



## **FAIRNESS OPINION**

Aalto Capital Partners Oy:n lausunto Soprano Oyj:n hallitukselle liittyen Soprano Oyj:n ja Themis Holding Oy:n väliseen osakevaihtosopimukseen

15.11.2022

## Sisällysluettelo

|   |   |
|---|---|
| FAIRNESS OPINION.....                     | 1 |
| 1 Johdanto.....                           | 3 |
| 1.1 Taustaa .....                         | 3 |
| 1.2 Toimeksianto .....                    | 3 |
| 1.3 Johtopäätökset.....                   | 3 |
| 2 Perustelut johtopäätöksille.....        | 3 |
| 2.1 Kassavirtapohjainen tarkastelu .....  | 4 |
| 2.2 Vertaileva suhteellinen arvostus..... | 5 |
| 3 Vastuunrajoitus ja muut seikat .....    | 5 |

## 1 Johdanto

### 1.1 Taustaa

Soprano Oyj ("Soprano" tai "Yhtiö") on allekirjoittanut 2.6.2022 ehdollisen osakevaihtosopimuksen, jolla se ostaa Themis Holding Oy:n ("Themis Holding") koko osakekannan osakevaihdolla. Themis Holding omistaa Wetteri-konsernin ("Wetteri") koko osakekannan. Themis Holdingin omistajat tulevat omistamaan noin 86% uuden muodostuvan kokonaisuuden osakkeista järjestelyn jälkeen.

### 1.2 Toimeksianto

Soprano ja Yhtiön hallitus on pyytänyt Aalto Capital Partners Oy:lta ("Aalto Capital") riippumattoman asiantuntijan lausunnon Themis Holdingin tarjoaman vastikkeen kohtuullisuudesta.

Aalto Capital on analysoinut Soprano Oyj:n ja Themis Holding Oy:n väliseen osakevaihtosopimukseen perustuvaa Soprano Oyj:n osakkeenomistajille tarjottavaa vastiketta ja Sopranon toimittaman taloudellisen informaation sekä muun julkisesta lähteistä saatavilla olevan yhtiön taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavan informaation suhteessa tarjottuun vastikkeeseen.

Aalto Capital saa tämän lausunnon ("Lausunto") toimittamisesta kiinteän korvauksen, joka ei ole riippuvainen suunnitellun järjestelyn lopputuloksesta.

### 1.3 Johtopäätökset

Käytettävissä olleen dokumentaation ja informaation perusteella näkemyksemme on, että tarjottu vaihtosuhde osakevaihtosopimuksessa on osakkeenomistajien kannalta taloudellisessa mielessä kohtuullinen.

## 2 Perustelut johtopäätöksille

Aalto Capital Partners Oy on toimeksiannon yhteydessä keskittynyt arvioimaan toimitettua taloudellista ja muuta asiaan liittyvää informaatiota ajalta ennen kuin suunniteltu järjestely on julkistettu. Tarkasteltu liiketoiminta on arvioitu sellaisena kuin se tarkasteluhetkellä on ollut, eikä liiketoimintamallin mahdollisia muutoksia tai järjestelyitä ole oletettu tapahtuvan.

Aalto Capitalin käytössä ja arvioitavana on julkisesti saatavilla olevan materiaalin lisäksi ollut mm:

1. Yhtiön ja Wetterin liiketoimintoihin historiallinen tilinpäätösinformaatio;
2. Yhtiön osavuosisikatsaukset ja julkistettu taloudellinen informaatio vuodelta 2021 ja 2022;
3. Yhtiön osakekurssi- ja volyymitiedot;
4. Strategiset suunnitelmat vuosille 2022-2026;
5. Suunnitelma tulevista investointitarpeista.



Arvioidessaan vastiketta osakevaihdossa suhteessa Yhtiön osakekurssiin ("Markkina-arvo") Aalto Capital on soveltanut tavanomaisimpia lähestymistapoja vaihtosuhteen arvioinnissa ja arvioitaessa liiketoimintaa harjoittavien yhtiöitä.

Tehdessämme johtopäätöksiä

kohtuullisuudesta olemme mm:

- I. Analysoineet Yhtiön ja Wetterin julkisista lähteistä saatavilla olevaa taloutta koskevaa informaatiota;
- II. Analysoineet tiettyjä toimitettuja ei-julkisia ja luottamuksellisia Yhtiötä ja Wetteriä koskevia taloudellisia tietoja, kuten johdon toimittamia suunnitelmia, segmenttitietoja, ennusteita ja investointisuunnitelmaa, jotka on toimitettu meille tämän lausunnon toteuttamista varten;
- III. Analysoineet suunniteltuun järjestelyyn liittyvää dokumentaatiota;
- IV. Keskustelleet Yhtiön ja Wetterin tulevaisuuden näkymistä;
- V. Analysoineet osakekurssin kehitystä yleisesti, suhteessa Yhtiön taloudelliseen menestykseen ja suhteessa yleiseen markkinatilanteeseen;
- VI. Analysoineet Yhtiön osakkeen likviditeettiä suhteessa muihin julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin samalle markkinapaikalle listattuihin yhtiöihin;
- VII. Arvioineet Yhtiön ja Wetterin liiketoiminnan arvonluontipotentialia perustuen toimitettuihin suunnitelmiin, historialliseen menestykseen ja toimialan yleiseen kehitykseen;
- VIII. Arvioineet Yhtiön ja Wetterin markkina-arvostusta suhteessa muodostettuun listattujen vertailuyhtiöiden markkina-arvostukseen;
- IX. Arvioineet Yhtiön ja Wetterin markkina-arvostusta suhteessa toimialalla toteutuneiden yritysjärjestelyiden arvostustasoihin.
- X. Tarkastelleet Due Diligence-tarkastuksen johtopäätökset ja mahdolliset vaikutukset arvostustasoon.

Lähestymistapoina Yhtiön ja Wetterin liiketoiminnan ja oman pääoman arvostuksen arvioinnissa suhteessa hinnoitteluun, olemme tarkastelleet seuraavia tavanomaisia lähestymistapoja:

- Varojen tasearvo;
- Diskontatut kassavirrat (DCF);
- Vertailuyhtiöiden hinnoittelukertoimet;
- Vertailutransaktioiden hinnoittelukertoimet.

Lisäksi olemme muodostaneet Yhtiön ja Wetterin markkinaperusteisen tuottovaatimukset (WACC) ja toteuttaneet tavanomaiset herkkyyksianalyysit tuottovaatimukselle ja terminaaliperiodin kasvulle kassavirtamallinnuksen yhteydessä.

## 2.1 Kassavirtapohjainen tarkastelu

Yhtiön vapaata kassavirtaa ("Free Cash Flow to Firm" tai "FCFF") arvioitaessa, Aalto Capital on toteuttanut kassavirtapohjaisen analyysin kohteen arvostuksesta koskien niitä liiketoimintoja, joita kohdeyhtiö tarkasteluhetkellä harjoittaa.

Vapaa kassavirta on laskettu vähentämällä käyttökatteesta (EBITDA):

- Investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin



- Verot
- Investoinnit käyttöpääomaan

Vapaa kassavirta on kassavirta kaikille rahoittajille (vieraan ja oman pääoman ehtoinen). Ennustetut tulevat kassavirrat on diskontattu tarkasteluhetkeen Yhtiön painotetulla pääoman tuottovaatimuksella (WACC). WACC riippuu pääomarakenteesta ja yhtiökohtaisesta oman sekä vieraan pääoman kustannuksesta.

Tulevaisuuden kassavirran ennustamisessa on sovellettu yllä mainittuja lähteitä, sillä oletuksella, että liiketoiminta jatkuu nyky muodossaan. Ennusteet perustuvat Yhtiön johdon ja Wetterin johdon toimittamiin ennusteisiin, toteumatietoihin sekä vertailuyhtiöiden ennustettuun kehitykseen.

## 2.2 Vertaileva suhteellinen arvostus

Aalto Capital on toimeksiannon yhteydessä toteuttanut myös vertailevan suhteellisen arvostuksen tarkastelun soveltaen tavanomaista käytäntöä tarkastella pörssilistattujen vertailuyhtiöiden hinnoittelukertoimia, sekä toimialalla tapahtuneiden relevanttien yritysjärjestelyiden hinnoittelukertoimia.

Vertailuyhtiöiden ja yritysjärjestelyissä toteutuneiden hinnoittelukertoimien kautta tarkasteltua arvostusta on arvioitu rinnakkain kassavirtapohjaisen lähestymistavan kanssa.

Vertailevassa arvonmäärityksessä on tarkasteltu soveltuvin osin pääasiassa seuraavia relevantteja hinnoittelukertoimia:

- Yrityksen velaton arvo (Enterprise Value) / Käyttökate (EBITDA)
- Yrityksen velaton arvo (Enterprise Value) / Liikevoitto (EBIT)
- Yrityksen velaton arvo (Enterprise Value) / Liikevaihto
- Osakekurssi (Price) / Osakekohtainen tulos (Earnings)
- Osakekurssi (Price) / Oman pääoman kirja-arvo (Book Value)

Hinnoittelukertoimien osalta arvoa verrataan aina tulevaisuuden odotuksiin. Pörssilistattujen yhtiöiden hinnoittelukertoimet perustuvat analyttikkoennusteiden konsensukseen.

Yritysjärjestelyiden osalta olemme analysoineet käytettävissä olevan tiedon puitteissa tarkasteltujen järjestelyiden soveltuvuutta tässä yhteydessä. Yritysjärjestelyiden osalta yleisesti on syytä huomioida, että jokainen yritysjärjestely on aina yksilöllinen tapaus ja hinnoittelu useimmiten sisältää oletuksia synergioista, joiden vaikutusta hinnoitteluperusteisiin on julkisen tiedon perusteella vaikea arvioida. Näin ollen yksittäisen järjestelyn hinnoitteluparametreja voi olla haastava soveltaa suoraan arvonmäärityksessä, mutta otoksen keskiluvut (keskiarvo, mediaani) antavat viitteitä yleisestä arvostustasosta, jota voidaan edelleen verrata muiden lähestymistapojen tuloksiin.

Aalto Capital on myös analysoinut Yhtiön osakkeen likviditeettiä suhteessa muihin samankokoisten Helsingissä listattujen yhtiöiden osakkeiden likviditeettiin ja arvioinut Yhtiön osakkeen hinnanmuodostuksen tehokkuutta ja kehitysnäkymiä.

## 3 Vastuunrajoitus ja muut seikat

Aalto Capital Partners Oy on laatinut tämän lausunnon riippumattomana asiantuntijana ja saanut työstään kertakorvauksen, joka ei ole millään tavalla riippuvainen työn lopputuloksesta.

Aalto Capital Partners Oy ei ole vastuussa mistään toimeksiannon yhteydessä toimitetun tai mahdollisen julkisista lähteistä peräisin olevan informaation oikeellisuudesta. Aalto Capital Partners Oy on toimeksiannon yhteydessä olettanut ja luottanut siihen, että toimitetut tiedot ovat oikeita ja paikkansa pitäviä.

Aalto Capital Partners Oy on myös olettanut, että järjestely toteutetaan osakevaihtosopimuksen ("Osakevaihtosopimus") ehtojen mukaisesti.

Tarkastelu on tehty tarkasteluhetkellä marraskuussa 2022 käytettävissä ja yleisesti tiedossa olevan informaation perusteella sekä senhetkisen markkinatilanteen vallitessa. On syytä huomioida, että tarkasteluhetken jälkeisillä tapahtumilla voi olla merkittävä vaikutus tässä yhteydessä tarkasteltuihin asioihin sekä koko lausunnon lopputulokseen.

Aalto Capital Partners Oy ei ole tämän toimeksiannon yhteydessä suorittanut minkäänlaisia tarkastuksia varmistuakseen kirjanpidon tai eri tietojärjestelmien oikeellisuudesta. Ulkopuolisten tahojen tuottamien tietojen Aalto Capital Partners Oy on olettanut olevan oikeita.

Lausunto ei ota kantaa mihinkään juridisiin, verotuksellisiin tai kirjanpidollisiin seikkoihin. Olemme olettaneet, että Yhtiö on erikseen hankkinut asiantuntijapalveluita näihin seikkoihin liittyen.

Aalto Capital Partners Oy on voinut tarjota erillisellä sopimuksella muita neuvonantopalveluita järjestelyn yhteydessä.

Lausunto on laadittu yksinomaan pyynnöstä toimeksiannon yhteydessä tarkoitettuun käyttöön.

Helsingissä 15.11.2022

Kunniottavasti,



Lauri Lampi

Toimitusjohtaja

Aalto Capital Partners Oy