CAPMAN

05.11.2026 21.25 EET



Sauli Vilén, Analyytikko
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

YHTIÖRAPORTTI



Tulosparannuksen aikataulu venyy

CapManin Q3-raportti oli kokonaisuutena vaisu. Markkinatilanne on vaikeutunut syksyn aikana ja tämä kasvattaa riskejä varainkeruiden onnistumisiin liittyen. Olemme tarkistaneet ennusteitamme hieman alaspäin ja tämän seurauksena tarkistamme tavoitehintamme 1,9 euroon (aik. 2,1e). Samalla laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta), sillä jatkuvien palkkioiden tulosparannus painottunee ensi vuoden loppupuolelle.

Tulos jäi selvästi odotuksista sijoitustuottojen vetämänä

CapManin liikevaihto oli 19,2 MEUR ja ylitti 18,1 MEUR:n ennusteemme, mutta ylitys tuli odotettua suuremmista voitonjako-osuustuotoista (3,6 vs. 1,0 MEUR). Lähivuosien tulosparannuksen kannalta kriittiset palkkiotuotot jäivät odotuksistamme (15,6 vs. 17,1 MEUR) irtautumisten ja matalien transaktiopalkkioiden vuoksi. Uusmyynti oli odotuksiemme mukaisesti vaisua, ja hallinnoitavat pääomat pysyivät kvartaalin aikana vakaina 7,7 miljardissa eurossa.

Oikaistu liikevoitto oli 7,2 MEUR ja jäi reippaasti 9,9 MEUR:n ennusteestamme, mikä selittyy oman taseen vaisuilla sijoitustuotoilla (0,6 vs. 4,3 MEUR). Yhtiön arvon kannalta tärkein mittari, palkkiotulos, laski vertailukaudesta kasvaneiden kulujen ja matalampien transaktiopalkkioiden vuoksi, ja tammi-syyskuussa se on vain marginaalisesti edellisvuotta edellä. Tämä on meille selkeä pettymys. Kulujen kasvua selittää kuitenkin yrityskauppoihin liittyvät kertaluontoiset erät ja yhtiöllä on selkeästi ollut varsin pitkälle edennyt järjestely, joka ei syystä tai toisesta ole mennyt maaliin. Kulujen osalta pidämme rohkaisevana signaalina henkilöstömäärän laskua jo toisena kvartaalina peräkkäin.

Tulosparannus siirtyy eteenpäin

CapMan toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan hallinnoitavat pääomat ja palkkiotulos kasvavat vuonna 2026. Johdon mukaan markkinatilanne on kuitenkin muuttunut syksyn aikana haastavammaksi etenkin kiinteistösektorilla, mikä kasvattaa varainkeruisiin liittyviä riskejä. Laskimme 2026 ennusteitamme selvästi Q3-tulospettymyksen myötä. 2026 tulos jääkin näillä näkymin jälleen vaisuksi ja kauas potentiaalista.

2027 odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta uusmyynnin, voitonjako-osuustuottojen kasvun ja elpyvien sijoitustuottojen myötä. Jatkuvien palkkioiden osalta tulosparannus painottuu kuitenkin loppuvuoteen, kun rahastojen viimeiset sulkemiset tehdään. 2027 ennusteessamme ei ole tapahtunut oleellista muutosta, kun alhaisempi henkilöstömäärä kompensoi NRE4-rahaston pienemmän kokoluokan. Muistutamme, että 2027 tulos on ns. ”liian hyvä”, kun yhtiö kirjaa merkittävät takautuvat palkkiot rahastojen sulkemisten yhteydessä. 2028 EPS-ennusteemme laski 10 %, ja se antaa mielestämme hyvän kuvan CapManin normaalista tulospotentiaalista. Odotamme edelleen vuolasta osinkovirtaa, mutta tarkistimme ennusteitamme hieman alaspäin tulosennusteiden mukana.

Osake on halpa vasta tulosparannuksen realisoituessa

CapManin arvostuskuva on hyvin kaksijakoinen. Viimeisen 12 kuukauden tuloksella CapManin P/E-kerroin on yli 20x, mikä on tuloksen heikko mix huomioiden korkea. Tuloskasvun käynnistyessä kertoimet painuvat kuitenkin nopeasti houkutteleviksi ja 2027 ennusteillamme P/E on noin 10x, ja normaalimpaa tulostasoa kuvastavalla 2028 ennusteella P/E on noin 13x. Noin 7 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta, vaikka siihen liittyy vaatimattoman tulostason vuoksi epävarmuutta. Myös suhteessa hallinnoitavaan varallisuuteen osake on todella halpa, ja se alleviivaa yhtiön Hallinnointiliiketoiminnan potentiaalia. Heikentynyt markkinatilanne siirtänee rahastojen viimeisiä sulkemisia ensi vuoden jälkipuoliskolle, mikä nostaa tulosparannukseen liittyviä riskejä. Tämä yhdessä laskeneiden ennusteiden kanssa puoltaa aiempaa varovaisempaa näkemystä.

Suositus:
Lisää
(aik. Osta)

Tavoitehinta:
1,90 EUR
(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:
1,71 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



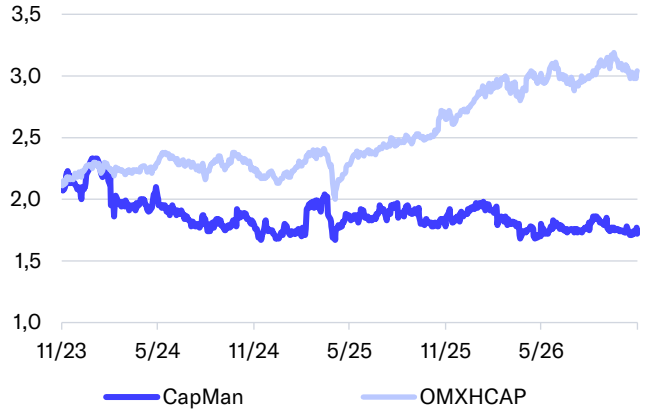
	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	63,0	70,7	87,1	83,0
kasvu-%	9 %	12 %	23 %	-5 %
EBIT oik.	25,8	23,4	44,1	38,0
EBIT-% oik.	41,0 %	33,1 %	50,6 %	45,8 %
Nettotulos	13,2	13,4	28,0	21,4
EPS (oik.)	0,09	0,09	0,17	0,13
P/E (oik.)	21,4	19,1	10,0	12,8
P/B	1,8	1,7	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,8 %	7,0 %	7,6 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	13,4	7,0	7,9
EV/EBITDA	13,2	13,0	6,9	7,7
EV/Liikevaihto	5,5	4,4	3,6	3,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus (Ennallaan)

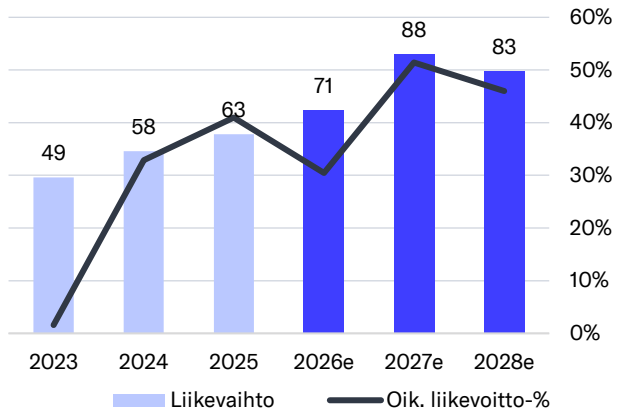
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2026 aikana. Yhtiö arvioi myös jatkuvien liiketoimintojen palkkiotuloksen kasvavan vuoden 2026 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



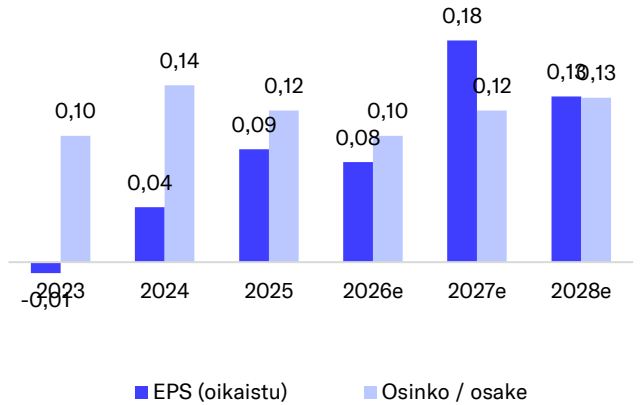
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuotekokojen kasvu ydinstrategioissa
- Uudet tuotteet
- Kannattavuuden skaalautuminen kasvun myötä
- Kulutehokkuuden parantaminen
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulukontrollin pettäminen
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,71	1,71	1,71
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	303	304	305
Yritysarvo (EV)	314	310	299
P/E (oik.)	19,1	10,0	12,8
P/E	22,7	10,9	14,2
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,4	3,6	3,6
EV/EBITDA	13,0	6,9	7,7
EV/EBIT (oik.)	13,4	7,0	7,9
Osinko/tulos (%)	133 %	76 %	108 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	7,0 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Loppuvuodelle jää paljon kirittävää

CapManin liikevaihto oli 19,2 MEUR ja se ylitti 18,1 MEUR:n ennusteemme. Vahvaa liikevaihtoa selittivät merkittävät voitonjako-osuustuotot, joita yhtiö kirjasi selvästi odotuksiamme enemmän (3,6 vs. 1,0 MEUR). Lähivuosien tulosparannuksen kannalta kriittiset palkkiotuotot jäivät odotuksia vaisummiksi johtuen irtautumisista sekä alhaisista transaktiopalkkioista (15,6 vs. 17,1 MEUR). Näin ollen liikevaihdon mix olikin odotuksiamme pehmeämpi ylityksestä huolimatta. Hallinnointipalkkiot kuitenkin kasvoivat 13 %:lla vuoden takaisesta. Uusmyynti oli odotuksiemme mukaisesti vaisua, ja hallinnoitavat pääomat pysyivät kvartaalin aikana vakaina 7,7 miljardissa eurossa.

Tulos jäi selvästi odotuksista

CapManin oikaistu liikevoitto oli 7,2 MEUR ja se jäi reippaasti 9,9 MEUR:n ennusteestamme. Alitus selittyy täysin oman taseen sijoitustuotoilla, jotka jäivät kvartaalilla hyvin vaisulle 0,6 MEUR:n tasolle (Q3’26e: 4,3 MEUR). Tuloksen mix oli liikevaihdon tapaan odotuksia heikompi, sillä huomattava osa tuloksesta tuli voitonjako-osuustuotoista. Yhtiön arvon kannalta tärkein yksittäinen mittari, eli palkkiotulos, laski Q3'25-tasolta johtuen kasvaneista kuluista ja matalammista transaktiopalkkioista. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden osalta palkkiotulos on vain marginaalisesti edellä edellisvuotta, mikä on meille selkeä pettymys. Kulurakenne oli Q3:lla jonkin verran odotuksiamme korkeampi, mutta tämä selittyi pitkälti yritysjärjestelyihin liittyneillä 0,4 MEUR:n kertaerillä. Kertaerät ovat kohtalaisen merkittäviä, ja esim. CAERUS-kaupan kulut olivat samaa tasoa. Mielestämme tämä kertookin selkeästi siitä, että yhtiöllä on ollut joku yrityskauppaprosessi jo varsin pitkällä, mutta syystä tai toisesta sen kanssa ei ole päästy maaliin. Henkilöstömäärä laski toista kvartaalia perättäin, mikä on rohkaiseva signaali.

Tuloslaskelman alimmilla riveillä yhtiö kirjasi merkittävät kertaluontoiset positiiviset tuloverot vanhoista tappioista, ja tämä nosti EPS:n 0,03 euroon. Vähemmistöjen tulososuus oli odotuksiamme suurempi, mutta tämä selittyi Nest-rahaston voitonjako-osuustuotoilla, jotka juoksevat poikkeuksellisesti CapManin tuloslaskelmassa.

Markkinatilanne on muuttunut haastavammaksi

CapMan toisti odotetusti kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiö arvioi hallinnoitavien pääomien ja palkkiotuloksen kasvavan vuoden 2026 aikana. Palkkiotulos on Q3-pettymyksen jälkeen vain marginaalisesti edellä edellisvuotta, mutta loppuvuonna tapahtuvien rahastojen sulkemisten tulisi parantaa palkkiotulosta selvästi Q4:llä.

Markkinakommenttien osalta johto totesi odotetusti markkinatilanteen muuttuneen syksyn aikana haastavammaksi etenkin kiinteistösektorilla. Yhtiö kuitenkin totesi sijoittajakeskustelujen olevan aktiivisia ja yhtiö tavoittelee useissa rahastoissa seuraavia sulkemisia vielä tänä vuonna. Onnistuneet irtautumiset ja sijoittajille alkuvuonna palautetut noin 480 MEUR luovat yhtiön mukaan tärkeää pohjaa tulevien varainkeruiden onnistumiselle. Nykymarkkinassa näemme selvän riskin, että seuraavat sulkemiset jäävät vaatimattoman kokoisiksi.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'25 Vertailu	Q3'26 Toteutunut	Q3'26e Inderes	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2026e Inderes
Liikevaihto	15,4	19,2	18,1	6 %	70,7
Liikevoitto (oik.)	8,5	7,2	9,9	-28 %	23,4
Liikevoitto	7,8	6,2	9,3	-33 %	20,9
EPS (oik.)	0,03	0,03	0,04	-18 %	0,09
Liikevaihdon kasvu-%	20,6 %	24,6 %	17,4 %	7,1 %-yks.	12,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	55,1 %	37,3 %	54,7 %	-17,4 %-yks.	33,1 %

Lähde: Inderes

CapMan Q3'26: Voitonjako-osuustuotot kompensoivat jatkuvien palkkioiden pehmeyttä



Tulosparannus painottuu ensi vuoden jälkipuoliskolle

Ennustemuutokset

- 2026 ennusteemme ovat laskeneet merkittävästi. Tämä selittyy pitkälti Q3-tulospettymyksellä sekä sillä, että Q4 voitonjako-osuustuottomme ovat laskeneet, kun niitä on realisoitu Q3:lla selvästi odotettua enemmän.
- 2027 ennustemuutokset ovat jääneet maltillisiksi. Olemme laskeneet arviotamme NRE4:n lopullisesta koosta, joka heijastuu alhaisempina AUM-ennusteina. Myös varainhoitopalkkioiden ennusteemme ovat laskeneet. Samalla kuitenkin olemme laskeneet hieman kuluennusteitamme johtuen alhaisemmasta henkilöstömäärästä. Palkkiotulosennusteemme 2027-2028 osalta ovatkin laskeneet vain 5-7 %:lla. Huomautamme kuitenkin, että vähemmistöjen tulososuus on noussut myös jonkin verran ja tämä erä on liitännäinen juuri palkkiotulokseen.
- Sijoitussalkun osalta olemme tarkistaneet ennusteitamme hieman alaspäin, sillä pitkien korkojen nousu rasittanee mm. kiinteistörahastojen tuottopotentiaalia.
- 2028 EPS-ennusteemme on laskenut 10 %:lla ja muistutamme, että 2028 kuvastaa yhtiön ns. normaalia tulosta 2027 tuloksen ollessa liian hyvä takautuvien palkkioiden johdosta.
- Olemme tarkistaneet osinkoennusteitamme alas tulosennusteiden mukana.
- Olemme käsitelleet CapManin ennusteita tarkemmin laajassa raportissamme. Tarkempi ennustemuutokset taulukko löytyy seuraavalta sivulta.

Operatiiviset tulosajurit

- Sijoittajien kannalta tärkein tuloskomponentti on lähivuosien osalta hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus eli palkkiotulos. Palkkiotulos on tällä hetkellä varsin vaatimaton, mutta näemme siinä merkittävää skaalautumispotentiaalia. Useamman sijoitusalueen siirtyessä kypsempään vaiheeseen hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden pitäisi skaalautua nykytasoltaan. Tämän realisoitumiseen yhtiö tarvitsee sekä uusmyyntiä että kulutehokkuuden parantumista.
- 2026 tulosparannus vaikuttaa jäävän vaisuksi, kun uusmyynti on vetänyt odotettua hitaammin ja sijoitustuotot ovat jääneet vaisuiksi.
- 2027 tulos tekee merkittävän loikan, kun kaikki kolme tuloskomponenttia toimivat pitkästä aikaa samanaikaisesti. Palkkiotulos nousee selvästi uusmyynnin vetämänä, ja tulos painottuu loppuvuoteen takautuvien palkkioiden johdosta. Voitonjako-osuustuotoissa Infra1 ja Buyout11 ovat keskeiset kontribuuttorit.
- Tuloksen mix paranee ennusteissamme jatkuvasti, kun sijoittajien kannalta arvokkain jatkuvan toiminnan kannattavuus nousee. Jatkuvien palkkioiden osuus tuloksesta on kuitenkin 2028 edelleen varsin alhainen suhteessa muihin listattuihin varainhoitajiin Helsingissä. 2025–2028 välillä liikevaihdon kasvusta valuu tulokseen keskimäärin noin 60 %. Taso on CapManin historialliseen suorittamiseen nähden korkea, mutta uusmyynnin vetäessä ja kulukontrollin pitäessä se on mielestämme realistinen taso.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	72,6	70,7	-3 %	89,0	87,1	-2 %	85,4	83,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,4	23,4	-23 %	46,8	44,1	-6 %	40,9	38,0	-7 %
Liikevoitto	28,2	20,9	-26 %	44,4	41,7	-6 %	38,5	35,6	-7 %
Tulos ennen veroja	23,7	16,6	-30 %	39,7	36,6	-8 %	34,2	31,4	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,11	0,09	-21 %	0,17	0,17	-2 %	0,15	0,13	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,10	-23 %	0,14	0,12	-14 %	0,15	0,13	-13 %

Lähde: Inderes

CapMan, Webcast, Q3'26



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos	2028e Vanha	2028e Uusi	Muutos
Hallinnoitavat pääomat (MEUR)	8 203	8 041	-2 %	8 903	8 731	-2 %	9 153	8 941	-2 %
Private Equity & Credit	950	910	-4 %	950	950	0 %	950	950	0 %
Real Estate	4 093	4 092	-0 %	4 343	4 192	-3 %	4 343	4 292	-1 %
Infra	985	896	-9 %	1 185	1 136	-4 %	1 185	1 086	-8 %
Natural Capital	837	837	0 %	937	987	+5 %	1 037	987	-5 %
CAERUS	633	627	-1 %	733	727	-1 %	833	827	-1 %
Wealth	705	679	-4 %	755	739	-2 %	805	799	-1 %
Palkkiotuotot	59,1	58,0	-2 %	71,2	70,1	-2 %	70,5	68,8	-2 %
Palkkiot varainhoitopalveluista	7,6	6,7	-12 %	7,8	7,0	-10 %	8,0	7,1	-11 %
Voitonjako-osuustuotot	6,0	6,0	0 %	10,0	10,0	0 %	7,0	7,0	0 %
Sijoitusten käyvän arvon muutokset	14,7	9,4	-36 %	17,5	15,8	-10 %	18,0	16,2	-10 %
Sijoitussalkun tuotto-%	8,5 %	5,3 %	-3,2 %-yks.	10,0 %	9,0 %	-1,0 %-yks.	10,0 %	9,0 %	-1,0 %-yks.
Kulut yhteensä (ml. poistot)	-59,1	-59,1	+0 %	-62,2	-61,2	-2 %	-65,1	-63,6	-2 %
Henkilöstökulut	-40,8	-40,8	-0 %	-43,1	-42,4	-2 %	-45,2	-44,0	-3 %
Muut kulut	-15,1	-15,1	+0 %	-15,9	-15,6	-2 %	-16,7	-16,4	-2 %
Palkkiotulos (oik.)	9,7	8,1	-16 %	19,3	18,3	-5 %	15,9	14,8	-7 %
Palkkiotulosmarginaali-%	15,0 %	12,5 %	-2,5 %-yks.	24,0 %	23,8 %	-0,2 %-yks.	20,0 %	19,5 %	-0,5 %-yks.
Sijoituksista oikaistu liikevoitto	15,7	14,1	-10 %	29,3	28,3	-3 %	22,9	21,8	-5 %
Vähemmistöjen tulososuus	-3,3	-4,0	+22 %	-3,5	-4,4	+26 %	-3,7	-4,0	+8 %
Henkilöstömäärä	234	229	-2 %	240	233	-3 %	246	238	-3 %

Ennusteet yhteenveto

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	**49,3**	**57,6**	**63,0**	**70,7**	**87,1**	**83,0**	**86,0**
Palkkiotuotot	39,0	45,9	49,7	58,0	70,1	68,8	70,7
Voitonjako-osuustuotot	3,1	4,3	4,1	6,0	10,0	7,0	8,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	7,1	7,4	9,2	6,7	7,0	7,1	7,3
Henkilöstökulut	-31,0	-33,3	-39,0	-40,8	-42,4	-44,0	-45,7
Muut kulut	-12,0	-13,0	-13,3	-15,1	-15,6	-16,4	-17,2
Poistot	-1,5	-2,4	-3,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Käyvän arvon muutokset	**-6,1**	**7,8**	**15,5**	**9,4**	**15,8**	**16,2**	**15,3**
Liikevoitto	**-1,2**	**16,7**	**23,2**	**21,0**	**41,7**	**35,6**	**35,3**
Liikevoitto oik.	0,8	19,0	25,8	**23,5**	**44,1**	**38,0**	**37,7**
Palkkiotulos	3,8	6,9	7,4	8,1	18,3	14,8	14,4
Sijoituksista oikaistu liikevoitto	6,9	11,2	10,3	14,1	28,3	21,8	22,4
Vähemmistöjen tulososuus	**-2,0**	**-4,9**	**-2,6**	-4,0	-4,4	-4,0	-4,2
Vähemmistöjen osuus palkkiotuloksesta	54 %	71 %	36 %	49 %	24 %	27 %	29 %
Jatkuvien palkkioiden kasvu -%	-1 %	15 %	10 %	10 %	19 %	-1 %	3 %
AUM kasvu-%	-1 %	21 %	19 %	12 %	9 %	2 %	3 %
Hallinnointipalkkiot/AUM (%)	0,78 %	0,83 %	0,75 %	0,76 %	0,84 %	0,77 %	0,77 %
Jatkuvat palkkiot/AUM -%	0,92 %	0,96 %	0,89 %	0,85 %	0,97 %	0,92 %	0,93 %
Palkkiotulosmarginaali -%	8 %	13 %	12 %	13 %	24 %	19 %	18 %
Henkilöstömäärä	183	200	230	229	233	238	243
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	**5005**	**6062**	**7210**	**8041**	**8731**	**8941**	**9181**
Private Equity & Credit	1 022	1 080	918	910	950	950	1 000
Real Estate	2 933	3 090	3 754	4 092	4 192	4 292	4 292
Infra	562	648	554	896	1 136	1 086	1 016
Natural Capital	0	726	816	837	987	987	1 087
CAERUS	0	0	585	627	727	827	927
Varainhoito	488	518	583	679	739	799	859
EPS (kertaeristä oikaistu)	*0,02*	*0,04*	*0,09*	*0,08*	*0,17*	*0,13*	*0,13*
Osinko/osake	*0,10*	*0,14*	*0,12*	*0,10*	*0,12*	*0,13*	*0,14*
Voitonjakosuhde-%	*468 %*	*322 %*	*135 %*	*126 %*	*70 %*	*98 %*	*105 %*
Oman taseen sijoitukset	159	163	179	175	180	170	165
Omien tasesijoitusten tuotto-%	-3,6 %	4,8 %	8,7 %	5,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %

Arvostuskuva on hyvin kaksijakoinen

Nykyisellä tulostasolla CapManin osake näyttää hintavalta ja osakkeessa ei ole nousupotentiaalia. Vastaavasti, mikäli tulos paranee lähivuosina odotetusti, on osake edullinen oikeastaan mistä tahansa kulmasta tarkasteltuna. Keskeisenä ajurina on luonnollisesti yhtiön palkkiotulos, joka on ylivoimaisesti CapManin arvokkain tuloskomponentti. Palkkiotuloksen kehitys onkin yksittäinen tärkein sijoittajien seuraama mittari. Riskit CapManin tulosparannukseen liittyen ovat jälleen nousseet, kun markkinatilanne on heikentynyt selvästi. Heikentynyt markkinatilanne todennäköisesti johtaa siihen, että rahastojen uusmyynti tulee painottumaan ensi vuoden jälkipuoliskon viimeisiin sulkemisiin. Tämä yhdessä laskeneiden pidemmän aikavälin ennusteidemme kanssa puoltaa aiempaa varovaisempaa näkemystä.

AUM:n hintalappu ei ole korkea

CapManilla oli Q3'26:n lopussa korollista nettovelkaa noin 50 MEUR. Tämän lisäksi CapManilla on noin 175 MEUR:n sijoitussalkku, eli itse liiketoiminnan hintalapuksi jää nykyisellä ~300 MEUR:n markkina-arvolla noin 175 MEUR. Hinta suhteessa hallinnoitavaan varallisuuteen on vain hieman yli 2 %, mikä on hyvin matala taso suhteessa pääoman korkeaan laatuun (pääoman korkea pysyvyys, vahva palkkiotaso, tuottopalkkiopotentiaali yms.). Näkemyksemme mukaan CapManille voitaisiin perustella selvästi tätä korkeampi arvo AUM:lle, vaikka CapManin tapauksessa on tärkeää huomioida suuret vähemmistöosuudet useissa sijoitusalueissa. Mielestämme 4-5 %:n arvo CapManin AUM:lle olisi kuitenkin perusteltavissa, riippuen AUM:n mixistä sekä sen tuottopalkkiopotentiaalista. Haasteena tällä hetkellä kuitenkin on se, että AUM:lla tehtävä tulos on kaukana sen potentiaalista, mitä heijastelee viimeisen 12kk ajalta 7,4 MEUR:n tasolla oleva palkkiotulos, josta huomattava osa kuuluu vielä vähemmistöille. Voitonjako-osuustuotot ja vähemmistöt huomioiden viimeisen 12kk tulos Hallinnointitoiminnasta on noin 12 MEUR, mikä tarkoittaa noin 15x EV/EBIT-kerrointa. Hallinnointiliiketoiminnan skaalautuessa lähivuosina painuu sen arvostus nopeasti alas ja 2027 ennusteellamme EV/EBIT on alle 8x ja 2028 ennusteilla noin 10x. Nämä tasot ovat mielestämme hyvinkin maltillisia ja näemme niissä selkeää nousuvaraa, sillä tässä vaiheessa tuloskasvuun liittyvä riski olisi selvästi nykyistä pienempi.

Tuloksen pitää parantua

CapMania on viimeisen 10v ja 5v aikana hinnoiteltu keskimäärin P/E 14x -kertoimella, mikä on linjassa verrokkiryhmän pitkän aikavälin tasojen kanssa. Keskeinen CapManin arvostusta painava tekijä on sen tuloksen heikko mix. Myös arvostuskertoimien osalta palkkiotuloksen voimakas skaalautuminen olisi erittäin tärkeää, sillä tuloksen mixin parantuminen nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Mikäli tuloksen mix säilyisi nykyisellä tasolla, olisi CapManille vaikea perustella verrokkiryhmän historiallista tasoa korkeampaa valuaatiota. Vastaavasti tuloksen mixin parantuessa olisi CapManille perusteltavissa preemio suhteessa verrokkeihin, ja samalla CapManin omiin historiallisiin tasoihin nähden. Viimeisen 12kk toteutuneella varsin vaatimattomalla tuloksella CapManin P/E-kerroin on yli 20x, mikä on tuloksen heikko mix huomioiden korkea. Mielestämme onkin selvää, että nykyisissä kertoimissa ei ole nousuvaraa, ja osakkeenomistajien tuoton pitää tulla tuloskasvusta. Tuloskasvun käynnistyessä kertoimet painuvat nopeasti hyvinkin houkuttteleviksi, ja 2027 P/E on vain noin 10x. Laskeneista osinkoennusteistamme huolimatta osinko on edelleen vahvalla tasolla, joskin siihen liittyy mielestämme selkeää epävarmuutta tulostason ollessa vaatimaton.

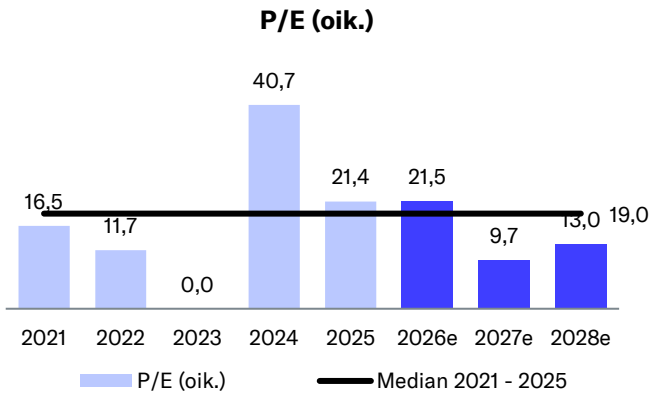
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,71	1,71	1,71
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	303	304	305
Yritysarvo (EV)	314	310	299
P/E (oik.)	19,1	10,0	12,8
P/E	22,7	10,9	14,2
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,4	3,6	3,6
EV/EBITDA	13,0	6,9	7,7
EV/EBIT (oik.)	13,4	7,0	7,9
Osinko/tulos (%)	132,6 %	76,2 %	108,2 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	7,0 %	7,6 %

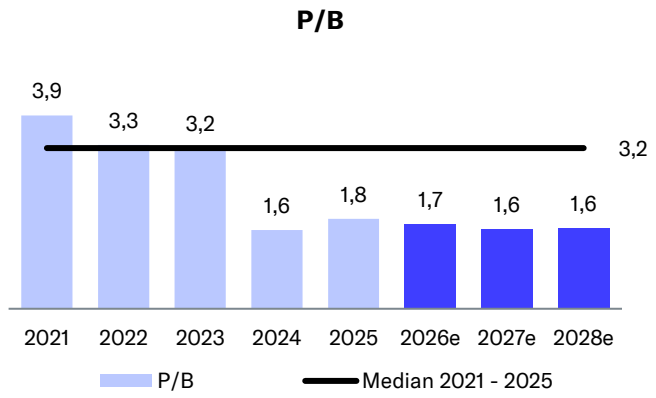
Lähde: Inderes

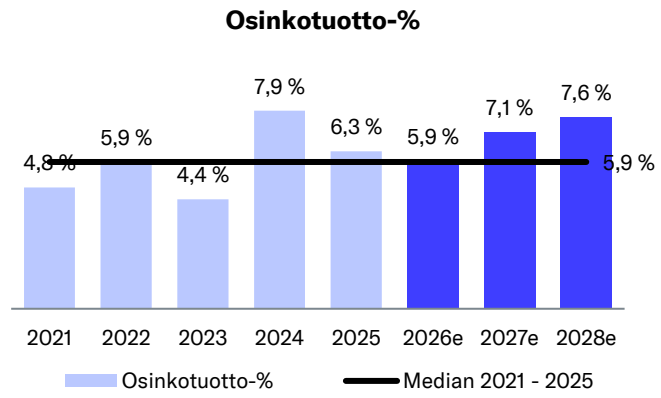
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	3,10	2,90	2,29	1,77	1,91	**1,71**	**1,71**	**1,71**	**1,71**
Osakemäärä, milj. kpl	156,6	158,1	158,6	176,9	176,9	**177,4**	**177,9**	**178,4**	**178,9**
Markkina-arvo	486	458	363	313	338	**303**	**304**	**305**	**306**
Yritysarvo (EV)	513	506	426	289	347	**314**	**310**	**299**	**296**
P/E (oik.)	16,5	11,7	neg.	40,7	21,4	**19,1**	**10,0**	**12,8**	**12,7**
P/E	16,5	12,5	neg.	4,6	25,6	**22,7**	**10,9**	**14,2**	**13,9**
P/B	3,9	3,3	3,2	1,6	1,8	**1,7**	**1,6**	**1,6**	**1,6**
P/S	10,6	7,8	7,4	5,4	5,4	**4,3**	**3,5**	**3,7**	**3,6**
EV/Liikevaihto	11,2	8,6	8,6	5,0	5,5	**4,4**	**3,6**	**3,6**	**3,4**
EV/EBITDA	12,5	9,3	>100	15,2	13,2	**13,0**	**6,9**	**7,7**	**7,7**
EV/EBIT (oik.)	12,9	9,6	>100	15,2	13,4	**13,4**	**7,0**	**7,9**	**7,9**
Osinko/tulos (%)	80,1 %	73,4 %	neg.	36,0 %	161,0 %	**132,6 %**	**76,2 %**	**108,2 %**	**113,8 %**
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,9 %	6,3 %	**5,8 %**	**7,0 %**	**7,6 %**	**8,2 %**

Lähde: Inderes







Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	**MEUR**	**MEUR**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**
Alexandria	137	122	7,4	8,1	6,5	7,0	2,0	2,0	11,3	12,7	8,4	7,4	3,5
Aktia	852	954							10,4	10,2	6,1	6,5	1,2
eQ	331	312	11,8	8,8	11,3	8,5	5,1	3,9	15,9	11,9	4,4	7,6	4,1
Evli	582	555	10,4	9,1	9,8	8,7	4,5	4,1	15,4	13,3	6,0	6,4	3,5
Taaleri	206	218	10,9	8,3	10,3	8,1	3,8	3,4	15,9	11,7	4,1	5,5	0,9
Titanium	53	41	6,8	8,0	6,2	7,1	2,1	2,2	11,2	12,3	8,4	7,5	3,4
United Bankers	241	235	11,9	10,4	10,3	9,2	3,6	3,2	16,2	14,1	5,5	6,0	3,6
Mandatum	3020	2935	21,0	15,4	21,0	15,4	19,8	15,9	24,9	18,1	13,4	10,0	3,4
CapMan (Inderes)	**303**	**314**	**13,4**	**7,0**	**13,0**	**6,9**	**4,4**	**3,6**	**19,1**	**10,0**	**5,8**	**7,0**	**1,7**
Keskiarvo			**11,4**	**9,7**	**10,8**	**9,1**	**5,8**	**5,0**	**15,1**	**13,0**	**7,0**	**7,1**	**3,0**
Mediaani			**10,9**	**8,8**	**10,3**	**8,5**	**3,8**	**3,4**	**15,6**	**12,5**	**6,0**	**6,9**	**3,4**
Erotus-% vrt. mediaani			***24 %***	***-20 %***	***26 %***	***-19 %***	***17 %***	***5 %***	***22 %***	***-20 %***	***-3 %***	***1 %***	***-51 %***

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	**57,6**	**13,0**	**14,1**	**15,4**	**20,5**	**63,0**	**16,3**	**15,2**	**19,2**	**20,0**	**70,7**	**87,1**	**83,0**	**86,0**
Hallinnointiliiketoiminta	56,8	13,0	14,1	15,4	20,5	63,0	16,3	15,2	19,2	20,0	70,7	87,1	83,0	86,0
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	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
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	**19,1**	**7,6**	**3,1**	**8,6**	**6,9**	**26,2**	**6,4**	**4,3**	**7,0**	**6,5**	**24,2**	**44,9**	**38,8**	**38,4**
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	**19,0**	**7,3**	**3,3**	**8,5**	**6,7**	**25,8**	**6,1**	**3,9**	**7,1**	**6,3**	**23,4**	**44,1**	**38,0**	**37,3**
Liikevoitto	**16,7**	**6,9**	**2,4**	**7,8**	**6,1**	**23,2**	**5,6**	**3,5**	**6,2**	**5,7**	**20,9**	**41,7**	**35,6**	**35,3**
Hallinnointiliiketoiminta	17,2	1,2	0,5	3,1	2,9	7,7	2,0	0,9	5,6	3,1	11,6	25,9	19,4	20,0
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	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
Sijoitustoiminta	6,9	5,7	1,9	4,8	3,1	15,5	3,6	2,6	0,6	2,6	9,4	15,8	16,2	15,3
Muut	-7,7	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
Nettorahoituskulut	-4,3	-1,4	-1,6	-1,3	-1,9	-6,1	-0,9	-1,0	-1,3	-1,2	-4,4	-5,1	-4,2	-3,0
Tulos ennen veroja	**76,6**	**5,6**	**0,8**	**6,6**	**4,2**	**17,1**	**4,7**	**2,5**	**4,9**	**4,5**	**16,6**	**36,6**	**31,4**	**32,3**
Verot	-3,0	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-1,3	-0,5	-0,5	2,2	-0,4	0,8	-4,2	-6,0	-6,1
Vähemmistöosuudet	-4,9	-0,8	-0,5	-0,8	-0,5	-2,6	-0,9	-0,7	-1,3	-1,1	-4,0	-4,4	-4,0	-4,2
Nettotulos	**68,8**	**4,1**	**0,1**	**5,4**	**3,5**	**13,2**	**3,3**	**1,3**	**5,7**	**3,0**	**13,4**	**28,0**	**21,4**	**22,0**
EPS (oikaistu)	**0,04**	**0,03**	**0,01**	**0,03**	**0,02**	**0,09**	**0,02**	**0,01**	**0,04**	**0,02**	**0,09**	**0,17**	**0,13**	**0,13**
EPS (raportoitu)	**0,39**	**0,02**	**0,00**	**0,03**	**0,02**	**0,07**	**0,02**	**0,01**	**0,03**	**0,02**	**0,08**	**0,16**	**0,12**	**0,12**

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-16,8 %	-8,2 %	20,6 %	48,2 %	9,4 %	25,2 %	7,4 %	24,7 %	-2,4 %	12,1 %	23,3 %	-4,7 %	3,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2330,9 %	7,8 %	24,8 %	400,0 %	-14,2 %	36,2 %	-16,5 %	20,1 %	-17,0 %	-6,3 %	-9,3 %	88,3 %	-13,8 %	-1,8 %
Käyttökate-%	33,1 %	58,5 %	21,9 %	56,0 %	33,7 %	41,6 %	39,4 %	28,2 %	36,2 %	32,6 %	34,2 %	51,5 %	46,7 %	44,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,9 %	56,2 %	23,3 %	55,1 %	32,9 %	41,0 %	37,5 %	26,0 %	36,7 %	31,6 %	33,1 %	50,6 %	45,8 %	43,4 %
Nettotulos-%	119,4 %	31,9 %	1,0 %	35,0 %	17,1 %	20,9 %	20,4 %	8,5 %	29,9 %	15,1 %	18,9 %	32,2 %	25,8 %	25,6 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	**215**	**237**	**231**	**235**	**224**
Liikearvo	30,1	32,5	32,5	32,5	32,5
Aineettomat hyödykkeet	12,4	16,7	15,0	13,4	12,1
Käyttöomaisuus	2,9	6,4	6,8	7,3	7,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	168	179	175	180	170
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	**128**	**101**	**111**	**109**	**87,6**
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	7,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Myyntisaamiset	27,4	31,0	34,6	42,7	40,7
Likvidit varat	93,9	64,5	70,7	61,0	41,5
Taseen loppusumma	**343**	**338**	**342**	**344**	**312**

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	**203**	**194**	**187**	**197**	**197**
Osakepääoma	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2
Kertyneet voittovarat	104	93,3	85,5	95,8	95,9
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	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Vähemmistöosuus	3,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Pitkäaikaiset velat	**110**	**116**	**124**	**110**	**78,8**
Laskennalliset verovelat	8,5	9,3	9,3	9,3	9,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	101	105	113	98,5	67,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Lyhytaikaiset velat	**30,4**	**27,1**	**31,8**	**37,7**	**36,0**
Korolliset velat	1,3	1,1	1,4	0,9	0,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,4	23,2	27,6	34,0	32,4
Muut lyhytaikaiset velat	9,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	**343**	**338**	**342**	**344**	**312**

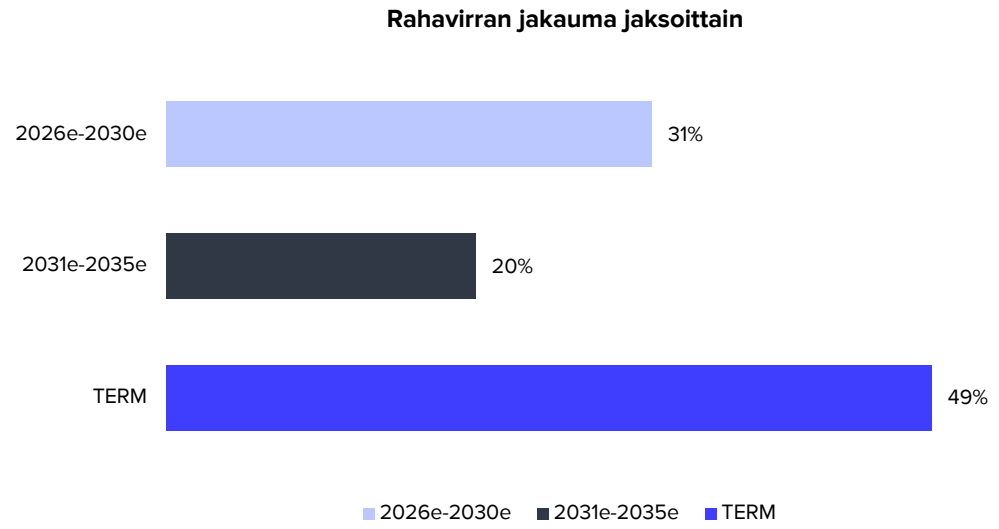
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	12,1 %	23,3 %	-4,7 %	3,7 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	36,9 %	29,6 %	47,9 %	42,9 %	41,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	38,0 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %
Liikevoitto	**23,2**	**20,9**	**41,7**	**35,6**	**35,3**	**36,1**	**37,9**	**39,1**	**38,2**	**38,4**	**39,3**	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,6	0,8	-4,2	-6,0	-6,1	-6,3	-6,6	-6,9	-6,8	-6,8	-7,1	
- verot rahoituskuluista	-0,5	0,2	-0,8	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	0,7	-1,6	0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	**20,0**	**26,0**	**38,5**	**32,4**	**31,4**	**31,9**	**33,4**	**34,5**	**33,8**	**33,9**	**34,7**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,5	2,2	-7,1	7,8	2,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**-3,3**	**28,2**	**31,4**	**40,2**	**34,1**	**29,5**	**30,9**	**31,9**	**31,1**	**31,1**	**32,6**	
+/- Muut	3,0	-3,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	25,2	29,4	40,2	34,1	29,5	30,9	31,9	31,1	31,1	32,6	471
Diskontattu vapaa kassavirta		**24,8**	**26,4**	**33,0**	**25,6**	**20,2**	**19,3**	**18,1**	**16,1**	**14,7**	**14,1**	**204**
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		416	392	365	332	306	286	267	249	233	218	204

Velaton arvo DCF	**416**
- Korolliset velat	-106,1
+ Rahavarat	64,5
+ Osakkuusyhtiöt	64,1
-Vähemmistöosuus	-31,5
-Osinko/pääomapalautus	-21,2
Oman pääoman arvo DCF	**386**
Oman pääoman arvo DCF per osake	**2,2**

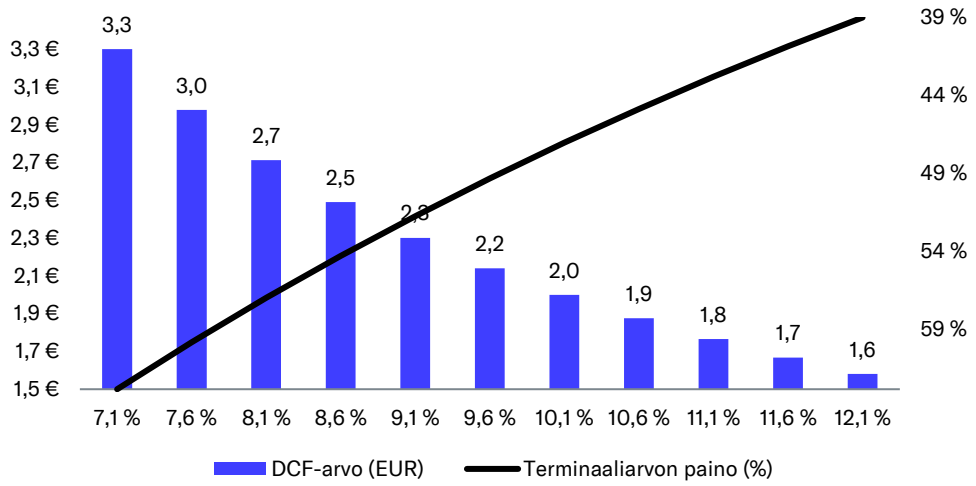
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	**10,9 %**
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	**9,6 %**

Lähde: Inderes

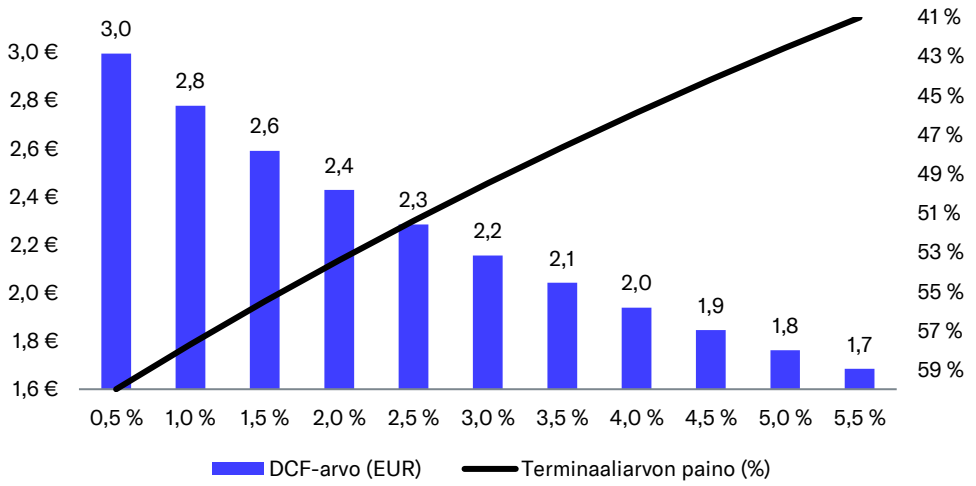


DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina

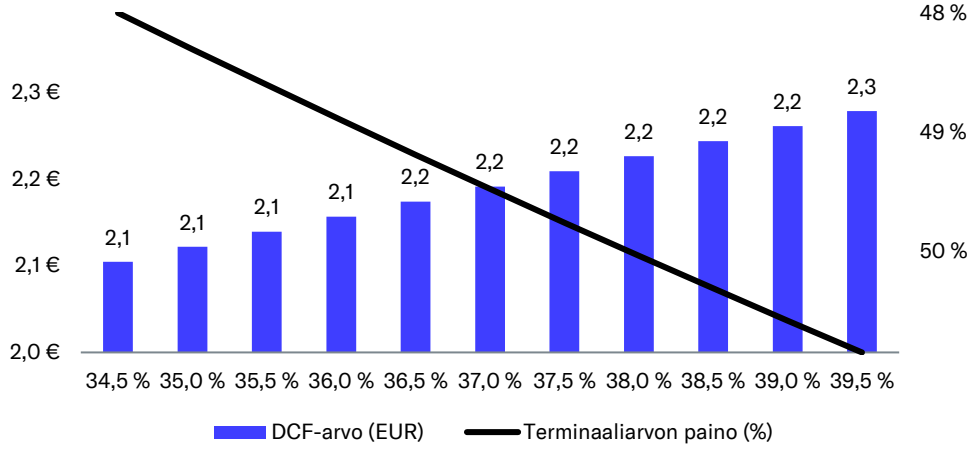
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



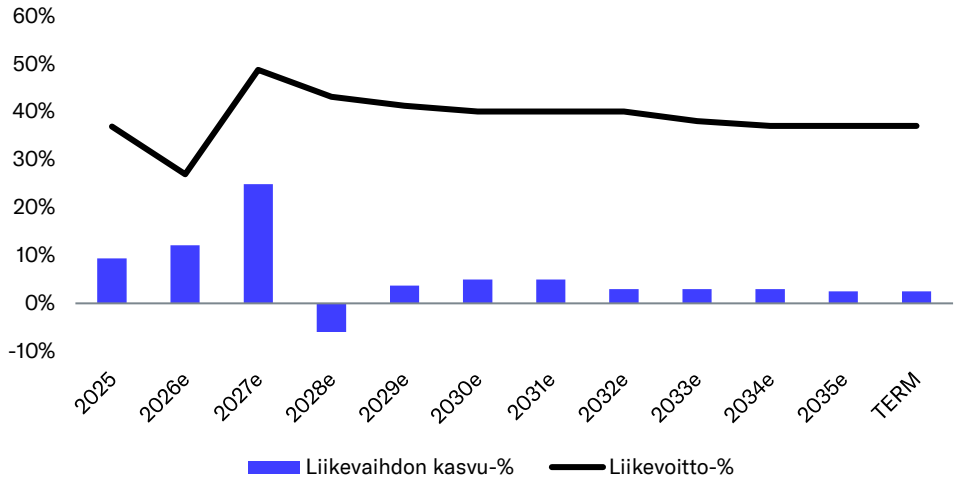
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	49,3	57,6	63,0	**70,7**	**87,1**
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	**24,2**	**44,9**
Liikevoitto	-1,3	16,7	23,2	**20,9**	**41,7**
Voitto ennen veroja	-2,0	76,6	17,1	**16,6**	**36,6**
Nettovoitto	-3,4	68,8	13,2	**13,4**	**28,0**
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,3	-2,6	**-2,5**	**-2,4**

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	241,4	343,3	337,6	**341,9**	**344,2**
Oma pääoma	115,1	202,7	194,4	**186,5**	**196,8**
Liikearvo	7,9	30,1	32,5	**32,5**	**32,5**
Nettovelat	52,8	8,6	41,6	**43,2**	**38,5**

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	**24,2**	**44,9**
Nettokäyttöpääoman muutos	11,5	-4,3	-5,2	**0,7**	**-1,6**
Operatiivinen kassavirta	9,6	13,4	20,0	**26,0**	**38,5**
Investoinnit	8,1	-44,2	-24,5	**2,2**	**-7,1**
Vapaa kassavirta	10,9	52,3	-0,3	**25,2**	**29,4**

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	8,6	5,0	5,5	**4,4**	**3,6**
EV/EBITDA	>100	15,2	13,2	**13,0**	**6,9**
EV/EBIT (oik.)	>100	15,2	13,4	**13,4**	**7,0**
P/E (oik.)	neg.	40,7	21,4	**19,1**	**10,0**
P/B	3,2	1,6	1,8	**1,7**	**1,6**
Osinkotuotto-%	4,4 %	7,9 %	6,3 %	**5,8 %**	**7,0 %**

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,02	0,39	0,07	**0,08**	**0,16**
EPS (oikaistu)	-0,01	0,04	0,09	**0,09**	**0,17**
Operat. Kassavirta / osake	0,06	0,08	0,11	**0,15**	**0,22**
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,07	0,30	0,00	**0,14**	**0,17**
Omapääoma / osake	0,71	1,12	1,06	**1,02**	**1,07**
Osinko / osake	0,10	0,14	0,12	**0,10**	**0,12**

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-16 %	17 %	9 %	**12 %**	**23 %**
Käyttökatteen kasvu-%	-100 %	7943 %	38 %	**-8 %**	**86 %**
Liikevoiton oik. kasvu-%	-99 %	2331 %	36 %	**-9 %**	**88 %**
EPS oik. kasvu-%	-103 %	-604 %	105 %	**0 %**	**91 %**
Käyttökate-%	0,5 %	33,1 %	41,6 %	**34,2 %**	**51,5 %**
Oik. Liikevoitto-%	1,6 %	32,9 %	41,0 %	**33,1 %**	**50,6 %**
Liikevoitto-%	-2,6 %	28,9 %	36,9 %	**29,6 %**	**47,9 %**
ROE-%	-2,7 %	44,1 %	6,8 %	**7,3 %**	**15,1 %**
ROI-%	-0,6 %	31,5 %	7,7 %	**7,0 %**	**14,5 %**
Omavaraisuusaste	47,7 %	59,0 %	57,6 %	**54,5 %**	**57,2 %**
Nettovelkaantumisaste	45,9 %	4,2 %	21,4 %	**23,2 %**	**19,6 %**

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituksin 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.4.2020	Lisää	1,90 €	1,70 €
24.4.2020	Lisää	1,90 €	1,76 €
7.8.2020	Lisää	2,10 €	1,96 €
30.10.2020	Lisää	2,10 €	1,93 €
5.2.2021	Lisää	2,80 €	2,63 €
22.2.2021	Lisää	2,80 €	2,68 €
30.4.2021	Lisää	3,00 €	2,78 €
6.8.2021	Lisää	3,30 €	3,04 €
28.10.2021	Lisää	3,30 €	2,98 €
5.1.2022	Lisää	3,30 €	3,10 €
4.2.2022	Lisää	3,30 €	3,00 €
21.3.2022	Lisää	3,10 €	2,81 €
29.4.2022	Osta	3,10 €	2,62 €
5.8.2022	Lisää	3,30 €	3,09 €
28.10.2022	Lisää	3,00 €	2,60 €
14.11.2022	Lisää	3,00 €	2,58 €
3.2.2022	Lisää	3,10 €	2,89 €
2.5.2023	Lisää	2,90 €	2,59 €
4.8.2023	Lisää	2,70 €	2,57 €
27.10.2023	Lisää	2,40 €	2,06 €
8.2.2024	Lisää	2,20 €	1,96 €
6.3.2024	Lisää	2,20 €	1,94 €
6.5.2024	Vähennä	2,20 €	2,10 €
3.6.2024	Lisää	2,20 €	1,91 €
8.8.2024	Lisää	2,10 €	1,78 €
7.10.2024	Lisää	2,10 €	1,92 €
14.10.2024	Lisää	2,10 €	1,89 €
8.11.2024	Lisää	2,10 €	1,77 €
14.2.2025	Lisää	2,10 €	1,87 €
12.5.2025	Lisää	2,10 €	1,83 €
8.8.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
7.11.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
13.2.2026	Lisää	2,10 €	1,79 €
7.5.2026	Lisää	2,10 €	1,80 €
7.8.2026	Osta	2,10 €	1,75 €
5.11.2026	Lisää	1,90 €	1,71 €



TIETO ON SIJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj
Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab
Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

inderes.