

CapMan

Yhtiöraportti

08.11.2024 08.50 EET



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Heikkojen lukujen takaa ei löytynyt dramatiikkaa

CapManin Q3-tulos jäi rajusti ennusteista, mutta lukujen takaa ei mielestämme löytynyt suurempaa dramatiikkaa alituksen tultua sijoitustoiminnan tuloksesta. Haastavana säilyneestä varainkeruumarkkinasta huolimatta odotamme yhä lähivuosilta vahvaa tulokasvua asteittain piristyvän uusmyynnin sekä kasvavien voitonjako-osuustuottojen ja sijoitustuottojen vetämänä. Tähän suhteutettuna osakkeen nykyinen hinnoittelu on maltillinen ja tarjoaa sijoittajalle hyvän tuotto-odotuksen. Toistammekin lisää-suosituksen 2,1 euron tavoitehinnalla.

Pakkaselle painuneet sijoitustuotot laskivat tulosta

CapMan julkaisi eilen vaisut Q3-luvut. Hallinnointiliiketoiminta kehittyi odotuksiamme paremmin, kun matalampien lukujen ansiosta kannattavuus nousi ennusteitamme korkeammaksi. Toisaalta hallinnointipalkkiot jäivät odotuksiamme matalammiksi, mikä hieman laski tämän positiivista vaikutusta. Raju tulosalitus selittyi kuitenkin jälleen sijoitustuotoilla, jotka odotustemme vastaisesti painuivat pakkaselle. Tämä johtui puhtaasti valuuttakurssimuutoksista, joten kohteiden arvostuksissa ei tapahtunut olennaista kehitystä suuntaan tai toiseen. Kaiken kaikkiaan Q3-raportin anti jäi kohtalaisen neutraaliksi, joskin myynnin näkymä on säilynyt yhä varsin haastavana. Helpotusta voi kuitenkin olla jo näköpiirissä, sillä muissa Pohjoismassa kiinteistötransaktioiden aktiviteetissa on näkynyt jo piristymistä, mikä on vaatimuksena myös uusmyynnin kunnolliselle käynnistymiselle.

Pientä viilausta lähivuosien ennusteisiin

Kokonaisuutena CapManin hallinnointiliiketoimintaa koskevat lähivuosien ennusteemme pysyivät pientä viilausta lukuun ottamatta kohtalaisen muuttumattomina. Kuluva ja ensi vuoden oikaistun liikevoiton ennusteemme kuitenkin laski tarkastettuamme alaspäin arviotamme sijoitustuottojen ja voitonjako-osuustuottojen kehityksestä.

Uusmyynnin osalta olemme yhä luottavaisia yhtiön tuotteiden kilpailukykyyn pidemmällä aikavälillä, mutta haastava markkinatilanne hidastaa varainkeruuta arviomme mukaan vielä ainakin ensi vuoden alkupuoliskolla. Voitonjako-osuustuottojen kauan odotetun nousun pitäisi kuitenkin tukea lähivuosina tulosta merkittävästi, ja rahastojen jatkaessa hyvää suorittamistaan on näkymä myös pidemmälle aikavälille vahva. Samalla kasvavan hallinnoitavan varallisuuden pitäisi nostaa asteittain myös jatkuvien palkkioiden mukaista kannattavuutta. Rahastojen tuottotasoista päättynyt kvartaali ei olennaista uutta tietoa tarjoillut, joten oletuksemme eivät tämän osalta ole muuttuneet. Uskomme edelleen, että yhtiön normalisoitu liikevoittotaso on noin 40 MEUR, jota vuoden 2026 tulosennusteemme jo heijastelee. Kuluvana vuonna tasosta jäädään vielä reippaasti, kun uusmyynti vetää hitaasti ja sijoitustuotot sekä voitonjako-osuustuotot ovat keskimääräistä selvästi matalammalla tasolla.

Tuotto-odotus on nykykursilla hyvä

Osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvonmäärittämiselle, sillä yhtiön tuloskomponentit eroavat toisistaan muun muassa riskeiltään. Osien summa -laskelmamme mukainen arvo on ennallaan noin 2,1 eurossa osakkeelta. Valtaosa CapManin arvosta muodostuu hallinnointiliiketoiminnasta, joka saa tukea matalasta investointitarpeesta sekä hyvästä kasvunäkymästä. Lisäksi reilusti arvoa on sitoutunut tasesijoituksiin. Osakkeen lähivuosien tuotto-odotus muodostuu puolestaan osinkotuotosta ja tulokasvusta, sillä tulospohjaiset hinnoittelukertoimet ovat mielestämme koholla vaikuttaen negatiivisesti yhtälöön. Hyväksyttäviä kertoimia painaa sijoitussalkun kohtalaisen korkea riskitaso. Haarukoimamme tuotto-odotus asettuu lähivuosina noin 10–15 %:iin, mitä pidämme riittävän houkuttelevana positiivisen suosituksen perustelemiseksi.

Suositus

Lisää

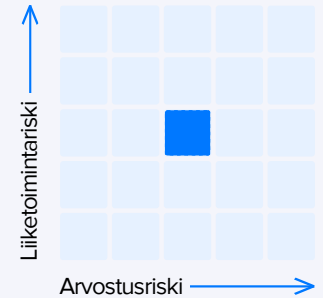
(aik. Lisää)

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,77



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	49,3	58,2	65,8	73,9
kasvu-%	-27 %	18 %	13 %	12 %
EBIT oik.	0,8	16,1	32,0	39,6
EBIT-% oik.	1,6 %	27,7 %	48,6 %	53,6 %
Nettotulos	1,3	67,0	19,1	24,8
EPS (oik.)	0,02	0,02	0,12	0,15

P/E (oik.)	>100	79,4	15,3	12,0
P/B	3,2	1,6	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	4,4 %	7,9 %	8,0 %	8,4 %
EV/EBIT (oik.)	>100	18,2	9,5	7,7
EV/EBITDA	>100	16,1	9,0	7,4
EV/Liikevaihto	8,6	5,0	4,6	4,2

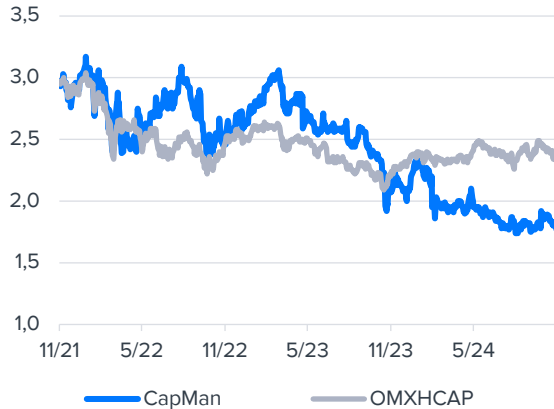
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

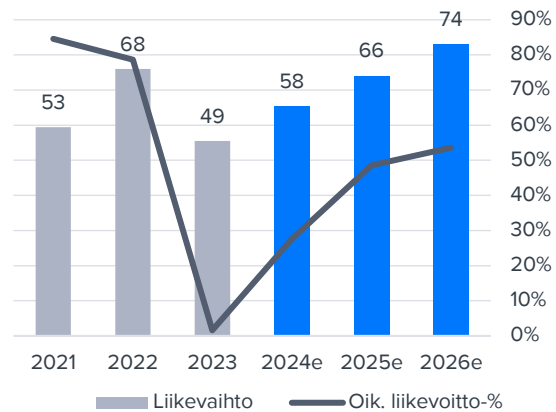
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2024 aikana. Yhtiö arvioi myös jatkuvien liiketoimintojen palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan vuoden 2024 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



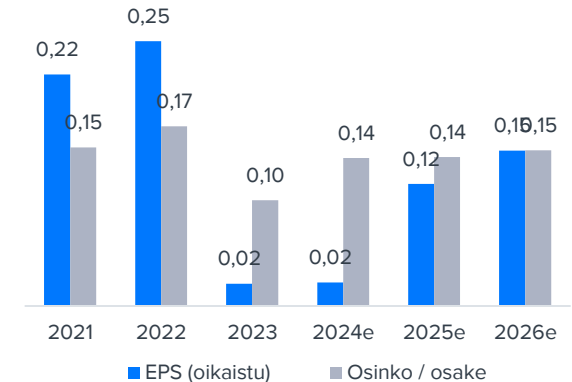
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uudet tuotteet nykyisissä ja uusissa strategioissa
- Tuotekokojen kasvu ja uusien asiakkaiden tuoma kasvupotentiaali
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Mahdolliset arvoa luovat yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulutason nousu ja henkilöstön korkea neuvotteluvoima
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Hintakilpailun kiristyminen ja nykyisten tuotteiden palkkiotasojen lasku
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,77	1,77	1,77
Osakemäärä, milj. kpl	176,9	177,4	177,9
Markkina-arvo	313	313	313
Yritysarvo (EV)	293	302	307
P/E (oik.)	79,4	15,3	12,0
P/E	4,7	16,4	12,7
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	5,4	4,8	4,2
EV/Liikevaihto	5,0	4,6	4,2
EV/EBITDA	16,1	9,0	7,4
EV/EBIT (oik.)	18,2	9,5	7,7
Osinko/tulos (%)	37 %	131 %	106 %
Osinkotuotto-%	7,9 %	8,0 %	8,4 %

Lähde: Inderes

Pakkaselle painuneet sijoitustuotot laskivat tulosta

Palveluliiketoiminnan puuttuminen selitti liikevaihdon laskun

CapManin liikevaihto oli Q3:lla 12,8 MEUR, joka alitti selvästi ennusteemme. Suurin osa tästä selittyi palveluliiketoiminnalla, jota ei enää raportoitukaan osana liikevaihtoa. Tällä osalla ei luonnollisesti ole merkitystä, sillä liiketoiminta on jo myyty. Myös hallinnointipalkkiot jäivät hieman ennusteestamme. Hallinnointipalkkiot olivat kuitenkin 11 % vertailukauden yläpuolella, mikä selittyy pääosin Dasos Capitalin hankinnalla. Voitonjako-osuustuottoja ei puolestaan kirjattu kvartaalilla käytännössä lainkaan. Oma ennusteemme oli 0,5 MEUR.

Hallinnoitavat asiakasvarat kasvoivat odotuksiamme ripeämmin 6,0 mrd. euroon, mikä selittyi sekä kiinteistörahasojen että metsärahasojen kasvulla.

Kvartaalin noin 230 MEUR:n uusmyynti suuntautui pääosin hotellirahastoon sekä kiinteistömandaattiin.

Pakkaselle painuneet sijoitustuotot laskivat tulosta

CapManin liikevoitto jäi liikevaihtoaikin rajummin ennusteestamme. Tähän vaikutti osaltaan palveluliiketoiminnan puuttuminen luvuista, mutta suurin vaikutus tuli taseen sijoitustuotoista. Tällä kertaa myös CapManin omien rahastojen arvoja kirjattiin alas, mikä johti koko salkun noin 0,5 %:n negatiiviseen tuottoon. Tämä johtui kuitenkin puhtaasti valuuttakurssimuutoksista (USD/EUR), joten kohteiden arvostuksissa ei tapahtunut olennaista muutosta paikallisvaluutoilla mitattuna.

Seuraava relevantti tarkastuspiste CapManin omien rahastojen arvonluonnin kehityksestä saadaan Q4:llä, kun kiinteistörahasojen arvostuskirjat päivitetään. Tämä tehdään vuosittain, joten muina kvartaaleina

arvonmuutokset kiinteistörahasojista ovat pääsääntöisesti maltillisia.

Tulosraportin valopilkku oli puolestaan hallinnointiliiketoiminta, jonka liikevoitto sekä kannattavuus ylittivät odotuksemme hieman ennusteita matalammasta liikevaihdosta huolimatta. Kokonaisuudessaan CapManin yrityskauppaan liittyvistä poistoista oikaistu vertailukelpoinen Q3-liikevoitto oli 2,0 MEUR (7,5 MEUR ennuste).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	13,7	12,8	16,9				-24 %	58,2
Liikevoitto (oik.)	4,8	2,0	7,5				-73 %	16,1
Liikevoitto	4,8	1,7	7,2				-76 %	15,7
EPS (oik.)	0,02	0,00	0,03				-109 %	0,02
EPS (raportoitu)	0,02	0,00	0,03				-110 %	0,38
Liikevaihdon kasvu-%	-29,4 %	-6,5 %	23,0 %				-29,5 %-yks.	17,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	35,0 %	15,6 %	44,5 %				-28,9 %-yks.	27,7 %

Lähde: Inderes

CapMan Q3'24: Fokus rahastoliiketoiminnassa



Varainkeruumarkkina on yhä haastava

Lippulaivarahaston ensimmäinen sulkeminen siirtyy ensi vuoteen

Varainkeruun osalta kvartaali vaikuttaa sujuneen hieman alkuvuotta paremmin. Raportilla annettujen myyntilukujen perusteella varoja saatiin kerättyä Q3:lla kiitettävä määrä, vaikka varainkeruumarkkina on säilynyt yhä varsin haastavana. Uuden lippulaivarahasto Nordic Real Estate IV:n ensimmäinen sulkeminen siirtyy kuitenkin ensi vuoteen aiemmin ilmoitetusta Q4:stä. Tämä selittyi yhtiön mukaan sillä, että edellistä rahastoa on yhä sijoittamatta. Sääntöjen mukaisesti tämä estää seuraavan rahaston toiminnan käynnistämisen. Joka tapauksessa myös yleinen kysyntä rahastotuotteille vaikuttaisi säilyneen haastavana. Yhtiön kommenttien perusteella helpotusta on kuitenkin näkyvissä erityisesti muissa Pohjoismaissa, jossa kiinteistötransaktioiden aktiviteetissa on näkynyt

ainakin hienoista piristymistä.

Kaiken kaikkiaan Q3-raportin anti jäi heikosta tuloksesta huolimatta kohtalaisen neutraaliksi. Antamiinsa näkymiin CapMan ei koskenut vaan arvioi yhä hallinnoitavien pääomien kasvavan 2024 aikana ja palkkiotuottojen kannattavuuden paranevan vertailukelpoiset erät huomioiden. Hallinnoitavat varat kasvavat kuluvana vuonna luonnollisesti jo pelkästään Dasosin ansiosta, joten ohjeistus ei olennaista lisäarvoa sijoittajille tarjoa.

Ennustetaulukko	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	13,7	12,8	16,9				-24 %	58,2
Liikevoitto (oik.)	4,8	2,0	7,5				-73 %	16,1
Liikevoitto	4,8	1,7	7,2				-76 %	15,7
EPS (oik.)	0,02	0,00	0,03				-109 %	0,02
EPS (raportoitu)	0,02	0,00	0,03				-110 %	0,38
Liikevaihdon kasvu-%	-29,4 %	-6,5 %	23,0 %				-29,5 %-yks.	17,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	35,0 %	15,6 %	44,5 %				-28,9 %-yks.	27,7 %

Lähde: Inderes

Pientä viilausta lähivuosien ennusteisiin

Ennustemuutokset

- Olemme hieman laskeneet loppuvuoden sekä ensi vuoden alkupuoliskon tuottosidonnaisten palkkioiden sekä sijoitustuottojen ennusteitamme irtautumismarkkinan säilyessä yhä hyvin tahmeana. Ensi vuodesta alkaen irtautumisten pitäisi kuitenkin alkaa tukea sekä uusmyyntiä että rahastojen tuottoihin sidottuja palkkioita.
- Olemme myös aavistuksen maltillistaneet lähivuosien hallinnoitavien varojen kasvun kulmakerrointa, sillä uuden merkittävän kokoiseksi suunnitellun NRE 4 -rahaston ensimmäinen sulkeminen siirtyi ensi vuoden puolelle. Kokonaisuuden kannalta myyntiennusteiden muutokset jäivät hyvin rajallisiksi, ja kyse on lähinnä kasvun ajoittumisesta hieman pidemmälle tulevaisuuteen.
- Kokonaisuutena CapManin hallinnointiliiketoiminnan ennusteemme pysyivät kohtalaisen muuttumattomina vuosille 2025–2027. Kuluva ja ensi vuoden oikaistun liikevoiton ennusteemme kuitenkin laski erityisesti sijoitustuottojen mukana.
- Suurimmat prosentuaaliset muutokset kohdistuivat kuitenkin kuluvaan vuoteen, sillä oikaisimme takautuvasti palveluliiketoiminnan pois kuluvaan vuoden liikevaihdosta sekä liikevoitosta yhtiön päivitetyn raportoinnin mukaisesti. Näin ollen alla olevan taulukon mukaiset muutokset eivät ole enää vertailukelpoisia vuoden 2024 osalta.

Operatiiviset tulosajurit

- Sijoittajien kannalta tärkein tuloskomponentti on lähivuosien osalta hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus. Useamman sijoitusalueen siirtyessä kypsempään vaiheeseen pitäisi hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden skaalautua nykytasoltaan. Tämän realisoitumiseen yhtiö tarvitsee sekä uusmyyntiä että kulutehokkuuden ylläpitoa.
- Uusmyynnin osalta olemme pidemmällä aikavälillä luottavaisia yhtiön tuotteiden parantuneen laadun johdosta, mutta lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne vaikeuttaa varainkeruuta. CapManin rahastojen tuottojen kehitystä tulee kuitenkin seurata tarkasti, sillä houkuttelevat tuotot ovat hallinnoitavan varallisuuden kasvun kannalta välttämättömyys.
- Voitonjako-osuustuottojen kauan odotetun nousun pitäisi myös tukea lähivuosina tulosta merkittävästi, ja rahastojen ylläpitäessä hyviä tuottotasojaan on näkymä myös pidemmälle aikavälille vahva.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	71,0	58,2	-18 %	65,0	65,8	1 %	74,5	73,9	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	32,3	16,1	-50 %	33,2	32,0	-4 %	40,9	39,6	-3 %
Liikevoitto	87,0	15,7	-82 %	31,8	30,6	-4 %	39,5	38,2	-3 %
Tulos ennen veroja	82,2	74,5	-9 %	27,9	26,2	-6 %	35,0	33,8	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,11	0,02	-79 %	0,12	0,12	-6 %	0,15	0,15	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0 %	0,14	0,14	2 %	0,15	0,15	-3 %

Lähde: Inderes

CapMan Oyj, Q3'24



Arvomääritys 1/2

CapManin arvonmäärityksessämme olemme antaneet pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä CapManin erilaisista tuottokomponenteista johtuen (sijoitustuotot, voitonjako-osuustuotot, hallinnointiliiketoiminnan jatkuvat tuotot) menetelmä tarjoaa konsernitason lukuja paremman kuvan osakkeen järkevistä arvostuksesta sekä arvon jakautumisesta.

Mikään ei varsinaisesti estä konsernitason kassavirtamallin (DCF) käyttöä, mutta eri tuottolähteiden toisistaan poikkeavat riskiprofiilit tekevät menetelmän johdonmukaisesta soveltamisesta asteen vaikeampaa. Erityisen haasteen muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka kassavirtojen ennustaminen on poikkeuksellisen vaativaa. Tämä johtuu siitä, että kirjanpidon tuottojen ja sijoituksista realisoituvien kassavirtojen ajoituksessa voi olla huomattaviakin viiveitä. Olemme käsitelleet tätä dynamiikkaa tarkemmin hiljattain julkaisemassamme [laajassa raportissa](#). Lisäksi sijoitustuottojen vuosittaiset vaihtelut voivat olla merkittäviä.

Sijoitustoiminta nostaa tuottovaatimusta

Olemme arvonmäärityksessämme soveltaneet CapManille konsernitason 9,2 %:n tuottovaatimusta (WACC). Yhtiön oman pääoman tuottovaatimus on 10,4 %, mikä heijastelee yhtiön velkaisuutta sekä sijoitustoiminnan korkeampaa riskitasoa.

Osien summa -laskelmassa CapManin hallinnointiliiketoiminnan tuottovaatimus on hieman konsernitason tuottovaatimusta matalampi 9,0 %, joka on linjassa Ev:lle ja eQ:lle soveltamamme tason kanssa. CapManin sijoitustoiminnan tuottovaatimus taas on luontaisesti tätä selvästi korkeampi, mikä selittää eron hallinnointiliiketoiminnan ja konsernin tuottovaatimuksen välillä.

Tuotto-odotus on riittävä

Viime vuosien kurssilaskun myötä CapManin tuotto-odotus on vahvemmin painottunut osinkotuottoon (~8 %), mikä tarjoaa selkeää selkänöjää osakekursseille. Lisäksi tuloskasvunäkymä on varsin hyvä. Tulospohjaiset hinnoittelukertoimet ovat kuitenkin mielestämme koholla, mikä vaikuttaa negatiivisesti yhtälöön. Kokonaisuudessaan haarukoimamme tuotto-odotus asettuu lähivuosina noin 10–15 %:n tienoille. CapManin hyväksytyt kertoimia painaa sijoitussalkun luontaisesti matala P/E-luku, sillä listaamattomien rahastosijoitusten korkeampi riski nostaa näiden tuottovaatimusta. Sijoitustuottojen paino tuloksessa säilyy varsin korkeana myös jatkossa, joten mielestämme kertoimien hyväksyttävässä tasossa ei ole lähivuosina nähtävissä merkittävää muutosta.

Pidemmällä aikavälillä osakkeen keskeisimmän ajurin muodostavat CapManin rahastojen tuotot, sillä onnistunut sijoitustoiminta tukee uusmyyntiä ja kasvattaa voitonjako-osuustuottoja sekä taseen sijoitustuottoja. Lyhyellä aikavälillä epävarmuus tulosennusteiden ympärillä on kuitenkin yhä koholla vaikeutuneesta varainkeruumarkkinasta johtuen.

Osien summa soveltuu parhaiten

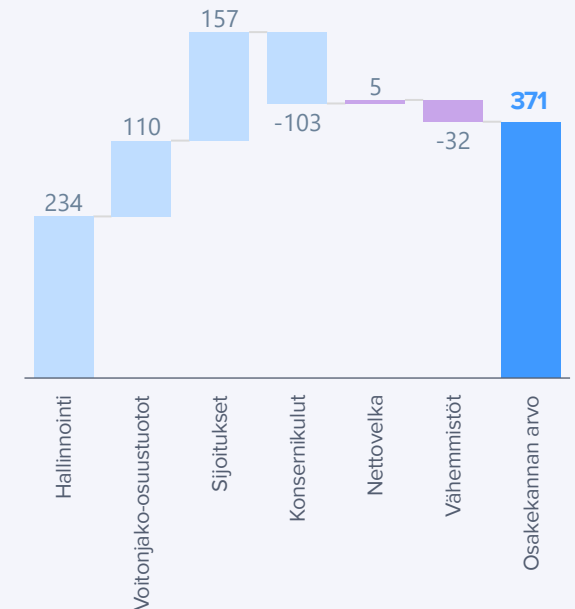
Osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvonmääritykselle, sillä yhtiön eri tuloskomponentit eroavat toisistaan muun muassa riskeiltään.

Jatkuvia palkkioita tuovan hallinnointiliiketoiminnan olemme arvottaneet 15x EV/EBIT-kertoimella ja ensi vuoden aineettomien omaisuserien poistoista oikaistulla liikevoittoennusteella. Näin saamme hallinnointiliiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 235 MEUR. Liiketoiminnan arvo saa tukea matalasta investointitarpeesta, vahvasta kasvunäkymästä sekä maltillisesta riskitasosta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,77	1,77	1,77
Osakemäärä, milj. kpl	176,9	177,4	177,9
Markkina-arvo	313	313	313
Yritysarvo (EV)	293	302	307
P/E (oik.)	79,4	15,3	12,0
P/E	4,7	16,4	12,7
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	5,4	4,8	4,2
EV/Liikevaihto	5,0	4,6	4,2
EV/EBITDA	16,1	9,0	7,4
EV/EBIT (oik.)	18,2	9,5	7,7
Osinko/tulos (%)	37 %	131 %	106 %
Osinkotuotto-%	7,9 %	8,0 %	8,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma (MEUR)



Arvomääritys 2/2

Voitonjako-osuustuottoihin olemme soveltaneet 11x-kerrointa sekä arviotamme voitonjako-osuustuottojen keskimääräisestä tasosta (~10 MEUR). Voitonjako-osuustuottojen nykyarvo on siten laskelmissamme 110 MEUR. Kerroin on kohtalaisen konservatiivinen, sillä se ei huomioi jatkuvan liiketoiminnan kasvua täysimääräisenä, minkä tulisi kasvavien rahastokokojen ansiosta nostaa myös tuottosidonnaista palkkiokomponenttia yli ajan linjassa hallinnoitavien varojen kanssa. Toisaalta yhtiön näytöt kyvystään takoa tasaisesti vastaavia voitonjako-osuustuottoja ovat vielä vajavaiset, joten mielestämme varovaisuus on tässä vaiheessa perusteltua. Koko hallinnointiliiketoiminnan EV/EBIT-kerroin on siten laskelmissamme noin 14x.

Lisäksi CapManilla on reilusti tasesijoituksia, jotka olemme arvottaneet omaisuuserien tasearvoon yhtiön soveltaessa kirjanpidossaan käyvän arvon menetelmää. Keskeinen oletuksemme on, että sijoitussalkun tuotto vastaa pitkässä juoksussa suunnilleen sen tuottovaatimusta. Verovelat huomioiden CapManin sijoitussalkun arvoksi saadaan siten 157 MEUR.

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmissamme noin -100 MEUR. Konsernikulujen arvotuksessa olemme käyttäneet ensi vuoden ennustettamme sekä 3 %:n kasvutekijää. Hallinnointiliiketoiminnan vähemmistöomistuksien arvoksi olemme määrittäneet -32 MEUR. Olennaisia vähemmistöomistuksia on useassa rahastojen hallinnoinnista vastaavassa tytäryhtiössä (mm. infra, buyout, growth).

CapMan on suunnilleen nettovelaton. Nettovelka sisältää 104 MEUR:n korolliset velat sekä kassan. Lisäksi olemme sisällyttäneet palveluliiketoiminnan myynnistä saatavat noin 64 MEUR kassavarat osaksi

nettovelkaa. Tämä tarkoittaa, että oletamme tässä vaiheessa varoilla toteutettavien mahdollisten uusien yrityskauppojen tai muiden kasvuihastointien tuotto-odotuksen vastaavan karkeasti varojen tuottovaatimusta. Vaikutus CapManin arvoon voi lopulta olla myös positiivinen, mikäli investointien tuotto ylittää yhtiön tuottovaatimuksen (ROIC>WACC). Vastaavasti tilanteessa, jossa investointien tuotto jää riittämättömäksi (ROIC<WACC), olisi vaikutus arvoon negatiivinen. Toistaiseksi näkyvyyttä varojen käyttökohteisiin ei kuitenkaan ole, joten pidämme oletusta neutraalista vaikutuksesta perusteltuna. Tämä myös samalla tarkoittaa sitä, ettei osien summan mukainen arvomme olennaisesti muutu, vaikka CapMan päättäisikin jakaa koko summan ulos osinkoina.

Osien summa -laskelmamme indikoima arvo CapManille on noin 370 MEUR eli noin 2,1 euroa per osake.



CapManin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Hallinnoitavien asiakasvarojen pitkän aikavälin hyvä kasvunäkymä
- Jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden parantuminen
- Vahva asema vaihtoehtorahastoissa
- Korkea voitonjakosuhte
- Hallinnointiliiketoiminnan maltillinen riskitaso



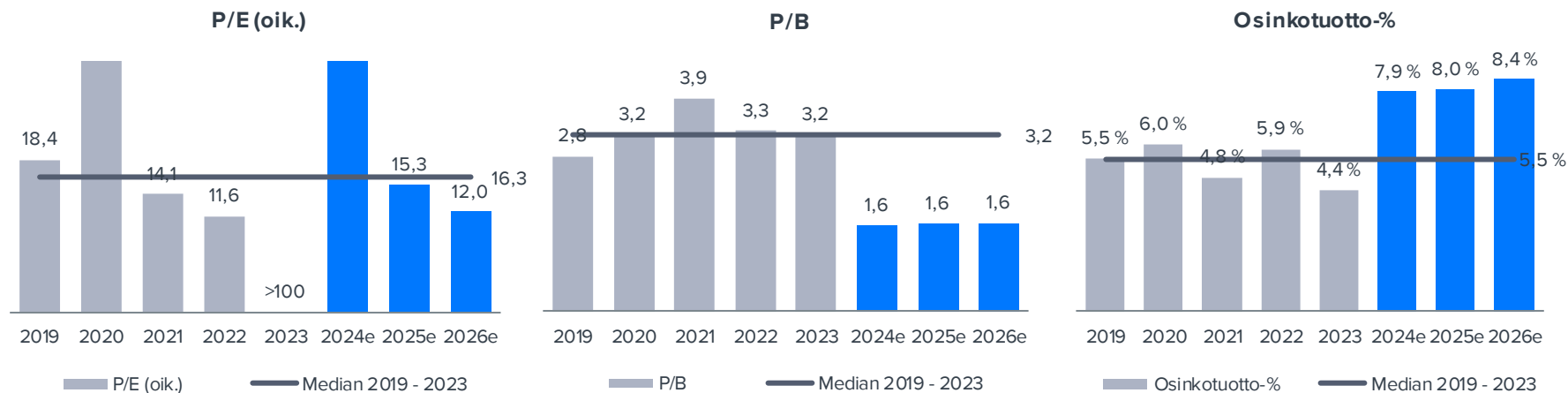
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Sijoitustuottojen huomattava osuus tuloksesta sekä näiden korkeampi tuottovaatimus
- Sijoitustuotot ovat luonteeltaan syklisiä ja heiluttavat tulosta
- Haastava markkinatilanne

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,36	2,32	3,10	2,90	2,29	1,77	1,77	1,77	1,77
Osakemäärä, milj. kpl	152,2	155,8	156,6	158,1	158,6	176,9	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	359	361	486	458	363	313	313	313	313
Yritysarvo (EV)	385	395	513	506	426	293	302	307	311
P/E (oik.)	18,4	70,3	14,1	11,6	>100	79,4	15,3	12,0	11,9
P/E	25,7	70,3	14,1	11,6	>100	4,7	16,4	12,7	12,5
P/B	2,8	3,2	3,9	3,3	3,2	1,6	1,6	1,6	1,6
P/S	7,3	8,4	9,2	6,8	7,4	5,4	4,8	4,2	4,1
EV/Liikevaihto	7,9	9,2	9,7	7,5	8,6	5,0	4,6	4,2	4,1
EV/EBITDA	15,4	28,7	11,1	8,8	>100	16,1	9,0	7,4	7,3
EV/EBIT (oik.)	15,4	32,0	11,5	9,5	>100	18,2	9,5	7,7	7,7
Osinko/tulos (%)	141,7 %	424,1 %	68,5 %	67,8 %	1229,3 %	37,0 %	130,7 %	105,5 %	112,5 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,0 %	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,9 %	8,0 %	8,4 %	9,1 %

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	85	84	7,7	7,5	6,4	6,2	1,8	1,7	10,4	11,0	7,4	7,9	2,5
Aktia	675	861							7,0	7,5	9,1	8,7	0,9
eQ	557	528	14,4	11,7	13,9	11,3	7,7	6,7	19,1	15,8	5,5	6,6	7,3
Eveli	496	502	11,4	11,4	8,0	10,3	4,1	4,7	15,8	15,0	7,5	8,0	3,5
Taaleri	233	246	6,6	5,9	6,5	5,8	3,5	3,2	8,6	8,7	7,0	6,9	1,1
Titanium	102	89	9,3	9,3	8,7	8,6	3,9	3,8	13,5	13,4	8,3	8,3	6,0
United Bankers	193	174	8,1	8,6	7,3	7,6	2,9	2,8	12,1	13,3	6,2	6,4	3,3
CapMan (Inderes)	313	293	18,2	9,5	16,1	9,0	5,0	4,6	79,4	15,3	7,9	8,0	1,6
Keskiarvo			9,6	9,0	8,5	8,3	4,0	3,8	12,3	12,1	7,3	7,5	3,5
Mediaani			8,7	8,9	7,7	8,1	3,7	3,5	12,1	13,3	7,4	7,9	3,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			110 %	6 %	110 %	12 %	35 %	30 %	556 %	15 %	7 %	2 %	-53 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	67,5	12,7	13,9	11,2	11,5	49,3	15,6	15,4	12,8	14,4	58,2	65,8	73,9	76,6
Hallinnointiliiketoiminta	55,9	12,7	13,8	11,1	11,2	48,8	15,4	15,3	12,4	14,0	57,1	65,1	73,2	76,0
Palveluliiketoiminta	11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1
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	0,2	0,1	0,2	0,3	0,8	0,5	0,5	0,5
Käyttökate	57,3	-0,6	3,1	3,7	-5,9	0,2	6,1	4,5	2,3	5,3	18,2	33,6	41,4	42,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	-2,5	-3,0	-3,2	-3,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	53,1	-1,0	2,7	3,4	-4,3	0,8	6,8	2,6	1,7	5,0	16,1	32,0	39,6	40,5
Liikevoitto	53,1	-1,0	2,7	3,4	-6,3	-1,3	5,6	3,8	1,7	4,6	15,7	30,6	38,2	39,2
Hallinnointiliiketoiminta	22,3	3,1	5,0	3,6	0,6	12,3	6,3	4,3	3,9	3,4	17,9	23,1	29,0	29,9
Palveluliiketoiminta	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1
Sijoitustoiminta	35,7	-2,5	-0,4	0,9	-4,5	-6,6	2,1	1,0	-0,9	3,1	5,3	15,8	17,9	18,3
Muut	-7,9	-1,6	-1,9	-1,1	-2,4	-6,9	-2,8	-1,5	-1,5	-1,8	-7,6	-8,5	-8,9	-9,1
Nettorahoituskulut	-5,5	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,4	-4,7	-4,4	-4,5	-4,6
Tulos ennen veroja	47,6	-0,3	3,6	4,4	-4,9	2,7	6,0	4,0	1,2	63,2	74,5	26,2	33,8	34,6
Verot	-6,6	1,1	0,4	-0,8	-0,1	0,6	-1,5	-0,4	-0,1	-0,3	-2,3	-5,2	-6,8	-6,9
Vähemmistöosuudet	-1,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,7	-2,0	-2,4	-1,3	-0,8	-0,6	-5,1	-1,9	-2,2	-2,4
Nettotulos	39,6	0,3	3,3	3,3	-5,7	1,3	2,1	2,3	0,3	62,3	67,0	19,1	24,8	25,3
EPS (oikaistu)	0,25	0,00	0,02	0,02	-0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,02	0,02	0,12	0,15	0,15
EPS (raportoitu)	0,25	0,00	0,02	0,02	-0,04	0,01	0,01	0,01	0,00	0,35	0,38	0,11	0,14	0,14

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	27,9 %	-10,7 %	-21,2 %	-29,4 %	-41,9 %	-27,0 %	22,8 %	10,5 %	14,0 %	25,3 %	17,9 %	13,2 %	12,3 %	3,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	19,0 %	-105,3 %	-81,0 %	-73,4 %	-157,3 %	-98,5 %	-776,7 %	-2,0 %	-49,6 %	-216,4 %	1962,1 %	98,7 %	23,9 %	2,3 %
Käyttökate-%	84,9 %	-4,8 %	22,0 %	33,2 %	-51,8 %	0,5 %	38,9 %	29,1 %	18,3 %	37,2 %	31,3 %	51,0 %	56,0 %	55,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	78,6 %	-7,9 %	19,3 %	30,1 %	-37,3 %	1,6 %	43,4 %	17,1 %	13,3 %	34,7 %	27,7 %	48,6 %	53,6 %	52,9 %
Nettotulos-%	58,7 %	2,7 %	23,7 %	29,6 %	-49,4 %	2,6 %	13,4 %	14,8 %	2,3 %	433,9 %	115,2 %	29,1 %	33,6 %	33,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	183	173	214	218	221
Liikearvo	7,9	7,9	30,9	30,9	30,9
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	11,9	10,6	9,2
Käyttöomaisuus	3,6	4,1	4,2	4,3	4,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	170	159	165	170	175
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
Vaihtuvat vastaavat	87,6	68,0	123	97,4	96,4
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	23,3	26,3	29,5
Likvidit varat	55,6	41,0	93,3	64,6	60,4
Taseen loppusumma	270	241	337	315	318

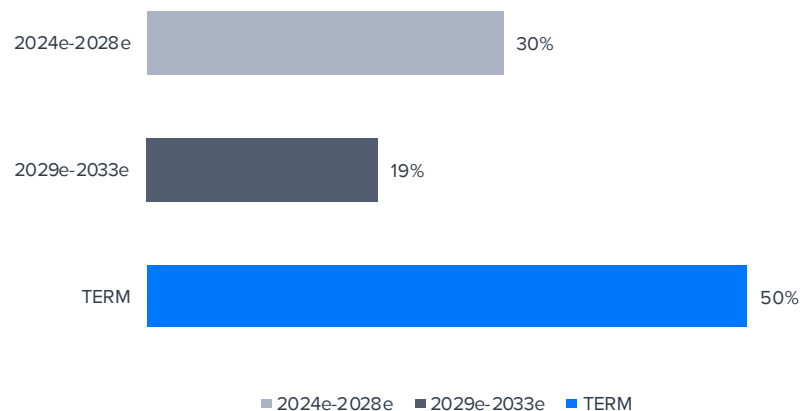
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	142	115	204	199	199
Osakepääoma	0,8	0,8	37,8	37,8	37,8
Kertyneet voittovarot	65,5	52,9	104	98,4	98,2
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	3,0	3,0	3,0
Pitkäaikaiset velat	108	98,9	110	91,5	91,5
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	104	85,0	85,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	20,8	27,5	22,3	25,0	27,8
Korolliset velat	1,1	1,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,4	24,2	20,4	23,0	25,9
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9
Taseen loppusumma	271	242	337	315	318

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-27,0 %	17,9 %	13,2 %	12,3 %	3,7 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-2,6 %	27,1 %	46,5 %	51,8 %	51,1 %	50,0 %	49,0 %	48,0 %	47,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	-1,3	15,7	30,6	38,2	39,2	40,2	41,4	42,6	43,8	43,2	44,2	
+ Kokonaispoistot	1,5	2,5	3,0	3,2	3,3	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-1,9	-2,3	-5,2	-6,8	-6,9	-7,1	-7,3	-7,6	-7,8	-7,7	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-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	-6,6	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	9,6	8,3	27,1	33,3	34,5	35,0	35,8	36,7	37,6	37,2	38,1	
+ 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	-43,1	-6,7	-6,8	-6,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,9	-34,8	20,4	26,5	27,6	33,0	33,7	34,5	35,3	34,8	35,2	
+/- Muut	0,0	96,0	3,0	-3,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,9	61,2	23,4	23,5	25,6	33,0	33,7	34,5	35,3	34,8	35,2	539
Diskontattu vapaa kassavirta		60,5	21,1	19,5	19,4	23,0	21,5	20,1	18,8	17,0	15,7	241
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		478	417	396	377	357	334	313	293	274	257	241
Velaton arvo DCF		478										
- Korolliset velat		-93,9										
+ Rahavarat		41,0										
-Vähemmistöosuus		-31,5										
-Osinko/pääomapalautus		-15,9										
Oman pääoman arvo DCF		440										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Rahavirranjakauma jaksoittain



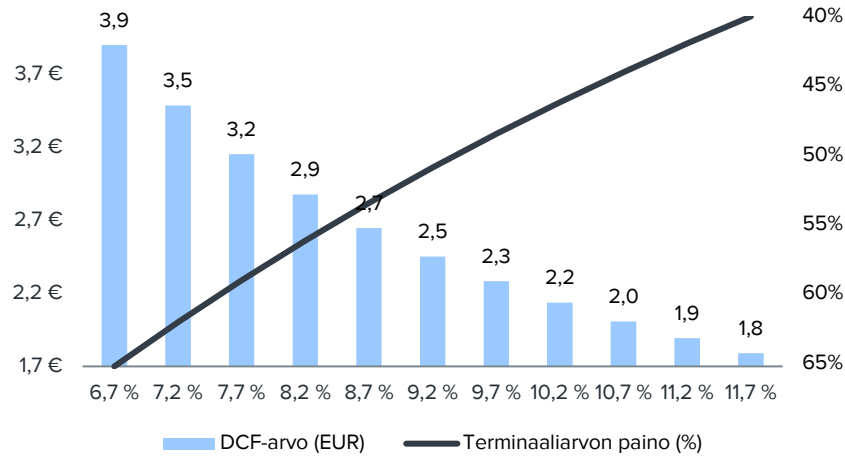
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

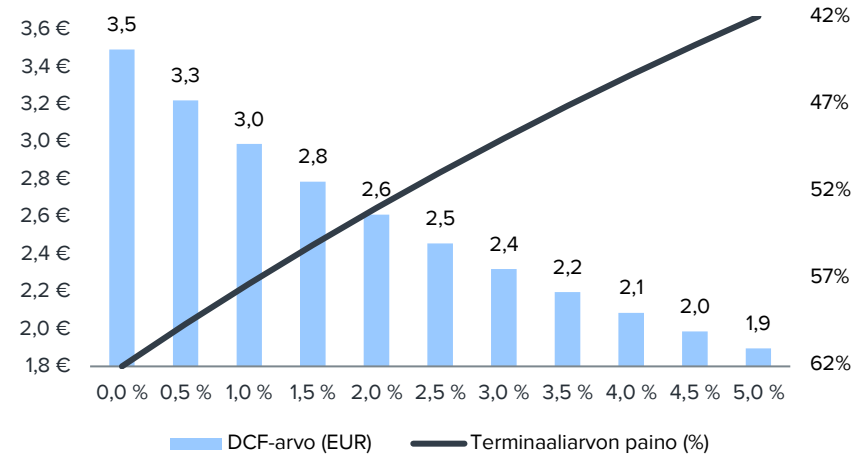
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

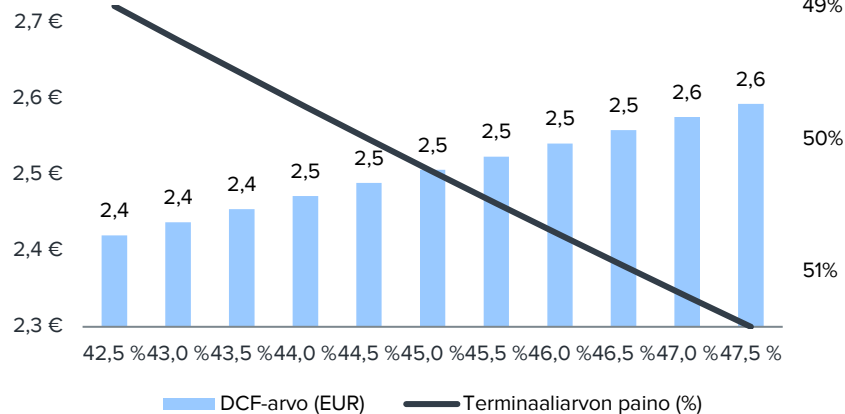
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



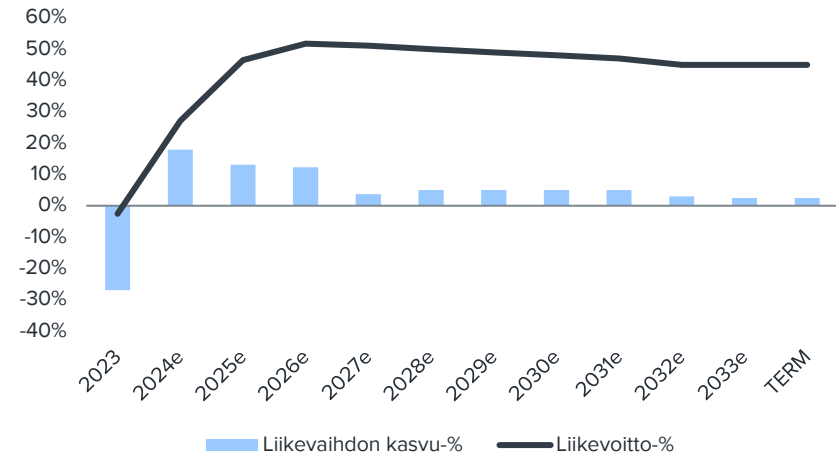
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	49,3	58,2	65,8	EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,01	0,38	0,11
Käyttökate	46,1	57,3	0,2	18,2	33,6	EPS (oikaistu)	0,22	0,25	0,02	0,02	0,12
Liikevoitto	44,6	53,1	-1,3	15,7	30,6	Operat. kassavirta / osake	0,29	0,31	0,06	0,05	0,15
Voitto ennen veroja	40,6	47,6	2,7	74,5	26,2	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,07	0,07	0,35	0,13
Nettovoitto	34,3	39,6	1,3	67,0	19,1	Omapääoma / osake	0,80	0,89	0,71	1,14	1,10
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,0	-0,3	-1,4	Osinko / osake	0,15	0,17	0,10	0,14	0,14
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	240,3	270,5	241,4	337,1	315,1	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	28 %	-27 %	18 %	13 %
Oma pääoma	127,4	142,1	115,1	204,3	198,7	Käyttökateen kasvu-%	236 %	24 %	-100 %	7590 %	84 %
Liikearvo	15,3	7,9	7,9	30,9	30,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	262 %	19 %	-99 %	1962 %	99 %
Nettovelat	17,8	37,4	52,8	10,7	20,4	EPS oik. kasvu-%	564 %	14 %	-92 %	6 %	418 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	87,4 %	84,9 %	0,5 %	31,3 %	51,0 %
Käyttökate	46,1	57,3	0,2	18,2	33,6	Oik. Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	1,6 %	27,7 %	48,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,9	11,5	-6,6	-0,4	Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	-2,6 %	27,1 %	46,5 %
Operatiivinen kassavirta	46,0	49,1	9,6	8,3	27,1	ROE-%	28,8 %	29,8 %	1,0 %	42,6 %	9,6 %
Investoinnit	-14,2	-37,3	8,1	-43,1	-6,7	ROI-%	21,9 %	23,8 %	1,5 %	30,6 %	10,3 %
Vapaa kassavirta	57,2	11,5	10,9	61,2	23,4	Omavaraisuusaste	53,0 %	52,6 %	47,7 %	60,6 %	63,1 %
						Nettovelkaantumisaste	14,0 %	26,3 %	45,9 %	5,2 %	10,3 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	9,7	7,5	8,6	5,0	4,6						
EV/EBITDA	11,1	8,8	>100	16,1	9,0						
EV/EBIT (oik.)	11,5	9,5	>100	18,2	9,5						
P/E (oik.)	14,1	11,6	>100	79,4	15,3						
P/B	3,9	3,3	3,2	1,6	1,6						
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,9 %	8,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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](#).

Lisätietoja 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.

Suositushistoria (>12 kk)

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 €	1,96 €
06/03/2024	Lisää	2,20 €	1,94 €
06/05/2024	Vähennä	2,20 €	2,10 €
03/06/2024	Lisää	2,20 €	1,91 €
08/08/2024	Lisää	2,10 €	1,78 €
07/10/2024	Lisää	2,10 €	1,92 €
14/10/2024	Lisää	2,10 €	1,89 €
08/11/2024	Lisää	2,10 €	1,77 €

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.**