

# CapMan

## Yhtiöraportti

7.2.2024 18:50



**Sauli Vilén**  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Kasper Mella**  
+358 45 6717 150  
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Suoritusasoa pitää parantaa

CapManin Q4-raportti oli selkeä pettymys ja myös koko vuosi 2023 sujui selvästi odotuksiamme heikommoin. Olemme laskeneet lyhyen aikavälin ennusteitamme, mutta näkemyksemme yhtiön normaalista tulokunnosta ei ole oleellisesti muuttunut. Tulostason saavuttamisen aikatauluun liittyy kuitenkin selvää epävarmuutta pääosin vaisun markkinatilanteen johdosta. Vaikka osakkeen arvostus onkin pidemmällä aikavälillä hyvin houkutteleva (2025e P/E 10x), puoltaa lyhyen aikavälin epävarmuus ja neutraali arvostus varovaisempaa näkemystä. Toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 2,2 euroon (2,4e) ennusteileikkauksia mukaillen.

## Kertaeristään oikaistuna Q4 ei ollut kaksinen suoritus

CapManin Q4-liikevaihto oli 14,1 MEUR jääden 16,2 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitus tuli Hallinnointiliiketoiminnasta, jossa matalat transaktiopalkkiot sekä vanhoihin palkkioihin tehty oikaisu johtivat selvään ennustealitukseen. CaPS jatkoi odotetusti vahvaa kasvuaan. Yhtiön liikevoitto (-4,8 MEUR) jäi rumasti meidän 4,8 MEUR:n ennusteestamme. Heikkoa tulosta selittävät etenkin sijoitustuotot, jotka valahtivat pakkaselle (-4,3 MEUR) meidän odottaessa pientä plussaa. Yhtiö kommentoi laskun johtuen pääosin sen ulkopuolisista rahastoista. Lisäksi Hallinnointiliiketoiminnan tulos oli luvattoman heikko 0,5 MEUR meidän odottaessa 3,2 MEUR:n tulosta. Selkeää alitusta selittävät pehmeä liikevaihto ja kuluissa mukana olevat 1,5 MEUR:n uudelleenjärjestelyerät. Osinkoehdotus on 0,10 euroa, eli marginaalisesti 0,09 euron ennustettamme enemmän.

Hallinnoitavat varat olivat odotetusti noin 5 mrd. euroa, kun rahastojen laskeneet arvot hautasivat pienen uusmyynnin alleen. Uusmyynnin osalta viesti oli odotuksia positiivisempi, sillä yhtiö on saanut merkittäviä sitoumuksia Growth 3-rahastoon (ensimmäinen sulkeminen H1'24) ja Nordic Real Estate 4 -rahaston kokoluokka tulee olemaan odotuksiamme korkeampi 750 MEUR (ensimmäinen sulkeminen 2024 aikana).

## Normaaliin tulokuntoon paluuta odotelle

Olemme tarkistaneet 2024 ennusteitamme alaspäin reippaasti johtuen pääosin voitonjako-osuustuottojen siirtymisellä eteenpäin. Uskomme edelleen, että yhtiön normalisoitu liikevoittotaso on 40–50 MEUR, jota 2025 ennuste heijastelee. 2024 tästä tullaan suurella todennäköisyydellä jäämään, kun uusmyynti vetää hitaasti ja sijoitustuotot ovat vaisulla tasolla. 2024 tulosparannuksessa selkein ajuri on sijoitustuotot, joiden odotamme nousevan selvästi miinukselta lähemmäs normaalia tasoa. Uusmyynnin kautta tulevaan tulosparannukseen sekä voitonjako-osuustuottoihin liittyvät riskit ovat mielestämme kohonneet johtuen haastavana säilyneestä markkinatilanteesta. Osinkoennusteidemme osalta huomautamme, että 2025–2027 ennusteet pitävät sisällään lisäosinkoja, jotka ovat tässä vaiheessa enemmän arvaus kuin ennuste.

## Osake on halpa, mutta ajurit puuttuvat

Suhteessa CapManille haarukoimaamme normaaliin tulostasoon osake on halpa (2025e: P/E 10x & EV/EBIT 8x), etenkin kun huomioidaan, että tuloksen laadun pitäisi olla tähän mennessä parantunut nykyisestä. Lyhyellä aikavälillä arvostuskuva on kuitenkin huomattavasti neutraalimpi, eikä osinko tarjoa enää entisen kaltaista selkänöjää tuotto-odotuksen tueksi lyhyellä aikavälillä. Kokonaisuutena pidämme varovaista näkemystä vielä perusteltuna, ennen kuin saamme konkreettisia näyttöjä tulosparannuksen realisoitumisesta. Myös yrityskaupat voivat olla selkeä ajuri osakkeelle, sillä yhtiö on strategiauudistuksen jälkeen vahvasti ”yritysjärjestelymoodissa”.

## Suositus

### Lisää

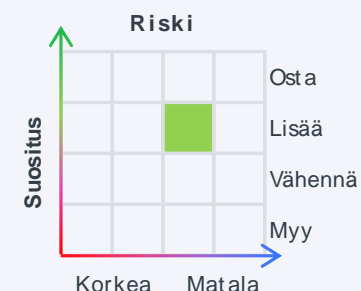
(aik. Lisää)

**2,20 EUR**

(aik. 2,40 EUR)

### Osakekurssi:

1,95



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	59,4	64,6	74,1	76,8
<b>kasvu-%</b>	-12 %	9 %	15 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	6,7	29,2	43,0	44,3
<b>EBIT-% oik.</b>	11,4 %	45,1 %	58,0 %	57,7 %
<b>Nettotulos</b>	1,3	18,1	30,2	30,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,02	0,11	0,19	0,19

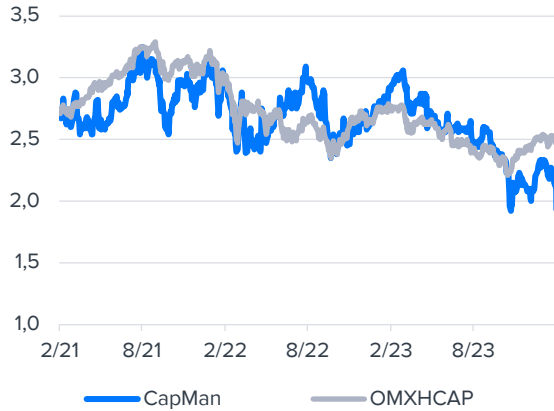
<b>P/E (oik.)</b>	>100	17,0	10,3	10,3
<b>P/B</b>	3,2	2,7	2,4	2,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,4 %	6,2 %	11,7 %	11,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	63,2	12,9	8,6	8,5
<b>EV/EBITDA</b>	68,7	12,3	8,4	8,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	7,2	5,8	5,0	4,9

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

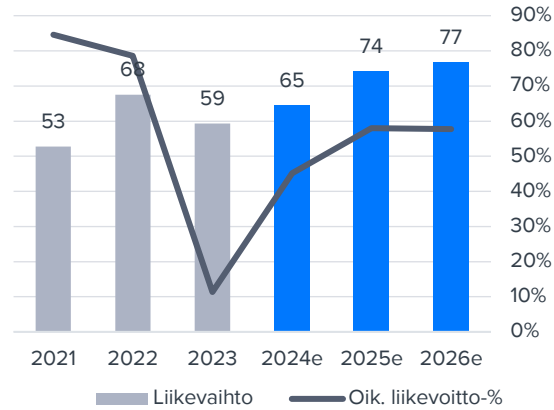
(Ei ohjeistusta)

## Osakekurssi



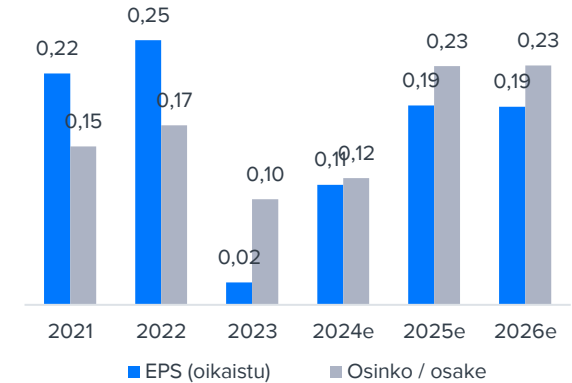
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Uudet tuotteet
- Avoimien tuotteiden kasvu
- Voitonjako-osuustuottojen kasvu
- CWS:n ylösajo
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Parantuva kulutehokkuus



### Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Rahastojen kyky tehdä hyviä tuottoja sijoittajille
- Sijoitussalkun osuus tuloksesta edelleen merkittävä
- Markkinatilanne

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	1,95	1,95	1,95
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	159,0	159,7	160,4
<b>Markkina-arvo</b>	310	310	310
<b>Yritysarvo (EV)</b>	378	371	378
<b>P/E (oik.)</b>	17,1	10,3	10,4
<b>P/E</b>	17,1	10,3	10,4
<b>P/B</b>	2,7	2,5	2,6
<b>P/S</b>	4,8	4,2	4,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,8	5,0	4,9
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	12,4	8,4	8,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,0	8,6	8,5
<b>Osinko/tulos (%)</b>	105 %	120 %	121 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,2 %	11,6 %	11,7 %

Lähde: Inderes

# Kertaeristäkin oikaistuna Q4 ei ollut kaksinen suoritus

## Hallinnointipalkkioiden pehmeys herättää huolta

CapManin liikevaihto oli 14,1 MEUR jääden 16,2 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitus tuli hallinnointipalkkioista sekä varainhoidon palveluista, jotka molemmat jäivät reippaasti odotuksistamme. Varainhoidon palvelut selittyvät matalammilla transaktiopalkkioilla, mutta hallinnointipalkkioiden selkeä jääminen odotuksista (8,9 vs. 10,2 MEUR) oli selkeä pettymys. Iso osa tästä kuitenkin selittyi kertaluontoisella noin 1 MEUR:n oikaisulla vanhoihin hallinnointipalkkioihin liittyen, mikä lieventää pettymystä selvästi. Tämä huomioiden olisi taso ollut linjassa odotuksiemme kanssa. CaPS jatkoi odotetusti vahvaa kasvuaan. Voitonjako-osuustuottojen taso oli odotetusti hyvin alhainen johtuen vähäisistä transaktioista.

## Uusmyyntinäkymä odotuksia parempi

Hallinnoitavat varat olivat odotetusti noin 5 mrd.

euroa, kun rahastojen laskeneet arvot hautasivat pienen uusmyynnin alleen. Uusmyynnin osalta viesti oli odotuksia positiivisempi, sillä yhtiö on saanut merkittäviä sitoumuksia Growth 3-rahastoon (ensimmäinen sulkeminen H1'24) ja Nordic Real Estate 4 -rahaston kokoluokka tulee olemaan odotuksiamme korkeampi 750 MEUR (ensimmäinen sulkeminen 2024 aikana). Pohjoismainen yhteiskuntakiinteistörahasto lähti liikkeelle 50 MEUR pääomilla, mikä oli linjassa odotuksiemme.

## Tulos jäi rumasti odotuksista

Yhtiön liikevoitto jäi rumasti ennusteistamme ja oli -4,8 MEUR, meidän odottaessa 4,8 MEUR:n tulosta. Heikkoa tulosta selittää etenkin sijoitustuotot, jotka valahtivat pakkaselle (-4,3 MEUR) meidän odottaessa pientä plussaa. Yhtiö kommentoi laskun johtuen pääosin sen ulkopuolisista rahastoista. Lisäksi Hallinnointiliiketoiminnan tulos oli luvattoman heikko 0,5 MEUR meidän odottaessa 3,2 MEUR:n tulosta.

Selkeää alitusta selittävät pehmeä liikevaihto ja kuluissa mukana olevat 1,5 MEUR:n uudelleenjärjestelyerät, jotka liittyivät yhdessä sijoitustiimissä tehtyihin uudelleenjärjestelyihin (edellisen kerran vastaava järjestely 2017). Yhtiö kirjasi myös 0,5 MEUR kertaeriä Dasosin yrityskauppaan liittyen ja kertaerät oikaistuna kulut olivat linjassa odotuksiemme kanssa.

CapMan ilmoitti marraskuussa strategiauudistuksen yhteydessä jakavansa 0,08–0,12 euron osinkoa vuodelta 2023. Osinkoehdotus on 0,10 euroa, eli marginaalisesti 0,09 euron ennustettamme enemmän.

Vaikka kertaerät selittävätkin isolta osin Q4:n tulospettymystä, oli Q4-raportti kokonaisuutena heikko suoritus CapManilta. Yhtiön pitäisikin pikimmiten palata takaisin normaaliin suorittamiseensa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	19,7	14,1	16,2				-13 %	59,4
Liikevoitto	7,5	-4,8	4,8					4,7
Tulos ennen veroja	6,1	-4,5	3,8					4,0
EPS (oik.)	0,03	-0,04	0,02					0,02
Osinko/osake	0,17	0,10	0,09				11 %	0,09
Liikevaihdon kasvu-%	34,1 %	-28,7 %	-17,9 %				-10,8 %-yks.	-12,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	37,8 %	-19,6 %	29,6 %				-49,3 %-yks.	11,4 %

Lähde: Inderes

Q4-tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



# Lyhyen aikavälin ennusteita laskettu, tulospotentiaali ennallaan

## Ennustemuutokset

- CapMan ei tuttuun tyyliin antanut virallista ohjeistusta, mutta arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan 2024 aikana ja palkkiotuottojen kannattavuuden paranevan vertailukelpoiset erät huomioiden. Hallinnoitavat varat kasvavat luonnollisesti 2024 jo pelkästään Dasosin ansiosta ja kysymys on enemmän siitä, että miten paljon yhtiö kykenee kasvamaan organisesti.
- Olemme tarkistaneet 2024 ennusteitamme alaspäin reippaasti johtuen pääosin voitonjako-osuustuottojen siirtymisellä eteenpäin. Pidämme perusteltuna ottaa aiempaa varovaisempi näkemys lyhyen aikavälin voitonjako-osuustuottoihin johtuen haastavana säilyvästä irtaantumismarkkinasta.
- Voitonjako-osuustuottojen lisäksi olemme myös leikanneet hieman uusmyyntiennusteitamme etenkin Private Equityssä, missä yhtiön seuraavan ison rahaston lanseeraus näyttää siirtyvän vuoteen 2025. Kiinteistöissä olemme myös siirtäneet varainkeruun painopistettä Q4:llä (NRE4 ensimmäinen sulkeminen).
- Huomautamme, että ennusteemme eivät pidä sisällään Dasos Capitalia, mutta kaupan lyhyen aikavälin EPS-vaikutus jää lähelle neutraalia.
- Olemme ottaneet myös lisäosinkoennusteisiin (2025–2027) aiempaa varovaisemman kannan laskeneista tulosenusteista ja selkeästä M&A fokuksista johtuen.

## Operatiiviset tulosajurit

- 2023 oli CapManille heikko ja vaikka osa heikkoudesta menee vaikean markkinan piikkiin, jätti yhtiön oma tekeminen myös reippaasti parantamisen varaa.
- Uskomme edelleen, että yhtiön normalisoitu liikevoittotaso on 40–50 MEUR, jota 2025 ennuste heijastelee. 2024 tästä tullaan suurella todennäköisyydellä jäämään, kun uusmyynti vetää hitaasti ja sijoitustuotot ovat vaisulla tasolla.
- 2024 tulosparannuksessa selkein ajuri on sijoitustuotot, joiden odotamme nousevan selvästi miinukselta lähemmäs normaalia tasoa. Markkinatilanteen säilyessä nykyisellään pitäisi tähän parannukseen liittyvän riskin olla rajattu.
- Sijoittajien kannalta tärkein tuloskomponentti on lähivuosien osalta hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus. Tämän realisoitumiseen yhtiö tarvitsee sekä uusmyyntiä että kulutehokkuuden jatkuvaa parantumista. Uusmyynnin osalta olemme pidemmällä aikavälillä luottavaisia yhtiön tuotteiden parantuneen laadun johdosta, mutta lyhyellä aikavälillä vastatuuli on napakkaa. Kulutehokkuuden osalta yhtiöllä on jälleen paljon todistettavaa ja kannattavuusennusteemme ovat laskeneet systemaattisesti viimeisen 12kk aikana.
- Voitonjako-osuustuottojen kauan odotettu nousu tukee myös lähivuosina tulosta merkittävästi, ja rahastojen jatkaessa hyvää suorittamistaan on näkymä myös pidemmälle aikavälille vahva. Luonnollisesti tähän liittyvä epävarmuus on kasvanut jonkin verran heikentyneen markkinan seurauksena.

Ennustemuutokset	2023	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	63,6	59,4	-7 %	70,4	64,6	-8 %	75,8	74,1	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,1	6,7	-58 %	35,2	29,2	-17 %	43,9	43,0	-2 %
Liikevoitto	16,1	4,7	-71 %	35,2	29,2	-17 %	43,9	43,0	-2 %
Tulos ennen veroja	14,1	4,0	-72 %	29,7	23,7	-20 %	39,2	38,5	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	0,02	-69 %	0,15	0,11	-22 %	0,19	0,19	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,09	0,10	12 %	0,12	0,12	3 %	0,28	0,23	-20 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennusteet yhteenveto

MEUR	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>52,8</b>	<b>68,1</b>	<b>59,2</b>	<b>64,6</b>	<b>74,1</b>	<b>76,8</b>	<b>82,7</b>
Rahastojen hallinnointipalkkiot	36,6	38,8	39,0	40,6	43,3	46,2	49,4
Voitonjako-osuustuotot	2,9	9,6	3,1	5,5	10,8	9,0	9,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	4,2	8,0	6,0	6,5	6,8	7,2	7,5
Palveluliiketoiminta	8,6	11,1	10,6	11,5	12,7	13,9	15,3
Muut ja eliminoinnit	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Henkilöstökulut	-30,6	-34,6	-33,9	-34,5	-36,0	-37,7	-39,4
Muut kulut	-10,0	-12,2	-12,5	-13,1	-13,7	-14,3	-14,9
Poistot	-1,5	-4,2	-1,4	-1,3	-1,2	-1,4	-1,5
Käyvän arvon muutokset	33,9	36,5	-0,1	13,4	19,8	20,9	21,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>44,6</b>	<b>53,1</b>	<b>4,7</b>	<b>29,2</b>	<b>43,0</b>	<b>44,3</b>	<b>46,9</b>
Hallinnointiliiketoiminta	13,2	22,3	12,2	16,0	22,5	22,0	23,6
Palvelut	4,2	3,0	6,0	6,6	7,6	8,6	9,7
Sijoitukset	32,7	35,7	-6,6	12,9	19,3	20,4	20,5
Konsernikulut	-5,4	-7,9	-6,9	-6,3	-6,4	-6,7	-6,9
<b>Sijoituksista ja voitonjaoista oikaistu liikevoitto</b>	<b>9,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>10,8</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>17,4</b>
<b>Hallinnoitava varallisuus (MEUR)</b>	<b>4909</b>	<b>5039</b>	<b>5005</b>	<b>5361</b>	<b>5811</b>	<b>6261</b>	<b>6761</b>
<i>Kasvu-%</i>	28 %	3 %	-1 %	7 %	8 %	8 %	8 %
Private Equity	991	933	1022	1000	950	900	900
Real Estate	3060	3187	2933	3223	3523	3823	4123
Infra	355	442	562	600	700	800	900
Muut	503	478	488	538	638	738	838
<i>Liikevoitto-%</i>	84,6 %	78,0 %	7,9 %	45,1 %	58,0 %	57,7 %	56,7 %
<i>Liikevoitto-% ilman sijoituksia ja voitonjakoja</i>	18,2 %	13,3 %	14,6 %	18,2 %	20,4 %	22,0 %	23,6 %
<i>EPS</i>	0,25	0,02	0,11	0,19	0,19	0,19	0,17
<i>Osinko/osake</i>	0,17	0,10	0,12	0,23	0,23	0,16	0,13
<i>Voitonjakosuhte-%</i>	68 %	468 %	105 %	120 %	121 %	80 %	80 %
<i>ROE-%</i>	28,8 %	29,8 %	1,1 %	15,8 %	24,9 %	24,4 %	26,5 %
<i>Oma pääoma per osake</i>	0,89	0,71	0,73	0,79	0,75	0,72	0,73
<i>Omien tasesijoitusten tuotto-%</i>	26,0 %	21,7 %	-3,8 %	7,4 %	10,4 %	10,4 %	10,5 %

# Arvostus

## Tulosperustainen arvostus

CapMan on mielestämme positioitunut sektorillaan erinomaisesti pitkällä aikavälillä (varainhoito + vaihtoehtoiset omaisuusluokat), ja yhtiön strategian toteutus on viime vuosina ollut vakuuttavaa. Lyhyellä aikavälillä yhtiö kuitenkin kärsii selvästi vaihtoehtoisten ja etenkin kiinteistösektorin vastatuulesta.

Jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on edelleen hyvällä tasolla, mutta näkemyksemme mukaan siinä on edelleen selvää skaalautumispotentiaalia ja tämä on yksittäinen tärkein arvoajuri yhtiölle lähivuosina. Lyhyellä tähtämällä jatkuviin palkkioihin pohjautuva tulokasvu tulee olemaan kiven alla johtuen vaisusta uusmyynistä. Vaikka tuloksen laatu paraneekin strategiakauden edetessä, säilyy se kuitenkin lähivuosina yhä sangen heikkona, kun tulosennusteidemme painopiste on sijoitustuotoissa ja voitonjako-osuustuotoissa. Vaikka voitonjako-osuustuottojen luonne muuttuukin tulevina vuosina aiempaa jatkuvammaksi, ovat ne kuitenkin sijoittajien silmissä selvästi vähemmän arvokkaita kuin jatkuviin palkkioihin pohjautuvat tuotot.

Isossa kuvassa odotamme CapManin normaalin tulospotentiaaloin olevan edelleen noin 40–50 MEUR, mitä 2025 ennuste kuvastaa. Suhteessa tähän tasoon osake on mielestämme halpa (P/E 10x & EV/EBIT 8x), etenkin kun huomioidaan, että tuloksen laadun pitäisi olla tähän mennessä parantunut jonkin verran nykyisestä.

Lyhyellä aikavälillä epävarmuus tulosennusteiden ympärillä on kuitenkin kasvanut selvästi johtuen haastavasta pääomamarkkinan tilanteesta ja 2024 tulee suurella todennäköisyydellä olemaan alle yhtiön normaalin tulostason, ellei markkina lähde elpymään selvästi ennusteitamme nopeammin. Lyhyen aikavälin arvostuskuva onkin mielestämme korkeintaan

neutraali ja osakkeessa onkin lyhyellä aikavälillä vaikea nähdä oleellisia ajureita ylöspäin, ennen kuin saamme lisänäyttöjä tuloksen elpymisestä. Tuloksen elpymisen kannalta sijoitustuottojen pitäisi alkaa elpyä jo H1'24 aikana, mutta voitonjako-osuustuottojen sekä Hallinnointiliiketoiminnan kasvun osalta näyttöjä joudutaan todennäköisesti odottamaan loppuvuoteen.

## Lisäosinkoennusteisiin ei voi nojata

Myös osinkojen reippaan leikkauksen seurauksena osinkotuotto on lähivuosille selvästi aiempaa matalampi eikä osinko tarjoa enää entisen kaltaista selkänöjää tuotto-odotuksen tueksi. Huomautamme, että 2025 alkavat lisäosingot ovat tässä vaiheessa enemmän arvaus kuin ennustus ja niihin emme ole valmiit nojaamaan tuotto-odotuslaskelmissamme.

## Osake on halpa, mutta ajurit puuttuvat

Vaikka osakkeen arvostuskuva onkin pidemmällä aikavälillä hyvin houkutteleva ja osake on mielestämme halpa, puoltavat lyhyen aikavälin epävarmuus ja neutraali arvostuskuva varovaisempaa näkemystä. Näin ollen toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 2,2 euroon (2,4e) ennusteileikkauksia sekä tulosparannuksen kulmakertoimeen liittyvää epävarmuutta heijastellen.

Osakkeen keskeinen ajuri on luonnollisesti edelleen tulokasvun realisoituminen sekä uusmyynnin piristyminen. Myös yrityskaupat voivat olla selkeä ajuri osakkeelle, sillä yhtiö on strategiauudistuksen jälkeen vahvasti ”yritysjärjestelymoodissa” ja annamme korkean todennäköisyyden sille, että yhtiö on osallisena isompaa järjestelyä seuraavan 24kk aikana (joko Dasosin kaltainen ostos tai joku isompi järjestely, esim. fuusio).

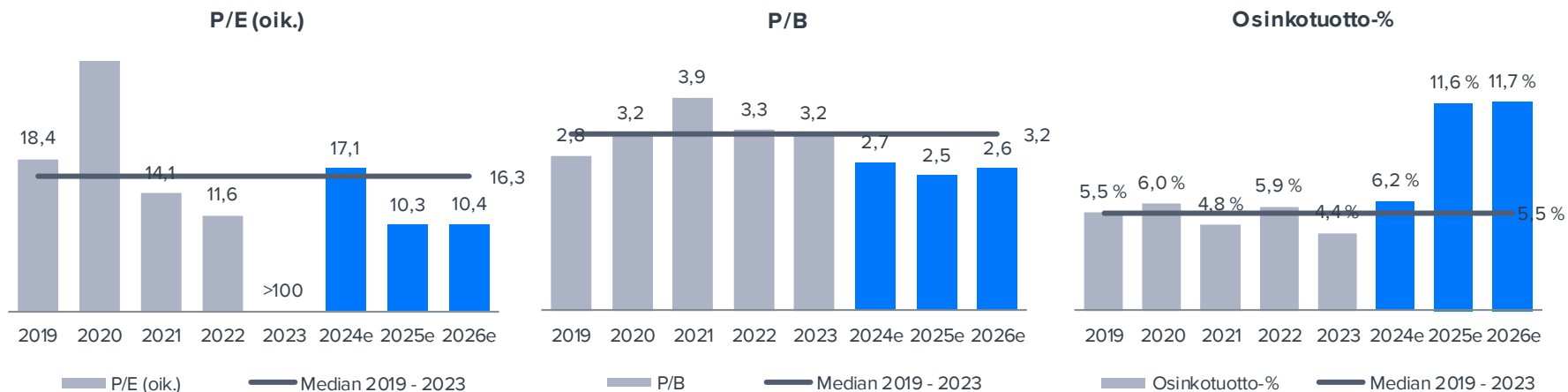
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,95	1,95	1,95
Osakemäärä, milj. kpl	159,0	159,7	160,4
Markkina-arvo	310	310	310
Yritysarvo (EV)	378	371	378
P/E (oik.)	17,1	10,3	10,4
P/E	17,1	10,3	10,4
P/B	2,7	2,5	2,6
P/S	4,8	4,2	4,0
EV/Liikevaihto	5,8	5,0	4,9
EV/EBITDA (oik.)	12,4	8,4	8,3
EV/EBIT (oik.)	13,0	8,6	8,5
Osinko/tulos (%)	105 %	120 %	121 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	11,6 %	11,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,36	2,32	3,10	2,90	2,29	<b>1,95</b>	<b>1,95</b>	<b>1,95</b>	<b>1,95</b>
Osakemäärä, milj. kpl	152,2	155,8	156,6	158,1	158,6	<b>159,0</b>	<b>159,7</b>	<b>160,4</b>	<b>161,1</b>
Markkina-arvo	359	361	486	458	363	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>
Yritysarvo (EV)	385	395	513	506	426	<b>378</b>	<b>371</b>	<b>378</b>	<b>384</b>
P/E (oik.)	18,4	70,3	14,1	11,6	>100	<b>17,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>
P/E	25,7	70,3	14,1	11,6	>100	<b>17,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>
P/B	2,8	3,2	3,9	3,3	3,2	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>
P/S	7,3	8,4	9,2	6,8	6,1	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
EV/Liikevaihto	7,9	9,2	9,7	7,5	7,2	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	15,4	28,7	11,1	8,8	68,7	<b>12,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>
EV/EBIT (oik.)	15,4	32,0	11,5	9,5	63,2	<b>13,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>
Osinko/tulos (%)	141,7 %	424,1 %	68,5 %	67,8 %	1179,0 %	<b>105,4 %</b>	<b>119,7 %</b>	<b>120,9 %</b>	<b>80,0 %</b>
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,0 %	4,8 %	5,9 %	4,4 %	<b>6,2 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>8,1 %</b>

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Alexandria	71	56	6,6	5,7	5,2	4,6	1,3	1,2	11,6	9,8	7,8	8,3	2,3
Aktia	675	840							7,1	7,3	9,1	8,9	0,9
eQ	581	549	13,7	11,7	13,3	11,4	7,8	6,8	18,2	15,7	5,7	6,6	7,5
Eveli	500	452	9,7	8,4	8,5	7,7	3,9	3,6	15,0	12,8	7,6	9,0	3,7
Taaleri	277	223	7,5	6,8	7,3	6,7	3,6	3,4	13,1	11,5	4,6	5,2	1,3
Titanium	176	156	9,1	8,7	8,8	8,4	5,1	4,8	12,9	12,3	7,8	8,1	6,9
United Bankers	150	136	7,9	6,8	7,0	6,0	2,5	2,2	11,8	10,5	7,9	8,6	2,8
<b>CapMan (Inderes)</b>	<b>310</b>	<b>378</b>	<b>13,0</b>	<b>8,6</b>	<b>12,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>17,1</b>	<b>10,3</b>	<b>6,2</b>	<b>11,6</b>	<b>2,7</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,8</b>	<b>3,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>8,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>12,9</b>	<b>11,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>2,8</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>53 %</b>	<b>14 %</b>	<b>56 %</b>	<b>17 %</b>	<b>56 %</b>	<b>44 %</b>	<b>33 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>41 %</b>	<b>-2 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>67,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,5</b>	<b>13,7</b>	<b>14,1</b>	<b>59,4</b>	<b>14,6</b>	<b>17,0</b>	<b>13,9</b>	<b>19,1</b>	<b>64,6</b>	<b>74,1</b>	<b>76,8</b>	<b>81,7</b>
Hallinnointiliiketoiminta	55,9	12,5	13,7	11,1	11,0	48,2	11,8	14,1	11,2	15,5	52,6	60,9	62,4	65,9
Palveluliiketoiminta	11,1	2,6	2,7	2,5	2,8	10,6	2,8	2,9	2,7	3,1	11,5	12,7	13,9	15,3
Sijoitustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut	0,6	0,0	0,1	0,1	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Käyttökate</b>	<b>57,3</b>	<b>0,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>30,5</b>	<b>44,1</b>	<b>45,7</b>	<b>48,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>53,1</b>	<b>0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>9,0</b>	<b>29,2</b>	<b>43,0</b>	<b>44,3</b>	<b>46,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>53,1</b>	<b>0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,87</b>	<b>9,0</b>	<b>29,2</b>	<b>43,0</b>	<b>44,3</b>	<b>46,9</b>
Hallinnointiliiketoiminta	22,3	3,2	5,0	3,6	0,5	12,2	2,3	5,1	3,2	5,4	16,0	22,5	22,0	23,6
Palveluliiketoiminta	3,0	1,5	1,5	1,4	1,6	6,0	1,6	1,6	1,6	1,8	6,6	7,6	8,6	9,7
Sijoitustoiminta	35,7	-2,5	-0,4	0,9	-4,5	-6,6	3,1	3,1	3,3	3,4	12,9	19,3	20,4	20,5
Muut	-7,9	-1,6	-1,9	-1,1	-2,4	-6,9	-1,6	-1,8	-1,3	-1,6	-6,3	-6,4	-6,7	-6,9
Nettorahoituskulut	-5,5	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,5	-4,5	-4,7	-5,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>47,6</b>	<b>0,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>	<b>5,50</b>	<b>7,6</b>	<b>23,7</b>	<b>38,5</b>	<b>39,6</b>	<b>41,8</b>
Verot	-6,6	0,7	0,2	-1,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,0	-0,7	-1,1	-3,3	-5,8	-6,7	-7,5
Vähemmistöosuudet	-1,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,7	-2,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,3	-2,6	-2,8	-3,0
<b>Nettotulos</b>	<b>39,6</b>	<b>0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,9</b>	<b>18,1</b>	<b>30,2</b>	<b>30,1</b>	<b>31,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,9 %	6,1 %	-6,7 %	-13,8 %	-28,7 %	-12,1 %	-3,0 %	3,2 %	1,4 %	35,4 %	8,9 %	14,6 %	3,7 %	6,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	19,0 %	-97,2 %	-70,4 %	-62,1 %		-87,3 %	905,6 %	91,3 %	43,1 %	-425,3 %	332,6 %	47,4 %	3,1 %	5,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	84,9 %	6,1 %	27,6 %	37,6 %	-31,4 %	10,4 %	38,7 %	48,9 %	51,9 %	48,9 %	47,2 %	59,6 %	59,5 %	59,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	78,6 %	3,5 %	25,3 %	35,0 %	-19,6 %	11,4 %	36,4 %	46,9 %	49,4 %	47,1 %	45,1 %	58,0 %	57,7 %	57,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	58,7 %	2,0 %	20,2 %	24,7 %	-40,3 %	2,3 %	20,0 %	29,7 %	30,3 %	31,1 %	28,0 %	40,7 %	39,2 %	38,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>183</b>	<b>173</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>175</b>
Liikearvo	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,1	0,5	0,6
Käyttöomaisuus	3,6	4,1	4,4	4,7	4,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	170	159	159	159	159
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>87,6</b>	<b>68,0</b>	<b>71,1</b>	<b>84,3</b>	<b>87,2</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	5,8	6,5	6,5	6,5	6,5
Myyntisaamiset	26,3	20,5	22,6	29,6	30,7
Likvidit varat	55,6	41,0	42,0	48,2	49,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>270</b>	<b>241</b>	<b>245</b>	<b>259</b>	<b>262</b>

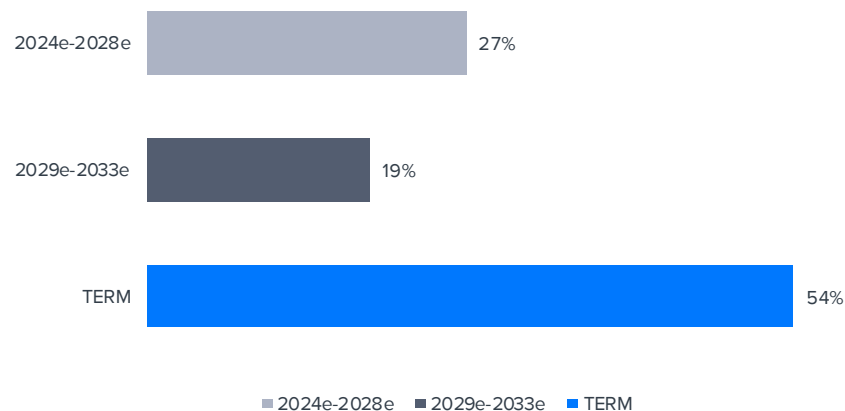
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>142</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>128</b>	<b>122</b>
Osakepääoma	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kertyneet voittovarot	65,5	52,9	55,2	66,3	60,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Muu oma pääoma	35,4	21,1	21,1	21,1	21,1
Vähemmistöosuus	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>108</b>	<b>98,9</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>114</b>
Laskennalliset verovelat	8,4	6,0	6,0	6,0	6,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	91,9	92,5	99,2	99,1	107
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,3	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,8</b>	<b>27,5</b>	<b>21,8</b>	<b>24,7</b>	<b>25,6</b>
Korolliset velat	1,1	1,4	0,5	0,5	0,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,4	24,2	19,4	22,2	23,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>271</b>	<b>242</b>	<b>245</b>	<b>259</b>	<b>262</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-12,1 %	8,9 %	14,6 %	3,7 %	6,4 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	7,9 %	45,1 %	58,0 %	57,7 %	57,4 %	50,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,7</b>	<b>29,2</b>	<b>43,0</b>	<b>44,3</b>	<b>46,9</b>	<b>42,5</b>	<b>39,4</b>	<b>40,6</b>	<b>41,8</b>	<b>43,1</b>	<b>44,1</b>	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,4	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-3,2	-3,3	-5,8	-6,7	-7,5	-7,1	-6,8	-7,1	-7,3	-7,6	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	
+ 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	11,5	-6,9	-4,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>14,4</b>	<b>19,6</b>	<b>33,5</b>	<b>37,9</b>	<b>39,5</b>	<b>35,8</b>	<b>33,0</b>	<b>34,1</b>	<b>35,1</b>	<b>36,2</b>	<b>37,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	8,1	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,6</b>	<b>17,9</b>	<b>31,7</b>	<b>36,1</b>	<b>37,6</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>32,0</b>	<b>33,0</b>	<b>34,1</b>	<b>34,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,6	17,9	31,7	36,1	37,6	33,9	30,9	32,0	33,0	34,1	34,9	567
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>16,6</b>	<b>27,0</b>	<b>28,3</b>	<b>27,0</b>	<b>22,4</b>	<b>18,8</b>	<b>17,9</b>	<b>16,9</b>	<b>16,1</b>	<b>15,1</b>	<b>246</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		452	435	408	380	353	330	312	294	277	261	246
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>452</b>										
- Korolliset velat		-93,9										
+ Rahavarat		41,0										
-Vähemmistöosuus		-10,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>389</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,4</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



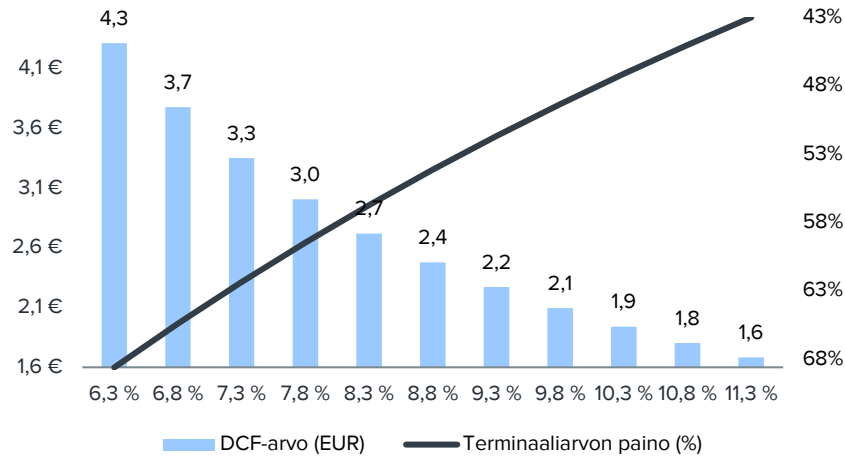
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,8 %</b>

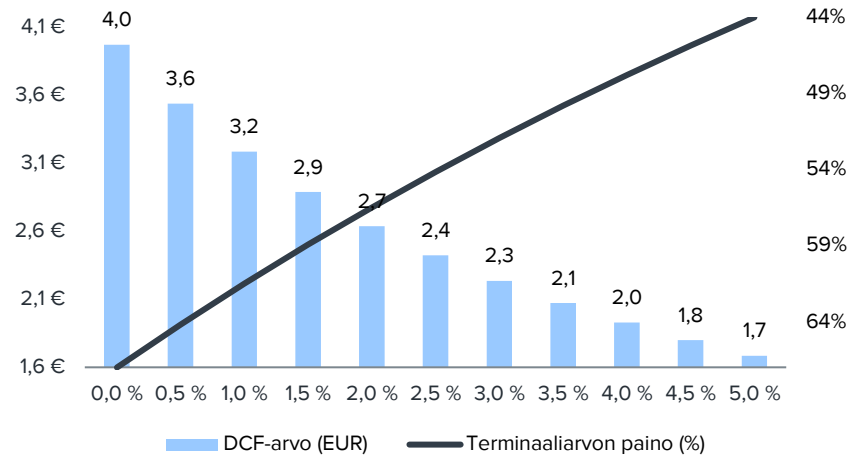
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

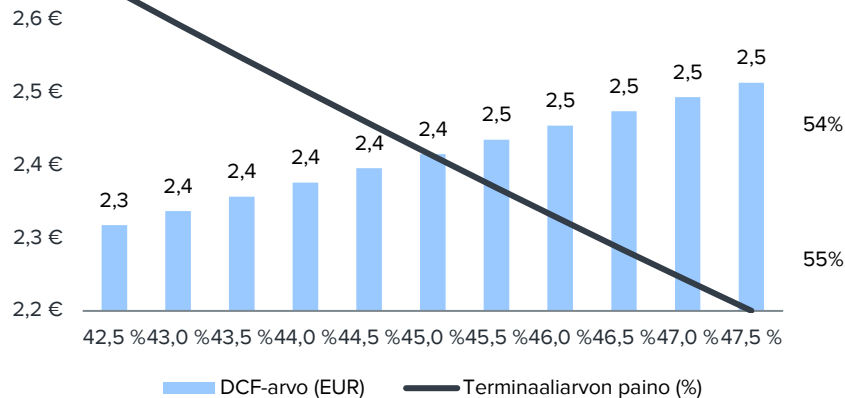
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



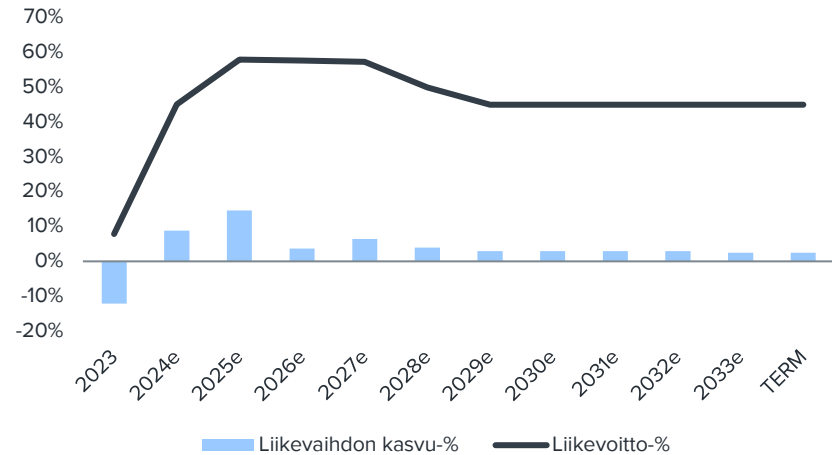
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	52,8	67,5	59,4	64,6	74,1	EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,01	0,11	0,19
Käyttökate	46,1	57,3	6,2	30,5	44,1	EPS (oikaistu)	0,22	0,25	0,02	0,11	0,19
Liikevoitto	44,6	53,1	4,7	29,2	43,0	Operat. kassavirta / osake	0,29	0,31	0,09	0,12	0,21
Voitto ennen veroja	40,6	47,6	4,0	23,7	38,5	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,07	0,10	0,11	0,20
Nettovoitto	34,3	39,6	1,3	18,1	30,2	Omapääoma / osake	0,80	0,89	0,71	0,73	0,79
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,17	0,10	0,12	0,23
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	240,3	270,5	241,4	244,8	258,7	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	28 %	-12 %	9 %	15 %
Oma pääoma	127,4	142,1	115,1	117,4	128,5	Käyttökateen kasvu-%	236 %	24 %	-89 %	393 %	45 %
Liikearvo	15,3	7,9	7,9	7,9	7,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	262 %	19 %	-87 %	333 %	47 %
Nettovelat	17,8	37,4	52,8	57,7	51,4	EPS oik. kasvu-%	564 %	14 %	-91 %	433 %	66 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	87,4 %	84,9 %	10,4 %	47,2 %	59,6 %
Käyttökate	46,1	57,3	6,2	30,5	44,1	Oik. Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	11,4 %	45,1 %	58,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,9	11,5	-6,9	-4,2	Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	7,9 %	45,1 %	58,0 %
Operatiivinen kassavirta	46,0	49,1	14,4	19,6	33,5	ROE-%	28,8 %	29,8 %	1,1 %	15,8 %	24,9 %
Investoinnit	-14,2	-37,3	8,1	-1,7	-1,8	ROI-%	21,9 %	23,8 %	2,1 %	13,7 %	19,3 %
Vapaa kassavirta	57,2	11,5	15,6	17,9	31,7	Omavaraisuusaste	53,0 %	52,6 %	47,7 %	47,9 %	49,7 %
						Nettovelkaantumisaste	14,0 %	26,3 %	45,9 %	49,1 %	40,0 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	9,7	7,5	7,2	5,8	5,0						
EV/EBITDA (oik.)	11,1	8,8	68,7	12,4	8,4						
EV/EBIT (oik.)	11,5	9,5	63,2	13,0	8,6						
P/E (oik.)	14,1	11,6	>100	17,1	10,3						
P/B	3,9	3,3	3,2	2,7	2,5						
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	6,2 %	11,6 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/08/2019	Osta	2,00 €	1,75 €
26/09/2019	Lisää	2,00 €	1,87 €
01/11/2019	Vähennä	2,10 €	2,06 €
31/01/2020	Osta	2,75 €	2,48 €
20/03/2020	Osta	2,00 €	1,52 €
07/04/2020	Lisää	1,90 €	1,70 €
24/04/2020	Lisää	1,90 €	1,76 €
07/08/2020	Lisää	2,10 €	1,96 €
30/10/2020	Lisää	2,10 €	1,93 €
05/02/2021	Lisää	2,80 €	2,63 €
22/02/2021	Lisää	2,80 €	2,68 €
30/04/2021	Lisää	3,00 €	2,78 €
06/08/2021	Lisää	3,30 €	3,04 €
28/10/2021	Lisää	3,30 €	2,98 €
05/01/2022	Lisää	3,30 €	3,10 €
04/02/2022	Lisää	3,30 €	3,00 €
21/03/2022	Lisää	3,10 €	2,81 €
29/04/2022	Osta	3,10 €	2,62 €
05/08/2022	Lisää	3,30 €	3,09 €
28/10/2022	Lisää	3,00 €	2,60 €
14/11/2022	Lisää	3,00 €	2,58 €
03/02/2022	Lisää	3,10 €	2,89 €
02/05/2023	Lisää	2,90 €	2,59 €
04/08/2023	Lisää	2,70 €	2,57 €
27/10/2023	Lisää	2,40 €	2,06 €
08/02/2024	Lisää	2,20 €	1,95 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**