

CapMan

Yhtiöpäivitys

29.10.2020

- Toistamme CapManin 2,1 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen
- Hallinnointiliiketoiminnalta hyvä Q3-suoritus, mutta Palvelut-segmentti oli pettymys
- Ennusteissa iso kuva ennallaan, ensi vuonna on paljon pelissä
- Tulosparannuksen realisoituessa tuotto-odotus on houkuttelevalla tasolla

Ensi vuonna paljon pelissä

Toistamme CapManin 2,1 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. Q3-tulos jäi ennusteistamme Palveluliiketoiminnan odotettua vaisumman kehityksen myötä. Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä tarkistuksia ja odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta ensi vuonna. Tulosparannuksen realisoituessa tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla, jota tukee vahva noin 7 %:n osinkotuotto.

Hallinnointiliiketoiminnalta hyvä suoritus, Palvelut pettymys

CapManin Q3-liikevoitto oli 4,5 MEUR, mikä jäi 5,0 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalituksen taustalla oli Palvelut, jonka tulos jäi selvästi ennusteistamme (Q3'20: 0,6 MEUR vs. Q3'20e: 1,1 MEUR) Scalan uudelleenjärjestelystä sekä CaPSin volyymisidonnan liikevaihdon laskusta johtuen. Hallinnointiliiketoiminnan Q3-liikevoitto oli 2,1 MEUR, mikä ylitti 1,9 MEUR:n ennusteemme pienistä voitonjako-osuustuotoista johtuen. Segmentin liikevoittomarginaali oli voitonjako-osuustuotoista oikaistunakin hyvällä lähes 30 %:n tasolla, mikä yhdessä jatkuvien tuottojen kasvun ja etenevien varainkeruuhankkeiden kanssa oli raportin positiivisinta antia. Sijoitustuotot ja konsernikulut olivat Q3:lla linjassa ennusteidemme kanssa ja EPS oli lopulta ennusteidemme mukaisesti 0,02 euroa.

Ennusteissa iso kuva ennallaan

Teimme Q3-raportin jäljillä ennusteisiimme useita pieniä tarkistuksia. Palveluiden osalta tarkitimme ennusteita selvästi alaspäin, sillä Scalan uudelleenjärjestely on näkemyksemme segmentille lyhyellä aikavälillä tulosmielessä selkeä takaisku, ja vaikka suhtaudumme uuteen Wealth Services-palvelualueeseen varovaisen positiivisesti, tulee liiketoiminnan ylösajo arviomme mukaan viemää aikaa. Hallinnointiliiketoiminnan osalta tulosennusteemme ovat nousseet ensi vuoden osalta noin 14 %:lla, kun tiedotetut ja käynnissä olevat varainkeruuhankkeet heijastuvat positiivisesti jatkuviin hallinnointipalkkioihin.

Ensi vuonna on paljon pelissä

Odotamme CapManilta edelleen merkittävää tulosparannusta ensi vuodesta alkaen ja ennustamme liikevoiton kasvavan ensi vuonna 39,5 MEUR:oon (aik. 36,3 MEUR) ja EPS:n 0,19 euroon (aik. 0,17 euroa). Tulosparannuksen taustalla on Hallinnointiliiketoiminta, jonka tuloskasvu ajaa hallinnoitavien pääomien vahva kasvu ja ennustamamme NRE1-rahaston merkittävät voitonjako-osuustuotot. Konsernitasolla tuloskehitys saa tukea myös selvästi elpymistä sijoitustuotoista. Heikosta 2020 tuloksesta huolimatta CapManin johto viestitti tulosinfossa varsin selkeästi, että osinko tulee pysymään kasvussa myös ensi keväänä. Vuonna 2021 yhtiö joutuu kuitenkin ilman tulosparannusta kiusalliseen tilanteeseen, sillä vaikka yhtiöllä olisi taseensa puolesta varaa ylläpitää kasvavaa osinkoa, ei se olisi viime vuosien avokätisen osingonjaon jälkeen ilman tulosparannusta mielestämme enää osakkeenomistajien etujen mukaista.

Tuotto-odotus edelleen houkuttelevalla tasolla

2021 ennustamallamme voimakkaalla tulosparannuksella CapManin P/E-kerroin laskee houkuttelevalle noin 10x tasolle, mikä on selvästi alle yhtiölle hyväksyvämme tason (~14-15x). Tulosparannuksen realisoituessa näemmekin osakkeessa huomattavaa nousuvaraa ja osakkeen kokonaistuotto-odotusta tukee myös vahva noin 7 %:n osinkotuotto. Vaikka kokonaistuotto-odotus riittäisikin perustelemaan myös vahvemman näkemyksen, puoltaa tulosparannukseen liittyvä epävarmuus mielestämme varovaisempaa näkemystä. CapMania hinnoitellaan 2021 ennusteilla tulos pohjaisesti selvällä noin 17 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden ja osinkotuotto (~7 %) on sektorin korkeimpia. Näin ollen arvostusta voidaan pitää houkuttelevana myös verrokkeihin nähden.

Analytikot

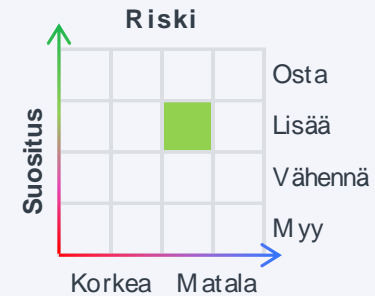


Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus



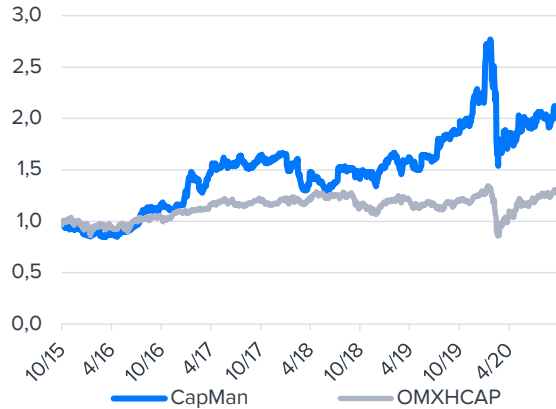
Lisää
(aik. Lisää)
2,10 EUR
(aik. 2,10 EUR)
Osakekurssi:
1,93

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	49,0	40,7	60,2	64,6
kasvu-%	46 %	-17 %	48 %	7 %
EBIT oik.	25,0	8,3	39,5	43,1
EBIT-% oik.	51,0 %	20,4 %	65,7 %	66,8 %
Nettotulos	14,0	1,9	29,6	32,1
EPS (oik.)	0,13	0,01	0,19	0,20
P/E (oik.)	18,4	>100	10,3	9,6
P/B	2,8	2,8	2,6	2,4
Osinkotuotto-%	5,5 %	7,3 %	7,9 %	8,4 %
EV/EBIT (oik.)	15,4	40,1	8,4	7,7
EV/EBITDA	15,4	34,3	8,1	7,5
EV/Liikevaihto	7,9	8,2	5,5	5,2

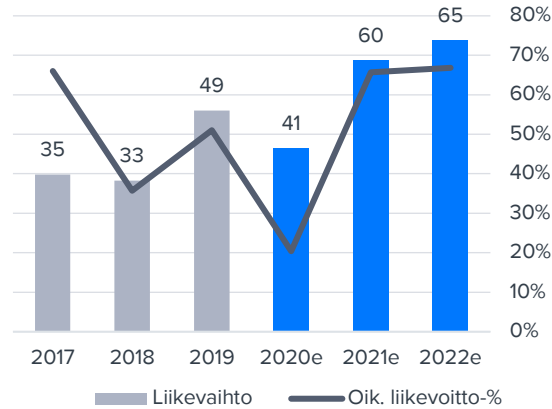
Lähde: Inderes

Osakekurssi



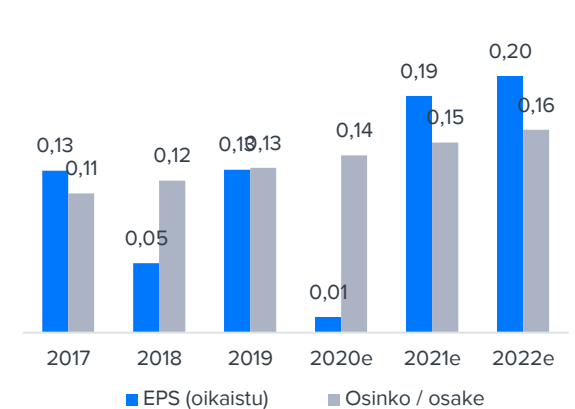
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uudet tuotteet
- Voitonjako-osuustuottojen kasvu
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Parantuva kulutehokkuus

Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Toimialan nopea muutos
- Sijoitussalkun osuus tuloksesta edelleen merkittävä
- Markkinatilanteen kestävyys

Arvostus

- Osinko antaa osakkeelle hyvän pohjatuoton
- Hyväksyttävää arvostusta painavat tällä hetkellä koronakriisin myötä kasvanut yleistoloudellinen epävarmuus ja tulosparannuksen siirtyminen eteenpäin
- Strategian edetessä ja 2021 tulosparannuksen toteutuessa osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla

MCAP
302
MEUR

Osinko-%
7,3%
2020e

P/B
2,8
2020e

P/E (oik.)
10,3x
2021e

Hallinnointiliiketoiminnalta hyvä suoritus, Palvelut pettymys

Liikevaihto jäi selvästi ennusteista

CapManin Q3-liikevaihto oli 8,9 MEUR (Q3'19: 9,7 MEUR), mikä jäi selvästi 9,9 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihtoalituksen taustalla oli Palvelut-segmentti, jonka liikevaihto laski vertailukaudesta 34 %:lla 1,8 MEUR:oon jäädessä kausi 2,6 MEUR:n ennusteestamme. Roima liikevaihtoalitusta johtui Q2:lla nähdystä Scalan uudelleenjärjestelystä sekä CaPSin volyymisidonnan liikevaihdon laskusta. Erityisesti varainhankintayhtiön Scalan uudelleenjärjestely vaikuttaa tehneen selvästi odottamaamme suuremman loven segmentin liikevaihto- ja tulostasoon.

Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihto oli Q3:lla vertailukauden tasolla 7,0 MEUR:ssa, mikä jäi lievästi 7,2 MEUR:n ennusteestamme. Lievän alituksen taustalla olivat hieman odotuksiamme matalammat hallinnointipalkkiot (Q3'20: 6,6 MEUR vs. Q3'20e: 6,9 MEUR), joita kuitenkin kompensoivat osaltaan Q3:lle kirjjatut pienet voitonjako-osuustuotot (0,1 MEUR).

Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvat palkkiot kääntyivät Q3:lla kuitenkin takaisin kasvu-uralle (+9 % v/v), mikä oli positiivista, sillä Q2:lla jatkuvat palkkiot laskivat edellisneljänneksestä. CapManin hallinnoitava varallisuus oli Q3:n lopussa odotustemme mukaisesti 3,6 mrd eurossa.

Palveluiden heikkous heijastui Q3-tulokseen

CapManin Q3-liikevoitto oli 4,5 MEUR, mikä jäi 5,0 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalituksen taustalla oli liikevaihdon tapaan Palvelut-segmentti (Q3'20: 0,6 MEUR vs. Q3'20e: 1,1 MEUR). Hallinnointiliiketoiminnan Q3-liikevoitto oli 2,1 MEUR, mikä ylitti 1,9 MEUR:n ennusteemme pienistä voitonjako-osuustuotoista johtuen. Segmentin liikevoittomarginaali oli Q3:lla voitonjako-osuustuotoista oikaistunakin hyvällä lähes 30 %:n tasolla, mikä yhdessä jatkuvien tuottojen kasvun ja etenevien varainkeruuhankkeiden kanssa oli raportin positiivisinta antia.

Oman taseen sijoitustuotot olivat Q3:lla 2,6 MEUR, mikä oli linjassa 2,7 MEUR:n ennusteemme kanssa. Konsernikulut olivat Q3:lla selvästi vertailukautta matalammat (Q3'20: 0,8 MEUR vs. Q3'19: 1,2 MEUR) ja linjassa ennusteemme (Q3'20e: 0,7 MEUR) kanssa. Tuloslaskelman alimmilla riveillä vähemmistöjen tulososuus jäi ennusteitamme pienemmäksi ja EPS oli lopulta ennusteidemme mukaisesti 0,02 euroa (Q3'19: 0,03 euroa).

Näkymissä ei yllätyksiä

CapManilla ei ole virallista tulosoheistusta, mutta yhtiö toisti Q3-tuloksen yhteydessä aiemman näkymääränsä vuodelle 2020. Yhtiö odottaa edelleen Hallinnointiliiketoiminnasta ja Palveluista saatavien palkkioiden yhteenlasketun kasvun jatkuvan kuluvan vuoden aikana. Myös aiempi sanallinen tavoite Hallinnointi- ja Palveluliiketoiminnan yhteenlasketun kannattavuuden (ilman kertaeriä ja voitonjakoosuus-tuottoja) parantamisesta toistettiin.

Ennustetaulukko	Q3'19	Q3'20	Q3'20e	Q3'20e	Konsensus		Erotus (%)	2020e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	9,7	8,9	9,9				-10 %	40,7
Liikevoitto (oik.)	5,5	4,5	5,0				-11 %	8,3
Tulos ennen veroja	4,9	3,8	4,4				-15 %	5,7
EPS (oik.)	0,03	0,02	0,02				5 %	0,01
Liikevaihdon kasvu-%	38,0 %	-8,2 %	1,9 %				-10,2 %-yks.	-16,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	56,2 %	50,0 %	50,5 %				-0,5 %-yks.	20,4 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu alla olevasta linkistä



Lähipuosien ennusteissa iso kuva edelleen ennallaan

Palvelut-segmentin ennusteita tarkistettu alaspäin

Olemme tehneet ennusteisiimme Q3-raportin jälkeen useita pieniä tarkistuksia. Keskeisimmät ennustemuutokset koskevat Palvelut-segmenttiä, jonka osalta tarkistimme lähivuosien ennusteita selvästi alaspäin. Scalan projektiliiketoiminnan alasajo on näkemyksemme segmentille lyhyellä aikavälillä tulosmielessä selkeä takaisku ja vaikka suhtaudumme uuteen Wealth Services-palvelualueeseen varovaisen positiivisesti, tulee uuden liiketoiminnan ylösajo arviomme mukaan viemää aikaa.

Hallinnointiliiketoiminnan näkymät edelleen hyvät

Hallinnointiliiketoiminnan osalta ennusteemme ovat nousseet ensi vuoden osalta pääasiassa kohonneiden AUM-ennusteiden myötä. Vaikka koronaviruspandemia on osaltaan hidastanut

CapManin varainhankintaa, vaikuttaa yhtiön varainkeruu sujuvan erityisesti kiinteistörahastojen osalta tällä hetkellä mallikkaasti, sillä yhtiö teki [NRE 3-rahaston](#) ensimmäisen sulkemisensa Q3:n lopussa 313 MEUR:n kokoluokassa sekä laajensi [BVK:n mandaattia](#) noin 70 MEUR:lla. Odotamme yhtiölle merkittävän NRE 3-rahaston pääsevän 500 MEUR:n tavoitekokoonsa alkuvuoden 2021 aikana ja kokonaisuudessaan odotamme yhtiön keräävän ensi vuonna pääomia kiinteistörahastoihinsa reilulla 300 MEUR:lla.

Muiden tuotealueiden osalta Infran hallinnoitavat pääomat kohosivat 400 MEUR:oon (Q3'20: 296 MEUR) kun yhtiö teki torstaina ensimmäisen Infra-rahastonsa lopullisen sulkemisen 190 MEUR:ssa ja julkaisi uuden sijoitusmandaatin. Infra-rahaston jäänti alle tavoitekoon (300 MEUR) on meille pettymys, vaikka tämä ei varsinainen yllätys ollutkaan. Uuteen

Growth II-rahastoon CapMan on kerännyt pääomia 88 MEUR:n edestä (tavoitekoko 85 MEUR) ja tämän lisäksi yhtiö on käynnistänyt varainkeruun uuteen Nets III-velkarahestoon.

Kokonaisuudessaan kasvuennusteemme ovat muiden tuotealueiden (Buyout, Infra, Credit) osalta selvästi varovaisemmat ja hallinnoitavan varallisuuden kasvumoottorina toimii ennusteissamme myös jatkossa kiinteistörahastot. Tiedotetut ja käynnissä olevat varainkeruuhankkeet heijastuvat luonnollisesti positiivisesti jatkuviin hallinnointipalkkioihin seuraavien neljännesten aikana ja tämän myötä Hallinnointiliiketoiminnan 2021 tulosennusteemme ovat nousseet noin 14 %:lla.

Palvelut-segmentin ja Hallinnointiliiketoiminnan ennustetarkistuksen lisäksi olemme tehneet positiivisia ennustetarkistuksia myös oman taseen sijoitustuottoihin.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	43,5	40,7	-6 %	62,0	60,2	-3 %	69,4	64,6	-7 %
Hallinnointiliiketoiminta	30,3	28,8	-5 %	45,5	46,6	2 %	51,1	48,8	-5 %
Palvelut	12,9	11,6	-10 %	16,0	13,1	-18 %	17,8	15,3	-14 %
Sijoitukset	0,0	0,0		0,0	0,0		0,0	0,0	
Muut&eliminoinnit	0,3	0,3	0 %	0,5	0,5	0 %	0,5	0,5	0 %
Käyttökate	11,1	9,7	-12 %	37,8	40,9	8 %	45,0	44,6	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,7	8,3	-14 %	36,3	39,5	9 %	43,5	43,1	-1 %
Liikevoitto	9,7	8,3	-14 %	36,3	39,5	9 %	43,5	43,1	-1 %
Hallinnointiliiketoiminta	8,7	8,0	-8 %	21,5	24,4	14 %	25,4	25,1	-1 %
Palvelut	5,3	5,1	-4 %	7,6	6,4	-16 %	8,9	8,2	-8 %
Sijoitukset	0,5	0,4	-28 %	11,3	12,8	13 %	13,2	14,3	8 %
Muut&eliminoinnit	-4,8	-5,2	7 %	-4,1	-4,0	-2 %	-4,1	-4,5	10 %
Tulos ennen veroja	7,2	5,7	-21 %	34,2	37,1	9 %	41,2	41,0	0 %
EPS (oikaistu)	0,02	0,01	-41 %	0,17	0,19	13 %	0,20	0,20	1 %
Osinko / osake	0,14	0,14	0 %	0,15	0,15	0 %	0,16	0,16	0 %

Lähde: Inderes

Q3'20-tulosinfo katsottavissa alla olevasta linkistä



Ensi vuonna on paljon pelissä

Ensi vuonna on paljon pelissä

CapManille kuluva vuodesta on tulossa tuloksellisesti selkeä väli vuosi erityisesti alkuvuoden heikkojen sijoitustuottojen myötä. Päivitettyillä ennusteilla odotamme yhtiön liikevoiton jäävän kuluvaan vuonna 8,3 MEUR:oon (aik. 9,7 MEUR) ja EPS:n 0,01 euroon (aik. 0,02 euroa).

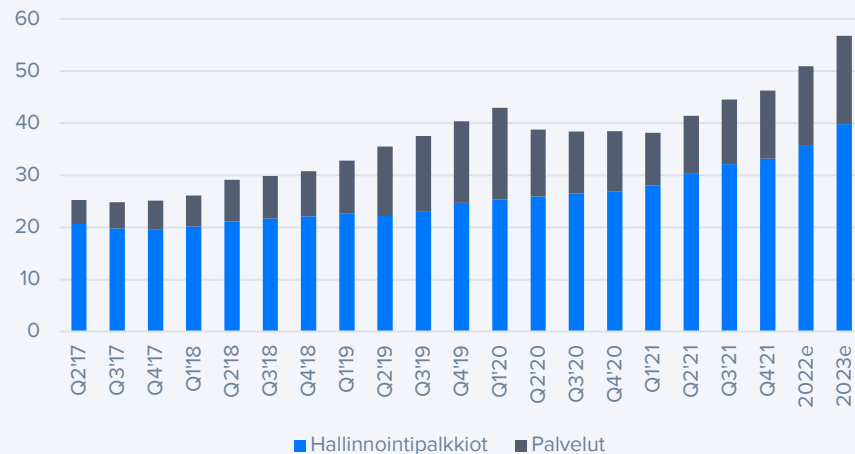
Odotamme yhtiöltä kuitenkin merkittävää tulosparannusta ensi vuodesta alkaen. Ennustamme CapManin liikevoiton kasvavan ensi vuonna 39,5 MEUR:oon (aik. 36,3 MEUR) ja EPS:n 0,19 euroon (aik. 0,17 euroa). Voimakkaan tulosparannuksen taustalla on Hallinnointiliiketoiminta, jonka tuloskasvu ajaa hallinnoitavien pääomien vahva kasvu ja ennustamamme NRE1-rahaston merkittävät voitonjako-osuustuotot. Konsernitasolla tuloskehitys saa tukea myös kuluvaan vuoden tasolta selvästi elpyvistä sijoitustuotoista.

Osinko säilyy kasvu-uralla ensi keväänä, mutta kasvun ylläpitäminen vaatii tulosparannuksen

CapMan on kasvattanut osakekohtaista osinkoaan yhtäjaksoisesti vuodesta 2012 alkaen ja yhtiön johto viestitti Q3-tulosinfossa varsin selkeästi olevansa edelleen sitoutunut vuosittain kasvavaan voitonjakoon. Tämän myötä onkin selvää, että osinko tulee heikosta 2020 tuloksesta huolimatta pysymään kasvussa myös ensi keväänä.

Vuonna 2021 yhtiö joutuu kuitenkin ilman merkittävää tulosparannusta kiusalliseen tilanteeseen, sillä vaikka yhtiöllä olisi taseensa puolesta varaa ylläpitää kasvavaa osinkoa, ei se mielestämme olisi viime vuosien avokätisen osingonjaon jälkeen ilman tulosparannusta enää osakkeenomistajien etujen mukaista.

Rullaava 12kk jatkuvien palkkioiden kehitys (MEUR)



Rullaava 12kk liikevoitto (MEUR)

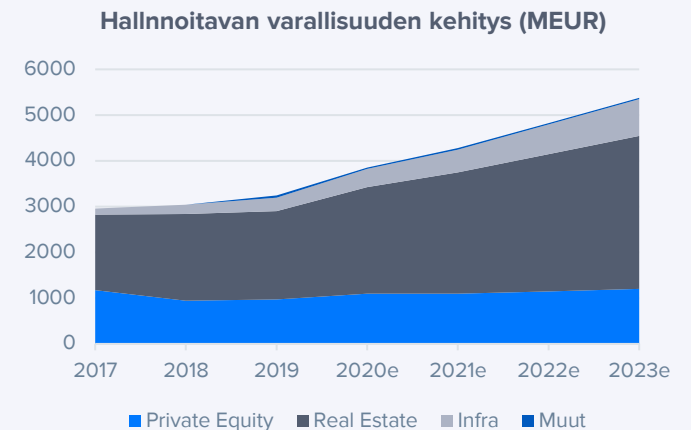
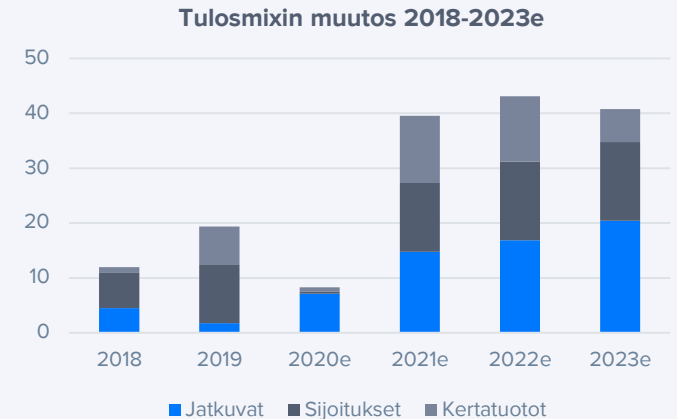


Ennusteet yhteenveto

MEUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	34,8	33,5	49,0	40,7	60,2	64,6	64,5
<i>Hallinnointiliiketoiminta</i>	19,5	22,1	24,7	26,9	33,2	35,6	39,8
<i>Private Equity</i>	11,1	12,8	10,3	10,3	11,6	11,8	12,3
<i>Real Estate</i>	6,9	8,8	11,3	13,0	17,1	18,4	20,6
<i>Infra</i>	2,0	0,6	2,6	3,2	4,3	5,2	6,5
<i>Palvelut</i>	5,6	8,7	15,7	11,6	13,1	15,3	17,0
<i>Voitonjako-osuustuotot</i>	4,4	1,0	6,9	0,8	12,2	11,9	6,0
<i>Sijoitusten liikevaihto</i>	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	19,5	12,0	19,4	8,3	39,5	43,1	40,7
<i>Hallinnointiliiketoiminta</i>	2,7	2,8	10,4	8,0	24,4	25,1	21,8
<i>Palvelut</i>	2,3	4,4	9,1	5,1	6,4	8,2	9,4
<i>Sijoitukset</i>	17,3	6,5	10,7	0,4	12,5	14,3	14,3
<i>Konsernikulut</i>	-2,7	-1,7	-5,9	-5,2	-4,0	-4,5	-4,8
EPS	0,10	0,05	0,09	0,01	0,19	0,20	0,19
<i>Osinko</i>	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17
<i>Voitonjakosuhte-%</i>	106 %	219 %	142 %	1166 %	80 %	79 %	90 %
<i>ROE-%</i>	11,2 %	6,5 %	11,3 %	1,6 %	26,1 %	26,5 %	23,5 %
<i>Oma pääoma per osake</i>	0,87	0,82	0,84	0,70	0,74	0,79	0,81
Hallinnoitava varallisuus	2827	3043	3245	3853	4279	4829	5379
<i>Private Equity</i>	1178	943	973	1100	1100	1150	1200
<i>Real Estate</i>	1649	1896	1931	2324	2649	2999	3349
<i>Infra</i>	134	204	293	400	500	650	800
<i>Muut</i>	0	0	48	29	30	30	30

* Historialliset luvut myös Inderesin ennusteita

**Historialliset luvut myös Inderesin ennusteita, laskentakaava: liikevaihto (sis. Palvelut) -voitonjako -sijoitustuotot - kulut



Tuotto-odotus edelleen houkuttelevalla tasolla

Tulosparannuksen realisoituessa tuotto-odotus nykykurssilla erinomainen

Koska kuluvasta vuodesta on tulossa tulosmielessä CapManille selkeä välivuosi, ei vuoden 2020 tuloskerroimille ei voida antaa lainkaan painoarvoa ja CapManin arvostuksessa joudutaan tukeutumaan vuoden 2021 tulosenusteisiin.

Vuodelle 2021 ennustamallamme voimakkaalla tulosparannuksella P/E-kerroin laskee houkuttelevalle noin 10x tasolle, mikä on selvästi alle yhtiölle hyväksyvämmä tason (P/E noin 14-15x).

Ennustamamme tulosparannuksen realisoituessa näemmekin osakkeessa huomattavaa nousuvaraa ja osakkeen kokonaistuotto-odotusta tukee myös vahva noin 7 %:n osinkotuotto. Vaikka osakkeen kokonaistuotto-odotus riittäisikin perustelemaan myös vahvemman näkemyksen, puoltaa tulosparannuksen eteenpäin siirtyminen ja siihen liittyvä epävarmuus mielestämme varovaisempaa näkemystä.

Keskeisimmät tulosenusteisiimme kohdistuvat riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yleiseen talous- ja markkinakehitykseen (oman taseen sijoitustuotot, rahastojen performanssi ja voitonjako-osuustuotot), koronaviruspandemiaan (varainkeruun hidastuminen) sekä uuden Wealth Services-palvelualueen ylösajoon.

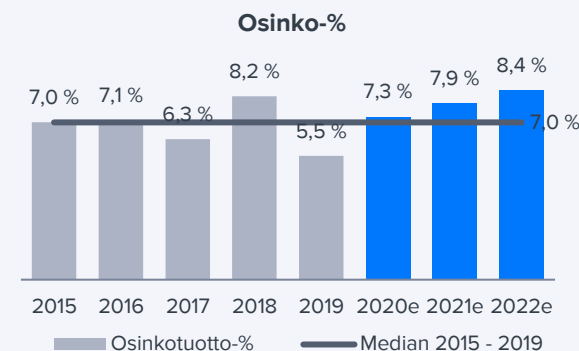
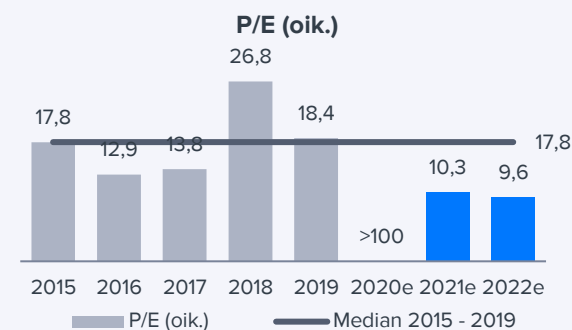
Huomautamme sijoittajille myös, että vaikka vuoden 2020 osinkoon liittyvä riski on matala, vaatii osingon kasvu-uran ylläpitäminen taakseen yhtiöltä kuitenkin myös ennen pitkää selkeän tulosparannuksen.

Arvostus on houkutteleva myös verrokkeihin nähden

Vuoden 2021 ennusteilla CapMania hinnoitellaan tulos pohjaisesti selvällä noin 17 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden ja yhtiön osinkotuotto (~7 %) on puolestaan sektorin korkeimpia. Näin ollen arvostusta voidaan pitää houkuttelevana myös verrokkeihin nähden ja se yhdessä pidemmän aikavälin potentiaalia heijastelevan kassavirtamallimme tuloksen (2,3 euroa/osake) kanssa tukee näkemystämme hyvällä tasolla olevasta tuotto-odotuksesta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	1,93	1,93	1,93
Osakemäärä, milj. kpl	156,7	158,7	159,2
Markkina-arvo	302	302	302
Yritysarvo (EV)	332	333	334
P/E (oik.)	>100	10,3	9,6
P/E	>100	10,3	9,6
P/Kassavirta	>100	7,9	11,4
P/B	2,8	2,6	2,4
P/S	7,4	5,0	4,7
EV/Liikevaihto	8,2	5,5	5,2
EV/EBITDA (oik.)	34,3	8,1	7,5
EV/EBIT (oik.)	40,1	8,4	7,7
Osinko/tulos (%)	1166 %	80 %	79 %
Osinkotuotto-%	7,3 %	7,9 %	8,4 %

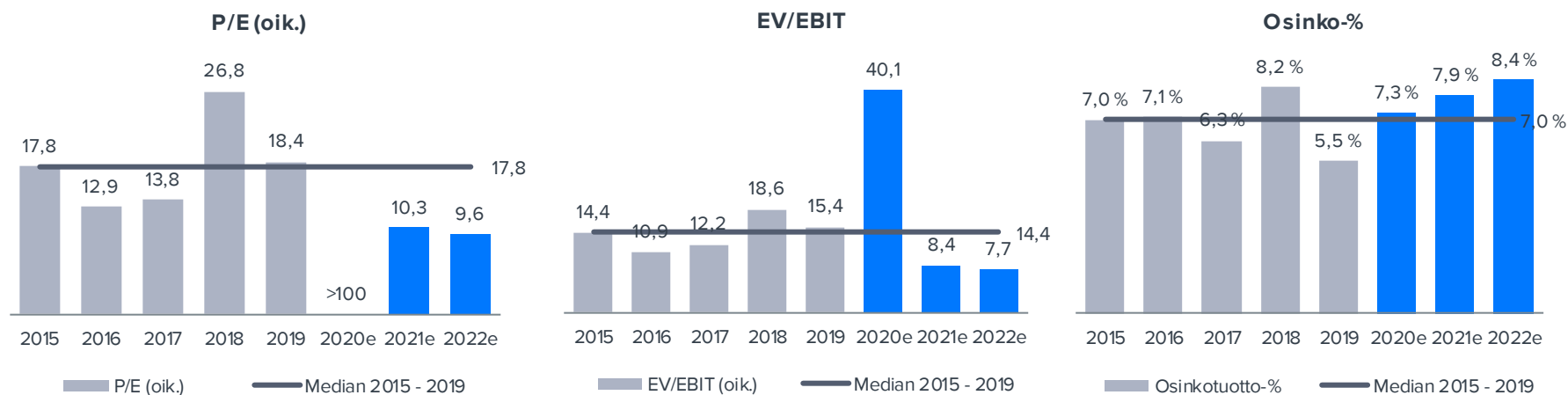
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,00	1,27	1,76	1,47	2,36	1,93	1,93	1,93	1,93
Osakemäärä, milj. kpl	86,3	143,3	145,6	147,1	152,2	156,7	158,7	159,2	159,7
Markkina-arvo	86	182	256	216	359	302	302	302	302
Yritysarvo (EV)	133	203	281	222	385	332	333	334	336
P/E (oik.)	17,8	12,9	13,8	26,8	18,4	>100	10,3	9,6	10,3
P/E	17,8	12,9	16,9	26,8	25,7	>100	10,3	9,6	10,3
P/Kassavirta	3,9	4,8	11,1	5,9	neg.	>100	7,9	11,4	11,5
P/B	1,3	1,3	2,0	1,8	2,8	2,8	2,6	2,4	2,3
P/S	2,7	6,8	7,4	6,5	7,3	7,4	5,0	4,7	4,7
EV/Liikevaihto	4,2	7,6	8,1	6,6	7,9	8,2	5,5	5,2	5,2
EV/EBITDA (oik.)	13,9	10,7	12,3	16,6	15,4	34,3	8,1	7,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	14,4	10,9	12,2	18,6	15,4	40,1	8,4	7,7	8,3
Osinko/tulos (%)	124,3 %	91,5 %	105,9 %	219,0 %	141,7 %	1165,9 %	80,4 %	79,2 %	90,0 %
Osinkotuotto-%	7,0 %	7,1 %	6,3 %	8,2 %	5,5 %	7,3 %	7,9 %	8,4 %	8,9 %

Lähde: Iderecs



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Evli	9,74	232	232	10,1	8,1	8,0	6,7	3,2	2,8	14,4	12,1	7,0	7,6	3,0
Taaleri	6,70	190	264	16,5	11,0	13,9	10,2	4,1	3,5	17,4	10,2	5,0	5,7	1,3
United Bankers	8,95	94	96	10,7	10,7	8,8	9,6	2,8	2,8	12,6	14,0	6,1	6,1	2,4
eQ	13,40	519	521	18,1	13,7	17,5	13,3	9,8	7,7	22,4	17,0	4,5	6,1	7,9
EAB Group	3,06	43	49		19,5	16,3	9,8	2,7	2,4		22,7	0,8	2,9	2,2
Titanium	10,90	115	102	10,2	8,5	8,5	7,3	4,9	4,5	12,0	10,6	7,2	8,1	5,1
Aktia	8,99	633								14,7	10,7	5,0	6,9	1,0
AGF Management	5,65	281	379	8,0	11,7	5,5	6,7	1,4	1,5	11,9	12,0	5,7	5,7	0,4
GAM Holding	1,46	225	45	0,4	0,4	6,4	2,1	0,2	0,2		17,3		2,4	0,7
Wisdom Tree Investments	3,52	449	629	14,1	13,7	13,6	13,8	3,0	2,8	16,2	15,7	3,4	3,4	1,5
River and Mercantile Group	151,00	143	119	8,4		8,1	6,5	1,5	1,5	13,0	12,6	6,3	6,5	2,3
Mutares SE & Co	10,52	164	265	7,6	18,2	2,3	3,0	0,1	0,1	8,3	9,1	9,5	10,9	
IDI SCA	36,30	263	359	12,8	11,6			59,8	59,8	13,3	12,4	5,3	5,3	0,5
Liontrust Asset Management	1215,00	822	779	18,6	13,6	18,4	12,7	6,8	5,3	22,2	19,0	2,6	3,0	11,5
Deutsche Beteiligungs	28,35	431	384		8,7		10,1	18,6	5,2		10,7	2,0	4,2	1,0
CapMan (Inderes)	1,93	302	332	40,1	8,4	34,3	8,1	8,2	5,5	160,7	10,3	7,3	7,9	2,8
Keskiarvo				11,3	11,5	10,6	8,6	8,5	7,1	14,9	13,7	5,0	5,7	2,9
Mediaani				10,5	11,6	8,6	9,6	3,1	2,8	13,8	12,4	5,1	5,7	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				283 %	-27 %	297 %	-16 %	166 %	98 %	1063 %	-17 %	41 %	38 %	50 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	33,5	9,3	13,4	9,7	16,6	49,0	12,0	8,7	9,0	11,1	40,7	60,2	64,6	64,5
Hallintoilikeitoiminta	24,2	6,4	6,4	7,0	13,0	32,8	7,2	6,5	7,0	8,1	28,8	46,6	48,8	47,0
Palveluliikeitoiminta	8,7	2,9	6,9	2,7	3,2	15,7	4,8	2,2	1,8	2,8	11,6	13,1	15,3	17,0
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	0,4	0,5	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Käyttökate	13,4	5,0	6,2	5,8	8,1	25,0	-5,6	4,5	4,8	6,0	9,7	40,9	44,6	42,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-0,3	-0,4	-0,3	-4,6	-5,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,0	5,6	6,3	5,5	7,6	25,0	-6,0	4,1	4,5	5,7	8,3	39,5	43,1	40,7
Liikevoitto	12,0	4,7	5,8	5,5	3,4	19,4	-6,0	4,1	4,45	5,7	8,3	39,5	43,1	40,7
Hallintoilikeitoiminta	2,8	0,8	0,9	1,9	2,4	6,0	1,9	1,6	2,1	2,5	8,0	24,4	25,1	21,8
Palveluliikeitoiminta	4,4	1,8	4,9	1,6	0,9	9,1	3,0	0,5	0,6	1,0	5,1	6,4	8,2	9,4
Sijoitustoiminta	6,5	3,9	1,0	3,2	2,1	10,2	-8,4	2,8	2,6	3,4	0,4	12,8	14,3	14,3
Muut	-1,7	-1,7	-1,0	-1,2	-2,0	-5,9	-2,4	-0,7	-0,9	-1,3	-5,2	-4,0	-4,5	-4,8
Nettorahoituskulut	-2,7	-0,6	-0,7	-0,5	0,1	-1,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-2,6	-2,4	-2,1	-2,2
Tulos ennen veroja	9,3	4,1	5,1	4,9	3,5	17,6	-6,5	3,4	3,75	5,1	5,7	37,1	41,0	38,5
Verot	-0,8	-0,1	-0,9	-0,9	0,1	-1,7	-0,9	-0,3	0	-1,3	-2,9	-6,1	-7,4	-6,9
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,4	-1,2	-0,2	-0,1	-1,9	-0,9	0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-1,4	-1,5	-1,6
Nettotulos	8,1	3,6	3,0	3,8	3,5	14,0	-8,3	3,3	3,3	3,6	1,9	29,6	32,1	30,0
EPS (oikaistu)	0,05	0,03	0,02	0,03	0,05	0,13	-0,05	0,02	0,02	0,02	0,01	0,19	0,20	0,19
EPS (raportoitu)	0,05	0,02	0,02	0,03	0,02	0,09	-0,05	0,02	0,02	0,02	0,01	0,19	0,20	0,19

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,9 %	26,5 %	28,1 %	38,0 %	91,7 %	46,3 %	28,7 %	-34,9 %	-7,7 %	-33,2 %	-16,9 %	47,9 %	7,3 %	-0,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-48,0 %	38,0 %	5,8 %	11,8 %		109,1 %	-206,9 %	-34,7 %	-18,4 %	-25,3 %	-66,8 %	377,3 %	9,0 %	-5,5 %
Käyttökate-%	40,1 %	53,9 %	46,2 %	59,6 %	48,5 %	51,1 %	-47,2 %	51,5 %	53,6 %	54,4 %	23,8 %	68,0 %	69,1 %	65,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	35,7 %	60,3 %	47,4 %	56,2 %	45,8 %	51,0 %	-50,1 %	47,5 %	49,7 %	51,2 %	20,4 %	65,7 %	66,8 %	63,2 %
Nettotulos-%	24,1 %	39,1 %	22,2 %	39,5 %	21,2 %	28,5 %	-69,4 %	37,6 %	37,0 %	32,3 %	4,6 %	49,2 %	49,8 %	46,5 %

Lähde: Ideres

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	134	162	144	159	169
Liikearvo	4,7	15,3	15,3	15,3	15,3
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,8	0,9	1,0	1,2
Käyttöomaisuus	0,3	3,4	3,6	3,7	3,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	127	139	121	135	145
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Vaihtuvat vastaavat	72,2	54,5	40,4	42,5	45,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	12,6	5,2	5,2	5,2	5,2
Myyntisaamiset	5,1	5,6	4,9	7,2	7,7
Likvidit varat	54,5	43,7	30,4	30,1	32,3
Taseen loppusumma	206	217	185	201	214

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	121	130	112	119	128
Osakepääoma	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kertyneet voittovarot	-2,7	3,2	-14,7	-7,0	1,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Muu oma pääoma	83,5	84,5	84,5	84,5	84,5
Vähemmistöosuus	0,4	2,1	2,1	2,1	2,1
Pitkäaikaiset velat	53,2	61,4	52,3	53,1	55,4
Laskennalliset verovelat	3,3	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	49,7	59,1	50,0	50,8	53,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	31,9	25,6	20,8	28,7	30,8
Lainat rahoituslaitoksilta	10,0	0,9	0,0	0,1	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,8	20,2	16,3	24,1	25,8
Muut lyhytaikaiset velat	5,1	4,5	4,5	4,5	4,5
Taseen loppusumma	206	217	185	201	214

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	19,4	8,3	39,5	43,1	40,7	36,5	34,2	35,1	32,2	32,8	33,5	
+ Kokonaispoistot	5,6	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	
- Maksetut verot	-4,6	-2,9	-6,1	-7,4	-6,9	-6,2	-5,7	-5,9	-5,4	-5,5	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	9,7	-3,1	5,5	1,2	0,0	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	26,0	3,2	39,9	38,1	34,9	32,1	30,2	30,9	28,5	29,0	29,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-32,3	16,4	-15,8	-11,6	-8,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,3	19,6	24,1	26,5	26,2	30,4	28,5	29,2	26,8	27,3	28,1	
+/- Muut	-2,9	-18,0	14,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-9,2	1,6	38,3	26,5	26,2	30,4	28,5	29,2	26,8	27,3	28,1	460
Diskontattu vapaa kassavirta		1,5	34,9	22,3	20,4	21,9	19,0	17,9	15,2	14,3	13,6	223
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		404	402	367	345	325	303	284	266	251	236	223
Velaton arvo DCF		404										
- Korolliset velat		-60,0										
+ Rahavarat		43,7										
-Vähemmistöosuus		-10,0										
-Osinko/pääomapalautus		-19,8										
Oman pääoman arvo DCF		358										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,3										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		0,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		4,0 %										
Yrityksen Beta		1,10										
Markkinoiden riski-preemio		4,75 %										
Likviditeettipreemio		1,00 %										
Riskitön korko		2,0 %										
Oman pääoman kustannus		8,2 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		8,2 %										

2020e-2024e

25%

2025e-2029e

20%

TERM

55%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	34,8	33,5	49,0	40,7	60,2	EPS (raportoitu)	0,10	0,05	0,09	0,01	0,19
Käyttökate	22,9	13,4	25,0	9,7	40,9	EPS (oikaistu)	0,13	0,05	0,13	0,01	0,19
Liikevoitto	19,5	12,0	19,4	8,3	39,5	Operat. kassavirta / osake	0,09	-0,03	0,17	0,02	0,25
Voitto ennen veroja	16,4	9,3	17,6	5,7	37,1	Vapaa kassavirta / osake	0,16	0,25	-0,06	0,01	0,24
Nettovoitto	15,1	8,1	14,0	1,9	29,6	Omapääoma / osake	0,87	0,82	0,84	0,70	0,74
Kertaluontoiset erät	-3,5	0,0	-5,6	0,0	0,0	Osinko / osake	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	211,3	206,0	216,5	184,7	201,2	Liikevaihdon kasvu-%	30 %	-4 %	46 %	-17 %	48 %
Oma pääoma	126,7	121,0	129,5	111,6	119,3	Käyttökateen kasvu-%	21 %	-41 %	87 %	-61 %	323 %
Liikearvo	4,5	4,7	15,3	15,3	15,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	-48 %	109 %	-67 %	377 %
Nettovelat	24,9	5,2	16,4	19,6	20,9	EPS oik. kasvu-%	30 %	-57 %	135 %	-91 %	1455 %

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	22,9	13,4	25,0	9,7	40,9	Oik. Liikevoitto-%	66,0 %	35,7 %	51,0 %	20,4 %	65,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,2	-11,6	9,7	-3,1	5,5	Liikevoitto-%	55,9 %	35,7 %	39,6 %	20,4 %	65,7 %
Operatiivinen kassavirta	12,5	-4,8	26,0	3,2	39,9	ROE-%	11,2 %	6,5 %	11,3 %	1,6 %	26,1 %
Investoinnit	4,6	41,2	-32,3	16,4	-15,8	ROI-%	10,1 %	6,7 %	10,5 %	4,7 %	23,8 %
Vapaa kassavirta	23,1	36,5	-9,2	1,6	38,3	Omavaraisuusaste	60,0 %	58,7 %	59,8 %	60,4 %	59,3 %
						Nettovelkaantumisaste	19,7 %	4,3 %	12,6 %	17,6 %	17,5 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Silvertärnan Ab	10,6 %
Ilmarinen	6,8 %
Mikko Laakkonen	4,2 %
OY Inventiainvest AB (Ari Tolppanen)	3,1 %
Varma	2,4 %
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	2,3 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	8,1	6,6	7,9	8,2	5,5
EV/EBITDA (oik.)	12,3	16,6	15,4	34,3	8,1
EV/EBIT (oik.)	12,2	18,6	15,4	40,1	8,4
P/E (oik.)	13,8	26,8	18,4	>100	10,3
P/B	2,0	1,8	2,8	2,8	2,6
Osinkotuotto-%	6,3 %	8,2 %	5,5 %	7,3 %	7,9 %

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 (välttömät 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 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 arvon 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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
4.2.2016	Lisää	1,05 €	0,94 €
4.5.2016	Lisää	1,10 €	0,97 €
11.8.2016	Osta	1,25 €	1,08 €
24.10.2016	Osta	1,35 €	1,20 €
3.11.2016	Lisää	1,40 €	1,28 €
18.1.2017	Lisää	1,40 €	1,27 €
5.2.2017	Lisää	1,55 €	1,46 €
8.3.2017	Lisää	1,70 €	1,55 €
5.5.2017	Lisää	1,80 €	1,69 €
11.8.2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
2.11.2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
19.12.2017	Lisää	1,85 €	1,76 €
2.2.2018	Vähennä	1,80 €	1,76 €
4.4.2018	Lisää	1,65 €	1,43 €
27.4.2018	Lisää	1,70 €	1,50 €
10.8.2018	Osta	1,85 €	1,56 €
2.11.2018	Osta	1,85 €	1,58 €
1.2.2019	Lisää	1,85 €	1,71 €
26.4.2019	Lisää	1,85 €	1,67 €
12.6.2019	Osta	1,85 €	1,62 €
9.8.2019	Osta	2,00 €	1,75 €
26.9.2019	Lisää	2,00 €	1,87 €
1.11.2019	Vähennä	2,10 €	2,06 €
31.1.2020	Osta	2,75 €	2,44 €
20.3.2020	Osta	2,00 €	1,52 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**