaalien nousua.

Strategia ja liiketoimintamalli 3/3

Pääomakevyt liiketoiminta tuottaa normaalisti hyvin kassavirtaa

Sopranon liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan ja yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen, joten yhtiön operaattinen toiminta tuottaa normaalisti hyvin kassavirtaa.

Kasvuhankkeiden rahoitus, taseen vahvistaminen ja velkojen lyhennykset syövät kuitenkin lähivuosina odotuksiemme mukaan vielä merkittävästi rahavirtaa, joten arviomme yhtiön maksavan noin 20-50 % tuloksestaan osinkoina omistajille.

Yrityskaupat tärkeä osa strategiaa

Näemme yrityskaupat keskeisenä osana Sopranon strategiaa ja odotamme pitkällä aikavälillä yhtiön rakenteen olevan hyvin erinäköisen. Odotamme kuitenkin vuoden 2017 jäävän yrityskauppojen osalta välivuodeksi, sillä yhtiö keskittyy lyhyellä aikavälillä nykyisen operatiivisen liiketoiminnan kehittämiseen ja pilvipalveluiden kasvupotentiaalin realisoimiseen. Osakkuusyhtiöiden osalta irtautumiset tapahtuvat arviomme mukaan myös aikaisintaan ensi vuonna.

Soprano hakee yrityskaupoilla eritoten liiketoimintayksiköiden kasvupotentiaalia täydentäviä alueita, sekä uusia liiketoimintoja, joissa yhtiö näkee markkina- ja regulaatiomuutosten tai digitalisoitumisen myötä merkittävää kehityspotentiaalia. Tämän strategian kautta ovat muotoutuneet myös yhtiön nykyiset operatiiviset liiketoiminnot.

Pörssiyhtiönä Soprano voi halutessaan

hyödyntää tehokkaasti omaa tai omistamiensa yhtiöiden osakkeita yrityskaupoissa, sillä niiden avulla voidaan kaupat strukturoida siten, että molemmat osapuolet hyötывät kasvusta ja synergioista. Hyvänä esimerkkinä tästä on Sopranon vuoden 2015 lopussa toteuttama useiden verkkokauppayhtiöiden yhdistäminen Ambientan vastaavien toimintojen kanssa.

Yhtiö on myös kertonut tutkivansa mahdollisuuksia kasvuinvestointien rahoittamiseen joukkorahoituksen avulla. Joukkorahoituksen avulla Soprano voisi näkemysemme mukaan saada investointeihin oman pääoman tai vieraan pääoman ehtoista rahaa kohtuullisin ehdoin ja samalla mahdollisuuden laajentaa tytäryhtiöiden omistus pohjaa myöhemmin potentiaalisesti tapahtuvaa tytäryhtiöiden listautumista ja omistuksesta irtautumista varten.

Seuraavat omistusjärjestelyt todennäköisimmin myyntejä

Pidämme todennäköisenä, että Soprano on lähivuosina edelleen yrityskaupoissa voittopuolisesti myyjänä. Odotamme Sopranon luopuvan ensimmäisenä osakkuusyhtiöiden omistuksista, sillä niillä on nykyisellään varsin vähän yhtymäkohtia konsernin operatiivisten toimintojen kanssa ja niistä saatavilla pääomilla Soprano voisi investoida voimakkaammin operatiivisten liiketoimintojen kehittämiseen tai uusiin kehitysaihioihin.

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

omistaja-arvon kasvattamiseen nykyisten operatiivisten toimintojen kautta. Lopulta sijoitusten potentiaali on kuitenkin vahvasti riippuvainen ostettavasta kohteen hinnasta, sen tuloksentekokyvystä ja kasvupotentiaalista. Näin ollen arviomme uusia sijoituksia aina tapauskohtaisesti.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Kysynnän vaihtelut ja kilpailu

1

Kysyntä on pääosin hyvin suhdanneherkkää ja kausiluonteista. Kilpailu intensiivistä.

Liikevaihdon jatkuvuus/näkyvyys

1

Pääosa liikevaihdosta on vielä lyhytkestoista, ei-jatkuvaa palvelua

Liikevaihdon hajautuminen

1

Laaja asiakasportfolio

2 Kannattavuus

Kapasiteetin joustavuus

2

Kapasiteetti pitkälti ulkoistettu ja joustava

Kustannusten skaalautuvuus

2

Kustannusrakenne kiinteä ja skaalautuu hyvin

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen rahavirta

3

Hyvä operatiivinen kassavirta ja negatiivinen nettokäyttöpääoma

Investointi-intensiivisyys

3

Hyvin matala kiinteän pääoman tarve ja investointiaste. Korkea liikearvon määrä.

Arviomme Sopranon liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Sopranon strategia



Taloudellinen tilanne

Taloudellinen tilanne vakiintunut ja vahvistunut huomattavasti aiemmasta

Sopranon taloudellinen tilanne on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä kokonaisuutena katsoen melko vakaa ja kohtuullisen vahva viime vuonna toteutettujen yritysjärjestelyiden ja parantuneen operatiivisen kehityksen ansiosta. Konsernin taloudellisen tilanteen parantuminen on ollut nopeaa, sillä vielä vuoden 2016 alkupuolella yhtiön rahoitusasema ja tuloskehitys olivat hyvin heikkoja. Sopranon tulosta ja tasetta rasittivat voimakkaasti vuosina 2013-2015 yritysostoista, rakennemuutoksista ja tehostustoimista syntyneet kulut sekä toimialan heikko kehitys.

Sopranon liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle periaatteessa vahvan kassavirran, sillä palveluihin pohjautuvan liiketoiminnan operatiivinen kassavirta on selvästi positiivinen ja sitoo suhteellisen vähän pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky ei ole velkojen määrän näkökulmasta vieläkään erityisen vahva, mutta odotamme yhtiön maksavan ensi vuonna useiden vuosien tauon jälkeen osinkoja. Tase ja rahoitusasema mahdollistavat myös jo pienehköt yritysostot.

Yritysostojen liikearvot kasvattavat muuten kevyttä tasetta

Sopranon taseen loppusumma oli Q4'16 lopussa 12,3 MEUR (Q4'15: 14,2 MEUR). Tase on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2011 lähtien (2011: 3,7 MEUR) yrityskauppojen myötä. Tase sisältää siksi myös paljon liikearvoa (5,4 MEUR), mutta muu yrityskaupoista syntynyt aineeton omaisuus on jo lähes poistettu (0,2 MEUR). Valtaosa liikearvosta on syntynyt Tieturi Informator

Groupin ostosta vuonna 2013 (3,15 MEUR) ja MIF:n ostosta vuonna 2014 (1,5 MEUR). Sopranon osakkuusyhtiöiden omistusosuuksien tasearvo oli Q4'16 lopussa 1,2 MEUR.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä osto- ja siirtovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamiaisia korkeammat. Q4'16 lopussa käyttöpääoma oli n. 1,7 MEUR negatiivinen.

Sopranon oma pääoma oli Q4'16 lopussa 4,8 MEUR. Oman pääomanehtoisten lainojen osuus omasta pääomasta oli 1,0 MEUR, eli noin 20 %. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'16 lopussa 0,6 MEUR ja lyhytaikaista velkaa 1,9 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'16 lopussa 0,8 MEUR ja nettovelkaa 2,2 MEUR.

Pidämme Sopranon tase-eriä valtaosin kuranttina, mutta liikearvojen alaskirjauriski voisi muodostua merkittäväksi, jos Tieturi Informator Groupin tai MIF:n operatiivinen kehitys jäisi nykyistä heikommaksi. Ennustamme kuitenkin operatiivisten yksiköiden tuloksen paranevan lähivuosina.

Sijoittajien kannattaa myös huomioida, että Sopranolla on käytössään verottajan vahvistamia tappioita yhteensä yli 13 MEUR:n edestä. Näistä on kuitenkin kirjattu taseen verosaataviin yhtiön viime vuosien heikon kannattavuuden takia vain 0,6 MEUR. Olemme huomioineet suuret verosaamiset kassavirtalaskelmassa, jossa ennakoimme konsernin efektiivisen veroasteen olevan lähellä nolaa pitkälle tulevaisuuteen. Pidämme mahdollisena, että tuloksen parantuessa yhtiö tulee kirjaamaan taseeseen nykyistä suuremman verosaatavan, mikä parantaisi yhtiön omavaraisuutta.

Velkaisuus taittunut selvään laskuun

Sopranon nettovelkaantumisaste oli Q4'16 lopussa 46 %. Nettovelkaantumisaste nousi yritysostojen ja heikentyneen operatiivisen kehityksen myötä yli 140 %:iin vuonna 2015, mutta yritysjärjestelyt (omistusten myynti 7 yhtiössä) ja vahvistunut operatiivinen kehitys ovat kääntäneet velkaantumisen selvään laskuun ja vahvistaneet omavaraisuusasteen 40 %:iin. Ilman 1 MEUR:n hybrilainaa omavaraisuusaste olisi ollut hieman yli 30 %.

Pääoman tuotto jäänyt heikoksi

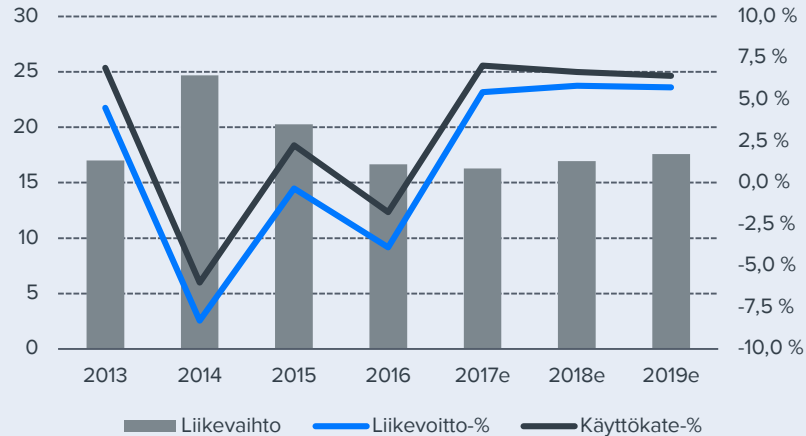
Taseen kasvusta ja heikosta operatiivisesta kehityksestä johtuen Sopranon oman pääoman tuotto (ROE) oli negatiivinen vuosina 2014-2015, mutta vuonna 2016 yrityskauppojen myyntivoitot nostivat ROE:n 11 %:iin. Odotamme yhtiön oman pääoman tuoton säilyvän parantuvan operatiivisen kehityksen ansiosta selvästi positiivisena lähivuodet.

Kassavirta ja osinko

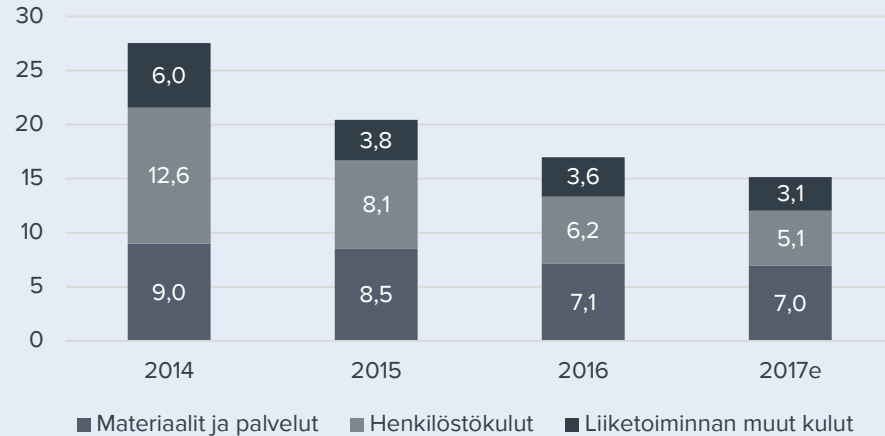
Sopranon liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina operatiivisen tuloskehityksen tapaan selvästi negatiivista, mutta myös kassavirran kehitys kääntyi positiiviseen suuntaan vuoden 2016 lopulla. Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, noin 0,1-0,15 MEUR vuodessa, nettokäyttöpääoma tyypillisesti negatiivinen ja efektiivinen veroaste lähellä nolaa, joten arviomme, että Sopranon liiketoiminnan kassavirrat tulevat olemaan jatkossa lähes käyttökäteen tasolla.

Taloudellinen tilanne

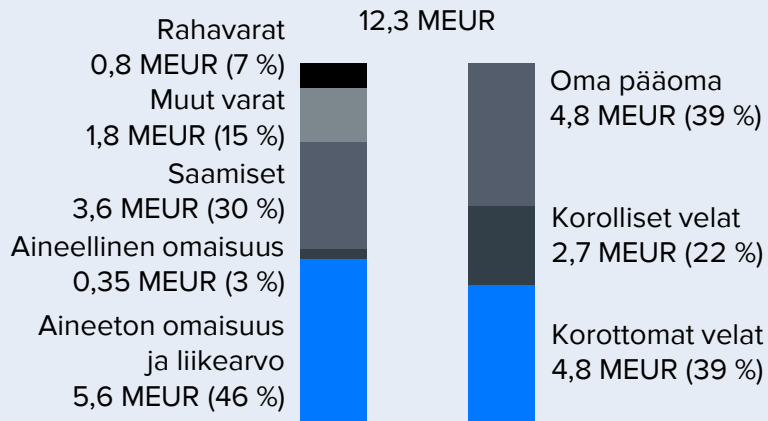
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



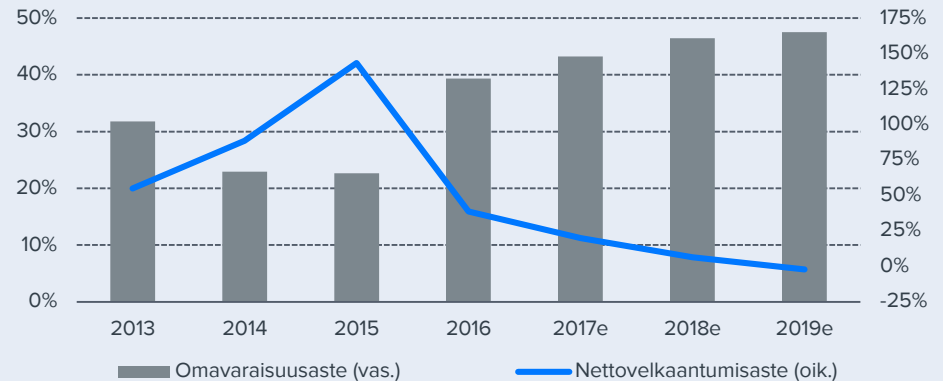
Kustannusrakenne



Taserakenne, 2016



Omavaraisuusaste ja nettovelkaisuus



Ennusteet

Ennustemalli

Ennustamme Sopranon liikevaihdon kehitystä pääasiassa yhtiön antamien näkymien ja yleisen talouskehityksen perusteella, sillä operatiivisten yksiköiden kysynnän kehitykseen ei ole saatavissa luotettavia tilastoja, indikaattoreita tai ennusteita. Kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme lisäksi bruttokatteen ja yhtiön kulurakenteen kehitystä.

Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme liikevaihdon osalta arvioitua yleistä talouskasvua ja Sopranon ja 5 %:n liikevoittomarginaalia. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia. Sopranon liikevaihdon ennustaminen yli vuoden päähän on haastavaa, minkä vuoksi emme anna suurta painoarvoa keskipitkän tai pitkän aikavälin ennusteillemme arvonmäärityksessä.

Vuoden 2017 ennusteet

Sopranon tilauskanta oli Q4'16 lopussa normaalilla/hyvällä tasolla ja se kattoi noin 24 % Informator Tieturi Groupin budjetoidusta liikevaihdosta sekä noin 55 % MIF:n budjetoidusta liikevaihdosta. MIF:n tilauskantaa on vahvistanut erityisesti pitkien koulutusohjelmien hyvä kysyntä. Kaiken kaikkiaan yhtiön tilauskanta luo näkemyksemme mukaan hyvän pohjan maltilliselle liikevaihdon kasvulle.

Soprano ohjeisti tilipäätöksen yhteydessä maltillista kasvua konsernin vertailukelpoiseen liikevaihtoon vuonna 2017 ja liiketuloksen

kääntyvän positiiviseksi vuonna 2017. Yhtiö ei ilmoittanut vertailulukua liikevaihdolle, mutta arvioimme sen olleen noin 15,9 MEUR. Vuoden 2016 raportoitu liikevaihto oli 16,7 MEUR. Lisäksi yhtiö antoi segmenteille erilliset arviot, joiden mukaan Informator Tieturi Groupin ja MIF:n liikevaihdon arvioidaan kasvavan maltillisesti ja käyttökateen sekä liikevoiton paranevan vuonna 2017.

Ennustamme Sopranon vuoden 2017 vertailukelpoisen liikevaihdon kasvavan 2,4 % ja raportoidun liikevaihdon laskevan 2,3 % 16,3 MEUR:oon. Konsernin oikaistun liikevoiton ennustamme olevan 0,89 MEUR (2016: -0,1 MEUR), eli 5,4 % liikevaihdosta (2016: -0,6 %). Liiketuloksen kasvua ajaa ennusteissamme pääosin henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen merkittävä pientyminen vertailukauteen nähden sekä myyntikate-%:n säilyminen hyvällä noin 57 %:n tasolla.

Vuoden 2017 raportoidun osakekohtaisen tuloksen arvioimme nousevan 0,042 euroon, mutta oikaistun tuloksen laskevan kahdella sentillä 0,055 eurosta. Osakekohtainen tulos muodostui vertailukaudella pääasiassa myyntivoitoista, kun taas vuoden 2017 tulos syntyy operatiivisten toimintojen tuloksesta. Arvioimme yhtiön palaavan vuoden 2018 keväällä osingonmaksajaksi ja maksavan 0,01 euron osingon osakkeelta, mikä vastaa 23 %:n osingonjakosuhdetta.

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Ennustamme Sopranon yltävän lähivuosina organisaation hieman yleistä talouskasvua

nopeampaan noin 4 %:n liikevaihdon kasvuun uusien palveluiden, tuotteiden ja markkina-aseman lievän parantumisen kautta. Yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteissamme selvästi liikevaihtoa hitaammin ja myyntikate-% paranee myyntimixin muutosten myötä hiukan, mikä tuo lievää vipua kannattavuuteen.

Ennustamme vuoden 2018 liikevaihdon nousevan 4,1 % 17,0 MEUR:oon ja liikevoiton noin 11 % 1,0 MEUR:oon, mikä vastaa 5,8 %:n EBIT-marginaalia (2017e: 5,4 %). Liikevoitto kasvaa ennusteissamme selvästi käyttökateen nopeammin pienentyvien aineettomien poistojen takia. Vuodelle 2019 ennustamme 3,8 %:n liikevaihdon kasvulla 17,6 MEUR:n liikevaihtoa, 5,7 %:n EBIT-marginaalia ja 1,0 MEUR:n liikevoittoa.

Osakekohtainen tulos ennusteemme vuosille 2018 ja 2019 ovat 0,047 euroa ja 0,049 euroa ja osinkoennusteet 0,02 euroa ja 0,03 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Sopranon liikevaihdon kasvavan noin 2,5 % vuodessa, eli yleisen talouskasvun vauhtia. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 5 %:n tasolle, mikä on hieman vuosien 2017-2020e keskimääräistä tasoa alempana.

Ennusteet

Tulosennusteet	2011	2012	2013	2014	2015	H1'2016	H2'2016	2016	H1'2017e	H2'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	5,30	5,66	17,00	24,68	20,27	9,58	7,08	16,66	8,47	7,80	16,27	16,94	17,57
Informer Tieturi Group				13,7	12			10	5,4	4,8	10,2	10,8	11,3
MIF				9,8	5,5			5,9	3,1	3,0	6,1	6,2	6,3
Konzerni ja muut toiminnot	5,30	5,66	17,00	1,2	2,8	9,6	7,1	0,8	0	0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-0,74	-0,72	-4,93	-9,00	-8,54	-4,02	-3,10	-7,12	-3,59	-3,37	-6,96	-7,20	-7,43
Myyntikate	4,57	4,94	12,07	15,68	11,73	5,56	3,98	9,54	4,88	4,43	9,31	9,73	10,15
Liiketoiminnan muut tuotot	0,04	0,10	0,62	1,36	0,61	0,07	-0,01	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Henkilöstökulut	-3,00	-3,35	-7,52	-12,57	-8,14	-3,51	-2,71	-6,22	-2,69	-2,40	-5,09	-5,27	-5,47
Liiketoiminnan muut kulut	-0,86	-0,96	-4,00	-5,98	-3,77	-2,10	-1,54	-3,64	-1,53	-1,56	-3,09	-3,33	-3,55
Käyttökate	0,75	0,73	1,18	-1,51	0,44	0,02	-0,28	-0,26	0,67	0,47	1,14	1,13	1,13
Poistot	-0,20	-0,11	-0,41	-0,57	-0,53	-0,23	-0,13	-0,36	-0,13	-0,13	-0,25	-0,14	-0,12
Liikevoitto	0,55	0,62	0,77	-2,07	-0,10	-0,21	-0,41	-0,62	0,54	0,34	0,89	0,99	1,01
Informer Tieturi Group				-0,9	-0,2			0,1	0,69	0,43	1,12	1,20	1,27
MIF				-0,8	0			0,1	0,28	0,25	0,53	0,55	0,50
Konzerni ja muut toiminnot	0,55	0,62	0,77	-0,4	0,1	-0,21	-0,41	-0,8	-0,42	-0,34	-0,76	-0,77	-0,79
Kertaluonteiset erät	0,00	0	0	-1,1	0,94	-0,45	-0,06	-0,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Oikaistu liikevoitto	0,55	0,62	0,77	-0,97	-1,04	0,25	-0,35	-0,11	0,54	0,34	0,89	0,99	1,01
Tunnusluvut	2011	2012	2013	2014	2015	H1'2016	H2'2016	2016	H1'2017e	H2'2017e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	22,6 %	6,8 %	200,4 %	45,1 %	-17,8 %	-12,4 %	-24,1 %	-17,8 %	-11,6 %	10,2 %	-2,3 %	4,1 %	3,8 %
Liiketoiminnan muut tuotot-%	0,8 %	1,8 %	3,7 %	5,5 %	3,0 %	0,7 %	-0,1 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Materiaalit ja palvelut-%	-13,9 %	-12,7 %	-29,0 %	-36,5 %	-42,1 %	-42,0 %	-43,8 %	-42,7 %	-42,4 %	-43,2 %	-42,8 %	-42,5 %	-42,3 %
Henkilöstökulut-%	-56,7 %	-59,3 %	-44,2 %	-50,9 %	-40,1 %	-36,7 %	-38,3 %	-37,3 %	-31,7 %	-30,8 %	-31,3 %	-31,1 %	-31,1 %
Liiketoiminnan muut kulut-%	-16,1 %	-17,0 %	-23,5 %	-24,2 %	-18,6 %	-21,9 %	-21,7 %	-21,8 %	-18,0 %	-20,0 %	-19,0 %	-19,7 %	-20,2 %
Myyntikate-%	86,1 %	87,3 %	71,0 %	63,5 %	57,9 %	58,0 %	56,2 %	57,3 %	57,6 %	56,8 %	57,2 %	57,5 %	57,7 %
Käyttökate-%	14,1 %	12,9 %	6,9 %	-6,1 %	2,2 %	0,2 %	-3,9 %	-1,6 %	7,9 %	6,0 %	7,0 %	6,7 %	6,4 %
Liikevoitto-%	10,3 %	11,0 %	4,5 %	-8,4 %	-0,5 %	-2,2 %	-5,8 %	-3,7 %	6,4 %	4,4 %	5,4 %	5,8 %	5,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	10,3 %	11,0 %	4,5 %	-3,9 %	-5,1 %	2,6 %	-5,0 %	-0,6 %	6,4 %	4,4 %	5,4 %	5,8 %	5,7 %
Työntekijämäärä (keskimäärin)	45	56	130	179	138	124	95	110	87	84	85	86	87
Liikevaihto/työntekijä (MEUR)	0,12	0,10	0,13	0,14	0,15	0,0773	0,0745	0,151	0,097	0,093	0,191	0,197	0,202
kasvu-%	-	-14 %	29 %	5 %	7 %	-1 %	8 %	3 %	26 %	25 %	26 %	3 %	3 %
Henkilöstökulut per työntekijä, MEUR	-0,07	-0,06	-0,06	-0,07	-0,06	-0,028	-0,029	-0,057	-0,031	-0,029	-0,060	-0,061	-0,063
kasvu-%	-	-10 %	-3 %	21 %	-16 %	-14 %	10 %	-4 %	9 %	0 %	6 %	2 %	3 %
Liiketoiminnan muut kulut per työntekijä	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,017	-0,016	-0,033	-0,018	-0,019	-0,036	-0,039	-0,041
kasvu-%	-	-10 %	79 %	9 %	-18 %	19 %	23 %	21 %	4 %	15 %	10 %	7 %	5 %

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Sopranon osaketta ensisijaisesti tulos- ja volyympohjaisten arvostuskertoimien kautta. Lisäksi peilaamme yhtiön arvostustasoa seuraavalla sivulla esitettyyn osien summa laskelmaan (0,45 euroa ja rahavirtamalliin (DCF). Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/Liikevaihto, EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Sopranon osakekurssi on noussut odotuksia positiivisemmän tuloskehityksen ja näkymien myötä vuoden alusta noin 17 %. Vuoden 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme tällä hetkellä 10x ja 9x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 6x ja 5x. Volyympohjainen EV/liikevaihto -kerroin on vuodelle 2017 0,4x. Toteutunut osinkotuotto on 0 % ja ennustettu 2,4 %.

Huomioiden Sopranolle ennustamamme tuloskasvu ja kannattavuustaso, sekä verosaamisten takia matala efektiivinen veroaste, tulisi Sopranoa hinnoitella näkemyksemme mukaan noin 10-11x-tasolla olevilla P/E-kertoimilla. Vastaavasti EV/EBITDA-kertoimet tulisi mielestämme olla 6-7x tasolla. Volyympohjaisesti Sopranon arvostus on matala, sillä lähivuosille ennustamallamme 5-6 %:n liikevoittomarginaalilla yhtiölle voisi perustella 0,5-0,6x EV/Liikevaihto -kertoimen.

Arvostuskertoimien herkkyyshanalyysi

Olemme tehneet arvostuskertoimien tueksi herkkyyshanalyysin eri kasvu- ja kannattavuustasoille. Analyysissä vaihdamme vuoden 2017 liikevaihdon kasvu- ja EBIT-% -ennusteita portaittain. Herkkyyshmalli osoittaa tämän

perusteella osakekohtaisen tuloksen. Olemme herkkyyshanalyysissä oletaneet, että Sopranon osaketta hinnoitellaan 10x P/E-kertoimella. Tämän perusteella analyysi indikoi osakkeen potentiaalin suhteessa nykyiseen 0,42 euroon.

Herkkyyshanalyysi tukee näkemystämme siitä, että osakkeessa on kannattavuuskäänteen toteutuessa maltillisellakin kasvulla selvää nousuvaraa. Ilman kannattavuuden parantumista nousuvaraa ei kuitenkaan ole. Odotuksiemme mukaisella vertailukelpoisen liikevaihdon kasvulla (n. 2 %) ja kannattavuudella (EBIT-% 5,5 %) sekä 0 %:n efektiivisellä veroasteella herkkyyshmallimme indikoi osakkeen arvoksi noin 0,52 euroa osakkeelta. Jos taas EBIT-marginaali olisi 4,0 %:n tasolla, olisi osakkeen nykykurssi perusteltu.

Herkkyyshanalyysin tulokinnassa kannattaa huomioida, että malli ei huomioi Sopranolle ennustettua osinkotuottoa, joka on vuoden 2017 ennusteillamme noin 2 %.

Vertailuryhmäarvostus

Sopranolle muodostamamme 11 yhtiön laajuinen verrokkiyhtiölistä ei näy merkittävää roolia arvomäärityksessämme, sillä Pohjoismaista tai Euroopasta ei ole löydettävissä Sopranoa vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia ja tulosajureiltaan vastaavia koulutus- ja valmennustoimialan listayhtiöitä. First Northissa listattu markkinointiviestintäyhtiö Zeeland Family on kokoluokaltaan, kasvultaan, kannattavuudeltaan ja markkina-arvoltaan Sopranolle kohtuullisen hyvä verrokki, mutta myös tässä tapauksessa liiketoimintamallit poikkeavat toisistaan paljon.

Sopranon 2017e arvostustaso jää ennusteillamme EV/EBITDA-kertoimen osalta 30 % ja P/E-kertoimen osalta 50 % alle vertailuryhmän keskimääräisen arvostustason. Zeeland Familyyn verrattuna Sopranon arvostustaso on kuitenkin neutraali.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvomäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti pitkän aikavälin ja terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,59 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on melko korkea, noin 40 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on suhteellisen korkea 11 % ja oman pääoman kustannus 11,7 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 2,0 % ja beta 1,4.

Tavoitehintaa ja suositus

Nostamme Sopranon suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 0,45 euron tavoitehinnan. Pidämme Sopranon arvostustasoa ennustamaamme tuloskäänteeseen nähden kohtuullisina, mutta yhtiön pitää vielä vakiinnuttaa kehitystään korkeampien arvostuskertoimien hyväksymiseksi.

Osien summa -laskelma

Osien summa antaa indikaatiota yritysjärjestelyoption arvosta

Soprano on kehitysyritys ja sen liiketoiminnot ovat käytännössä ja juridisesti hyvin itsenäisiä, ja siten potentiaalisia yritysjärjestelyn kohteita. Käytämme siksi Sopranon arvonmäärityksen tukena osien summa laskelmaa, joka antaa indikaatiota yritysjärjestelyihin liittyvän option arvosta.

Yhtiön operatiivisten liiketoimintojen arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on toimialalla muutaman viime vuoden aikana toteutuneiden yrityskauppojen EV/Liikevaihto –kertoimet (sivu 25). Osakkuusyhtiöiden arvonmäärityksessä käytämme puolestaan pohjoismaisen IT-palvelusektorin keskimääräisiä EV/Liikevaihto -kertoimia vuodelle 2017 (EV/S 1,0x). Konsernierien arvon määritämme käyttäen diskontattua kassavirtaa. Lisäksi lisäämme osien summaan arvioimamme verosaatavien nykyarvon vuosille 2017-2027 ja H2'16 taseen mukaiset nettovelat.

Arviomme Sopranon osien bruttoarvosta on yllä mainituilla oletuksilla ja ennusteillamme 11,2 MEUR. Informator Tieturi Group (ICT) on konsernin osista korkeimman liikevaihdon ja koon puolesta arviomme mukaan selvästi arvokkain osa ja arviomme sen bruttoarvolle on 10,7 MEUR. MIF on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arviomme sen arvoksi 6,4 MEUR. Osakkuusyhtiöiden omituksen arvo on laskelmassamme yhteensä 1,6 MEUR, josta Ambientia Commerce Oy:n arvo on 1,4 MEUR. Verosaatavien seuraavan 10 vuoden aikana hyödynnettävissä oleva nykyarvo on arviomme mukaan 1,1 MEUR. Kun arvoista vähennetään konsernierien diskontattu arvo (-8,6 MEUR) ja nettovelat (-3,2 MEUR sis. hybrilainan) saadaan

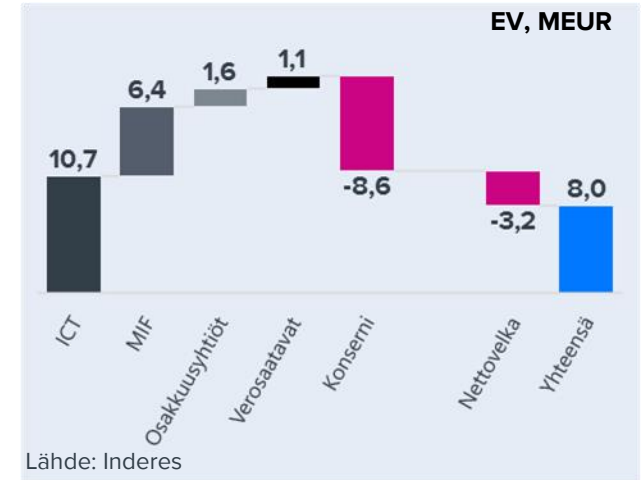
osien nettoarvoksi 8,0 MEUR tai noin 0,45 euroa per osake.

Suurin potentiaali Informator Tieturi Groupissa

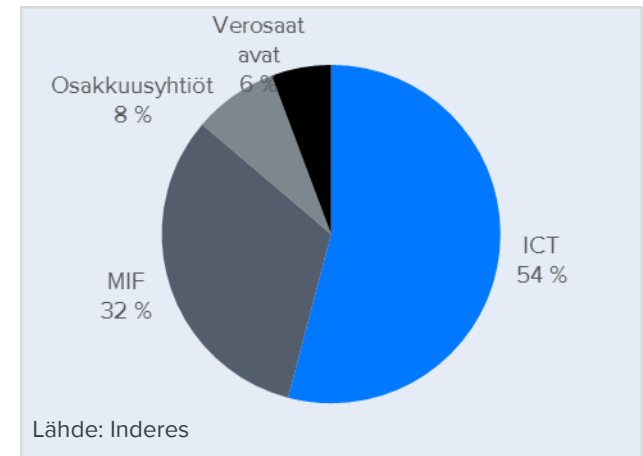
Sopranon osien arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Informator Tieturi Groupiin. Segmentin arvostus voisi saada merkittävää nostetta, jos sen kannattavuus nousee merkittävästi yli 15 %:n EBITDA-marginaalitasoon ja perinteisiä koulutuspalveluita huomattavasti kannattavammat digitaaliset liiketoiminnot kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan kasvuun. Ennusteissamme odotamme kuitenkin Informator Tieturi Groupille lähivuosina maltillista liikevaihdon kasvua ja noin 11-12 %:n EBITDA-marginaalia.

Sijoittajien kannalta olisi myös positiivista, jos yritys pystyisi alentamaan konsernin kuluja, sillä ne painavat merkittävästi osien summan arvoa alaspäin. Lisäksi kannattaa huomata, että verosaatavien arvo kasvaa, kun osien kannattavuus paranee, sillä niille arvioimamme nykyarvo huomio vain noin 15 % kaikista vahvistetuista verosaatavista (yli 12 MEUR).

Osien summa 3/2017



Arvon jakautuminen 3/2017



Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysi

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,64	0,41	0,35	0,42	0,42	0,42
Markkina-arvo	11,4	7,3	6,3	7,5	7,5	7,5
Yritysarvo (EV)	14,8	9,0	6,2	6,7	6,0	5,5
P/E (oik.)	neg.	neg.	6,4	10,0	8,9	8,6
P/E	neg.	neg.	13,4	10,0	8,9	8,6
P/Kassavirta	-10,3	-5,2	3,7	7,8	6,9	6,9
P/B	3,1	2,3	1,3	1,4	1,2	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	neg.	19,6	neg.	5,9	5,3	4,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	7,6	6,1	5,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	23,8 %	42,4 %	61,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	4,8 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos (EPS)

liikevaihdon kasvu-%	
	0 % 2,0 % 4,0 % 6,0 % 8 %
2,50 %	0,024 0,024 0,025 0,025 0,025
3,5 %	0,033 0,033 0,034 0,035 0,035
4,50 %	0,042 0,042 0,043 0,044 0,045
5,5 %	0,050 0,051 0,052 0,053 0,054
6,50 %	0,059 0,061 0,062 0,063 0,064
7,5 %	0,068 0,070 0,071 0,072 0,074
8,50 %	0,077 0,079 0,080 0,082 0,083

Hinta P/E-kertoimella 10x

liikevaihdon kasvu-%	
	0 % 2,0 % 4,0 % 6,0 % 8 %
2,50 %	0,24 0,24 0,25 0,25 0,25
3,5 %	0,33 0,33 0,34 0,35 0,35
4,50 %	0,42 0,42 0,43 0,44 0,45
5,5 %	0,50 0,51 0,52 0,53 0,54
6,50 %	0,59 0,61 0,62 0,63 0,64
7,5 %	0,68 0,70 0,71 0,72 0,74
8,50 %	0,77 0,79 0,80 0,82 0,83

Kurssipotentiali osakekurssilla 0,42 €

liikevaihdon kasvu-%	
	0 % 2,0 % 4,0 % 6,0 % 8 %
2,50 %	-44 % -42 % -41 % -40 % -39 %
3,5 %	-22 % -21 % -19 % -18 % -16 %
4,50 %	-1 % 1 % 3 % 5 % 7 %
5,5 %	20 % 23 % 25 % 27 % 30 %
6,50 %	41 % 44 % 47 % 50 % 53 %
7,5 %	63 % 66 % 69 % 72 % 75 %
8,50 %	84 % 88 % 91 % 95 % 98 %

Vertailuryhmäarvostus

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
IES I SVERIGE	66,75	282	266	13,6	11,4	10,4	8,7	1,3	1,2	17,5	15,4	1,7	1,9	3,0
ZEELAND FAMILY O	3,32	5	6	6,8	5,9	5,9	4,5	0,3	0,3	9,1	6,7	3,0	3,6	1,8
WEY EDUCATION PL	13,38	15	14			63,1	14,8	4,8	3,0	66,9	16,7			
CAPELLA EDUCATIO	81,30	878	724	13,7	12,7	10,2	9,5	1,7	1,7	21,7	20,1	2,0	2,1	3,9
DEVRY EDUCATION	33,95	1992	2019	9,2	8,0	6,9	5,7	1,2	1,2	12,8	11,9	1,0	1,0	1,3
STRAYER EDUCATIO	80,43	833	710	10,6	8,4	8,1	6,7	1,6	1,6	22,3	19,7			3,5
AMERICAN PUBLIC	21,65	327	205	6,4	5,6	3,6	3,4	0,7	0,8	19,0	22,3			
GRAND CANYON EDU	69,12	3080	3070	12,4	10,8	10,2	8,8	3,5	3,2	19,9	18,3			3,5
LAUREATE EDUCA-A	12,86	2020	5762	12,2	9,5	6,8	5,9	1,5	1,4	44,8	22,2		0,2	1,5
BRIDGEPOINT EDUC	10,02	435	180					0,4	0,3	30,4	19,6			
Soprano (Inderes)	0,42	8	7	7,6	6,1	5,9	5,3	0,4	0,4	10,0	8,9	2,4	4,8	1,4
Keskiarvo				10,6	9,0	13,9	7,5	1,7	1,5	26,4	17,3	1,9	1,8	2,7
Mediaani				11,4	9,0	8,1	6,7	1,4	1,3	20,8	19,0	1,8	1,9	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				-34 %	-32 %	-28 %	-20 %	-71 %	-73 %	-52 %	-53 %	29 %	145 %	-55 %

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

Verrokkikauppojen arvostus

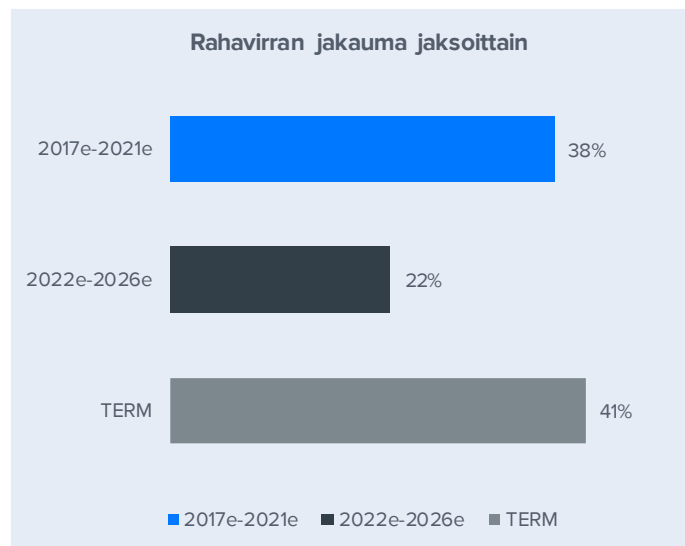
Yhtiö	Pvm	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	Osinkotuotto-%	P/B
		MEUR	MEUR									
Euro Business School AS	11.8.2016		5	-		5,4		1,0				
SWAT Group Limited	20.7.2016		6			9,0		1,1				

Lähde: Yhtiöiden pörssitiedotteet

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	-0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,1	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	
+/- Muut	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Vapaa kassavirta	1,7	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	12,1
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	4,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		10,6	9,7	8,8	8,0	7,3	6,7	6,2	5,7	5,2	4,8	4,4
Velaton arvo DCF		10,6										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		0,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		10,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,59										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	24,68	20,27	16,66	16,27	16,94	17,57
Kulut	-26,16	-19,82	-16,96	-15,12	-15,81	-16,45
EBITDA	-1,48	0,46	-0,29	1,15	1,13	1,13
Poistot	-0,57	-0,53	-0,36	-0,26	-0,14	-0,12
Liikevoitto	-2,05	-0,07	-0,65	0,89	0,99	1,01
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-1,10</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,51</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-0,95</i>	<i>-0,07</i>	<i>-0,14</i>	<i>0,89</i>	<i>0,99</i>	<i>1,01</i>
Rahoituserät	-0,42	-0,04	0,20	-0,33	-0,34	-0,33
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,04	0,14	0,09	0,13	0,15	0,15
Voitto ennen veroja	-2,50	-0,29	-0,14	0,91	1,02	1,05
Muut erät	0,00	0,00	0,59	0,00	0,00	0,00
Verot	0,03	0,08	0,02	-0,16	-0,17	-0,18
Vähemmistöosuus	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	-2,48	-0,21	0,47	0,75	0,84	0,87
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-1,38</i>	<i>-0,21</i>	<i>0,98</i>	<i>0,75</i>	<i>0,84</i>	<i>0,87</i>
Satunnaiset erät	0,00	-0,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilikauden tulos	-2,48	-0,51	0,47	0,75	0,84	0,87
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,14</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,03</i>	<i>0,04</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-0,09	-0,01	0,05	0,04	0,05	0,05

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	9,6	8,5	8,4	8,2	8,2
Liikearvo	7,4	6,0	5,4	5,4	5,4
Aineettomat oikeudet	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusrytiksiin	0,7	0,7	1,2	1,2	1,2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	6,7	5,7	3,9	4,5	4,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,5	4,1	3,0	3,0	3,1
Likvidit varat	1,2	0,2	0,8	1,5	1,8
Taseen loppusumma	16,3	14,2	12,3	12,7	13,1

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	3,7	3,2	4,8	5,5	6,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,3	-1,8	-1,2	-0,4	0,3
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	5,0	5,0	6,0	5,9	5,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,8	2,4	0,8	1,0	0,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,8	2,4	0,6	0,8	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,8	8,5	6,6	6,2	6,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	2,4	1,9	1,6	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	5,8	4,7	4,6	4,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	16,3	14,2	12,3	12,7	13,1

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.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehinnan väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n

omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laateen 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 liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.1.2016	Myy	0,32 €	0,41 €
4.3.2016	Vähennä	0,43 €	0,45 €
26.8.2016	Vähennä	0,43 €	0,41 €
2.11.2016	Vähennä	0,37 €	0,39 €
23.2.2017	Vähennä	0,45 €	0,45 €
21.3.2017	Lisää	0,45 €	0,42 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**