

CapMan

Laaja raportti

20.10.2024 18.45 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

On potentiaalin lunastamisen aika

CapManin liiketoiminta on kääntynyt uuden strategian alaisuudessa vahvaan kasvuun ja kannattavuustaso on parantunut selvästi. Vaikka lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne työntää kapuloita uusmyynnin rattaisiin, on yhtiö mielestämme asemoitunut sektorillaan erinomaisesti. Näin ollen CapManilla on hyvät edellytykset jatkaa tervettä kasvuaan muun varainhoitosektorin tavoin myös pidemmällä aikavälillä. Osake on tähän suhteutettuna maltillisesti hinnoiteltu, joten myös tuotto-odotuksesta muodostuu riittävän houkutteleva. Toistammekin 2,1 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen.

Vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittyvä varainhoitotalo

CapManilla on kaksi liiketoiminta-alueita, hallinnointiliiketoiminta sekä oman taseen sijoitustoiminta. Aiemmin liiketoiminta sisälsi myös rahastoliiketoiminnan ulkopuolisia palveluita, mutta näistä irtaannutaan lopullisesti vielä kuluvan vuoden aikana. Vaihtoehtorahastoihin keskittyvä hallinnointiliiketoiminta muodostaakin CapManin liiketoiminnan ytimen, sillä tasesijoitukset tehdään pääosin yhtiön itsensä hallinnoimiin rahastoihin.

Vuoden 2017 strategiaaudistuksen jälkeen CapMan on kokenut merkittävän muodonmuutoksen, kun yhtiön omistajapohja ja avainhenkilöstö ovat isolta osin vaihtuneet, tuotetarjonta ja asiakaskunta ovat laajentuneet ja rahastojen performanssi on parantunut. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön hallinnoitava varallisuus ja liikevaihto ovat kääntyneet vahvaan kasvuun. Myös kannattavuudessa on nähty selkeä tasokorjaus, minkä myötä sijoittajien kannalta keskeinen hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva tulos on niin ikään kehittynyt suotuisasti. Heikko uusmyynti on kuitenkin viimeisen kahden vuoden aikana jarruttanut kannattavuuskehitystä.

Lyhyen aikavälin epävarmuudesta huolimatta yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on suotuisa

Lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne ja vaisu kysyntä vaihtoehtoisille sijoituksille työntää kapuloita uusmyynnin rattaisiin, mutta tästä huolimatta odotamme CapManin rahastopääomien jatkavan lähivuosina selvässä kasvussa erityisesti kiinteistötuotteiden sekä metsärahostojen tukemana. Kokonaisuudessaan odotamme CapManin liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 9 % vuosina 2024–2027. Tuloskehitys saa tukea hallinnointiliiketoiminnan kannattavuusparannuksen ohella sijoitustuotoista, joiden odotetaan nousevan keskimääräistä vaisumman vertailuvuoden 2024 tasolta. Noin puolet ennustamastamme tuloksesta tulee yhä sijoitustuotoista, minkä lisäksi voitonjako-osuustuottojen paino on huomattava (>20 %). Tämä korostaa sitä, että CapManin arvonkehitys ja osakkeen tuotto ovat vahvasti linkittyneet yhtiön hallinnoimien rahastojen tuottokehitykseen. Osinkovirta pysyy sektorille tyypilliseen tapaan vuolaana investointitarpeiden ollessa matalia.

Yhtiötä hinnoitellaan pörssissä alle sen arvon

Osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvonmääritykselle, sillä yhtiön tuloskomponentit eroavat toisistaan muun muassa riskeiltään. Osien summa -laskelmamme mukainen arvo on noin 2,1 euroa 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 tuloskasvusta, 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

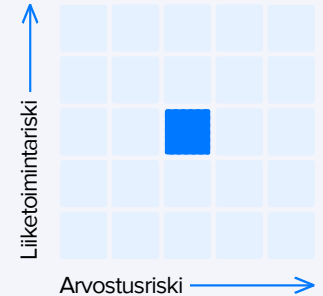
(aik. Lisää)

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,89



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	59,4	71,0	65,0	74,5
kasvu-%	-12 %	20 %	-9 %	15 %
EBIT oik.	6,7	32,3	33,2	40,9
EBIT-% oik.	11,4 %	45,5 %	51,1 %	54,8 %
Nettotulos	1,3	73,5	19,8	26,0
EPS (oik.)	0,02	0,11	0,12	0,15

P/E (oik.)	>100	17,8	15,8	12,3
P/B	3,2	1,6	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	4,4 %	7,4 %	7,3 %	8,1 %
EV/EBIT (oik.)	63,2	11,5	11,5	9,4
EV/EBITDA	68,7	4,1	11,0	9,0
EV/Liikevaihto	7,2	5,2	5,9	5,2

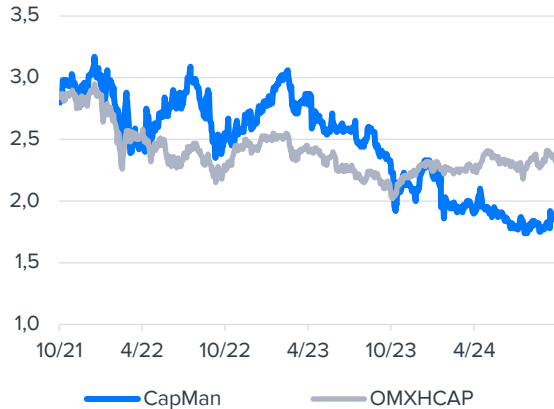
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

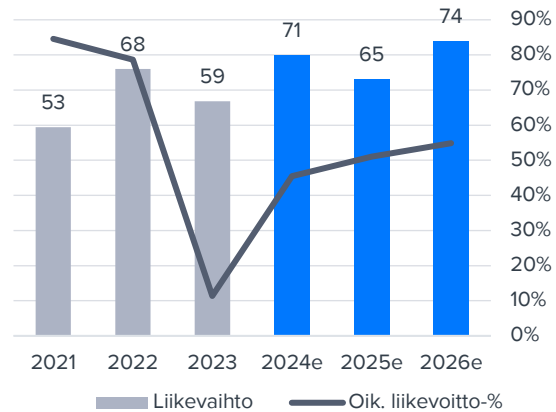
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2024 aikana. Yhtiö arvioi myös jatkuvien liiketoimintojen palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan vuoden 2024 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



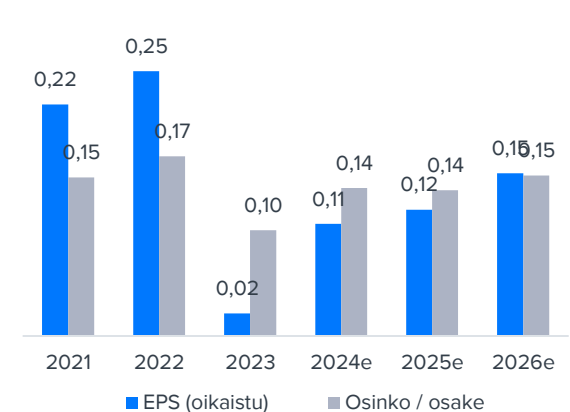
Lähde: Millistream Market Data AB

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	1,89	1,89	1,89
Osakemäärä, milj. kpl	176,9	177,4	177,9
Markkina-arvo	334	334	334
Yritysarvo (EV)	371	382	385
P/E (oik.)	17,8	15,8	12,3
P/E	4,6	16,9	12,9
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	4,7	5,1	4,5
EV/Liikevaihto	5,2	5,9	5,2
EV/EBITDA	4,1	11,0	9,0
EV/EBIT (oik.)	11,5	11,5	9,4
Osinko/tulos (%)	34 %	123 %	104 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	7,3 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6
Segmentit: Hallinnointiliiketoiminta	7–17
Segmentit: Sijoitukset	18–19
Segmentit: Palvelut	21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22–25
Toimiala	26–35
Sijoitus- ja riskiprofiili	36–37
Taloudellinen tilanne	38–40
Ennusteet	41–47
Arvonmääritys	48–51
Liitteet	52–58
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	59

CapMan lyhyesti

CapMan on vuonna 1989 perustettu pohjoismainen listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja.

1989

Perustamisvuosi

2001

Listautuminen Helsingin pörssiin

59,4 MEUR

Liikevaihto 2023

4,7 MEUR

Liikevoitto 2023

5,8 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat H1'24 lopussa

183

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin 2023

Laajentumisen vuodet (2000–2008)

CapMan laajenee Ruotsiin, Tanskaan ja Norjaan ja yhtiöstä tulee pohjoismainen toimija.

CapMan laajentuu mm. Real Estate ja Public Market -sijoitusalueisiin.

Yhtiö yltää erinomaisiin sijoitustuottoihin ja kerää ennätysmäärät uutta pääomaa ”supersyklin” aikana.

Finanssikriisi (2009–2015)

Finanssikriisi iskee CapManiin ankarasti ja kulut karkaavat käsistä liian nopean laajentumisen myötä.

Edellisen syklin huipulla kerättyjen rahastojen tuotot jäivät heikoiksi.

Yhtiö aloittaa isot uudelleenjärjestelyt.

Uudelleenrakennus (2016–2023)

Norvestia-yritysoston myötä CapManin omistajarakenne muuttuu ja osakesarjat yhdistetään.

Uusi strategia ja uudet sijoitustiimit.

Yhtiö perustaa useita uusia sijoitusalueita, varainkeruu sujuu pääasiassa hyvin.

Laajentuminen metsärahoitukseen yritysostolla.

Palveluliiketoiminta eriytetään omaksi yksikökseen.

Hallinnointiliiketoiminta väläyttelee ensimmäisiä merkkejä tulospotentialistaan.

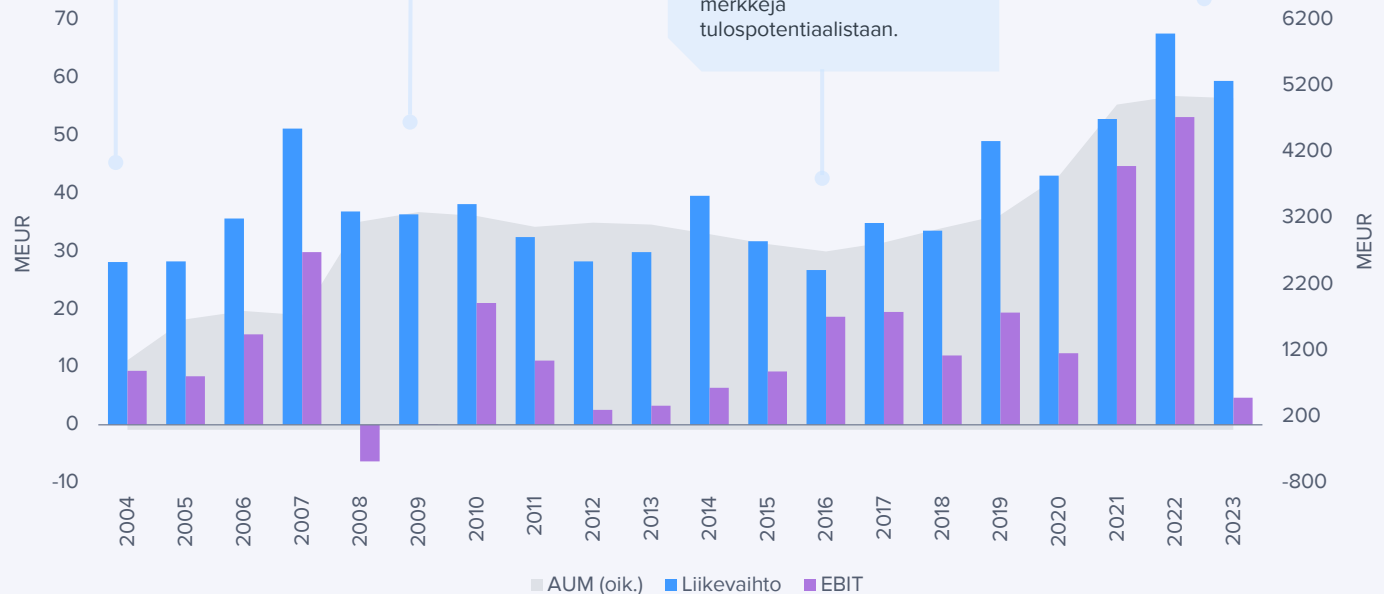
Tuloksen skaalaaminen (2024–)

Palveluliiketoiminta myydään ja strategia keskittyy rahastoliiketoimintaan.

Hallinnointiliiketoiminnan kasvun ja kannattavuusparannuksen jatkaminen.

Laajemman rahastovalikoiman ansiosta voitonjako-osuustuottojen tulisi olla jatkossa aiempaa systemaattisempia.

Sijoitustuotot näyttelevät yhä keskeistä roolia yhtiön strategiassa ja tuloksessa.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

CapMan on yksi ensimmäisiä pohjoismaisia private equity -rahastomanagereita. Yhtiö on muista Helsingin pörssin varainhoitajista poiketen keskittynyt puhtaasti listaamattomiin omaisuuslajeihin, ja tuotevalikoima sisältää mm. private equity -rahastoja, kiinteistörahastoja, metsärahastoja, velkarahastoja ja infrarahastoja. Aiemmin liiketoiminta sisälsi myös rahastoliiketoiminnan ulkopuolisia palveluita, mutta näistä irtaannuttiin lopullisesti vuonna 2024 CaPSin (CapMan Procurement Services) myynnin myötä.



CapMan



CapManin hallinnoitava varallisuus (AUM) oli H1'24 lopussa 5,8 mrd. euroa.



Asiakaskunta on vahvasti painottunut institutionaalisiin sijoittajiin.



Yhtiöllä on tällä hetkellä 27 vaihtoehtoista rahastotuotetta ja useita sijoitusmandatteja.

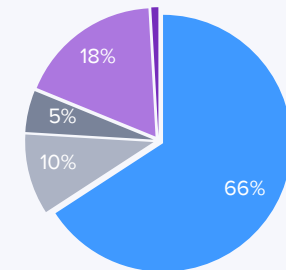


Liikevaihdon merkittävin komponentti on hallinnointipalkkiot, joista yhtiön kiinteistörahastot tuovat suurimman osan.



Liiketoiminta on kansainvälistä. Toimistoja on kuudessa maassa ja hallinnoitavista varoista valtaosa tulee kansainvälisiltä sijoittajilta.

Liikevaihdon jakauma (2023)



- Hallinnointipalkkiot
- Palkkiot varainhoitopalveluista
- Voitonjako-osuustuotot
- Palveluliiketoiminta
- Muut palkkiot

Hallinnointiliiketoiminta 1/8

Hallinnointiliiketoiminta on konsernin ydin

CapManin hallinnointiliiketoiminta on keskittynyt täysin listaamattomiin omaisuusluokkiin sekä ammattimaisiin sijoittajiin. H1'24 lopussa CapManin hallinnoitavat asiakasvarat (AUM) olivat 5842 MEUR. Hallinnointiliiketoiminta sisältää neljä sijoitusaluetta, jotka ovat Private Equity, Real Estate, Infra ja Natural Capital. Lisäksi varainhoitoyksikkö CapMan Wealth täydentää hallinnointiliiketoiminnan tarjontaa.

Yhtiön liiketoiminta on kansainvälistä, ja sillä on toimistot kuudessa eri maassa (Suomi, Ruotsi, Tanska, Norja, Luxembourg ja Iso-Britannia). Myös hallinnoitavista varoista valtaosa tulee Suomen ulkopuolelta, mikä erottaa CapManin sen useasta kotimaisesta verrokista.

Fokus vaihtoehtoisissa rahastotuotteissa

Listaaamattomiin omaisuuslajeihin sijoittaminen tarkoittaa käytännössä suorien, pääasiassa enemmistöomisteisten sijoitusten tekemistä esimerkiksi listaamattomiin osakeyhtiöihin tai kiinteistöihin. Sijoitukset tehdään tyypillisesti suljettujen pääomarahastojen kautta, jotka keräävät pääomaa eläkeyhtiöiden ja säätiöiden kaltaisilta instituutionaalisilta sijoittajilta. Suljetut rahastot ovat pääsääntöisesti yksityissijoittajien saavuttamattomissa suurista minimisijoitusvaatimuksista johtuen (tyypillisesti miljoonia). CapMan Wealth -palvelualueen kautta myös muut kuin suuret institutionaaliset sijoittajat voivat sijoittaa näihin tuotteisiin erilaisten varainhoito-ohjelmien kautta.

Rahastojen sijoitustiimit pyrkivät aktiivisesti kehittämään kohdesijoituksiaan yhdessä kohdeyhtiön johdon ja/tai kiinteistön vuokralaisten

kanssa. Kohdeyhtiön arvoa pyritään kasvattamaan esimerkiksi strategiaa terävöittämällä, operatiivista tehokkuutta parantamalla ja kasvua kiihdyttämällä mm. yritysostoin. Myös velkavipu näyttelee sijoitustoiminnassa usein merkittävää roolia.

Private equity -rahastot

Private equity -rahastot (PE) käsittävät listaamattomiin yhtiöihin tehtävät sijoitukset. PE-rahastot jakautuvat neljään alueeseen: Buyout, Growth, Credit ja Special Situations. Hallinnoitavat varat PE-rahastoissa olivat H1'24 lopussa 1016 MEUR, joten tuotealue on CapManin toiseksi suurin kiinteistöjen jälkeen. Kaikki yhtiön PE-rahastot ovat toimialalle tyypilliseen tapaan suljettuja vaihtoehtorahastoja, joista ei ole mahdollista lunastaa pääomia kesken rahaston toimintakauden.

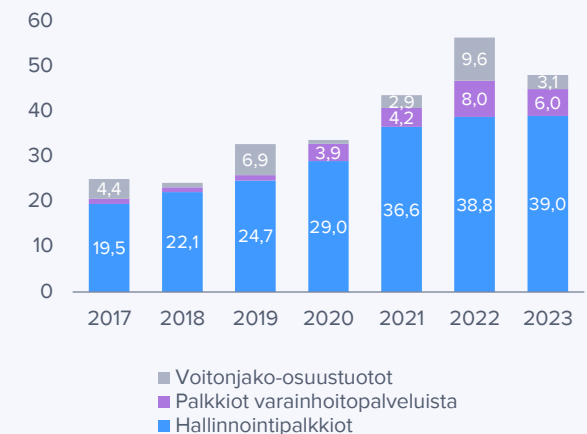
Buyout-rahastot sijoittavat oman pääoman ehtoisesti listaamattomiin yhtiöihin. Kohdeyhtiöt ovat tyypillisesti kannattavia ja kassavirtaa tuottavia, ja rahaston arvonluonti perustuu mm. kohteiden operatiiviseen kehittämiseen. Myös velkavivun käyttö tuoton kasvattamisessa on tämän tyyppisissä rahastoissa tärkeässä roolissa. Growth-rahastot sijoittavat niin ikään oman pääoman ehtoisesti listaamattomiin yhtiöihin sillä erotuksella, että yhtiöt ovat tyypillisesti buyout-rahaston kohteita varhaisemmassa vaiheessa ja velkavivun käyttö on vähäisempää. Growth-rahastojen roolina onkin tukea yhtiötä kasvutavoitteissaan. Credit-rahastot sijoittavat pääosin listaamattomiin yrityslainoihin. Special Situations -alue puolestaan sijoittaa oman tai vieraan pääoman ehtoisesti yhtiöihin, jotka läpikäyvät esimerkiksi muutosprosesseja, uudelleenjärjestelyjä tai yrityssaneerauksia.



Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihdon komponentit

- **Hallinnointipalkkiot** ovat jatkuvia tuottoja, joita CapMan veloittaa asiakkailtaan rahastopääomien hallinnoinnista sekä varainhoidosta.
- **Voitonjako-osuustuotot:** CapMan saa rahastoistaan tuottosidonnaista palkkiota, mikäli tuotot ylittävät määritellyn aitakoron. Nämä ovat siis luonteeltaan palkkiota onnistuneesta sijoitustoiminnasta.
- **Palkkiot varainhoitopalveluista** sisältävät pääosin CapManin kiinteistörahastojen hallinnoimien kiinteistöjen hoitopalkkioita sekä CapMan Wealth -liiketoiminta-alueen transaktiopalkkioita.

Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: CapMan

Hallinnointiliiketoiminta 2/8

CapManilla on tällä hetkellä kymmenen aktiivista PE-rahastoa, joihin lukeutuu neljä Buyout-rahastoa, kaksi Credit-rahastoa, kolme Growth-rahastoa sekä yksi Special Situations -rahasto. CapManin kohdeyhtiösijoituksiin lukeutui aiemmin myös Russia-sijoitusalue, mutta yhtiö myi vuonna 2019 tämän liiketoiminnan tiimille Venäjän haasteellisen varainkeruu- ja toimintaympäristön sekä heikon sijoitusmenestyksen myötä. CapManilla on ollut haasteita saada PE-puolta kasvuun ja hallinnoitava varallisuus (AUM) on polkenut viime vuodet paikallaan. Tämä johtuu Buyout-rahastojen pienentyneistä kokoluokista. Growthin osalta kehitys on puolestaan ollut vahvaa, ja viimeisin rahasto suljettiin ennätysuurena.

PE-rahastojen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan keskimäärin terveellä 1,0–1,2 %:n tasolla. Sijoittajan on hyvä huomata, että palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi mm. sijoittajan ja sitoumusten kokoluokan sekä tuotteen profiilin mukaan. Hallinnointipalkkioiden lisäksi rahastot voivat tarjota CapManille merkittävän voitonjakopotentialin rahastojen sijoitustoiminnan onnistuessa. Private equity -sijoitukset ovat luonteeltaan pitkiä, sillä kohdeyhtiötä kehitetään tyypillisesti 4–7 vuotta. Näin ollen rahaston keskimääräinen elinkaari on noin 10 vuotta (tätä kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla).

Real estate -rahastot

Kiinteistörahastojen ja -mandaattien osuus CapManin hallinnoitavasta varallisuudesta oli H1'24 lopussa 2967 MEUR. Tällä hetkellä CapMan hallinnoi kahdeksaa kiinteistörahastoa sekä BVK:n sijoitusmandaattia toimien kaikilla Pohjoismaiden keskeisillä kiinteistösektoreilla Ruotsissa, Suomessa, Tanskassa ja Norjassa.

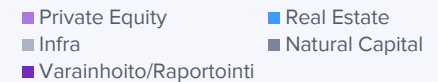
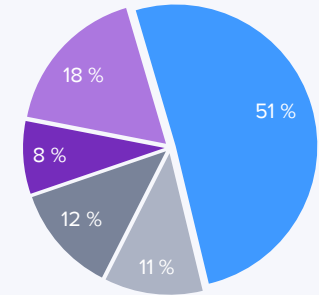
CapMan on onnistunut kasvattamaan kiinteistötuotetarjontaansa viime vuosina kiitettävästi sekä kyennyt tuomaan perinteisten suljettujen kiinteistörahastojen (Nordic Real Estate -rahastot) rinnalle useita uusia avoimia kiinteistörahastoja (Hotels, Residential, Social, Nordic Property Income). Kiinteistöistä onkin tullut CapManille selvästi tärkein tuoteryhmä, ja sen osuus hallinnointipalkkioista on arviomme mukaan yli puolet. Lyhyellä aikavälillä yhtiö kuitenkin kärsii kiinteistömarkkinan vastatuulesta, minkä myötä kiinteistörahastojen puolella uusmyynti on edelleen haastavaa.

Palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi rahastojen välillä, ja esimerkiksi Nordic Real Estate -rahastoissa (NRE) arvioimme hallinnointipalkkion olevan keskimäärin noin 1 %:n tasolla, kun taas BVK:n mandaatissa taso on arviomme mukaan alle 0,5 %.

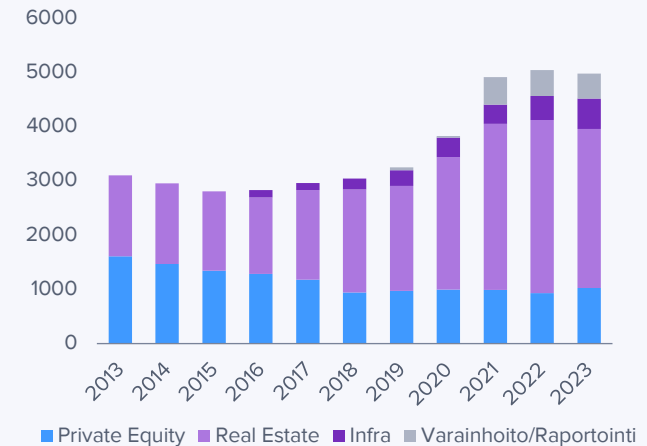
CapManin kiinteistörahastojen arvonluontistrategiat voidaan karkeasti jakaa kahteen osaan. Arvonluontistrategioissa kiinteistökohteita kehitetään aktiivisesti muun muassa niiden käyttötarkoitusta muuttamalla. CapManin Nordic Real Estate -rahastoperhe edustaa tätä strategiaa.

Tuottovetoisissa strategioissa (mm. Hotels, Residential, Nordic Property Income) pääpaino on kiinteistöjen vuokrakassavirroissa. Strategioista jälkimmäinen onkin enemmän riippuvainen muun muassa kiinteistöjen tuottovaateiden sekä vuokralaiskysynnän kehityksestä, kun taas arvonluontistrategioiden menestykseen sijoitustiimillä on lähtökohtaisesti enemmän vaikutusvaltaa. CapManin kiinteistörahastojen nykyisistä pääomista arviolta hieman yli puolet on sijoitettuna tuottovetoiisiin strategioihin.

AUMin jakauma tuotealueittain (H1'24)



AUMin kehitys (MEUR)



Lähde: CapMan

Listaamattoman suljetun rahaston tyypillinen elinkaari



*Oletukset: Rahaston koko 100 MEUR, CapManin hallinnointipalkkio 1,5 %, aitakorko 8 %, IRR 15 %, rahaston osuus aitakoron ylittävästä tuotosta 20 %.

Hallinnointiliiketoiminta 3/8

Metsärahasot

CapMan ilmoitti loppuvuonna 2023 laajentuvansa metsärahasoihin ostamalla Dasos Capitalin koko osakekannan. Kauppa saatiin maaliin Q1'24:llä ja koko Dasoksen tiimi jatkoi aiemmissa tehtävissään. Kaupan yhteydessä CapMan perusti uuden sijoitusalueen – Natural Capitalin. Sijoitusalue sisältää nykyisin seitsemän rahastoa, jotka ovat sekä avoimia että suljettuja metsäomaisuuteen sijoittavia vaihtoehtorahastoja. Kaikki seitsemän rahastoa ovat Dasos Capitalin perustamia, ja näissä oli pääomia H1'24 lopussa 718 MEUR.

Strategisessa mielessä kauppa sopi mielestämme CapManille erinomaisesti, sillä Dasos tarjoaa yhtiölle täysin uuden sijoitusalueen ja pääsyn kiinnostavaan sekä kasvavaan omaisuusluokkaan. Koska Dasosin tiimin näytöt ovat jo valmiiksi erittäin vahvat, on toiminnan kasvattaminen merkittävästi suoraviivaisempaa ja nopeampaa kuin uutta tiimiä perustettaessa. Isossa kuvassa CapManin pitäisikin pystyä kiihdyttämään Dasosin myyntiä erityisesti kansainväliseen sijoittajakenttään ja samanaikaisesti laajentamaan tuotepalettia lanseeraamalla uusia rahastoja.

Infrastruktuurirahastot

CapManin vuonna 2017 perustaman Infran hallinnoitavat pääomat olivat H1'24 lopussa 656 MEUR. Hallinnoitavat pääomat koostuvat kahdesta CapManin infrarahastosta sekä näiden lisäksi sijoitusmandaateista ja kanssasijoituksista.

Ensimmäisen rahaston varainkeruu sujui odotuksiamme heikommin ja rahasto jäi selvästi sille asetetusta 300 MEUR:n tavoitekoosta.

Arviomme mukaan odotettua tahmeammin sujunutta varainkeruuta selittää se, että kyseessä oli CapManille täysin uusi tuotealue ja rahasto oli sijoitustiimin ensimmäinen. Toisen rahaston varainkeruu onnistui puolestaan paremmin ja rahaston lopullinen koko nousi 375 MEUR:oon. Vaikka rahasto jäikin 400 MEUR:n tavoitekoostaan, oli suoritus mielestämme vahva selvästi heikentyneessä varainkeruumarkkinassa.

Infrasta on kasvamassa lähivuosina CapManille yhä vahvempi tukijalka ja uskomme yhtiön pyrkivän laajentamaan infran tuotetarjontaa lähivuosina. Näemme infrastruktuurituotteissa selkeää kasvuvaraa, sillä markkinan koko mahdollistaa rahastokokojen kasvattamisen edelleen selvästi nykyisestä.

CapMan Wealth

Hallinnointiliiketoiminta-segmentin sisällä oleva CapMan Wealth -palvelualue keskittyy varakkaiden yksityishenkilöiden, pienempien instituutioiden sekä perheiden sijoitusyhtiöiden palvelemiseen. Wealthin palveluvalikoiman ydin koostuu pääomasijoitusohjelmista ja allokaatiomandaateista.

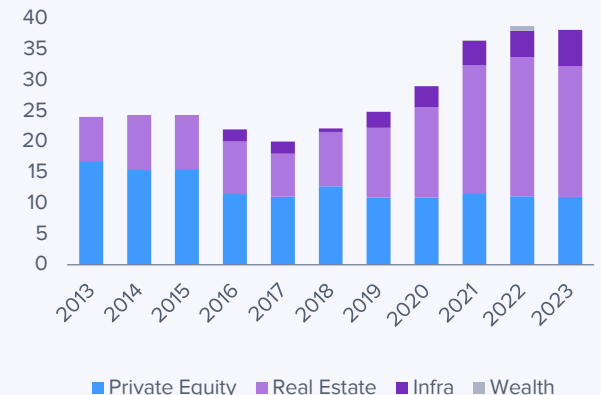
Pääomasijoitusohjelmissa Wealth sijoittaa valikoituihin yhdysvaltalaisiin keskisuuriin buyout-rahastoihin yhden maailman suurimman pääomasijoittajan, Alpinvestin, rinnalla. Jatkossa ohjelmat voivat sisältää myös Alpinvestin muunlaisia pääomarahastoja. Ohjelmat mahdollistavat CapManin tyypillistä asiakasta pienemmillekin sijoittajille hajautetun private equity -salkun, sillä Wealthin sijoitusohjelmat yhdistelevät eri pääomarahastotyyppisiä. Arviomme mukaan rahastojen määrä per sijoitusohjelma on noin 8–10.

Liikevoiton kehitys segmenteittäin (MEUR)



* Ei sisällä 4,2 MEUR liikearvon alaskirjausta

Hallinnointipalkkioiden kehitys (Inderesin arvio)



Lähde: CapMan

Hallinnointiliiketoiminta 4/8

Samalla ohjelmat tarjoavat kotimaisille sijoittajille pääsyn listaamattomaan markkinaan myös Pohjoismaiden ulkopuolella. Arviomme mukaan Wealthin kohderyhmään kuuluvat erityisesti sijoittajat, joiden sijoitusvarallisuus on noin 10–100 MEUR. Ensimmäinen ohjelma lanseerattiin vuonna 2021 ja CapMan on ilmoittanut pyrkivänsä keräämään uuden ohjelman vuosittain. Ohjelmista CapMan veloittaa hallinnointipalkkiota, mutta tuottosidonnaista komponenttia näissä ei ole. Arviomme mukaan jatkuva vuotuinen hallinnointipalkkio on keskimäärin 0,7 %:n luokkaa hallinnoitavasta varallisuudesta.

Pääomasijoitusohjelmien ohella Wealthin palveluihin kuuluvat allokaatiomandaatit ovat peruja JAM Advisorsin varainhoitoliiketoiminnasta, joka tuli osaksi konsernia vuonna 2019 toteutetussa yrityskaupassa. JAM Advisorsin muista osista CapMan on sittemmin luopunut. Allokaatiomandaateissa CapMan toteuttaa rahastonvalintaa asiakkaan puolesta. Palvelu on suunnattu asiakkaille, jotka haluavat sijoittaa listatuille markkinoille joko aktiivisesti hoidettujen rahastojen tai passiivisten rahastojen kautta. CapMan jatkuvasti seuraa ja analysoi suurta joukkoa rahastoamanagereita, joiden joukosta se valitsee asiakkailleen sopivimmat. Palvelualue sisältää myös konsultatiivista varainhoitoa. Kummankin palvelualueen palkkiotaso on arviomme mukaan selvästi Wealthin pääomasijoitusohjelmia matalampi.

Pääomasijoitusohjelmissä oli H1'24 lopussa hoidossa olevia asiakasvaroja yhteensä noin 190 MEUR (raportoidaan osana private equity -sijoitusalueen AUMia) ja muissa Wealthin

palveluissa noin 480 MEUR.

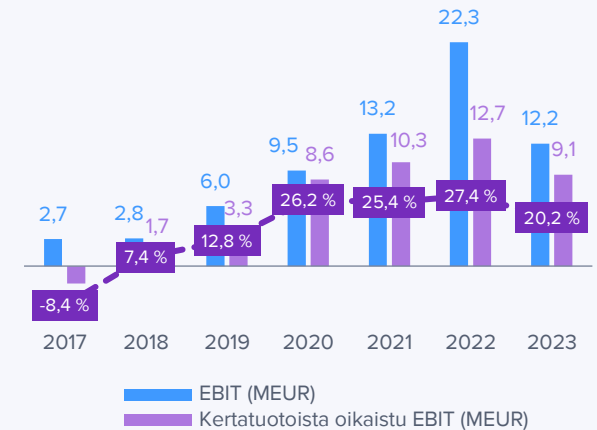
Asiakaskunta painottuu suuriin instituutioihin

CapManin nykyinen ja potentiaalinen asiakaskunta voidaan karkeasti jakaa neljään kategoriaan: suuriin instituutioihin, keskikokoisiin instituutioihin, pieniin instituutioihin sekä varakkaisiin yksityisasiakkaisiin. Käsitksemme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavista rahastopääomista tulee suuriksi luokiteltavilta kotimaisilta ja ulkomaisilta instituutiosijoittajilta. Esimerkiksi eläkeyhtiöt sijoittavat vaihtoehtoisin tuotteisiin pääosin ulkopuolisten toimijoiden (kuten CapMan) rahastojen kautta. Tämä eroaa esimerkiksi eläkeyhtiöiden korko- ja osakesijoituksista, jotka tyypillisesti hoidetaan alusta loppuun omien sijoitustiimien toimesta. Eläkeyhtiöiden lisäksi suuret instituutioasiakkaat sisältävät muun muassa kansainvälisiä sijoitusyhtiöitä. Käsitksemme mukaan nämä niin kutsutut Tier I -asiakkaat tuovat yhtiön hallinnoitavista pääomista valtaosan.

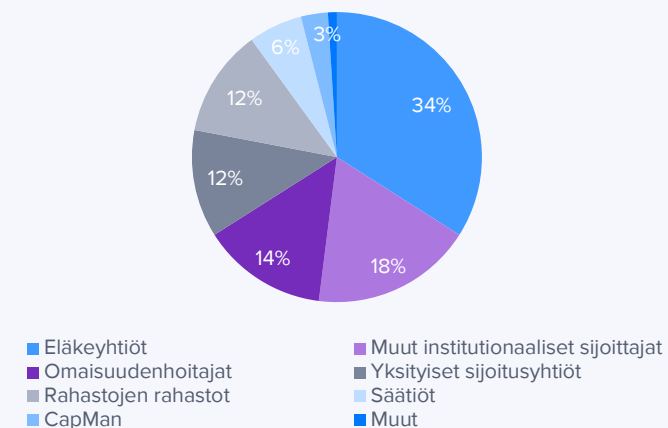
Toisen merkittävän asiakasryhmän muodostavat keskikokoiset ja pienet instituutioasiakkaat (ns. Tier II & Tier III -asiakkaat), joihin muun muassa erilaiset säätiöt ja pienemmät eläkekassat lukeutuvat. CapMan Wealth -palvelualueen kohderyhmää ovat myös hyvin varakkaat yksityishenkilöt.

Varsinaisia yksityissijoittajia (ns. retail-asiakkaat) CapManilla ei asiakkaina juuri ole, ja tuotteiden jakelu näille asiakkaille on hoidettu kumppanien kautta. Käytännössä tämä tarkoittaa yhtä rahastoa (Nordic Property Income) Nordean kautta. Tämän merkitys on yhtiön kokoluokassa kuitenkin pientä.

Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuskehitys



AUMin jakauma sijoittajatyypeittäin (H1'24)



Lähde: CapMan

Hallinnointiliiketoiminta 5/8

Asiakaskunnan maantieteellinen jakauma on painottunut vahvasti Suomen ulkopuolelle ja kansainvälisten asiakkaiden osuus rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta on tällä hetkellä selvästi yli puolet. Osuus on noussut viime vuosina merkittävästi (kv-asiakkaiden osuus vain ~10 % vuonna 2016), ja yhtiö itse arvioi, että noin 75 % strategiakauden uusmyynnistä suuntautuu kotimaan ulkopuolelle. Varainkeruun ydinmarkkinan muodostavat Pohjoismaat sekä Keski-Eurooppa.

Arviomme mukaan etenkin kiinteistö- ja infrarahastojen myynti tulee painottuman pääosin kansainvälisille markkinoille, kun taas PE:n sekä Wealthin myynti painottuu Suomeen.

Rahastorakenne laskee markkinan vaikutusta

Uusmyynnin lisäksi arvonmuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden AUM:n määrään ja kehitykseen. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot (osake, korko, yhdistelmä), joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin, 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

Avoimien vaihtoehtorahastojen sisältämät omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena. Näiden osalta arviot arvonkehityksestä perustuvat yleensä kansainvälisiin arvonmäärityseriaateisiin, mutta sisältävät myös tietyissä osin johdon tai ulkopuolisen arvonmäärittäjän harkintaa. Tämän johdosta myös rahastojen arvojen heilunnat ovat tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempia. Useat

CapManin kiinteistö- ja metsärahastoista toimivat tällä periaatteella.

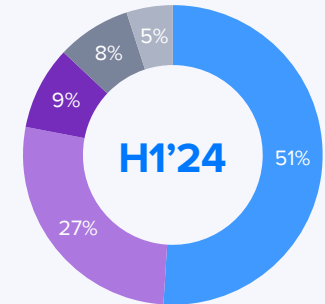
Suljetut vaihtoehtorahastot (esimerkiksi private equity- ja infrarahastot) ovat toiminnassa vain tietyn aikaa (tyypillisesti 10 vuotta), eikä niistä tällöin ole pääsääntöisesti mahdollista lunastaa pääomia. CapMan ja useat muut toimijat kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käypiä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti sidottu rahastoon kerättyihin pääomiin. Näin ollen yleisellä markkinakehityksellä ei ole merkitystä rahastojen jatkuviin palkkioihin.

Arviomme mukaan karkeasti reilu puolet CapManin hallinnoitavista varoista on avoimissa vaihtoehtorahastoissa ja loput suljetuissa vaihtoehtorahastoissa. Perinteistä rahastopääomaa CapManilla ei ole lainkaan, joten hallinnointipalkkioiden vaihtelu on pientä ja niiden tasoon liittyvä riski tulee käytännössä yhtiön uusmyynnistä, johon rahastojen performanssilla on toki pidemmällä aikavälillä olennaista vaikutusta.

Kasvu vaatii vahvaa uusmyyntiä

Korkojen nousun myötä vaikeutunut varainkeruumarkkina on hidastanut CapManin uusmyyntiä viime vuosina (2021: 830 MEUR vs. 2023: 391 MEUR), mutta vastatuulesta huolimatta yhtiö on onnistunut keräämään uusia rahastosijoituksia verrattain kelvollisen määrän. Varainkeruun osalta vuosi 2024 on lähtenyt yhtiöllä hyvin liikkeelle ja CapMan sulki uusimman Growth 3 -rahastonsa maksimikokoisena. Myös Infra 2 -rahasto ylitti edeltäjänsä kokoluokan.

AUMin maantieteellinen jakauma



■ Pohjoismaat ■ DACH
■ Pohjois-Amerikka ■ Muu Eurooppa

Lähde: CapMan H1'24-osavuosisikatsaus

Hallinnointiliiketoiminta 6/8

Arviomme mukaan haastavampi varainkeruumarkkina hidastaa uusien kiinteistörahastojen ylösajoa vielä jonkin aikaa, mutta tästä huolimatta pidämme näkymiä erityisesti muutaman vuoden tähtäimellä hyvinä. Pidemmällä aikavälillä olemme niin ikään uusmyynnin osalta luottavaisia yhtiön tuotteiden parantuneen laadun johdosta.

Jatkuvassa uusmyynnissä onnistuminen onkin yhtiölle kriittistä, sillä rahastopääomien suotuisa kehitys on vaatimuksena myös tuloskasvun jatkumiselle.

Lähivuosina odotettavissa merkittäviä voitonjako-osuustuottoja

Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan CapManin omissa rahastoissa on mukana tuottosidonnainen komponentti (voitonjako-osuustuotot), jonka myötä hallinnointiyhtiölle tuloutuu sijoitustoiminnan onnistuessa merkittäviä palkkiota. Tyypillinen aikakorko vaihtelee rahastotyyppistä riippuen 7–10 % välillä, ja tämän ylittävistä vuosituotosta yhtiö on oikeutettu voitonjako-osuustuottoihin.

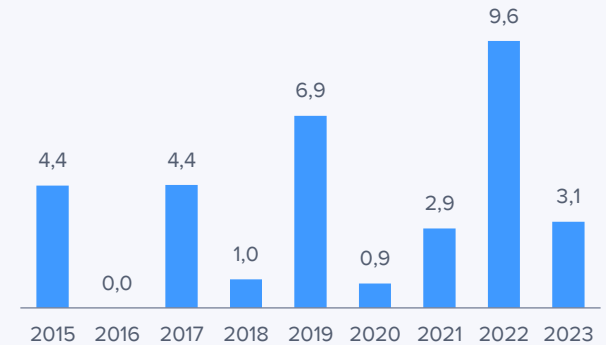
CapManin hallinnointiliiketoiminnan voitonjako-osuustuotot ovat viime vuosina olleet suhteellisen vaatimattomalla tasolla (vuotta 2019 lukuun ottamatta) rahastojen finanssikriisin jälkeisestä heikosta performanssista johtuen. Rahastojen sijoitusmenestys on kuitenkin parantunut vuoden 2013 jälkeen merkittävästi. Ennen vuotta 2017 perustetuista rahastoista noin 40 % ylitti asetetun aikakoron, kun taas tämän jälkeen perustettujen

rahastojen osalta luku on jo 80 % (viimeisin tieto CMD:ltä 2022). Vaikka erittäin suotuisa sykli osaltaan edesauttoikin tuottotasojen nousua, näkyy luvuissa myös yhtiön tekemä strategiamuutos (paljon vaihtuvuutta tiimeissä yms.). Tällä hetkellä yhtiön omista rahastoista Nordic Real Estate, Nest Capital ja Growth I -rahastot ovat voitonjaon piirissä.

Huomautamme, että voitonjako-osuustuottojen osalta tarkan ajoituksen sekä määrän ennustaminen on mahdotonta usean eri tekijän vaikuttaessa lopullisten irtaantumisten ajankohtaan ja kokoluokkaan. Voitonjako-osuustuottoja tarkastellessa sijoittajien onkin syytä keskittyä näiden kehitykseen hieman pidemmällä aikavälillä, sillä CapManilla on vuosien 2025–2027 välillä useita rahastoja siirtymässä irtautumisvaiheeseen (mm. NRE 2, Buyout XI, Infra I). Näissä rahastoissa on vahvan tuottokehityksen myötä merkittävää voitonjakopotentiaalia, joten tulevina vuosina voitonjako-osuustuotot ovat arviomme mukaan keskimäärin selvästi edeltävää viiden vuoden ajanjaksoa korkeammalla.

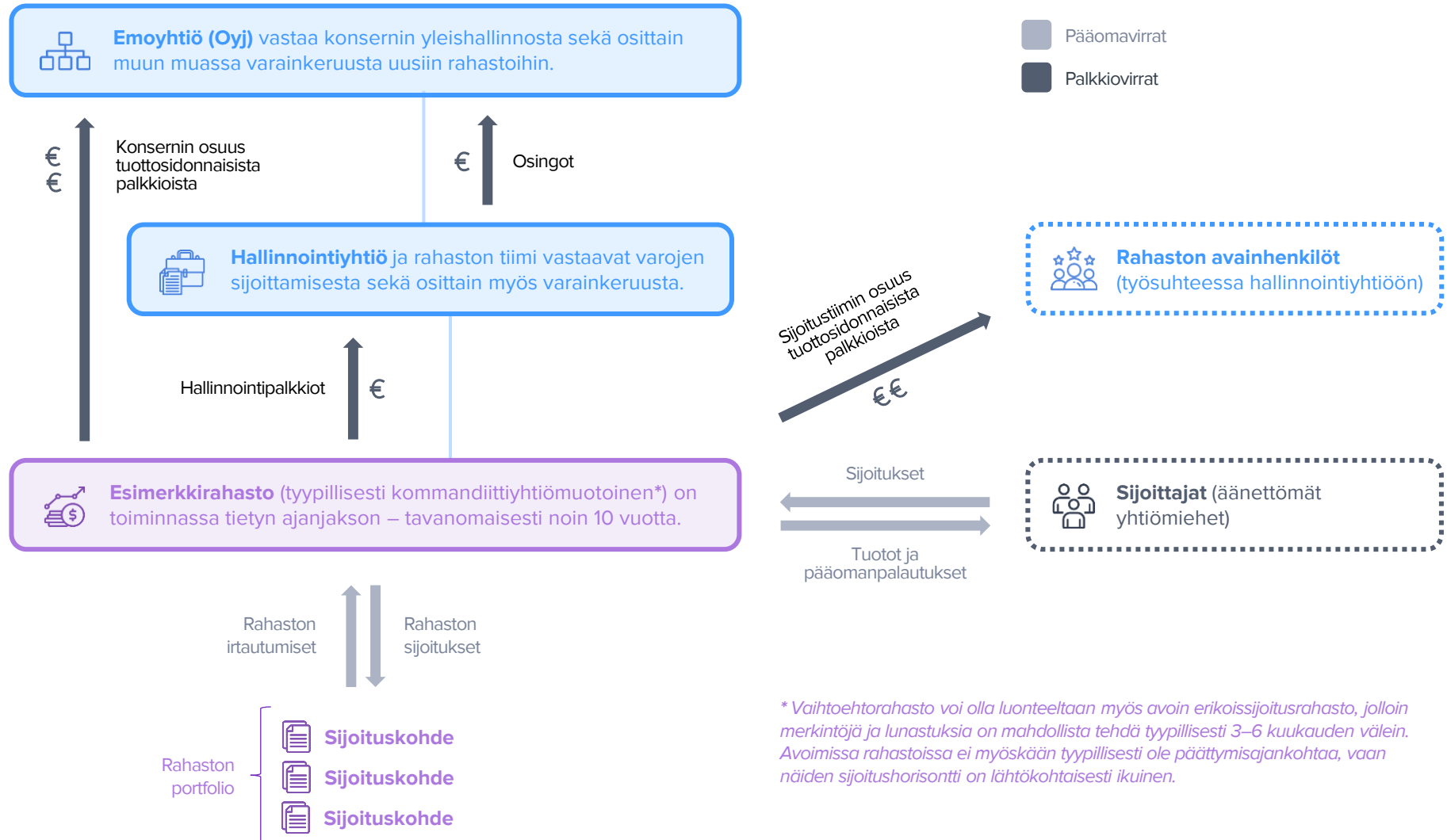
Samalla tuottosidonnaisten palkkioiden vaihtelun pitäisi hieman tasaantua, kun yhtiöllä on toiminnassa useampia rahastoja, jotka saavuttavat elinkaarensa pään eri vuosina. Lisäksi eri strategioiden tuotot eivät täysin korreloi keskenään, minkä tulisi osaltaan laskea voitonjako-osuustuottojen vuosittaista vaihtelua. Tästä huolimatta yksittäisten vuosien erot voivat jatkossakin olla merkittäviä.

Voitonjako-osuustuottojen kehitys (MEUR)



Lähde: CapMan

Rahastoyhtiön liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



* Vaihtoehtorahasto voi olla luonteeltaan myös avoin erikoissijoitusrahasto, jolloin merkintöjä ja lunastuksia on mahdollista tehdä tyypillisesti 3–6 kuukauden välein. Avoimissa rahastoissa ei myöskään tyypillisesti ole päättymisajankohtaa, vaan näiden sijoitushorisontti on lähtökohtaisesti ikuinen.

Hallinnointiliiketoiminta 7/8

Kulut painottuvat henkilöstöön

Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne on varsin yksinkertainen. Suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka muodostivat vuonna 2023 noin 65 % segmentin kaikista kuluista.

Hallinnointiliiketoiminnassa työskenteli viime vuonna arviomme mukaan keskimäärin noin 130 henkilöä ja näin ollen keskimääräinen henkilöstökulu oli karkeasti noin 170–180 TEUR/työntekijä. Taso on kotimaisia varainhoitajaverrokkeja korkeampi (2023: 150 TEUR/työntekijä), mikä selittyy pitkälti työntekijöiden jakaumalla, sillä suuri osa CapManin henkilöstöstä työskentelee rahastojen sijoitustoiminnan parissa. Lisäksi arviolta noin kolmannes henkilöstöstä työskentelee ulkomailla, joissa palkkataso on Suomea korkeampi.

Odotamme Hallinnointiliiketoiminnan henkilöstövaihtuvuuden säilyvän matalana, sillä erityisesti suljettujen rahastojen palkkiorakenteet sitouttavat henkilöstöä ja laskevat työntekijöiden neuvotteluvoimaa. Myös henkilöstötyytyväisyys on CapManin julkaisemien lukujen perusteella hyvällä tasolla, mikä luonnollisesti laskee vaihtuvuutta. Emme myöskään odota lähivuosina merkittäviä muutosta keskimääräisessä henkilöstökulussa (henkilöstökulut/työntekijä). Palkkainflaatiopaineita hillitsee osaltaan se, että keskimääräiset henkilöstökulut ovat jo valmiiksi vallitsevan markkinatason yläpuolella. Tämän lisäksi CapManin tunnettuus ja hyvä maine parantavat arviomme mukaan työvoiman saatavuutta ja sitouttavat osaajia. Henkilöstömäärän pitäisi kuitenkin kasvaa liiketoiminnan mukana.

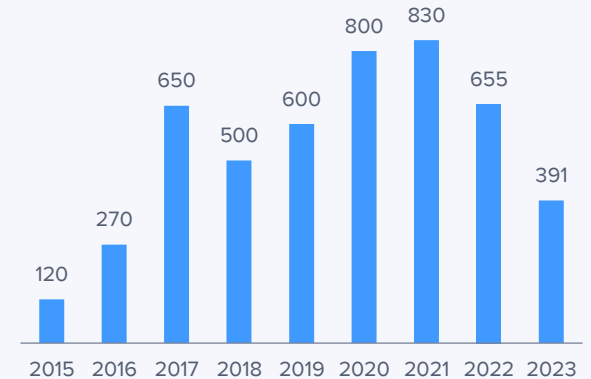
Keskeinen kysymys hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuskehityksen osalta onkin, missä suhteessa hallinnoitavan varallisuuden kasvu vaatii jatkossa panostuksia henkilöstöön. Tämän tehokkuuden osalta yhtiöllä on yhä näytön paikka.

Hallinnointiliiketoiminnan muut kulut muodostivat viime vuonna noin 18 % (6,6 MEUR) segmentin kokonaiskuluista ja poistot noin 3 % (1,0 MEUR). Segmentin osuus konsernin yleiskuluista (mm. johdon palkat ja vuokrat) oli noin 6,6 MEUR (13 % segmentin kuluista). Emme näe muissa kuluissa oleellista nousupainetta, joten odotamme näiden kasvavan tulevaisuudessa liikevaihtoa hitaammin.

Kulurakenteessa on vielä tehostamisvaraa

CapManin Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne oli 2010-luvun alkupuolella raskas ja Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus oli tämän vuoksi heikko. Vuosien 2013–2015 uudelleenjärjestelyillä ja saneerauksella kustannustasoa onnistuttiin kuitenkin laskemaan selvästi ja vuoden 2017 strategiauudistuksen jälkeen yhtiön on kokenut merkittävän muodonmuutoksen. Tämän myötä myös hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus on kohentunut selvästi. Vuonna 2017 voitonjako-osuustuotoista oikaistu liikevoitto oli vain noin 7 %, kun vuosien 2020–2023 keskimääräinen taso oli jo noin 25 %. Toistaiseksi hallinnointiliiketoiminnan tulosparannus on tullut hallintokulujen ja muiden yleiskulujen tehostumisesta, kun taas henkilöstökulujen osalta skaalautuminen on ollut varsin vaatimatonta.

Rahastojen uusmyynti (MEUR)



Lähde: CapMan

Hallinnointiliiketoiminta 8/8

Jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin edelleen alle yhtiön tavoitetason, eikä hallinnointiliiketoiminta ole näkemyksemme mukaan näyttänyt täyttävä kannattavuuspotentiaaliaan. Etenkin palkkakulujen kasvu on jatkuvasti ollut odotuksiamme nopeampaa ja haudannut palkkiotuottojen kasvun osittain alleen. Henkilöstökulujen skaalautuminen onkin hallinnointipalkkioiden kasvun ohella keskeinen kannattavuuteen vaikuttava muuttuja, kun arvioidaan jatkuviin palkkioihin perustuvaa tuloskehitystä.

Yhtiön omissa tavoitteissa jatkuviin palkkioihin luetaan hallinnointiliiketoiminnan jatkuvaluonteisten palkkioiden lisäksi palveluliiketoiminnan liikevaihto. Näin ollen tunnusluku on aavistuksen vanhentunut, sillä CapMan tiedotti myyvänsä palveluliiketoimintansa lokakuun 2024 lopulla.

Pelkän hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden tavoitetasoa voidaan kuitenkin karkeasti haarakoida yhtiön aiemmista ulostuloista. Vuoden 2022 pääomamarkkinapäivässä CapMan arvioi, että hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuvan liikevoittomarginaalin yläraja on noin 40 %. Taso on mahdollista saavuttaa, kun sijoitusalue on yltänyt kypsään vaiheeseen, mikä tarkoittaa käytännössä sitä, että sijoitusalue on perustanut vähintään viisi rahastoa. Samassa yhteydessä CapMan arvioi, että vuoden 2026 loppuun mennessä vain sen kiinteistörahastoliiketoiminta on saavuttanut tämän pisteen, kun taas infra, private equity ja credit -toiminnot ovat yhä kehitysvaiheessa. Näin ollen

omat kannattavuusennusteemme ovat arviomme mukaan kohtalaisen hyvin linjassa CapManin omien arvioiden kanssa. Pidämmekin tällä hetkellä noin 30 %:n liikevoittomarginaalia hallinnointiliiketoiminnalle realistisena tasona nykyisen tavoitekauden (2024–2027) aikana.

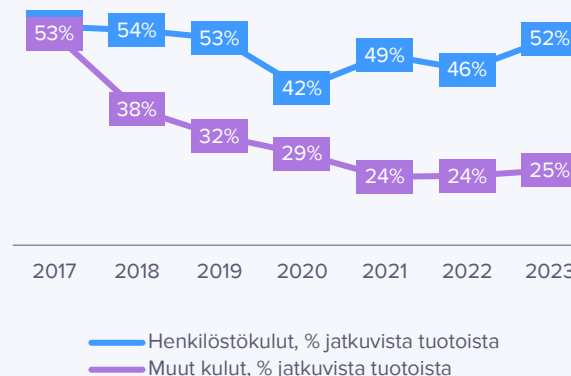
Sijoittajien on myös hyvä huomioida, että voitonjako-osuustuotot ovat CapManille merkittävä tuottojen lähde. Voitonjako-osuustuotot huomioiden yhtiön kannattavuuspotentiaali onkin selvästi jatkuviin palkkioihin perustuvaa liiketoimintaa korkeampi.

Palveluliiketoimintansa myynnin yhteydessä CapMan tiedotti järjestävänsä pääomamarkkinapäivän vuoden 2025 keväällä, jolloin odotamme yhtiön myös päivittävän taloudelliset tavoitteensa hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden osalta.

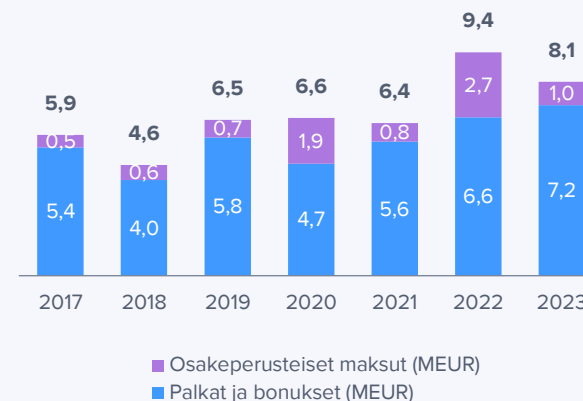
Konsernikulut (Muut ja eliminoinnit)

CapMan raportin osan konsernin kuluista Muut ja eliminoinnit -segmentissä. Nämä kulut sisältävät muun muassa johdon palkkoja sekä sen osuuden konsernin yleiskuluista, joita ei allokoida liiketoiminnoille. Segmentin kulutaso on pyörinyt viime vuosina 6–8 MEUR:n välillä koostuen pääasiassa palkkakuluista. Arviomme mukaan valtaosa kuluista on luonteeltaan kiinteitä, mutta erityisesti johdon osakeperusteiset kannustinpalkkiot heiluttavat toteumaa vuositason jonkin verran. Tulosvaikutteisten osakepalkkioiden määrä on vaihdellut 0,5–2,7 MEUR välillä vuosina 2017–2023.

Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenteen kehitys



Konsernin henkilöstökulut, Muut ja eliminoinnit -segmentti (MEUR)



Yhteenveto CapManin rahastoista

Private equity -rahastot

	Perustettu	Kerätty (MEUR)	Voitonjako-osuustuotot	IRR-%*
CapMan Buyout VIII	2006	440	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout IX	2009	295	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout X	2013	244	Mahdollisesti saavuttaa	~8 %
CapMan Growth I	2017	86	Voitonjaon piirissä	>20 %
CapMan Buyout XI	2019	190	Todennäköisesti saavuttaa	10–15 %
CapMan Growth II	2020	97	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Special Situations	2021	70	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Growth III	2024	130	Sijoitusvaiheessa	-

Velkarahastot

Nest Capital 2015	2016	100	Voitonjaon piirissä	5–10 %
Nest Capital III Fund	2021	82	Sijoitusvaiheessa	-

Kiinteistörahastot

CapMan Nordic Real Estate I	2013	273	Voitonjaon piirissä	~10 %
Kokoelmakeskus	2016	47	Todennäköisesti saavuttaa	>8 %
CapMan Nordic Property Income	2017	119	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate II	2017	425	Todennäköisesti saavuttaa	>10 %
CapMan Hotels II	2019	392	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate III	2020	564	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Residential Fund	2021	300	Avoin rahasto	-
CapMan Social Real Estate	2024	-	Varainkeruuvaiheessa	-

Metsärahasotot

Dasos Timerland Fund I	2009	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Timerland Fund II	2014	-	Koko voitonjako tiimille	-
The Foraois Ltd Partnership	2016	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos FS Partnership	-	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos LT Partnership	-	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Habitat Fund Ky	2019	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Sustainable Forest and Wood III	2021	-	Avoin rahasto	-

Infrarahastot

CapMan Nordic Infrastructure I	2018	190	Todennäköisesti saavuttaa	>10 %
CapMan Nordic Infrastructure II	2022	375	Sijoitusvaiheessa	-

* *Inderesin arvio*

Sijoitukset 1/2

Omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta näyttelee keskeistä roolia CapManin liiketoiminnassa ja omat tasesijoitukset ovat muodostaneet viime vuosina valtaosan koko konsernin tuloksesta. Strategiansa mukaisesti CapMan tekee sijoituksia pääosin omiin rahastoihinsa, joten sijoitustoiminnan tulos on vahvasti sidoksissa hallinnointiliiketoimintaan.

Sijoitussalkun rakenne

CapManin sijoitusomaisuudesta noin 107 MEUR (~66 %) oli H1'24 lopussa sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Muut sijoitussalkun rahastosijoitukset (noin 54 MEUR) koostuvat ulkopuolisiin pääomarahastoihin tehdystä sijoituksista.

Edellisellä strategiakaudellaan CapMan joutui sijoittajaluottamuksen vahvistamiseksi toimimaan ankkurisijoittajana lähes kaikissa sen uusimissa rahastoissa, kun se kävi läpi huomattavan muodonmuutoksen ja uudisti sijoitustiimejään. Esimerkiksi Buyout XI ja Infra I -rahastojen kohdalla CapMan joutui tekemään yli 30 MEUR:n sijoitussitoumukset, jotka ovat selvästi yhtiön oman pitkä aikavälin tavoitetason (1–5 % rahastosta) yläpuolella. Vaikka uudemmat rahastoluokat vaativat yhä merkittäviä sijoitussitoumuksia, eivät tasesijoitukset näyttele enää kokonaisuuden kannalta yhtä merkittävää roolia. Muun muassa uusissa kiinteistörahastoissa CapManin osuus on arviomme mukaan enää noin prosentin luokkaa. Näin ollen odotamme sijoitussalkun kasvavan jatkossa hallinnoitavien varojen kasvua hitaammin.

CapManilla oli aiemmin taseessaan myös Norvestia-yritysoston mukana tullut merkittävä pörsiosakkeista koostunut salkku (2017: 77,1 MEUR). Yhtiö on kuitenkin strategiansa mukaisesti myynyt pois kaupankäyntisalkkunsu omistukset ja

allokoinut niistä saadut varat pääasiassa omiin rahastoihinsa.

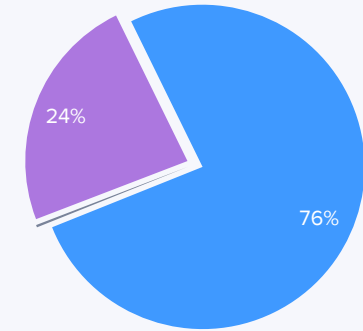
CapManilla oli H1'24 lopussa kassavaroja ja muita likvidejä omaisuuseriä noin 50 MEUR:n edestä. Suhteellisen korkeaa käteispainoa selittävät muun muassa yhtiön suuret sijoitussitoumukset (H1'24: noin 80 MEUR) sen omiin rahastoihin.

Odotamme salkulle noin 11 %:n tuottotasoa

CapManin sijoitussalkussa PE-rahastojen arvonluontipotentiaali on korkein, ja yhtiön oma tavoite on yltää näiden rahastojen osalta 15 %:n vuosituottoon. Skaalan toisessa päässä ovat infrarahastot, metsärahasot ja matalamman tuottotason kiinteistörahastot, joiden tavoite vuosituotolle on käsityksemme mukaan noin 7–10 %:n luokkaa. Emme huomioi laskelmissamme käteispainoa, joten tarkastelemme tuotto-odotusta vain sijoitetulle pääomalle.

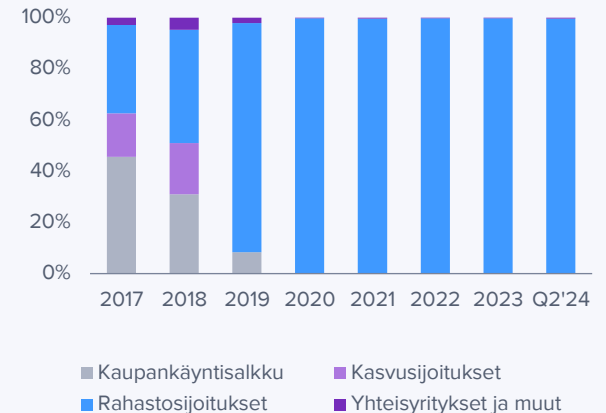
Yhtiön omien tavoitteiden mukainen haarukka sijoitustoiminnan vuosituotoille on siten 10–15 %, mutta omat ennusteemme odottavat CapManin sijoitustoiminnan jäävän ennustejaksolla keskimäärin noin 11 %:n vuosituottoon, joka on lähellä vuoden 2022 pääomamarkkinapäivässä asetetun tavoitetason alalaitaa. Mielestämme konservatiivinen näkemyksemme on kuitenkin perusteltu varsinkin nykytilanteessa, jossa arvostustasot ovat viime vuosina nousseet voimakkaasti kautta eri omaisuusluokkien. Lisäksi sijoitusten jakauma painottuu jatkossa aiempaa vahvemmin infra- ja metsärahasotihin, joiden tuottopotentiaali on CapManin muita omaisuuslajeja matalampi. Vuodesta 2016 CapManin sijoitussalkun käyvän arvon muutokset ovat keskimäärin olleet vuositasona noin 11 %.

Sijoitussalkun jakauma (H1'24)



■ Käteinen ■ Rahastosijoitukset ■ Yhteisyritykset ja muut

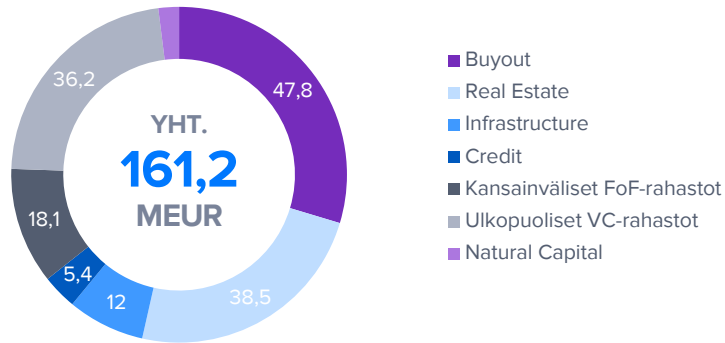
Sijoitussalkun allokaation kehitys (ilman käteistä)



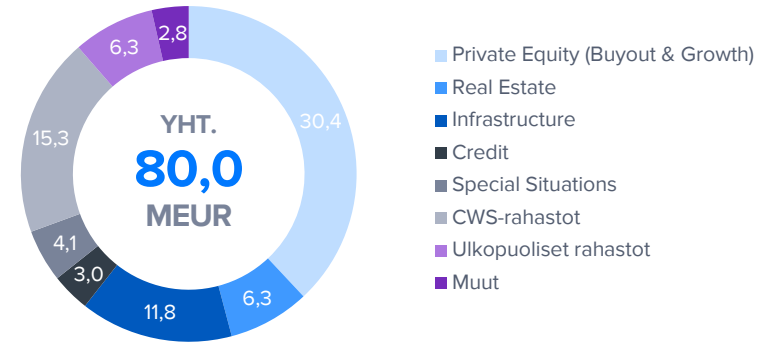
■ Kaupankäyntisalkku ■ Kasvusijoitukset
■ Rahastosijoitukset ■ Yhteisyritykset ja muut

Sijoitukset 2/2

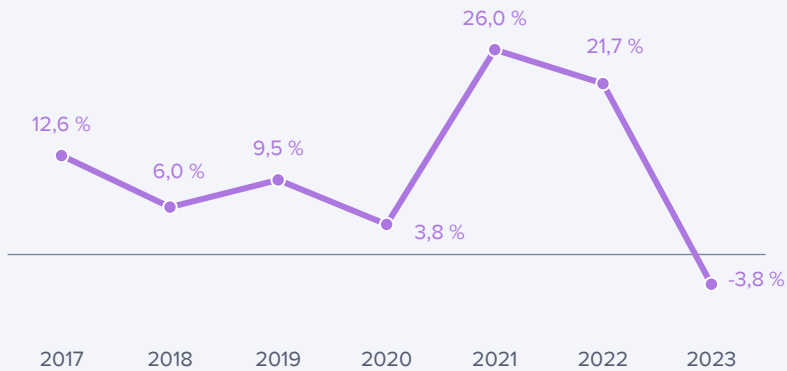
Rahastosijoitusten jakauma H1'24 (MEUR)



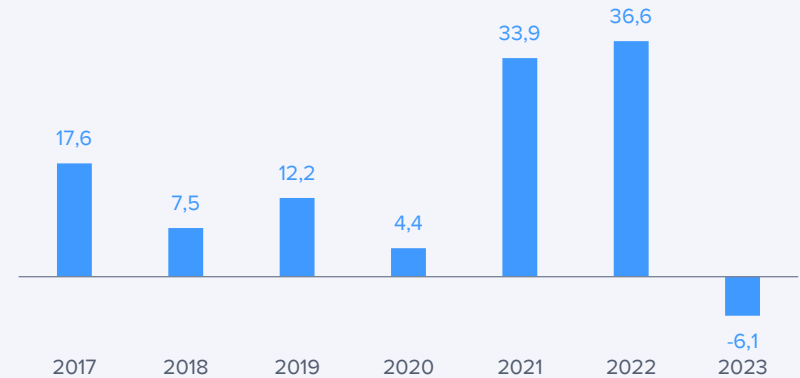
Sijoitussitoumusten jakauma H1'24 (MEUR)



Sijoitustuottojen kehitys (%)



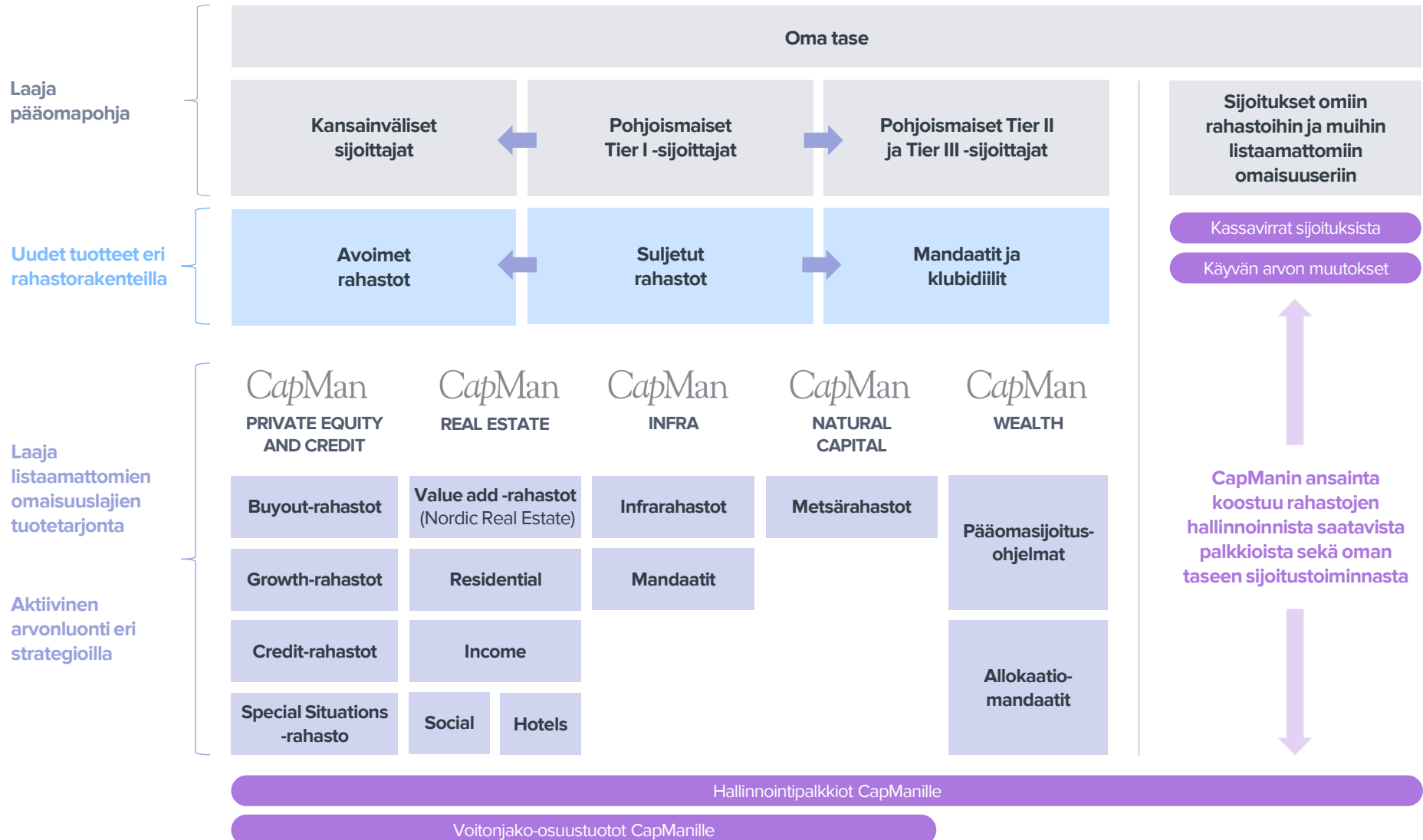
Taseen sijoitustuottojen kehitys (MEUR)



Liiketoimintamallin yhteenveto

HALLINNOINTILIIKETOIMINTA

SIJOUKSET



Palvelut

CapManin Palvelut-segmentti koostuu nykyisin hankintayhtiö CaPS:sta, jonka myynnistä CapMan tiedotti 2024 lokakuussa. Näin ollen palveluliiketoiminta on kuluvana vuonna viimeistä kertaa osana konsernin raportointia. Vaikka palveluliiketoiminnalla ei tulevaisuuden kannalta olekaan enää merkitystä, käymme tässä osiossa lyhyesti läpi segmentin historiaa, jotta sijoittajien on mahdollista tulkita paremmin CapManin historiallista tulos- ja kannattavuuskehitystä.

CaPS (CapMan Procurement Services)

CaPS on vuonna 2009 perustettu hankintapalveluyritys, joka vastaa yli 300 jäsenyrityksensä ei-strategisten tuote- ja palveluhankintojen keskittämisestä. CaPS kilpailuttaa jäsenyritystensä hankinnat suurina kokonaisuuksina ja pyrkii näin saavuttamaan säästöjä asiakkailleen mittakaavaetujen kautta. Lisäksi CaPS tarjoaa digitaalisia työkaluja, kuten raportointityökalun sekä henkilöstöetuohtelman. CaPSilla on liiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa, jonne yhtiö tiedotti laajentuvansa vuonna 2020 pääomasijoittaja BaltCapin kanssa perustamallaan yhteisyrityksellä. CaPSin palveluksessa on tällä hetkellä 13 työntekijää ja vuonna 2023 sen liikevaihto oli noin 10,6 MEUR, joka vastasi noin 18 % CapManin liikevaihdosta. CapManin omistusosuus yhtiöstä ennen liiketoiminnan myyntiä oli 93 %.

CaPS on kehittynyt viime vuosina erinomaisesti ja se on ollut Palvelut-segmentin merkittävin kasvumoottori. Yhtiön liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvuvauhti on ollut noin 17 % viimeisen 10 vuoden aikana. CaPS on ollut CapManin palveluliiketoiminnan arvokkain osa sen

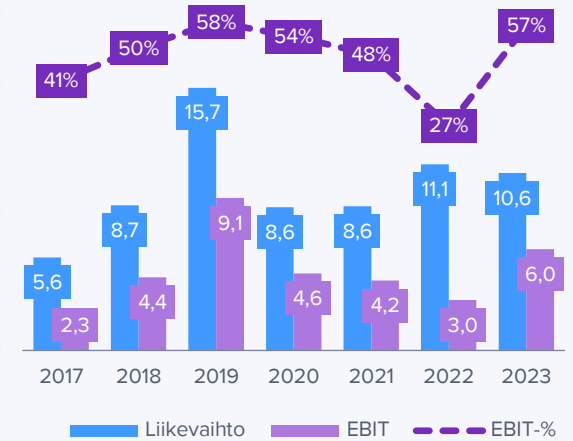
liiketoiminnan jatkuvasta luonteesta ja korkeasta kannattavuusprofiilista (normalisoitu EBIT-% noin 60–70 %) johtuen.

CapMan sai palveluliiketoiminnastaan 75 MEUR:n velattoman kauppahinnan, jota pidämme varsin vaatimattomana yhtiön historialliseen kehitykseen nähden. Järjestely terävöittää kuitenkin CapManin strategiaa yhtiön keskittyessä jatkossa puhtaasti rahasto- ja varainhoitoliiketoimintaan. Valtaosa CaPS:in asiakaskunnasta koostuu CapManin ulkopuolisista asiakkaista, joten merkittävää linkkiä hallinnointiliiketoimintaan ei enää viime vuosina ole ollut. Kaupan yhteydessä CapMan kirjaa merkittävän kertaluonteisen tuoton vuoden 2024 tulokseensa.

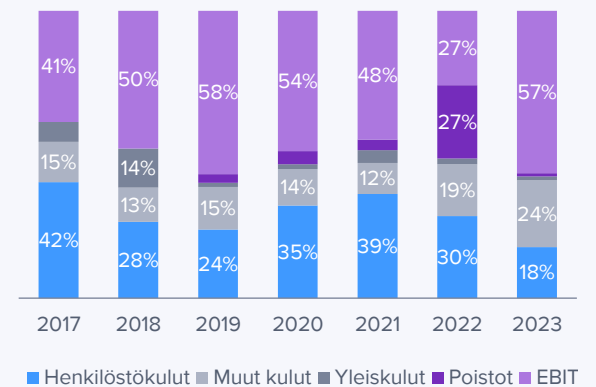
Raportointipalveluista irtaannuttiin jo aiemmin

Palvelut-segmentti sisälsi aiemmin myös raportointipalveluita tuottavan JAY Solutionsin liiketoiminnan (aik. JAM Advisors). CapMan kuitenkin myi helmikuussa 2023 JAY Solutionsin ruotsalaiselle sijoitusyhtiölle Bas Invest AB:lle jättäen JAM Advisors -kaupan mukana tulleen varainhoitoliiketoiminnan osaksi Wealth-liiketoiminta-alueitaan. Kauppa oli mielestämme looginen, sillä CapMan ei ollut optimaalinen koti JAY:lle. Myynnin merkitys oli kokonaisuudessaan varsin pieni erittäin kannattavaan CaPS:iin verrattuna JAY:n muodostaessa vain noin 19 % segmentin liikevaihdosta. Lisäksi liiketoiminta oli tappiollista. Kauppahinta oli 8,5 MEUR (sis. 0,5 MEUR lisäkauppahinnan), jota voidaan mielestämme pitää varsin neutraalina. Kaupan yhteydessä CapMan teki vuoden 2022 tulokseensa 2,6 MEUR:n alaskirjauksen.

Palveluiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR)



Palveluiden kulurakenne



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoiset

Hallinnointi ja palveluliiketoiminnan kasvu on CapManin sijoitustarinnan kannalta keskeisessä roolissa, sillä jatkuvien tuottojen kasvu on edellytyksenä hallinnointiliiketoiminnan kestäväälle tulosparannukselle. Toisaalta on hyvä huomioida, että kasvutavoite on hieman vanhentunut yhtiön irtaantuessa palveluliiketoiminnastaan vielä tämän vuoden aikana. Odotammekin yhtiön antavan pelkkää hallinnointiliiketoimintaa koskevat kasvun ja kannattavuustavoitteet vuoden 2025 pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Joka tapauksessa tavoitetason mukainen kasvu vaatii vahvan uusmyynnin lisäksi rahastojen nykyisen hintatason ylläpitämistä.

Hallinnoitavien varojen kaksinkertaistaminen strategiakauden aikana 10 miljardiin euroon vaatii pääomien yli 15 %:n vuosikasvua. Tavoite on mielestämme hyvin kunnianhimoinen, sillä vaikka aiemmalla strategiakaudellaan yhtiö ylsi vastaavalle tasolle (keskiarvo 2017–2021: +15 %), vaatii onnistuminen uusmyynnin selvää kiihtymistä vertailulukujen kasvaessa. Uusmyynnissä onnistuminen taas on riippuvaista yhtiön kyvystä tarjota asiakkailleen kilpailukykyisiä tuotteita sekä tuottoja. CapManin rahastojen suoritusaso onkin parantunut selvästi ja 2013 jälkeen perustetuista rahastoista valtaosa on tuottanut sijoittajille hyvin. Lisäksi yhtiö on jatkuvasti laajentanut tuotetarjontaansa sekä sijoittajakuntaansa, minkä seurauksena hallinnoitavalla varallisuudella on hyvät edellytykset kasvaa selvästi myös jatkossa. Olemme kuitenkin omissa ennusteissamme alle yhtiön tavoitteiden, sillä uusmyynnin kiihtyminen vaatisi todennäköisesti yhtiön vahvan oman suoriutumisen lisäksi myös markkinan vetoapua.

Oman pääoman tuottotavoite on liiketoiminnan nykyrakenteella haasteellinen, sillä erittäin kannattavan palveluliiketoiminnan myynti laskee pääoman tuottolukuja. Taso on toki mahdollinen, mutta tämä vaatisi kaikkien kolmen tuloskomponentin (hallinnointiliiketoiminta, sijoitustuotot ja voitonjako) vahvaa myötävaikutusta. CapMan on viime vuosina jäänyt tavoitteesta (keskiarvo 2018–2023: 13,6 %) lähinnä vaisujen voitonjako-osuustuottojen johdosta.

Omavaraisuusaste oli H1'24 lopussa 51 % ja linjassa yhtiön tavoitteleman yli 50 %:n tason kanssa. Yhtiö laski tavoitteen 60 %:sta 50 %:iin syksyn 2022 pääomamarkkinapäivässä. Uusi tavoite antaa yhtiölle hieman enemmän liikkumavaraa taseensa osalta, mutta isossa kuvassa tase on kuitenkin edelleen kohtalaisen vahva. Riittävän omavaraisuusasteen sekä likviditeetin ylläpito on perusteltua, sillä CapManilla on merkittäviä sijoitussitoumuksia sen rahastoihin, minkä lisäksi tulos ja kassavirrat heiluvat reippaasti sijoitustuottojen mukana.

Voitonjakopolitiikkaansa CapMan päivitti viime vuonna. Uuden politiikan mukaan yhtiö aikoo jakaa osinkona vähintään 70 % tilikauden tuloksesta vähennettynä käyvän arvon muutoksilla. Lisäksi yhtiö voi jakaa lisäosinkoa sijoituksista tulevista tuotoista. Muutoksen myötä voitonjako on paremmin linjassa liiketoiminnan kassavirtojen kanssa, mikä ehkäisee likviditeettihaasteiden syntymistä. Merkittäviä investointitarpeita yhtiöllä ei sijoitussitoumusten ohella ole. Osinkojen määrä voi kuitenkin vaihdella merkittävästi tilikausien välillä sijoitustuottojen kassavirtojen ajoittumisesta riippuen. Palveluliiketoiminnasta saatavien varojen mahdollisia käyttökohteita käsittelemme tarkemmin raportin ennusteosiossa.



Taloudelliset tavoitteet

CapManin taloudelliset tavoitteet 2022–2027:

- Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu **>15 % p.a.**
- Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus **>40 %**
- AUM **+10 miljardia**
- Oman pääoman tuotto **>20 %**
- Omavaraisuusaste **>50 %**
- Osinkotavoite vähintään **70 %** tilikauden tuloksesta vähennettynä käyvän arvon muutoksilla

Inderesin ennusteet 2024–2027e:

- Hallinnointipalkkioiden kasvu: **8 % p.a.**
- AUM 2027 lopussa: **~7,6 miljardia**
- Oman pääoman tuotto keskimäärin: **14 %**
- Omavaraisuusaste keskimäärin: **58 %**

CMD:n tallenne katsottavissa oheisesta linkistä:



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

CapManin nykyisen strategian kulmakivet ja yhteys arvonluontiin

Erinomaiset sijoitustuotot



Laajempi sijoittajakunta



Uudet tuotteet ja tuotekokojen kasvattaminen



Kulutehokkuuden parantaminen



Arvoajuri 1: Tuottojen kasvu

- CapManin tärkein yksittäinen arvoajuri on rahastojen tuottotaso, sillä se kasvattaa tuloslaskelman sijoitustuottoja ja tuottosidonnaisia palkkioita (suora vaikutus) ja pidemmällä aikavälillä hallinnointiliiketoiminnan jatkuvia palkkioita uusmyynnin kautta (epäsuora vaikutus). Polarisatio hyvien ja huonojen yhtiöiden välillä tulee jatkumaan, joten CapManin tulee lunastaa paikkansa parhaiden varainhoitajien joukossa. Suurin todistustaakka on private equityssä ja infrassa, sillä kiinteistöjen ja metsärahastojen nykytiimeillä on jo vahva tuottohistoria. Ajantasaisen raportoinnin puute vaikeuttaa kuitenkin tuottotasojen arviointia yhtiön ulkopuolelta.
- Hallinnointipalkkioiden kasvun keskiössä ovat nykyisten tuotealueiden skaalaaminen ja uudet tuotteet. Erityisesti rahastokokojen kasvattaminen on tuloskasvun kannalta keskeistä, sillä se parantaa tuotekohtaisia kannattavuuksia. Tämä johtuu siitä, että rahastojen kasvaessa hallinnointipalkkioiden tulisi kasvaa yleiskuluja ja henkilöstötarvetta ripeämmin. Myös tuotetarjonnan harkittu laajentaminen on edelleen perusteltua. Suurempi tuotemäärä tasaa myös varsin syklisiä voitonjako-osuustuottoja.
- Mielestämme kansainvälinen fokus myynnissä on oikea ratkaisu, sillä tuotteiden kokoluokan skaalaaminen kotimaisella pääomalla on vaikeaa. Kotimaassa fokus on Wealthin kautta pienemmissä instituutioissa ja varakkaisissa yksityishenkilöissä. Tämä on CapManille varsin uusi kenttä ja siellä onnistumiseen liittyy edelleen epävarmuutta.
- CapMan voi kasvattaa tuottojaan myös yritysostojen kautta. Käsittelemme näitä tarkemmin raportin sivulla [25](#).

Arvoajuri 2: Kannattavuuden nousu

- CapManin kulutehokkuus on historiassa ollut heikkoa, mutta vuodesta 2020 kehitys on ollut selvästi parempaa. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden olennainen parantuminen nykytasolta vaatii kuitenkin tuottojen reipasta kasvua.
- Sijoitustuottojen ollessa liiketoiminnan keskiössä korostuu CapManin kyky haalia osaamista. Liiketoimintamallin heikkoutena ovatkin henkilöntensiivisyys ja sijoitusammattilaisten korkeat palkat. Henkilöstötarpeen pitäisi kuitenkin kasvaa hallinnoitavia varoja ja palkkiotuottoja hitaammin, vaikka vankat näytöt skaalautuvuuden osalta vielä puuttuvatkin. Taustakoneiston pitäisi myös kyetä pyörittämään nykyistä laajempaa liiketoimintaa, mikä tarjoaa skaalautumispotentiaalia.
- Kolmas arvoajuri, investointitehokkuus, ei CapManin kohdalla ole kovinkaan olennainen, sillä liiketoiminnan investointitarpeet ovat matalat eikä viranomaissääntely aseta rajoitteita vakavaraisuudelle. Näin ollen yhtiö kykenee jakamaan valtaosan tuloksestaan omistajilleen osinkoina. CapManilla on kuitenkin reilusti korollista velkaa sekä sijoitussitoumuksia, joten sen täytyy ylläpitää riittävää likvidien varojen puskuria.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

CapMan

CapManin hallinnoimien rahastojen tuotot ovat pitkän aikavälin arvonluonnin keskiössä



Yrityskaupat osana kasvustrategiaa

Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista

Yrityskaupat ovat oleellinen osa CapManin kasvustrategiaa, ja johto on avoimesti kertonut kiinnostuksestaan järjestelyihin sopivien kohteiden osuessa kohdalle. Yhtiön 10 mrd. euron hallinnoitavan varallisuuden tavoite vuoden 2027 loppuun mennessä on mielestämme orgaanisesti turhan kunnianhimoinen, joten pidämme uusia yritysostoja myös Dasos Capitalin hankinnan jälkeen hyvin mahdollisina.

Kotimaisen finanssisektorin konsolidaatio tulee arviomme mukaan jatkumaan vilkkaana ja näemme markkinalla edelleen tarvetta järjestelyille. Vaikeimmassa tilanteessa ovat pienet rahastoyhtiöt ja varainhoitajat, joille kasvava regulaatio ja raportointivaatimukset muodostavat toiminnan kokoluokkaan nähden liian suuren kustannuksen ja investointitarpeen. Järjestelyjen merkittävimpinä haasteina taas ovat todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät. Pidemmällä aikavälillä yritysjärjestelyt tarjoavat kuitenkin CapManille kiinnostavan mahdollisuuden arvonnouontiin.

Arviomme mukaan loogisia kohteita CapManille olisivat erityisesti erikoistuneet tuotetalot, joiden osaamista yhtiö voisi skaalata oman myyntikoneistonsa avulla. Emme myöskään sulje pois vaihtoehtoa, jossa yhtiö olisi osa suurempaa, todennäköisesti kotimaista, finanssitalofuusiota.

Erikoistuneet tuotetalot

Mielestämme loogisin polku CapManin

laajentumiselle yritysostoin olisi tuotetarjonnan laajentaminen yksittäisten sijoitustiimien hankinnoilla. Tämän tyypisessä yritysostossa CapMan voi kiihdyttää ostokohteen kasvua laajentamalla jakelua omien myyntikanaviensa kautta kansainvälisille sijoittajille. Tämä johtuu siitä, että pienemmillä paikallisilla rahastotaloilla ei välttämättä ole resursseja myydä tuotteitaan suurille kansainvälisille sijoittajille, sillä tämä vaatii uskottavaa brändiä (kuten CapMan) sekä riittävän kokoista taustakoneistoa muun muassa potentiaalisten sijoittajien due diligence - tarkastuksia ja raportointivaatimuksia varten.

Esimerkkinä tällaisesta kaupasta voidaan pitää kuluvana vuonna toteutettua Dasos Capitalin hankintaa. Tämä tarjosi CapManille täysin uuden sijoitusalueen ja samalla pääsyn kiinnostavaan sekä kasvavaan omaisuusluokkaan. Merkittäviä kustannussynergioita järjestely ei tarjoa, mutta kasvun kiihdyttämiseen CapManilla on hyvät edellytykset.

Tulevaisuutta silmällä pitäen CapManin tuotetarjonnassa kiinnostava aukko tuotevalikoimassa on ainakin energia. Kotimaisista toimijoista esimerkiksi Taalerin Uusiutuvan energian rahastoliiketoiminta voisi sopia CapManille, sillä rahastot ovat menestyneet erittäin hyvin ja tiimi on Euroopan mittakaavassa kohtalaisen suuri. Järjestely vaatisi kuitenkin isoja muutoksia Taalerin strategiassa, sillä Energia on konsernin nykyisen liiketoiminnan keskiössä.

Lisäksi velkapuolen laajentaminen yritysostolla voisi olla realistinen vaihtoehto, sillä nykyinen Credit-liiketoiminta on kokoluokaltaan pientä ja

sen orgaaninen skaalaaminen hidasta.

Tuotetalo voi myös hyvin, jopa todennäköisesti, löytyä muista Pohjoismaista, mutta näiden markkinoiden pelureita emme tunne riittävän hyvin, jotta voisimme yksittäisiä nimiä arvuutella.

Isompi järjestely

CapMan on käsityksemme mukaan avoin myös suuremmille fuusiojärjestelyille. Kotimaisista toimijoista CapMan voisi olla kiinnostava kumppani mm. eQ:lle sekä Evlille. Lisäksi fuusio Taalerin kanssa olisi ainakin paperilla järkevä, joskin se vaatisi Garantian eriyttämistä omaksi pörssiyhtiökseen. Luonnollisesti myös muista Pohjoismaista voisi löytyä CapManille kiinnostavia kumppaneita, joiden kanssa uusi yhtiö nousisi seuraavaan kokoluokkaan.

CapManin omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa CapManin osakkeista tehtävästä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Pohjoismaihin, sillä kotimaisia ostajia meidän on vaikea CapManille löytää.

Sijoittajakunnan laajentaminen

Sijoittajakunnan laajentamisessa emme näe yhtiölle kotimaassa relevantteja ostokohteita, joten katse kääntyy automaattisesti muihin Pohjoismaihin. Tämän tyyppisten järjestelyiden arvonnouonin logiikkaa voidaan kuitenkin mielestämme pitää kyseenalaisena, joten pidämme sijoittajakunnan laajentamista yritysostolla varsin epätodennäköisenä.

Varainhoitomarkkina 1/8

Listamattomien omaisuuslajien markkina on kasvanut viimeisen 20 vuoden aikana räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Globaali vaihtoehtosijoitusten datapalvelu Preqin arvioi listamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2023 noin 13 100 miljardia dollaria. Vaikka listamattomien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan poikkeuksellisen ripeää, odotetaan kasvun jatkuvan vahvana myös tulevaisuudessa.

Pääomia listamattomiin omaisuuslajeihin on ohjannut viime vuosina erityisesti pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Vaikka tämä trendi on ainakin väliaikaisesti heikentynyt korkotuottojen paluun ansiosta, ovat vaihtoehtoiset omaisuuslajit vakiinnuttaneet paikkansa yhtenä hajautetun sijoitussalkun tukijalkana. Vuonna 2023 jo noin 27 % kansainvälisten instituutiosijoittajien pääomista muodostui listamattomista omaisuuslajeista, kun vielä 10 vuotta sitten osuus oli noin 10 %-yksikköä matalampi (lähde: CEM Benchmarking).

Lyhyellä aikavälillä kysyntänäköymä on jonkin verran heikentynyt kiinteistö-, private equity- ja infrasijoitusten osalta, mutta esimerkiksi listamattomien velkasijoitusten ja metsätuotteiden puolella kysyntä on säilynyt vahvana.

Private equity

Private equity -rahastojen rooli osana instituutiosijoittajien portfoliota on viime vuosina kasvanut ja useat sijoittajat ovat saaneet nauttia erinomaisista tuotoista. Esimerkiksi suomalaisten

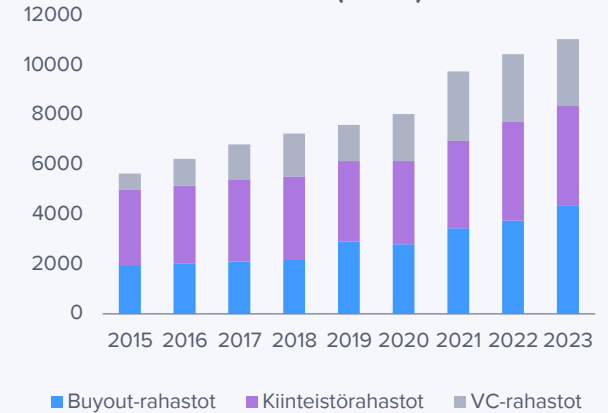
työeläkeyhtiöiden PE-sijoitukset ovat tuottaneet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 15,2 % vuodessa, kun osakesijoitusten vuosituotto on vastaavalla ajanjaksolla ollut 9,7 %.

Nollakorkoaikana private equity -sijoitukset keräsivät valtavasti uutta sijoitettavaa pääomaa. Massiivisen pääomavyöryn myötä PE-rahastojen välinen kilpailu hyvistä sijoituskohteista kiristyi, mikä puolestaan konsulttitalo McKinseyn mukaan näkyi esimerkiksi globaalien buyout-transaktioiden arvostustasoissa. Kohonneet arvostusasot heijastuivat myös PE-rahastojen velkavipuihin, jotka nousivat vuonna 2022 yli finanssikriisiä edeltäneen tason. Nämä tekijät ovat osaltaan tukeneet rahastojen erinomaisia tuottoja viimeisen vuosikymmenen aikana.

Muiden vaihtoehtoisten tuotteiden tapaan PE-rahastojen myynti on kärsinyt viime vuosina jonkin verran markkinatilanteesta. Vuonna 2023 rahastojen varainkeruu laski alimmilleen viiteen vuoteen (lähde: McKinsey). Samana vuonna buyout-transaktioiden arvostusasot lähtivät laskuun ensimmäistä kertaa vuosikymmeneen, mikä yhdessä korkeampien rahoituskustannusten kanssa laski huomattavasti myös PE-rahastojen velkavivun käyttöä.

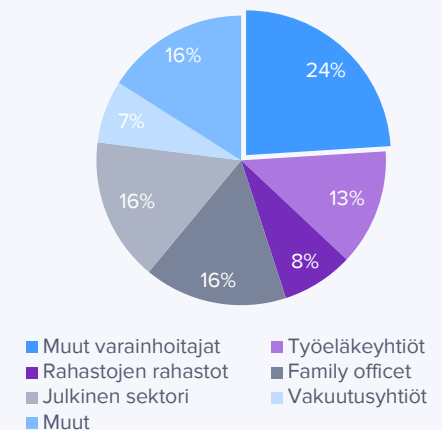
Historiallisesti PE-rahastojen tuotot ovat olleet hyvin riippuvaisia velkavivun käytöstä ja McKinseyn mukaan vuosina 2010–2021 velkavipu vastasi jopa noin 50 % buyout-transaktioiden tuotoista. Lähivuosina kehitys hyvien ja huonojen rahastojen välillä tulee näkemyksemme mukaan polarisoitumaan aiempaa voimakkaammin, kun riskittömien korkojen nousu nostaa sijoitusten vaihtoehtoiskustannusta.

Vaihtoehtoiset rahastopääomat Suomessa (MEUR)



Lähde: Suomen Pankki

Buyout & Growth -rahastojen jakauma sijoittajatyypeittäin (2022)



Lähde: Pääomasijoittajat ry

Varainhoitomarkkina 2/8

Sijoitusvaiheessa olevissa PE-rahastoissa on kuitenkin edelleen valtava määrä sijoitettavaa pääomaa, mikä osaltaan pitää markkinan aktiiviteettiä yllä. PE-rahastojen pitkän aikavälin kysyntänäköymät näemme kokonaisuudessaan edelleen valoisina, sillä uskomme sijoittajien kasvattavan näiden rahastojen osuutta sijoitusallokaatioissaan yhdessä muiden vaihtoehtoisten omaisuuslajien kanssa.

Pohjoismainen kiinteistömarkkina

Pohjoismaiset kiinteistösijoitusmarkkinat kasvoivat voimakkaasti viimeisen vuosikymmenen aikana. Markkinan kasvua tuki muiden vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tapaan historiallisen alhainen korkotaso, jonka myötä kiinteistöistä tuli aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte. Korkomarkkinoilta ei ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien varoja siirtyi suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin, mikä myöskin nosti sijoituskohteiden hintoja. Nollakorkoympäristö siten kasvatti kiinteistöjen sijoittajakysyntää sekä laski niiden tuottovaatimuksia.

Poikkeuksellisen vilkkaan vuosikymmenen jälkeen korkea inflaatio ja nousseet pääomakustannukset hidastivat tuntuvasti kiinteistötransaktiiviteettiä. Kiinteistöjen tuottovaatimusten ja riskittömän koron välinen ero kapeni, mikä loi painetta kiinteistöjen arvostustasoihin. Colliersin mukaan Pohjoismaiden kiinteistömarkkinan transaktiivolyymit laskivatkin viime vuonna alhaisimmalle tasolle vuosikymmeneen.

Lyhyen aikavälin riskit yhä koholla

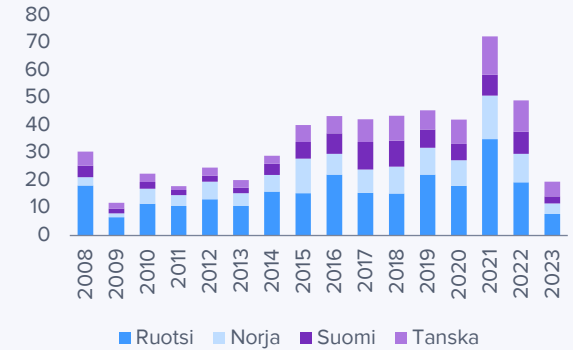
Pohjoismaiden kiinteistömarkkinalla valtaosa kauppavolyymista on sijoittajälähtöistä, mikä luo

linkin transaktiiviteetin ja CapManin näkökulmasta olennaisen sijoittajakysynnän välille. Kuluvana vuonna aktiiviteetti Pohjoismaiden markkinalla on näyttänyt hiljalleen piristymisen merkkejä ja transaktiivolyymit ovat nousseet edellisvuodesta. Maiden välillä on kuitenkin melko suurehkoja eroja ja esimerkiksi Suomessa aktiiviteetti jäi varsin hiljaiseksi vuoden ensimmäisellä puoliskolla.

Kiinteistöjen arvonlaskun osalta arviomme pahimman olevan jo takana ja tuottovaatimusten huippu on jo nähtävästi saavutettu. Loppuvuoden osalta näemmekin realistiset edellytykset sille, että kiinteistökauppa-aktiiviteetti alkaa hiljalleen vilkastumaan, kun yleinen markkinatilanne helpottuu korkojen jatkaessa laskusuunnassa. Samalla kiinteistörahastojen kysynnän pitäisi normalisoitua, vaikka nollakorkoajan kysyntäympäristöön ei odoteta paluuta. Rahastomarkkinan pitäisi saada myös tukea siitä, että suorien kiinteistösijoitusten houkuttelevuus on sijoittajien silmissä laskenut. Monilla sijoittajilla kuitenkin kiinteistöallokaatio nousseet hetkellisesti toivottua korkeammalle, mikä on haitannut varainkeruuta.

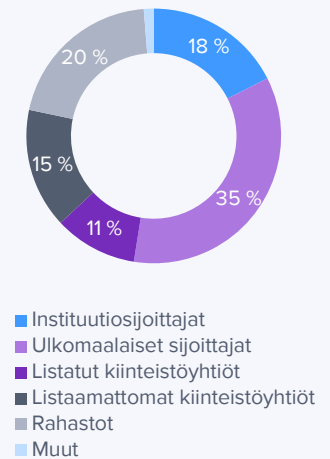
Vaikka makrotalous voikin heikentyessään pitää sijoituskysynnän vaisuna erityisesti lyhyellä aikavälillä, näemme kiinteistösijoitukset yhä keskeisenä osana sijoitusallokaatiota. Esimerkiksi Preqin arvioi kiinteistörahastojen AUMin kasvavan vuosittain keskimäärin yli 10 % seuraavan viiden vuoden aikana varainkeruun hidastumisesta huolimatta. Pidämmekin kiinteistörahastojen pitkän aikavälin näkymiä edelleen hyvinä, vaikka lähiajan riskit hallinnoitavien pääomien kehityksestä ovat yhä koholla.

Kiinteistötransaktiivolyymi Pohjoismaissa (mrd. euroa)



Lähde: Colliers

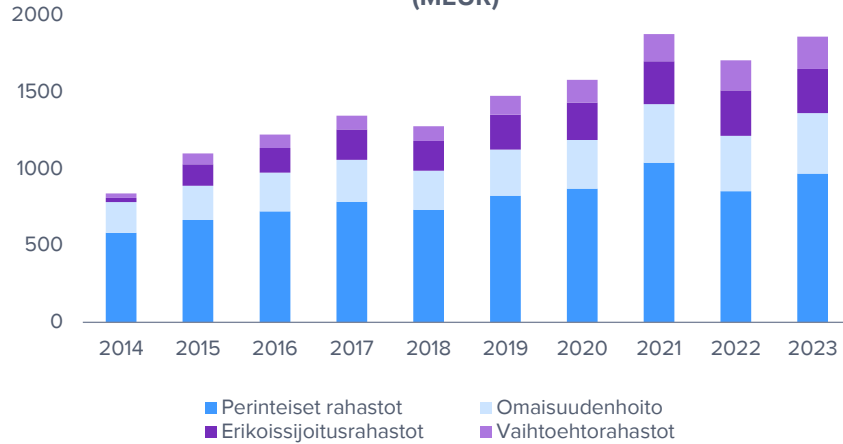
Suomen kiinteistömarkkinan sijoittajajakauma (2023)



Lähde: KTI Finnish Property Market Report 2024

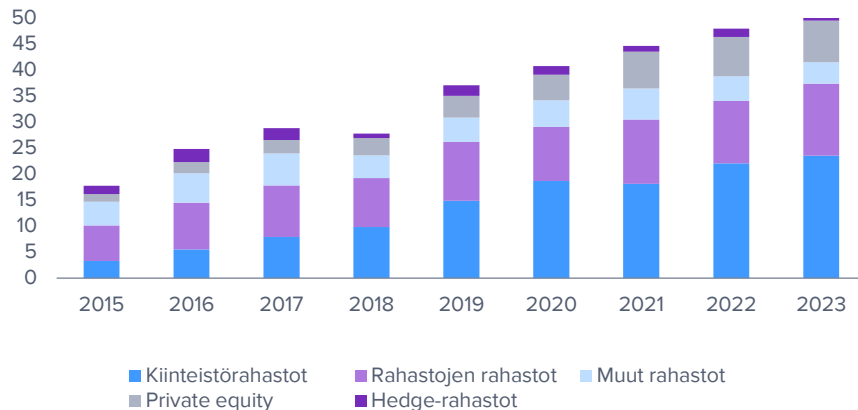
Varainhoitomarkkina 3/8

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Varainhoitomarkkinan ajurit



Lähde: Finanssivalvonta / Suomen Sijoitustutkimus

Varainhoitomarkkina 4/8 – toimialan trendit

Vastuullisuus (ESG)



Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

Korkojen renessanssi



Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajanjakson jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.

Digitalisaatio



Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.

Regulaation lisääntyminen



Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Listattomista omaisuusluokista on tullut osa modernia sijoitussalkkua

Korkotuotteet ovat nousseet jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi

Vastuullisuudesta on tullut sijoituspäätöksiä ohjaava teema

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Varainhoitajien vaatimustaso kasvaa vaihtoehtoisten roolin kasvaessa sijoitussalkuissa

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalle tulon kynnyistä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden yliverlaisen kulu-tuottosuhteen ansiosta

Perinteisen varainhoidon kohtaama hintapaine tulee jatkumaan ja palkkiotasot laskemaan

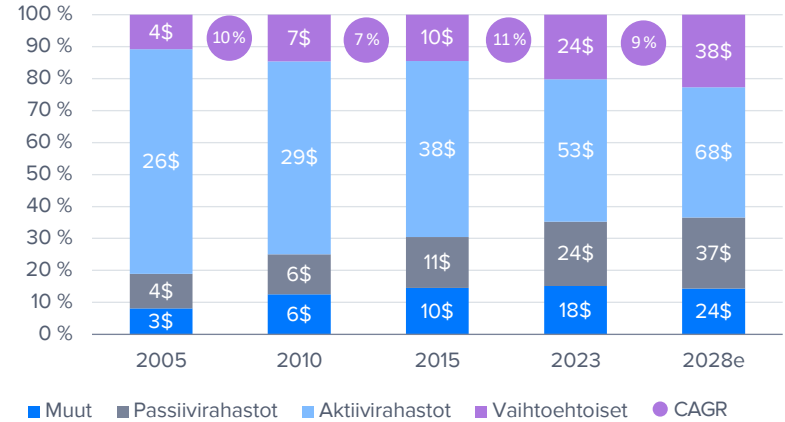
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen pärjätäkseen kilpailussa

Varainhoitomarkkina 5/8 – toimialan trendit

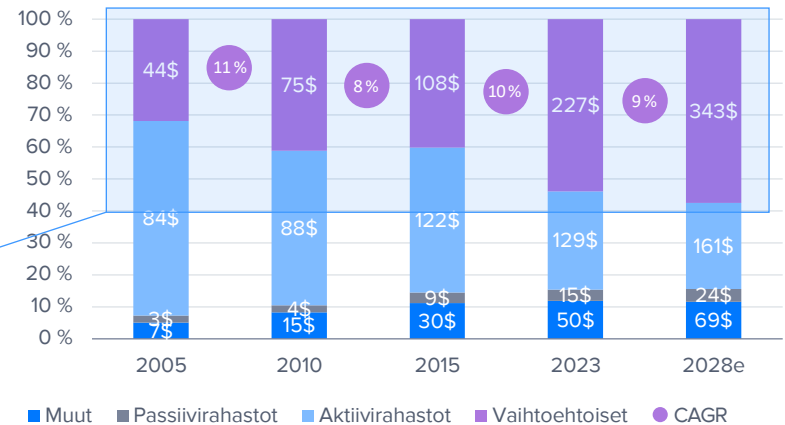
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2024

Varainhoitomarkkina 6/8 – toimialan trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.

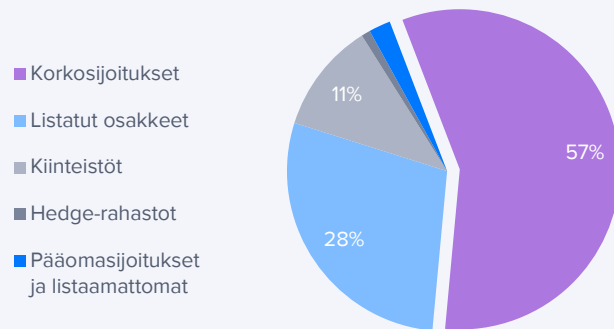
Kasvava riskinotto

Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.

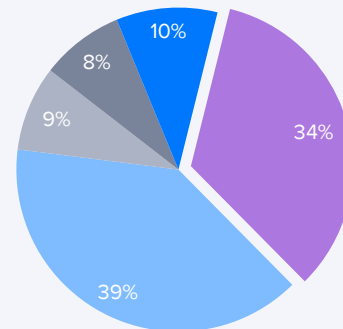
Kestävyysvaje uhkaa

Reaalisen korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona haasteisiin vastaamiseksi.

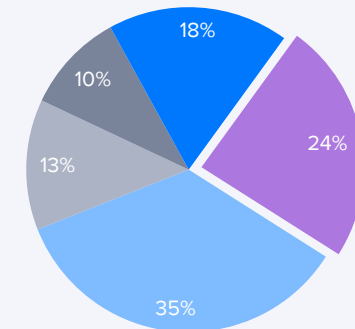
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

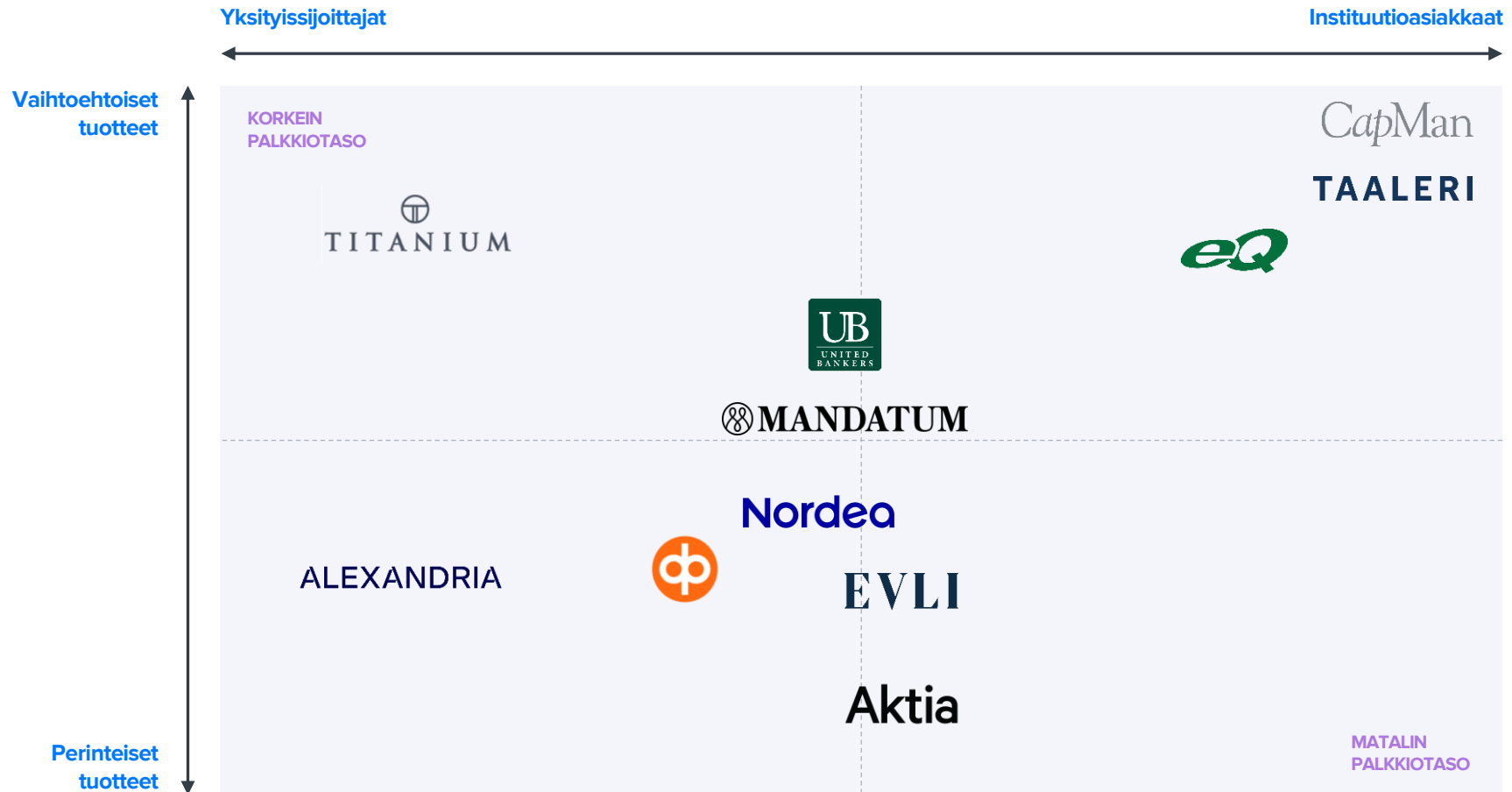


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Varainhoitomarkkina 7/8 – kilpailukenttä

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Varainhoitomarkkina 8/8 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit

Nordea  PANKKI

ÄLANDSBANKEN  Aktia

Danske Bank 

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt

MANDATUM  CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL 

FOURTON  FONDITA

FINLANDIA

PYN ELITE

Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

Myyntisynergiat **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

eQ  ADVIUM

ICECAPITAL

UB  SUOMEN PANKKIIRILIIKE

KJK Capital

CapMan  NORVESTIA

DC DASOS CAPITAL

ELITE  Alfred Berg

TITANIUM  INVESTIUM

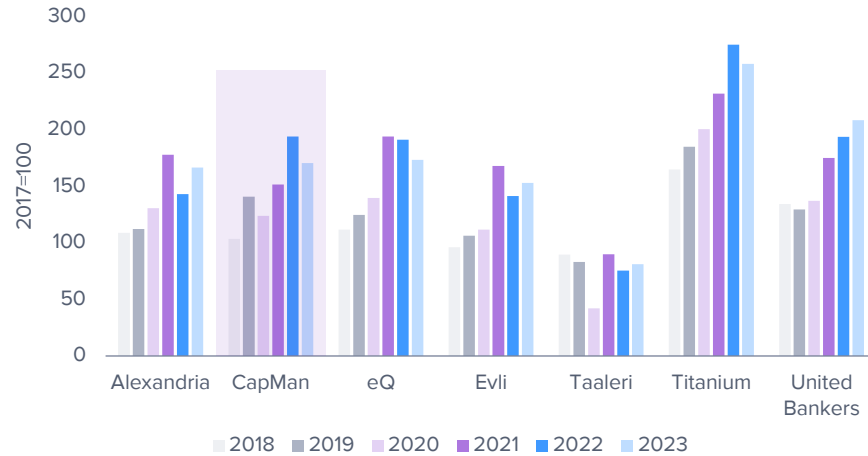
Aktia  TAALERI VARAINHOITO

EVLI  ELITE ALFRED BERG

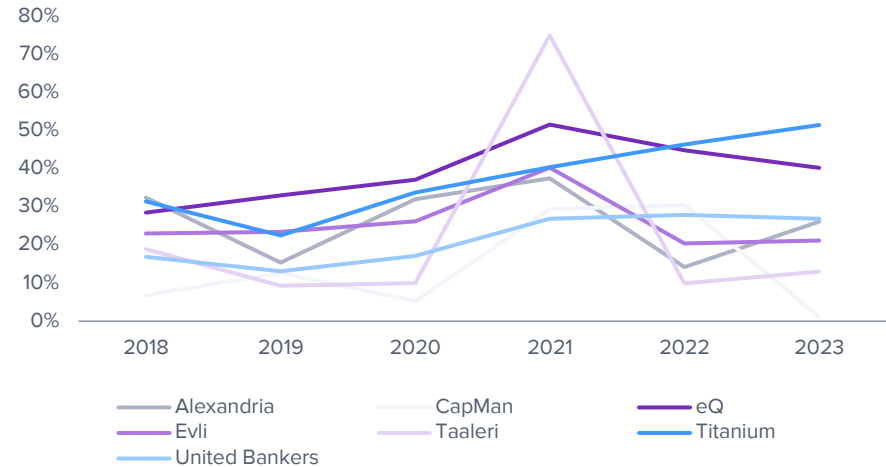
KELONIA Ab Kelonia Oy

CapMan suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

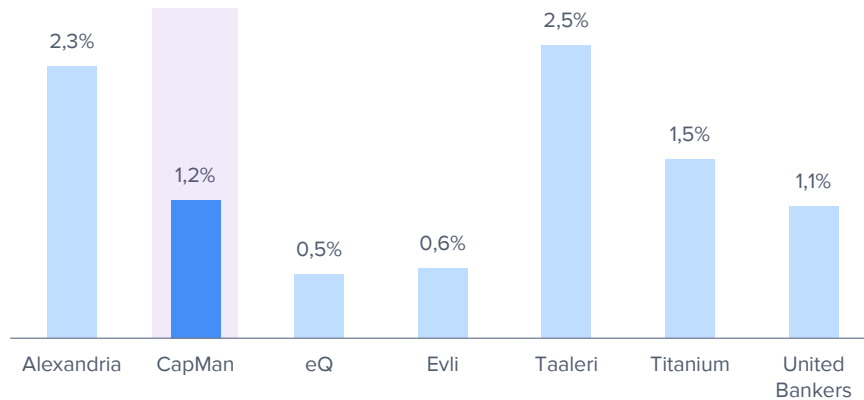
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



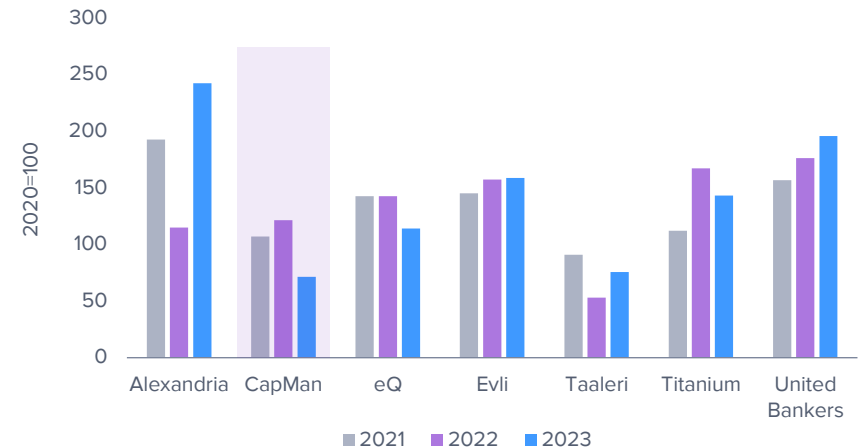
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-% (2023)

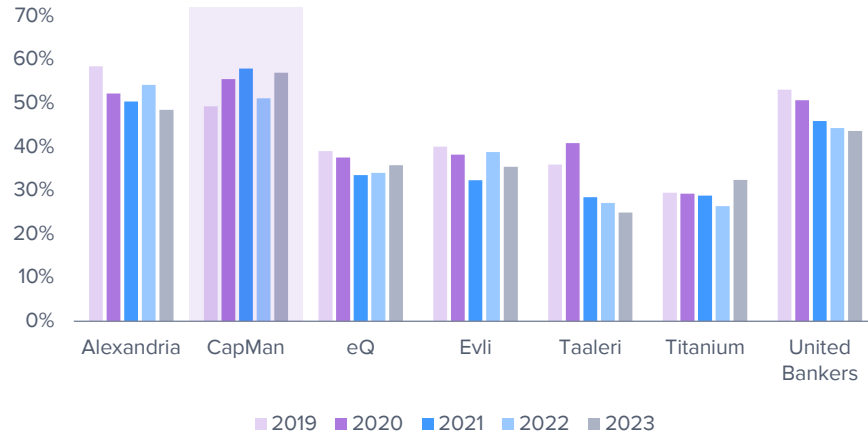


Osinko per osake kehitys indeksoituna

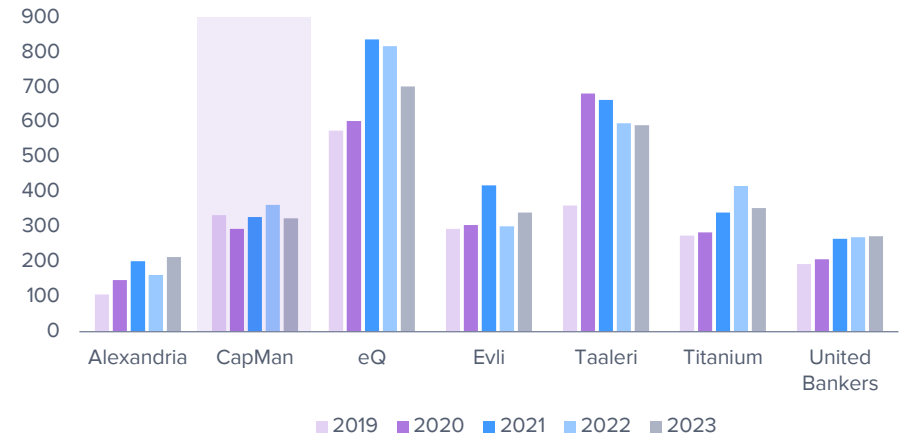


CapMan suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

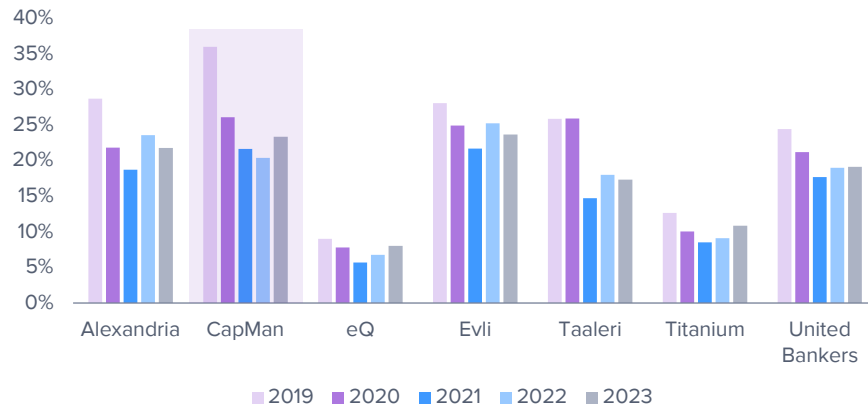
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



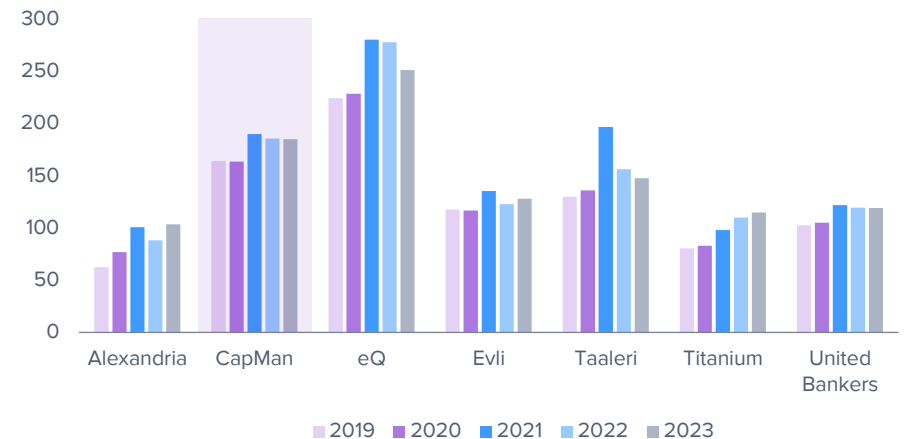
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

Sijoitusprofiili

1.

Tunnettu toimija kasvavalla varainhoitomarkkinalla

2.

Hyvä asemoituminen toimialan trendeihin ja vahva orgaaninen kasvunäkymä

3.

Kulutehokkuudessa tehostamisvaraa liiketoiminnan kasvaessa

4.

Matalan investointitarpeen mahdollistava korkea voitonjako

5.

Yritysjärjestelyoptio

Potentiaali



- 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

Riskit



- 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

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio CapManin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Listattujen verrokkien riskitason keskiarvo



Taloudellinen tilanne 1/3

CapManin tase on kokonaisuudessaan vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli kesäkuun 2024 lopussa noin 51 % ja nettovelkaantumisaste noin 40 %. Yhtiön taloudellisenä tavoitteena on säilyttää omavaraisuusasteen osalta yli 50 %:n taso.

Sijoitukset muodostavat valtaosan taseesta

CapManin taseen loppusumma oli H1'24 lopussa noin 289 MEUR. Taseen varoista suurimman osan muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka arvo oli 162 MEUR (56 % taseen loppusummasta).

CapManilla oli sijoitussalkun lisäksi H1'24 lopussa vahva noin 49 MEUR:n kassa. Lisäksi yhtiöllä on likviditeetin turvana käyttämätön 20 MEUR:n rahoituslimiitti. Loppuvuonna CapManin kassa kasvaa vielä huomattavasti, sillä yhtiö saa palveluliiketoiminnan myynnistä noin 60 MEUR käteisvaroja. Maksuvalmius onkin tämän jäljiltä selvästi yhtiön tarpeita korkeampi, joten odotamme CapManin joko 1) lyhentävän korollisia velkojaan, 2) toteuttavan uusia yritysjärjestelyjä tai 3) maksavan ylimääräiset varat osinkoina omistajilleen.

Arviomme mukaan yhtiön liiketoiminnan vaatima kassa on noin 20–30 MEUR. Kohtalaisen korkeaa kassatarvetta selittävät erityisesti merkittävät taseen ulkopuoliset sijoitussitoumukset sekä volatiili tulos. CapManin omat taseesta tehtävät sijoitukset eivät kuitenkaan näyttele enää yhtä olennaista roolia uusien rahastojen lanseeraamisessa, joten tulevaisuudessa rahastoliiketoiminnan orgaaninen kasvu ei sido juurikaan lisäpääomia.

Muiden erien merkitys on vähäisempi

Yhtiöllä on taseessaan 30,6 MEUR:n edestä liikearvoa, josta valtaosa koostuu alkuvuonna 2024 toteutetusta Dasos Capitalin hankinnasta. Muut

taseessa olevat varat koostuvat pääasiassa operatiiviseen toimintaan liittyvistä käyttöpääoman eristä kuten palkkiosaamisista rahastoilta sekä laskennallisista verosaamisista. Taseessa olevat aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (3,6 MEUR) koostuvat pääasiassa IFRS 16 -vuokravastuista.

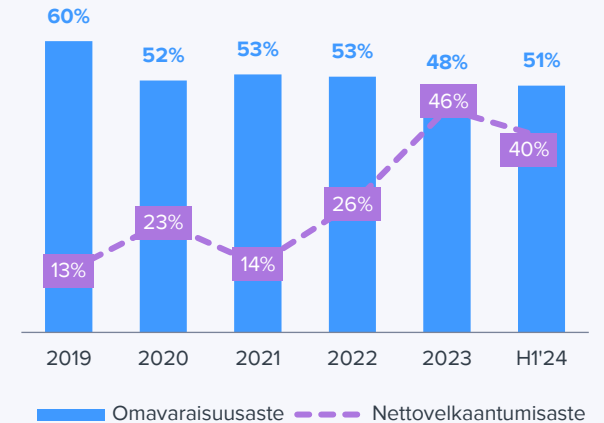
Velkaa ja vastuita on reilusti

CapManin oma pääoma oli kesäkuun lopussa 145 MEUR ja korollista velkaa (ilman IFRS 16 -vuokravastuita) yhtiöllä oli taseessaan 104 MEUR. Muut taseen velat koostuvat pääasiassa operatiiviseen liiketoimintaan kuuluvista ostovelosta ja muista korottomista veloista.

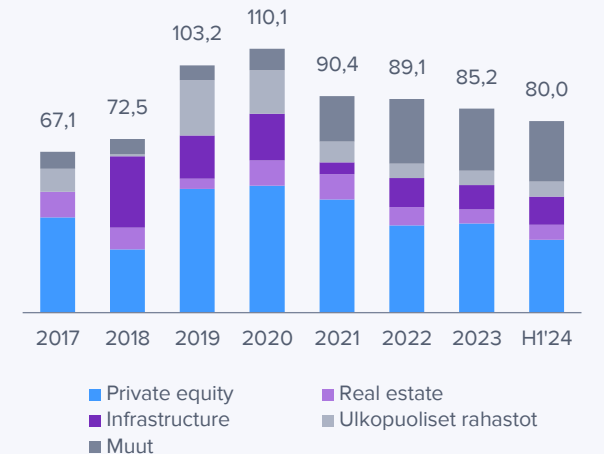
Korollisten velkojen lisäksi CapManilla oli H1'24 lopussa taseen ulkopuolisia sijoitussitoumuksia yhteensä noin 80 MEUR:n edestä. Suurimmat sitoumukset olivat Growth equity (17 MEUR) ja Buyout -rahastoihin (13 MEUR) sekä CapMan Wealthin sijoitusohjelmiin (15 MEUR). Sitoumukset tarkoittavat käytännössä sitä, että CapMan on sitoutunut sijoittamaan myös omia varojaan varainkeruuvaiheessa oleviin rahastoihinsa. Omiin rahastoihin tehtävät sijoitukset ovat linjassa CapManin strategian kanssa ja yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tehdä sijoituksia, jotka ovat kokoluokaltaan 1–5 % uuden rahaston alkupääomista.

Vaikka CapMan kykenisikin periaatteessa välttämään nämä sijoitussitoumukset, olisi se tulkittavissa selkeäksi epäluottamuslauseeksi rahastojen tulevaa sijoitusperformanssia kohtaan, mikä puolestaan vaikeuttaisi rahastojen varainkeruuta ja ylösajoa. Näin ollen nämä tulee analyysissä luokitella pakollisiksi investoinneiksi tai vastuiksi.

Taseen avainlukujen kehitys



Sijoitussitoumusten kehitys (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/3

Sijoitustoimintaa rahoitetaan myös velkarahalla

CapManilla oli korollista velkaa H1'24 lopussa yhteensä noin 104 MEUR. 40 MEUR tästä erääntyy vuonna 2027 ja 60 MEUR vuonna 2029.

CapMan pyrkii arviomme mukaan ylläpitämään tiettyä velkamäärää, jolla se rahoittaa osan taseen sijoitustoiminnastaan. Myös yhtiön nykyinen oman pääoman tuottotavoite (>20%) vaatii käytännössä velkavivun käyttöä. Näin ollen yhtiö pyrkinee uudelleenrahoittamaan korolliset lainansa ennen niiden erääntymistä. Esimerkiksi kuluvana vuonna yhtiö laski liikkeelle uuden 60 MEUR:n joukkovelkakirjalainan, jolla se korvasi aiemman 50 MEUR:n joukkovelkakirjalainansa ja pidensi näin rahoitusvelkojensa maturiteettijakaamaa.

Yhtiö maksaa lainoilleen kiinteää korkoa (4,5–6,5 %), joten korkotason muutoksella ei ole välitöntä vaikutusta yhtiön kannattavuuteen ja kassavirtoihin. Nousut korkotaso nosti kuitenkin selvästi rahoituskustannuksia uuden joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskun yhteydessä. Lisäksi uusimmassa joukkovelkakirjassa korko on osittain sidottu CapManin kestävyystavoitteisiin. Mikäli näihin ei päästä, nousee lainalle maksettava korko heikoimmassa skenaariossa 1,25 prosenttiyksikköä vuosille 2027–2029.

Omavaraisuusaste antaa parhaan kuvan velkaisuudesta

Vaikka yhtiön omavaraisuusaste on korkea ja tase vahva, ei korollisen velan määrää voida pitää merkityksettömänä yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna. Esimerkiksi sijoitustuotoista ja voitonjako-osuustuotoista oikaistuun

käyttökatteeseen peilattuna velkamäärä on hyvin korkea (2024 tulosennusteilla >6x). Sijoitussitoumusten luoma kassatarve huomioiden tunnuslukua on mielestämme syytä tarkastella bruttoveloin, jolloin veloista ei vähennetä kassaa. Nykyistä velkamäärää ei voidakaan perustella operatiivisen toiminnan tuloksella ja kassavirroilla, joten CapManin luottokelpoisuus on pitkälti sidottu yhtiön sijoitussalkkuun.

Huomattavasti käyttökelpoisempi tunnusluku CapManin velkaisuuden tarkasteluun on omavaraisuusaste, sillä taseen varat koostuvat pääosin sijoituksista, joiden realisointiarvon voi olettaa olevan ainakin kohtalaisen lähellä niiden kirja-arvoja ja turvaavan siten velanmaksukykyä. Omavaraisuusasteeseen on sidottu myös CapManin oma velkaisuustavoite (>50 %) sekä rahoitusvelkojen lainanantaja suojaavat kovenantit. Kovenanttitasot eivät ole julkista tietoa, mutta arvioimme näiden olevan jonkin verran yhtiön oman tavoitetason alapuolella. Kovenantit koskevat omavaraisuusteen ohella CapManin nettovelkaantumisasastetta, mikä osaltaan selittää taseen suurta kassaa.

Joka tapauksessa sijoittajan on syytä huomioida, että nykyisellä velkamäärällä CapMan on jossain määrin riippuvainen velkarahoittajien luottamuksesta sijoitussalkkunsu laatuun. Lainojen takaisinmaksu kokonaisuudessaan niiden erääntyessä voisi nimittäin osoittautua varsin haastavaksi, sillä velkamäärä (sisältäen taseen ulkopuoliset sijoitussitoumukset) on varsin korkea tuloksetekokykyyn nähden ja sijoitussalkun likviditeetti on kohtalaisen heikko. Tässä yhteydessä olemme, ettei

palveluliiketoiminnan myynnistä saatuja varoja käytetä kokonaisuudessaan velkojen lunastuksiin vaan valtaosa allokoidaan joko voitonjakoon tai yrityskauppoihin.

Rahoitusriski on maltillinen

CapManin nykyistä velkamäärää voidaan mielestämme pitää vielä järkevänä sijoitussalkun kokoon nähden (korollinen velka on noin 64 % sijoitusten käyvästä arvosta), joten uskomme CapManin kykenevän uudelleenrahoittamaan erääntyvät lainavastuunsa vaivatta. Tähän viittaa myös yhtiön velkakirjojen korkotasot jälkimarkkinalla (~6 %), joka ei indikoi merkittävää luottoriskiä rahoittajien silmissä.

Odotamme CapManin kuitenkin käyttävän osan palveluliiketoiminnan myynnistä saatavista kassavaroista velkamääränsä laskemiseen, sillä kaupalla on negatiivinen vaikutus lähivuosien kassavirtoihin ja siten myös yhtiön velanmaksukykyyn. Koko 60 MEUR:n pottia tähän tuskin allokoidaan, sillä velkavivun merkittävä supistuminen hankaloittaisi selvästi oman pääoman tuottotavoitteen saavuttamista. Olennaisesti nykyistä korkeampaa velkamäärää yhtiö taas ei arviomme mukaan pystyisi kantamaan ilman, että rahoitusriskit kasvaisivat selvästi.

Sijoittajan on joka tapauksessa syytä huomioida, että muista Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöistä poiketen CapManin kohdalla sijoittaja joutuu kantamaan maltillisen määrän rahoitusriskiä. Riski on toki laskenut viime vuosien aikana, mistä osoituksena toimivat yhtiön listatut velkakirjat, joiden riskilisiä (tuottoero riskittömään korkoon) on jonkin verran supistunut.

Taloudellinen tilanne 3/3

Sijoitustuottojen ajoitus heiluttaa kassavirtaa

CapManin liiketoiminnan kassavirtoja tarkastellessa on syytä huomioida, että käypään arvoon kirjattavat sijoitustuotot eivät välttämättä vastaa lyhyellä aikavälillä niiden kassavirtoja. Tämä johtuu siitä, että rahastot arvotetaan kvartaaleittain käypään arvoon ja muutos kirjataan tuloslaskelmalle joko tuotoksi tai tappioksi. Kassavirraksi sijoitukset muuttuvat vasta, kun rahaston sijoituskohteet lopulta myydään rahaston elinkaaren lopussa ja varat palautetaan sijoittajille.

Tyypillisesti tuloskirjauksen ja kassavirtojen kotiutumisen välillä ei kuitenkaan ole merkittävää viivettä, sillä suurimmat arvonkorotukset tehdään pääsääntöisesti rahaston jo myydessä sijoituksiaan sen elinkaaren loppuvaiheessa. Näin ollen sijoitustuottojen kassakonversio on reilun vuoden aikajännteellä jo kohtalaisen hyvä. Poikkeuksen tähän muodostavat viime vuosien kaltaiset ajanjaksot, jossa sijoituskohteiden myynnit viivästyvät markkinan transaktioaktiiviteetin jäähtyessä.

Voitonjakopolitiikan päivitys oli perusteltu

Sijoitustuottojen kassavirtojen ajoitukseen liittyvien tekijöiden johdosta CapMan päivitti voitonjakopolitiikkaansa viime vuoden loppupuolella. Päivitetyn politiikan mukaan yhtiö jakaa osinkona vähintään 70 % tilikauden tuloksesta vähennettynä sijoitusten käyvän arvon muutoksilla. Näin ollen voitonjako on nykyisin paremmin linjassa yhtiön operatiivisen kassavirran kehityksen kanssa.

CapManin olennaiset investointitarpeet muodostuvat sijoitussitoumuksista sen omiin rahastoihin. CapManin omat taseesta tehtävät sijoitukset eivät kuitenkaan enää näyttele olennaista roolia uusien rahastojen lanseeraamisessa, joten emme odota merkittävää kasvua CapManin sijoitussalkun koossa. Näin ollen sijoitussitoumuksia voidaan täyttää nykyisistä sijoituksista saatavilla kassavirroilla, kun rahastot myyvät kohteensa ja palauttavat pääomat voittoineen sijoittajille (joihin CapMan itsekin kuuluu).

Lisäksi on huomioitava, että jatkossa CapManin tasesijoitukset keskittyvät yhtiön omiin rahastoihin, joten ulkopuolisiin rahastoihin tehdyt sijoitukset (ja näistä irtaantumiset) tukevat lähivuosina selvästi sijoituskapasiteettia. Tästä johtuen yhtiö pystyy jatkossa jakamaan valtaosan hallinnointiliiketoimintansa tuloksesta omistajilleen osinkoina.

Perusosingon lisäksi odotamme CapManin jakavan lisäosinkoja sitä mukaa, kun sijoituksista irtaannutaan. Tätä mahdollisuutta myös yhtiön johto on korostanut. Lisäksi palveluliiketoiminnasta saatava 60 MEUR:n käteissumma mahdollistaa lähivuosina vuolaan voitonjaon, mikäli yhtiön johto ja hallitus eivät keksi varoille muita käyttökohteita.

Aiempi voitonjakopolitiikka oli altis likviditeettihaasteille

Aiemmin CapMan tavoitteli vuosittain kasvavaa osinkoa. Tämä olisi saattanut aiheuttaa likviditeettihaasteita tilanteessa, jossa kirjanpidon tulokseen kirjattavat merkittävät sijoitustuotot

eivät olisi konvertoituneet todellisiksi kassavirroiksi riittävän ajoissa. Kasvavaa osinkoa taas ei olisi ollut mahdollista rahoittaa pelkällä operatiivisella kassavirralla. Esimerkiksi CapManin vuosien 2017–2023 kumulatiivinen liiketoiminnan kassavirta oli vain reilu 3 MEUR, joten vastaavan ajanjakson osinkosumman (>140 MEUR) CapMan rahoitti sijoitustuotoillaan.

Vaikka CapManin jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus on kohentunut selvästi, olisi vanhan tavoitteen mukainen osingonmaksu voinut vaatia ainakin hetkellistä lisävelkaantumista, mitä emme olisi pitäneet perusteltuna. Päivitetty voitonjakopolitiikka vastaakin tähän haasteeseen, sillä jatkossa osingonmaksu on sidottu vahvemmin CapManin omiin kassavirtoihin. Näin ollen yhtiön likviditeetin kehitykseen liittyvä riskitaso on selvästi laskenut. Myös kaksi kertaa vuodessa jaettava osinko tasaa likviditeetin kehitystä.

Nykyisen osinkopolitiikan alaisuudessa sijoittajan on kuitenkin syytä odottaa merkittäviäkin vaihteluita vuosittaisessa voitonjaossa. Vuosina, joina CapMan toteuttaa merkittäviä irtautumisia sijoituksistaan, voi voitonjako olla runsasta, kun taas joinakin vuosina voitonjako voi jäädä pelkän hallinnointiliiketoiminnan tuloksen varaan. Kyse on kuitenkin vain ajoituksesta, ja odotamme pidemmällä aikavälillä CapManin kumulatiivisen voitonjaon vastaavaan suunnilleen tulokertymää. Poikkeuksen tähän voi muodostaa taseen ylimääräisen likviditeetin purkaminen, mikäli CapMan päätyy jakamaan palveluliiketoiminnan myynnistä saamiaan varoja osinkoina.

Ennusteet 1/6

Ennusteiden taustaoletukset

Lyhyellä aikavälillä epävarmuus tulosennusteiden ympärillä on yhä koholla vaikeutuneesta varainkeruumarkkinasta johtuen. CapMan kärsii etenkin kiinteistösektorin vastatuulesta, mikä hidastaa käynnissä olevien merkittävän kokoisten varainkeruuhankkeiden etenemistä. Pidemmällä aikavälillä osakkeen keskeinen ajuri on luonnollisesti hallinnoitavien asiakasvarojen sekä palkkiotuottojen kasvu, sillä CapMan on mielestämme asemoitunut sektorillaan erinomaisesti (varainhoito + vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Tässä CapManin rahastojen tuotot näyttelevät merkittävää roolia. Uusmyynnin ohella sijoittaja kantaa olennaista riskiä myös omaisuusarvojen yleisestä kehityksestä, sillä sijoitustuottojen ja rahastojen voitonjako-osuustuottojen kautta näillä on merkittävä paino CapManin liiketoiminnassa.

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että markkinatilanne ja kysyntä vaihtoehtoisille sijoituksille säilyy vaisuna vielä kuluvan vuoden, ja piristyy hiljalleen ensi vuoden ensimmäisestä puoliskosta lähtien. Arvioimme tämän kuitenkin tapahtuvan asteittain, joten merkittävää kysyntäpiikkiä ei ole vielä ainakaan ensi vuodelle näkyvissä. Erityisesti kiinteistöjen osalta pidämme transaktioaktiiviteetin nousua tärkeimpänä tekijänä, sillä se mahdollistaa pääomien vapautumisen vanhoista rahastoista. Myös kiinteistöpuolen tuottojen pitäisi hiljalleen kohentua korkokehityksen vakautuessa.

Kokonaisuudessaan odotamme vaihtoehtoisten tuotteiden olevan keskeinen osa sijoittajien salkkuja myös jatkossa, mikä tukee rahastoluokan

kasvunäkymiä. Tältä osin odotukset ovat kuitenkin viime vuosina selvästi maltillistuneet. Lopulta markkinan kasvu on sidoksissa myös yleisen sentimentin kehitykseen, sillä vahvan tuottonäkymän aikaan omaisuusarvot paisuvat ja uusmyynti vetää keskimääräistä paremmin. Lisäksi CapManin menestykseen vaikuttavat yhtiön omien rahastojen tuottotasot.

Huomautamme, että CapManin hallinnointiliiketoiminnan tuottojen ja tuloksen riippuvuus markkinakehityksestä on lyhyellä aikavälillä sen keskeisiä kotimaisia verrokkeja matalampi tuottojen tullessa täysin vaihtoehtoisista sijoituksista ja isolta osin sijoituskohteiden arvoa luovasta kehitystyöstä. Huomautamme kuitenkin, että vaihtoehtoiset sijoituskohteet eivät ole immuuneja markkinahintojen kehitykselle, ja heikon markkinatilanteen jatkuessa tulisi vaikutus kysyntään sekä arvostustasoihin. Tämä taas tuo syklisen elementin CapManin tulokseen taseen sijoitustoiminnan kautta.

2024: Loppuvuodesta kohti parempaa

CapManin alkuvuosi on sujunut kohtalaisesti, ja yhtiö sai kerättyä Infra 2- ja Growth 3 -rahastojensa viimeisiin sulkemisiin varsin kiitettävästi pääomia. Myynti on toki jäänyt viimeisen puolentoista vuoden aikana selvästi vuosien 2017–2022 tasoa vaatimattomammaksi, mutta tähän on vaikuttanut koko markkinaa koetellut korkotason nousu, joka on hetkellisesti heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää. Q1:n lopussa toteutettu metsävarainhoitaja Dasos Capitalin hankinta kasvatti kuitenkin konsernin AUMia yli 700 MEUR:illa (+14 %).

Keskeiset ajurit tuloskasvuennusteiden taustalla



Rahastojen hyvien tuottojen ylläpito

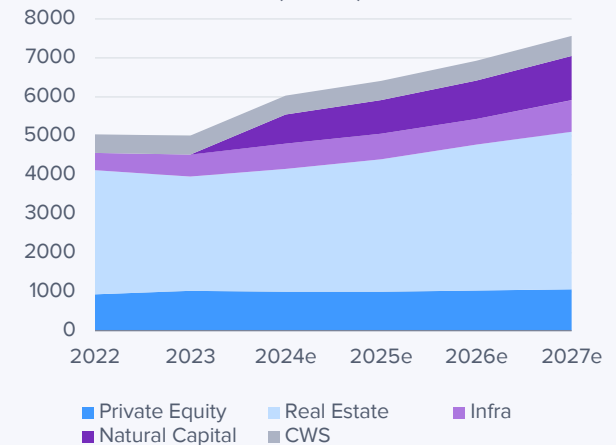


Vahvan uusmyynnin jatkuminen



Kulutehokkuuden parantuminen

Hallinnoitavan varallisuuden ennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/6

Kertaluonteisista palkkioista oikaistuna jatkuvien palkkioiden mukainen kannattavuus säilyi alkuvuoden vaatimattomana, ja myös sijoitussalkun tuotot jäivät arviomaamme normaalitasoa matalammiksi. Tähän vaikuttivat erityisesti ulkopuolisten toimijoiden VC-rahastojen negatiiviset tuotot.

Loppuvuonna uusimman Nordic Real Estate -rahaston (NRE 4) ensimmäinen sulkeminen kuitenkin palauttaa ennusteissamme CapManin hallinnoitavat asiakasvarat myös orgaaniseen kasvuun. Arviomme mukaan myynti lähtee kuitenkin vasta ensi vuonna kunnolla käyntiin, kun kiinteistömarkkinan aktiviteetti hiljalleen normalisoituu ja arvonmuutokset tasaantuvat. Alustavia merkkejä arvonlaskujen pysähtymisestä onkin markkinalla jo näkynyt.

Kuluvalle vuodelle odotamme CapManilta hurjaa 87 MEUR:n liikevoittoa ja 0,42 euron osakekohtaista tulosta. Huima tuloskasvu selittyy kuitenkin palveluliiketoiminta CaPSin myynnistä syntyvällä kertaluonteisella tuotolla. Tästä oikaistu liikevoittoennusteemme on 32,3 MEUR ja osakekohtaisen tuloksen ennusteemme 0,11 euroa.

Hallinnointiliiketoiminnan tulos saa tukea mukaan tulleen Dasos Capitalin kannattavasta liiketoiminnasta sekä NRE 4 -rahaston ensimmäisestä sulkemisesta. Lisäksi odotamme yhteensä 6,5 MEUR:n voitonjako-osuustuottoja, joista suurin osa kirjattiin jo H1:llä. Sijoitustoiminnan tulos piristyy ennusteissamme hiljalleen

loppuvuotta kohden.

Tarkemmat tulosennusteemme löytyvät raportin sivun [47](#) taulukosta.

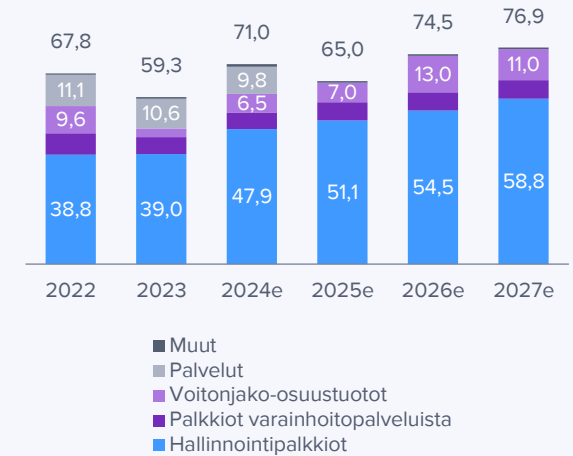
2025–2027: Hallinnointiliiketoiminnalla näytön paikka

Kokonaisuutena odotamme CapManin hallinnoitavilta varoilta keskimäärin noin 500 MEUR:n vuotuista kasvua läpi vuoteen 2027 asti ulottuvan tavoitekauden. Hallinnoitaviin varoihin suhteutettuna tämä vastaa noin 8 %:n keskimääräistä vuosikasvua.

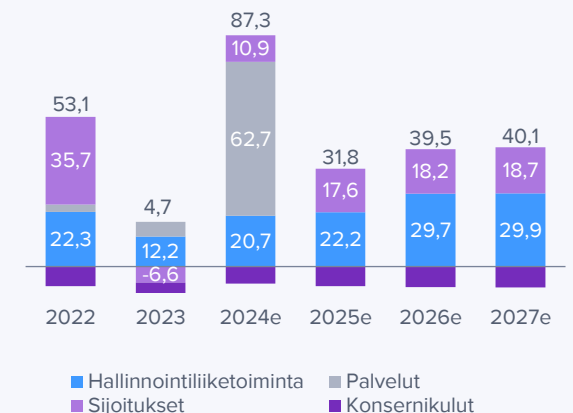
Ennusteissamme vuoden 2027 loppuun mennessä hallinnoitavat asiakasvarat kohoavat siten noin 7,6 mrd. euroon. Tämä on selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden, sillä CapMan tavoittelee yli 10 mrd. hallinnoitavaa varallisuutta vuoden 2027 loppuun mennessä. Taso on mielestämme mahdollinen, mutta vaatisi arviomme mukaan myös markkinalta merkittävää vetoapua. Yrityskaupat tarjoavat toki väylän hallinnoitavan varallisuuden ripeään kasvattamiseen, mutta johdon aiempien kommenttien perusteella CapMan uskoo tavoitteen olevan saavutettavissa pelkällä orgaanisella kasvulla nykyisissä tuotealueissa.

Joka tapauksessa ennustamamme AUM-kasvu on varsin terveellä tasolla. Lähivuosina myynnissä onnistuminen on kuitenkin erityisen tärkeää, sillä strategiakaudella varainkeruuvaiheeseen on tulossa useita merkittävän kokoisia kiinteistörahastoja.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/6

Keskeiset ajurit kasvuennusteidemme taustalla ovat kiinteistötuotteet sekä metsärahasot, joissa näemme CapManin kilpailukyyn erinomaisena. Private equityyn puolella kasvu taas on haasteellista, sillä buyout-rahastojen suoriutuminen on ollut historiassa keskimäärin vaisua. Yksittäisten Growth-rahastojen kokoluokkia ei puolestaan voida merkittävästi kasvattaa nykytasolta, joten PE-rahastojen hallinnoitavien varojen olennainen kasvattaminen lähivuosina voi osoittautua liian suureksi haasteeksi. Tuottopalkkiopotentiali erityisesti growth-rahastoissa on kuitenkin merkittävä.

Kokonaisuutena Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvat palkkiot kasvavat ennusteissamme noin 8 %:n vuotuista vauhtia vuosina 2025–2027.

Ottaen huomioon viime vuosina toteutetut etupainotteiset kasvupanostukset ja hallinnoitavien asiakasvarojen vahva kasvunäkymä, on hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin pohjautuvalla kannattavuudella hyvät edellytykset skaalautua tulevina vuosina. Suhteellisen kannattavuuden nousu syntyy liikevaihdon kasvun ohella kulujen aiempaa paremmasta skaalautuvuudesta.

Olemme kuitenkin ennusteissamme suhteellisen varovaisia, sillä yhtiön näytöt rahastoliiketoiminnan skaalaamisesta ennustamaamme tasoa paremmaksi ovat yhä vajavaiset. Edellisellä strategiakaudella kannattavuus jäi nimittäin verrattain vaisuksi, mitä toki osaltaan selittävät uusien rahastojen ja sijoitusalueiden ylösajon mukanaan tuomat kasvupanostukset.

Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvien palkkioiden

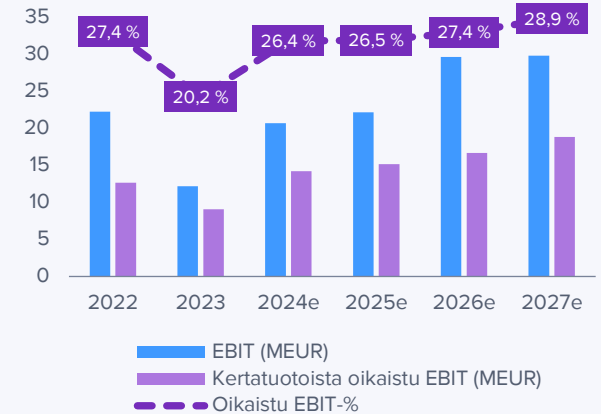
mukainen kannattavuus paranee ennusteissamme noin 29 %:iin vuonna 2027 (2023: 20,2 %). Valtaosa tästä selittyy viime vuosien tapaan liiketoiminnan muiden kulujen skaalautumisella.

2025–2027: Tasaisempaa voitonjakoa

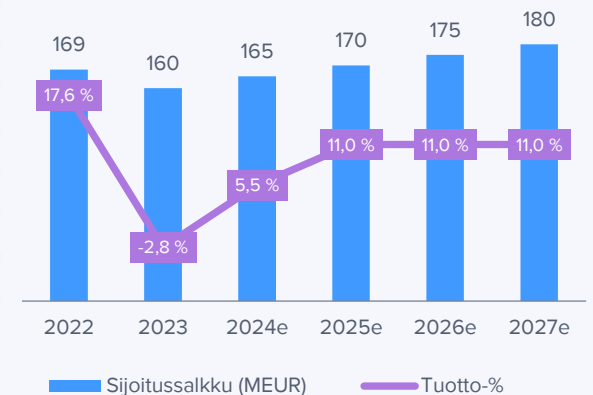
Voitonjako-osuustuotot ovat ennusteissamme lähivuosina 7–13 MEUR keskiarvon ollessa noin 10 MEUR:ssa. Strategiakaudella odotamme huomattavia voitonjako-osuustuottoja ainakin NRE 2-, Infra I ja Buyout 11 -rahastoista. Huomautamme, että Dasosin vanhoista rahastoista ei tule CapManille tuottosidonnaisia palkkioita, joten metsärahasot näitä saadaan odotella vielä pitkään. Hallinnointiliiketoiminnan liikevoitto kasvaa nousevista voitonjako-osuustuotoista johtuen jatkuvan liiketoiminnan tulosta ripeämmin – kokonaisuudessaan väkevät 15 % vuosina 2025–2027.

CapManin sijoitussalkulle odotamme puolestaan noin 11 %:n keskimääräistä vuosituottoa. Tuotto-odotuksemme vastaa karkeasti arviotamme vastaavien rahastojen keskimääräisestä tuotosta, mikä mahdollistaa CapManille hallinnoitavien varojen kasvun yleisen vaihtoehdomarkkinan mukana. Huomautamme, että sijoitustuottojen ennusteemme perustuvat oletukseen salkun keskimääräisestä tuotosta. Näin ollen emme pyri arvailemaan vaihteluita yksittäisten vuosien välillä. Sijoitussalkun koko puolestaan kasvaa ennusteissamme vain maltillisesti nykytasoltaan, joten odotamme tuloksen painopisteen siirtyvän tulevaisuudessa vahvemmin hallinnointiliiketoimintaan. Toki sijoitustuotoilla on hyvin merkittävä rooli myös jatkossa.

Hallinnointiliiketoiminnan tulosennusteet



Sijoitustuottojen ennusteet



Ennusteet 4/6

Kannattavuuden nousu vaatii kulojen hallintaa

CapManin operatiivisten segmenttien ohella CapManille aiheutuu kuluja sen konsernitoiminnoista. Konsernikulut (raportoinnissa ”Muut ja eliminoinnit” -segmentti) sisältävät muun muassa tilavuokria, johdon palkkakuluja sekä muita konsernin yleiskuluja. Osa näistä kuluista allokoidaan operatiivisille segmenteille.

Historiassa CapMan on allokoinut konsernikuluista noin 40 % hallinnointi- ja palveluliiketoiminnoille. Palveluliiketoimintojen tästä osuus on ollut hyvin matala, joten liiketoiminnan myynti ei muuta olennaisesti tilannetta. Sijoitustoiminnalle yhtiö ei myöskään allokoi olennaisia kuluja. Allokoinneista oikaistujen konsernikulujen odotamme olevan noin 7,8 MEUR vuonna 2025 ja kasvavan tästä tasolta noin 3 % vuosittain.

Konsernin henkilöstökuluja heiluttavat sekä henkilöstön muuttuvat tulospalkkiot että johdon osakepalkkiot. Arviomme johdon osakeperusteisiksi palkkioiksi on noin 1 MEUR vuositasolla, mikä vastaa suunnilleen keskimääräistä historiallista tasoa. Vaikka näillä ei olekaan kassavirtavaikutusta, kirjataan IFRS-standardien mukaisesti laskennallinen kuluvaikutus (palkkiona annettavien osakkeiden arvioitu määrä kertaa osakekurssi) tuloslaskelmalle läpi osakepalkkion ansainta- ja maksukauden. Näin ollen nämä vastaavat karkeasti palkkiojärjestelmien negatiivista vaikutusta nykyisten osakkeenomistajien omistusten arvoon.

Sijoittajien onkin tärkeä seurata hallinnointiliiketoiminnan jatkuvan

tulosparannuksen lisäksi myös Muut ja eliminoinnit -segmentin tuloskehitystä, sillä hallinnointiliiketoiminnan tulosparannuksen merkitys laimenisi oleellisesti, mikäli konsernikulut hautaisivat alleen merkittävän osan tästä tuloskasvusta.

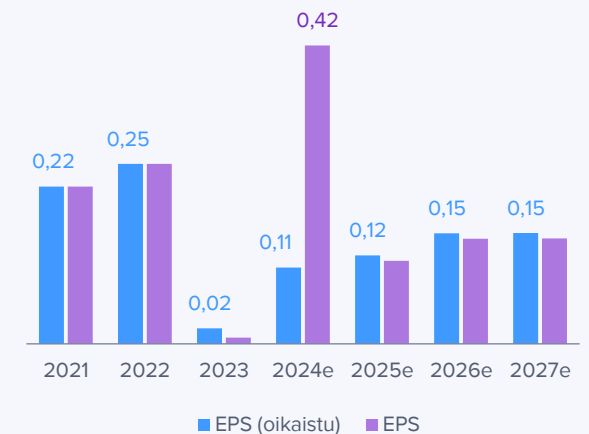
Rahoituskulut ovat ennusteissamme lähivuodet noin 5,6–5,8 MEUR CapManin velkakirjojen korkojen ollessa kiinteitä. Vähemmistöomistukset taas syövät tulosta arviomme mukaan noin 2 MEUR vuosittain. Olennaisia vähemmistöomistuksia on useassa rahastojen hallinnoinnista vastaavassa tytäryhtiössä (mm. infra, buyout, growth).

Kokonaisuudessaan odotamme CapManin konsernitason oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 9 % vuodesta 2024 vuoteen 2027. Palveluliiketoiminnan poistuminen raportoiduista luvuista rokottaa jonkin verran konsernitason kasvulukua. Palveluista oikaistu kasvuennustemme CapManin liikevoitolle onkin selvästi korkeampi – noin 17 %. Konsernin tuloskehitys saa tukea hallinnointiliiketoiminnan kannattavuusparannuksen ohella sijoitustuotoista, joiden odotetaan nousevan keskimääräistä vaisumman vertailuvuoden 2024 tasolta.

Karkeasti noin puolet vuosille 2025–2027 ennustamastamme liikevoitosta tulee yhä sijoitustuotoista, minkä lisäksi voitonjako-osuustuottojen paino on huomattava (~20–30 %). Tämä korostaa sitä, että CapManin arvonkehitys ja osakkeen tuotto ovat vahvasti linkittyneet yhtiön hallinnoimien rahastojen tuottokehitykseen.

Yhteenveto	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	59,4	71,0	65,0	74,5
kasvu-%	-12 %	20 %	-9 %	15 %
EBIT oik.	6,7	32,3	33,2	40,9
EBIT-% oik.	11,4 %	45,5 %	51,1 %	54,8 %
Nettotulos	1,3	73,5	19,8	26,0
EPS (oik.)	0,02	0,11	0,12	0,15

Osakekohtaisen tuloksen ennusteet



Ennusteet 5/6

Osakekohtaisen tuloksen vuosikasvun odotamme puolestaan olevan noin 13 % vastaavalla ajanjaksolla. Osakekohtaisen tuloksen kasvuennuste on liikevoittoa korkeampi, sillä vuoden 2024 tulosennuste sisältää poikkeuksellisen korkeat vähemmistöosuudet Nest Capital -velkarahaston voitonjako-osuustuotoista. Nykyisistä rahastoista CapMan kirjaa tuloslaskelmaansa vain konsernin osuuden voitonjako-osuustuotoista, joten nämä eivät tulevaisuudessa kasvata vähemmistön tulososuutta.

Pitkän aikavälin ennusteet

CapManin strategia vie mielestämme yhtiötä oikeaan suuntaan ja yhtiö on asemoinut itsensä toimialan trendeihin hyvin. Näemme siten yhtiön tuotteille kysyntää myös jatkossa. Yhtiön pitkän aikavälin menestyminen taas tiivistyy CapManin kykyyn generoida hyviä tuottoja rahastosijoittajilleen sekä onnistumiseen kulujen hallinnassa. Erityisesti rahastojen hyvien tuottojen ylläpito mahdollistaa hallinnoitavien varojen kasvun pitkällä aikavälillä, mikä samalla nostaa voitonjako-osuustuottojen potentiaalia rahastokokojen kasvaessa. Lyhyellä aikavälillä hallinnoitavien varojen kasvuun vaikuttavat toki muutkin tekijät, kuten markkinatilanne sekä yhtiön omien myyntiponnisteluiden tuloksellisuus. Pitkän aikavälin menestys ei kuitenkaan ole mahdollista ilman rahastojen hyviä sijoitustuottoja.

Hallinnointiliiketoiminnan kasvun odotamme yllättävän yleisen talouskasvun selvästi myös pidemmällä aikavälillä, mutta konsernitason luvuissa kasvuprosenttia laskee sijoitustuottojen

merkittävä paino. Näiden ei oleteta kasvavan, sillä CapMan jakanee koko sijoitustoiminnan tuloksen omistajilleen osinkoina.

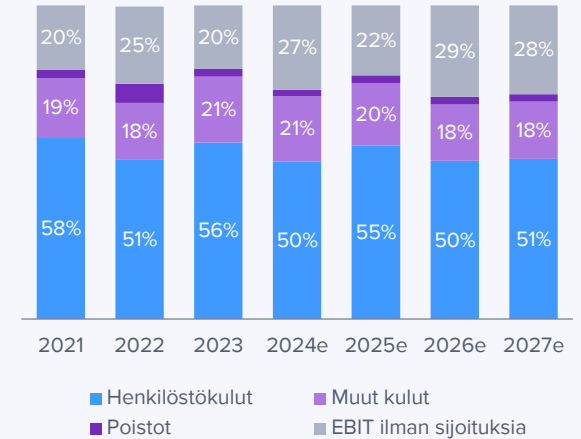
Pidemmällä aikavälillä hallinnointiliiketoiminnan painoarvon pitäisikin jatkaa kasvussa, sillä arviomme mukaan yhtiön tavoitteena ei ole kasvattaa merkittävästi sijoitussalkkunsuun kokoa. Emme myöskään odota merkittävää muutosta sijoitussalkun allokointiin. Ainoan olennaisen poikkeuksen tähän tekevät ulkopuoliset venture capital -rahastosijoitukset, joiden pitäisi pääosin poistua salkusta vuosien 2025–2027 aikana.

Voitonjakoennusteet

CapManin tavoitteena on jakaa osinkoina vähintään 70 % tilikauden tuloksesta vähennettynä käyvän arvon muutoksilla. Omat osinkoennusteemme odottavat noin 85 %:n voitonjakosuhdetta, mikä muodostaa ennusteidemme perusosingon. Tämän lisäksi arvioimme yhtiön jakavan lisäosinkoja sitä mukaa, kun sijoituksista irtaannutaan. Huomautamme, että lisäosinkojen ajoittumiseen liittyy merkittävää epävarmuutta, ja tasaisen lisäosingon sijaan nämä voivat todellisuudessa olla ennusteitamme harvempia ja siten myös kertaluokassaan suurempia. Osinkoennusteisiin tuleekin suhtautua yhtiön tapauksessa erityisellä varauksella.

Koko ennustejakson kumulatiivisen voitonjakosuhteen tulisi kuitenkin olla lähellä 100 %, sillä hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu ei sido juurikaan pääomaa. Kuluvan vuoden osingoksi yhtiön hallitus on julkisesti arvioinut 0,14 euroa osakkeelta.

Kulurakenteen kehitys



Osinkoennusteet



Ennusteet 6/6

Ylimääräisten varojen käyttökohteet vielä arvoitus

Palveluliiketoiminnan myynti luo ainakin hetkellisen erikoistilanteen CapManin taseen osalta. Kaupasta yhtiö saa noin 60 MEUR ylimääräisiä varoja, joita ei julkisesti ole korvamerkitty mihinkään tiettyyn käyttökohteeseen. Näin ollen emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme esimerkiksi yrityskauppoja, vaikka yhtiön kommenttien perusteella näitä voi hyvinkin olla suunnitteilla. Mahdolliset yrityskaupat on toki mahdollista rahoittaa kassavarojen sijaan osakevaihdolla, kuten CapMan teki Dasos Capital hankinnan suhteen.

Emme ole myöskään huomioineet ylimääräistä pääomaa voitonjaon ennusteissamme. Näin ollen ylimääräisen pääomituksen purkautuminen johtaa lopulta joko 1) ennusteitamme korkeampaan voitonjakoon tai 2) odotuksiamme voimakkaampaan kasvuun hallinnointiliiketoiminnassa. Arvonmäärityksen ja näkemyksen kannalta tällä ei kuitenkaan ole merkitystä, kuten tulemme raportin seuraavassa kappaleessa perustelemaan.

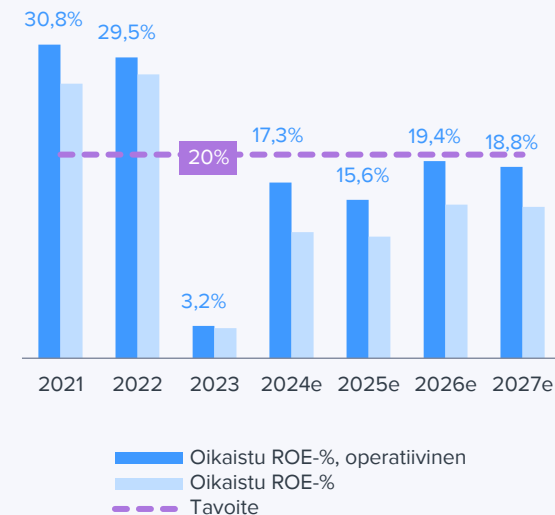
Korollisten velkojen lunastamiseen merkittävässä mittakaavassa emme puolestaan usko, sillä tämä tekee yhtiön tavoitetason mukaisen oman pääoman tuoton saavuttamisen hyvin vaikeaksi. Yrityskaupat muodostavat niin ikään olennaisen haasteen oman pääoman yli 20 %:n tuottotavoitteen näkökulmasta, sillä yrityskaupassa ostaja joutuu usein maksamaan huomattavan osan

potentiaalista jo osana kauppahintaa. Tämä taas johtaa taseen liikearvon kasvun myötä laskevaan oman pääoman tuottoon. Tätä olemme havainnollistaneet sivun oikeassa laidassa olevalla kuvaajalla, jossa CapManin liikearvosta oikaistu operatiivinen oman pääoman tuotto on selvästi koko oman pääoman huomioivaa lukua korkeampi. Ero selittyy ennen kaikkea Dasos Capitalin hankinnassa syntyneellä liikearvolla.

Taseen sijoitustoiminta ei myöskään yllä 20 %:n oman pääoman tuottoon nykyisillä tuottoennusteillamme sekä arvioimallamme velkavivun määrällä. Hallinnointiliiketoiminnan orgaaninen kasvu sen sijaan on pääomankin tuoton näkökulmasta erittäin kannattavaa. Tämän takia liiketoiminnan orgaaninen kasvu luo CapManin tuotokomponenteista selvästi eniten arvoa osakkeenomistajille. Konsernitason oman pääoman tuotto jää kuitenkin edellä mainituista syistä johtuen yhtiön tavoitetason alapuolelle läpi ennustejakson.

Korostamme, että omistaja-arvon luonnin kannalta pääoman tuoton absoluuttisella tasolla ei kuitenkaan ole merkitystä, vaan jokainen tuottovaatimuksen ylittävä investointi on osakkeenomistajan kannalta lähtökohtaisesti suotuisa. Onkin mielenkiintoista nähdä, miten CapMan jatkossa tasapainoilee tavoitteissaan kasvun ja pääoman tuoton välillä. Arviomme mukaan yhtiö päivittää taloudellisia tavoitteitaan samalla, kun se kertoo tarkemmin strategian fokusalueista ja tulevista kasvuhankkeista vuoden 2025 maaliskuussa järjestettävässä pääomamarkkinapäivässä.

Oman pääoman tuoton* ennusteet



*Oman pääoman tuottoluvuista on oikaistu pois palveluliiketoiminnan myynnistä syntyvät 60 MEUR:n ylimääräiset varat, sillä emme odota CapManin panttaavan näitä pidemmän päälle taseessaan. Tuottoluvut eivät myöskään huomioi kertaluonteisia tuottoja tai kuluja.

Lisäksi operatiivisen oman pääoman laskennassa omasta pääomasta on oikaistu pois yrityskaupoissa syntynyt liikearvo. Tunnusluku havainnollistaa siten nykyisten liiketoimintojen operatiivista kannattavuutta.

Ennusteiden yhteenveto

MEUR	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	43,0	52,8	67,5	59,4	71,0	65,0	74,5	76,9
Rahastojen hallinnointipalkkiot	29,0	36,6	38,8	39,0	47,9	51,1	54,5	58,8
Voitonjako-osuustuotot	0,9	2,9	9,6	3,1	6,5	7,0	13,0	11,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	4,0	4,2	7,4	6,0	6,0	6,4	6,5	6,6
Palveluliiketoiminta	8,6	8,6	11,1	10,6	9,8	0,0	0,0	0,0
Muut ja eliminoinnit	0,7	0,5	0,6	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,1	57,0	0,0	0,0	0,0
Henkilöstökulut	-23,9	-30,6	-34,6	-33,9	-35,9	-36,7	-38,4	-40,2
Muut kulut	-9,7	-10,0	-12,2	-13,2	-15,0	-12,9	-13,4	-14,0
Poistot	-1,5	-1,5	-4,2	-1,5	-1,8	-1,6	-1,8	-1,8
Käyvän arvon muutokset	4,4	33,9	36,5	-6,1	11,6	18,2	18,7	19,3
Liikevoitto	12,3	44,6	53,1	4,7	87,0	31,8	39,5	40,1
Kertaerät	0,0	0,0	0,0	-2,0	54,7	-1,4	-1,4	-1,4
Oikaistu liikevoitto	12,3	44,6	53,1	6,7	32,3	33,2	40,9	41,4
Sijoituksista ja voitonjaoista oikaistu liikevoitto	7,5	9,0	7,8	8,2	12,6	7,2	8,3	10,3
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	3827	4909	5040	5005	6035	6407	6926	7564
Private Equity	998	991	933	1022	1000	1000	1030	1060
Real Estate	2 440	3 060	3 187	2 933	3 147	3 397	3 747	4 047
Infra	357	355	442	562	656	656	656	806
Natural Capital	0	0	0	0	747	859	988	1 136
Muut	32	503	478	488	485	495	505	515
<i>Hallinnoitavan varallisuuden kasvu-%</i>	18 %	28 %	3 %	-1 %	21 %	6 %	8 %	9 %
<i>Liikevoitto-%</i>	28,7 %	84,6 %	78,6 %	7,9 %	122,5 %	49,0 %	53,0 %	52,1 %
<i>Liikevoitto-% ilman sijoituksia ja voitonjakoja</i>	17,7 %	18,0 %	13,4 %	14,5 %	19,6 %	12,4 %	13,5 %	15,7 %
<i>EPS (kertaerästä oikaistu)</i>	0,03	0,22	0,25	0,02	0,11	0,12	0,15	0,15
<i>Osinko/osake</i>	0,14	0,15	0,17	0,10	0,14	0,14	0,15	0,16
<i>Voitonjakosuhte-%</i>	424 %	68 %	68 %	468 %	132 %	116 %	99 %	105 %
<i>ROE-%, oikaistu*</i>	4,5 %	27,0 %	27,9 %	2,9 %	12,4 %	11,9 %	15,1 %	14,9 %
<i>Omavaraisuusaste*</i>	51,8 %	53,0 %	52,5 %	47,7 %	52,5 %	60,4 %	60,3 %	60,7 %
<i>Omien tasesijoitusten tuotto-%</i>	3,8 %	27,6 %	24,7 %	-3,6 %	7,2 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %

*Oikaistu omista varoista ja kassasta palveluliiketoiminnan myynnistä syntyvä 60 MEUR:n ylimääräinen varallisuus

Arvonmääritys 1/4

CapMan on mielestämme asemoitunut sektorillaan erinomaisesti. Vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ovat arviomme mukaan selvä kasvualue myös tulevaisuudessa, ja yhtiöllä on uskottavia sijoitustiimejä useassa keskeisessä omaisuusluokassa.

Lisäksi sijoittajan on syytä huomioida, että CapManin osakkeeseen sijoittaminen tarjoaa altistusta vaihtoehtoisten omaisuserien tuotoille yhtiön sijoitussalkun sekä voitonjako-osuustuottojen kautta. Näin ollen osake voidaan nähdä yksityissijoittajan kannalta relevanttina vaihtoehtona vaihtoehtorahastoille, joiden minimisijoitusvaatimukset ovat usein satoja tuhansia euroja. Toki yhtälö vaatii toimiakseen sen, että CapManin osakkeen hinta on houkuttelevalla tasolla. Keskeinen tekijä viime vuosien kurssilaskun taustalla onkin juuri vaihtoehtosijoitusten kasvu- ja tuottonäkymien maltillistuminen, mikä korostaa CapManin lyhyen aikavälin kurssikehityksen riippuvuutta markkinaolosuhteista.

Yhteenveto arvostuksesta

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

Lisäksi olemme tarkastelleet arvostusta verrokkiryhmän kautta. Varsinaisena arvonmääritysmenetelmänä emme ole tätä soveltaneet, vaan verrokkianalyysin tarkoitus on

tarjota tukea osien summa -laskelmamme johtopäätöksille.

Osien summa -laskelmamme mukainen arvo CapManin osakkeelle on ennallaan noin 2,1 eurossa per osake, joka on myös linjassa tavoitehintamme kanssa. CapManin käyväksi arvoksi olemme haarukoineet 1,9–2,2 euroa osakkeelta.

Yhtiön onnistuessa hyvin sijoitustoiminnassaan on osakkeella eväitä nykyistä korkeampaan arvostukseen, mutta erityisesti kiinteistömarkkinan haasteiden jatkuessa voi kehitys myös jäädä odotuksistamme. Mielestämme nykyinen osakurssi kuitenkin tarjoaa mielekkään tuotto-odotuksen erityisesti pidemmällä aikavälillä.

Tuotto-odotus on riittävä

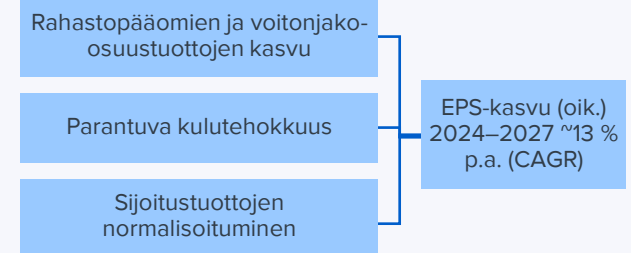
Viime vuosien kurssilaskun myötä CapManin tuotto-odotus on vahvemmin painottunut osinkotuottoon, mikä tarjoaa selkeää selkänöjää osakekurssille. Lisäksi tulospohjaiset hinnoittelukertoimet ovat kuitenkin mielestämme koholla, mikä vaikuttaa negatiivisesti yhtälöön. Kokonaisuudessaan haarukoimamme tuotto-odotus 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.

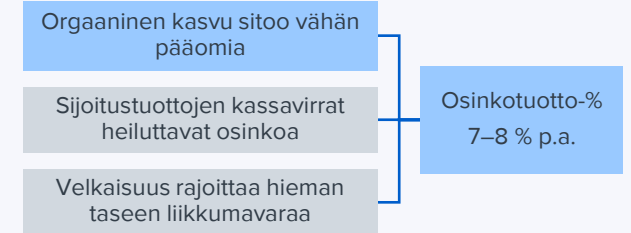
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

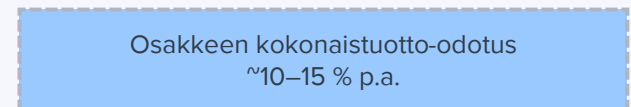
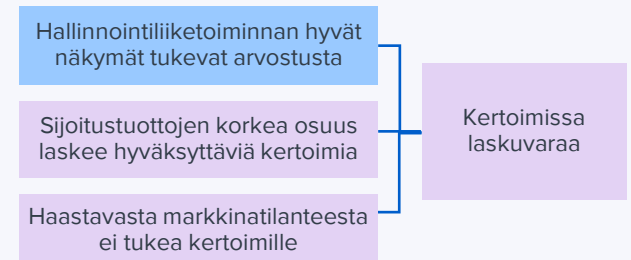
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

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 omaisuuserien poistoista oikaistulla liikevoittoennusteella. Näin saamme hallinnointiliiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 250 MEUR. Liiketoiminnan arvo saa tukea matalasta investointitarpeesta, vahvasta kasvunäkymästä sekä maltillisesta riskitasosta.

Voitonjako-osuustuottoihin olemme soveltaneet 11x-kerrointa sekä arvioimme 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 takaa 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

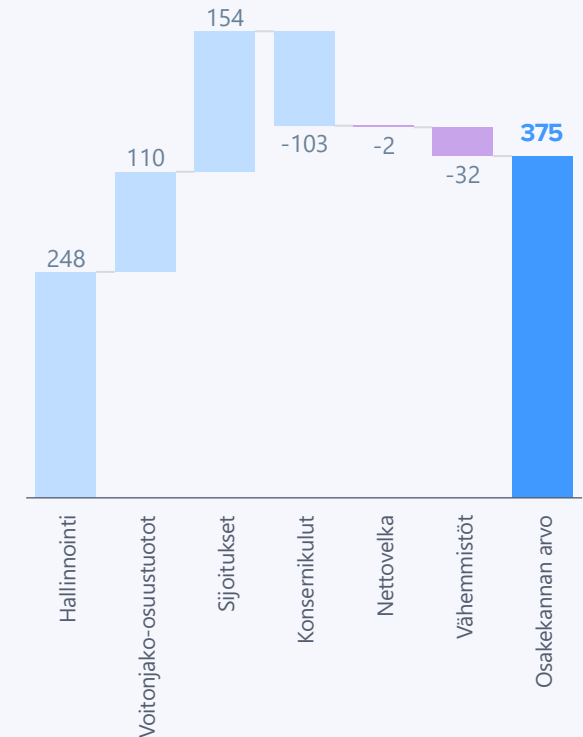
huomioiden CapManin sijoitussalkun arvoksi saadaan siten 154 MEUR.

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 laskelmissamme suunnilleen nettovelaton. Nettovelka sisältää 104 MEUR:n korolliset velat sekä osingonjaosta oikaistun kassan. Lisäksi olemme sisällyttäneet palveluliiketoiminnan myynnistä saatavat noin 60 MEUR kassavarat osaksi nettovelkaa. Tämä tarkoittaa, että oletamme tässä vaiheessa varoilla toteutettavien mahdollisten uusien yrityskauppojen tai muiden kasvuinvestointien 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 375 MEUR eli noin 2,1 euroa per osake.

Osien summa -laskelma (MEUR)



Arvonmääritys 3/4

Kassavirtamallin (DCF) soveltamisessa on haasteensa

Kassavirtamallimme (s. 56) nojaa oletukseen siitä, että CapManin kestävä liikevoittotaso on tästä eteenpäin reilu 40 MEUR vuodessa. Mallin ikuisuusolettamana olemme käyttäneet 45 %:n marginaalia joka vastaa suunnilleen viimeisen viiden vuoden keskiarvoa. Samalla tämä huomioi hallinnointiliiketoiminnan suhteellisen osuuden kasvun, jonka pitäisi hieman laskea konsernitason marginaalia pitkällä aikavälillä.

Terminaalivaiheen kasvutekijä on puolestaan 2,5 %, mikä vastaa suunnilleen arviotamme nimellisen bruttokansantuotteen pitkän aikavälin kasvusta. DCF-mallimme mukainen arvo CapManin osakkeelle on noin 2,2 euroa osakkeelta.

Konsernitason kassavirtamalli sopii kuitenkin mielestämme CapManille kohtalaisen huonosti. Mikään ei varsinaisesti estä DCF-mallin käyttöä, mutta eri tuottolähteiden erilaiset 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 raportin sivulla 40. Lisäksi sijoitustuottojen vuosittaiset vaihtelut voivat olla merkittäviä.

Tästä johtuen pidämme osien summa -laskelmaa selvästi käyttökelpoisempana arvonmääritysmenetelmänä CapManille, ja DCF-

mallin tulokseen tulee suhtautua lähinnä osien summa -laskelmaa tukevana. Huomautamme, että osien summa -laskelmamme perustuu niin ikään liiketoiminnan tuottamiin kassavirtoihin, joten taustaoletuksiltaan se ei olennaisesti eroa konsernitason kassavirtamallista (DCF).

Rahastojen tuotot ajavat lopulta yhtiön arvoa

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.

Myös yrityskaupat voivat olla selkeä ajuri osakkeelle, ja annamme huomattavan todennäköisyyden sille, että yhtiö on lähivuosina osana jotain järjestelyä (joko Dasosin kaltainen ostos tai jokin isompi fuusio). Tämän vaihtoehdon todennäköisyys mielestämme jopa hieman kasvoi palveluliiketoiminnan myynnin myötä, sillä nyt yhtiöllä on merkittävä määrä ylimääräistä kassaa taseessaan. Näillä varoilla yhtiö kertoikin harkitsevansa hallinnointiliiketoiminnan kasvun kiihdyttämistä, minkä tulkitsemme viittaavaan ennen kaikkea yritysostojen mahdollisuuteen.

Emme kuitenkaan ole huomioineet arvonmäärityksessämme yrityskauppojen vaikutusta, sillä järjestelyn epäonnistuessa voi vaikutus yhtiön arvoon olla myös negatiivinen. Mielestämme toimialalla arvonluonnin todennäköisyys on kuitenkin keskimääräistä yrityskauppaa parempi.



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

Arvonmääritys 4/4

Verrokkiryhmä ei ole optimaalinen

Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia. Keskimääräinen vertailtavuus CapManin ja verrokkiryhmän välillä ei kuitenkaan ole kaksinen, sillä pörssin muut varainhoitajat toimivat pääosin eri markkinoilla. Vaihtelua löytyy myös liiketoimintamallien välillä. Keskeisimpänä erona on CapManin taseen suuri sijoitusomaisuus, joka laskee yhtiön rakenteellisia tulokertoimia ja heiluttaa voimakkaasti vuositason tuloslukuja. Näin ollen konsernitason lukujen käyttökelpoisuus verrokkianalyyysissä jää heikoksi.

Yleisellä tasolla voidaan kuitenkin todeta, että mielestämme CapManin hallinnointiliiketoimintaa pitäisi hinnoitella suunnilleen linjassa Evlin ja eQ:n kanssa, sillä kumpikin yhtiöstä on keskittynyt instituutioasiakkaisiin ja liiketoimintojen kasvunäkymät ovat hyvät. Lisäksi varainhoidon ulkopuolisten tulosrivien merkitys on matala kummankin verrokin osalta. Yhtiöiden riskitasoissakaan ei mielestämme ole olennaisia eroja.

Evlin ja eQ:n keskimääräinen P/E-kerroin on lähivuosille noin 17x, joka on suunnilleen linjassa CapManin hallinnointiliiketoiminnalle soveltamamme tason. CapManin hallinnointiliiketoiminnalle soveltamamme 14x EV/EBIT muutettuna P/E-luvuksi on noin 18x, kun oletetaan, ettei CapManin hallinnointiliiketoiminnalle allokoita lainkaan korollista velkaa (yritysarvo=oman pääoman arvo), huomioidaan arviomme vähemmistön tulososuudesta sekä sovelletaan 20 %:n

veroastetta.

Näin ollen olennaisesti korkeampaa arvostusta ei CapManin hallinnointiliiketoiminnalle voida verrokkien markkinahinnoittelunkaan perusteella hyväksyä. Toki tarkastelussa on huomioitava, että otanta on hyvin pieni.

Sijoitustoiminta nostaa tuottovaatimusta

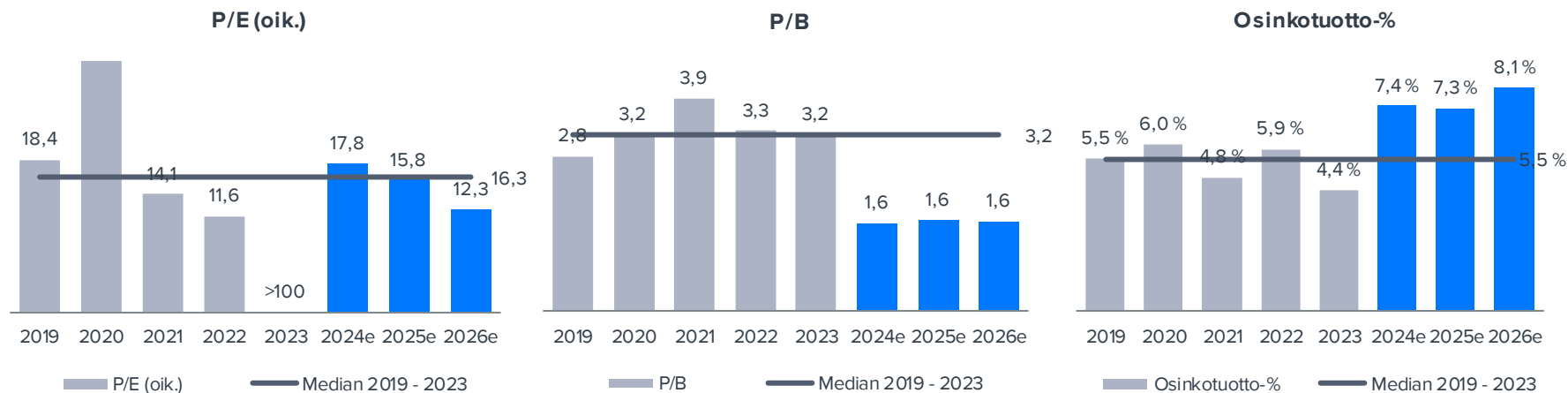
Olemme arvonmäärityksessämme soveltaneet CapManille konsernitason 9,2 %:n tuottovaatimusta (WACC). Yhtiön oman pääoman tuottovaatimus on 10,4 %, mikä heijastelee yhtiön velkaisuutta sekä sijoitustoiminnan korkeampaa riskitasoa.

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,36	2,32	3,10	2,90	2,29	1,89	1,89	1,89	1,89
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	334	334	334	334
Yritysarvo (EV)	385	395	513	506	426	371	382	385	390
P/E (oik.)	18,4	70,3	14,1	11,6	>100	17,8	15,8	12,3	12,2
P/E	25,7	70,3	14,1	11,6	>100	4,6	16,9	12,9	12,9
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	6,1	4,7	5,1	4,5	4,3
EV/Liikevaihto	7,9	9,2	9,7	7,5	7,2	5,2	5,9	5,2	5,1
EV/EBITDA	15,4	28,7	11,1	8,8	68,7	4,1	11,0	9,0	9,0
EV/EBIT (oik.)	15,4	32,0	11,5	9,5	63,2	11,5	11,5	9,4	9,4
Osinko/tulos (%)	141,7 %	424,1 %	68,5 %	67,8 %	1179,0 %	33,7 %	123,4 %	103,8 %	110,0 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,0 %	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,4 %	7,3 %	8,1 %	8,6 %

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	83	82	7,6	7,4	6,3	6,1	1,8	1,6	10,2	10,8	7,5	8,0	2,5
Aktia	683	837							7,3	7,7	8,8	8,5	1,0
eQ	565	536	14,1	12,0	13,7	11,6	7,7	6,8	18,7	16,1	5,6	6,4	7,4
Eveli	500	497	10,8	10,7	7,7	9,5	3,9	4,5	15,0	14,7	7,7	8,1	3,5
Taaleri	232	229	6,6	6,1	6,5	6,0	3,5	3,2	9,6	9,8	6,5	6,7	1,1
Titanium	105	91	9,5	9,6	8,9	8,8	4,0	4,0	13,8	13,8	8,1	8,1	6,2
United Bankers	195	176	8,2	8,7	7,4	7,7	3,0	2,8	12,2	13,5	6,1	6,4	3,3
CapMan (Inderes)	334	371	11,5	11,5	4,1	11,0	5,2	5,9	17,8	15,8	7,4	7,3	1,6
Keskiarvo			9,5	9,1	8,4	8,3	4,0	3,8	12,4	12,3	7,2	7,4	3,6
Mediaani			8,9	9,1	7,5	8,3	3,7	3,6	12,2	13,5	7,5	8,0	3,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			30 %	26 %	-45 %	33 %	41 %	65 %	46 %	18 %	-1 %	-9 %	-52 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	67,5	15,1	16,5	13,7	14,1	59,4	18,4	18,4	16,9	17,4	71,0	65,0	74,5	76,9
Hallinnointiliiketoiminta	55,9	12,5	13,7	11,1	11,0	48,2	15,4	15,1	14,1	15,9	60,4	64,5	74,0	76,4
Palveluliiketoiminta	11,1	2,6	2,7	2,5	2,8	10,6	2,9	3,1	2,8	1,0	9,8	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	0,1	0,1	0,3	0,5	0,2	0,2	0,0	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5
Käyttökate	57,3	0,9	4,6	5,2	-4,4	6,2	7,8	6,1	9,2	66,5	89,5	34,8	42,7	43,2
Poistot ja arvonalennukset	-4,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-2,5	-3,0	-3,2	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	53,1	0,5	4,2	4,8	-2,8	6,7	8,5	5,8	8,8	9,1	32,3	33,2	40,9	41,4
Liikevoitto	53,1	0,5	4,2	4,8	-4,8	4,7	7,3	5,4	8,5	65,8	87,0	31,8	39,5	40,1
Hallinnointiliiketoiminta	22,3	3,2	5,0	3,6	0,5	12,2	6,3	4,3	4,7	5,2	20,4	22,2	29,7	29,9
Palveluliiketoiminta	3,0	1,5	1,5	1,4	1,6	6,0	1,7	1,7	1,7	57,6	62,7	0,0	0,0	0,0
Sijoitustoiminta	35,7	-2,5	-0,4	0,9	-4,5	-6,6	2,1	1,0	3,1	4,6	10,9	17,6	18,2	18,7
Muut	-7,9	-1,6	-1,9	-1,1	-2,4	-6,9	-2,8	-1,6	-1,1	-1,5	-6,9	-8,0	-8,4	-8,6
Nettorahoituskulut	-5,5	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,4	-4,8	-4,8	-4,5	-4,5
Tulos ennen veroja	47,6	0,0	3,8	4,7	-4,5	4,0	6,4	4,3	7,06	64,4	82,2	27,1	35,0	35,6
Verot	-6,6	0,7	0,2	-1,1	-0,4	-0,6	-1,5	-0,4	-1,1	-0,8	-3,8	-5,4	-7,0	-7,1
Vähemmistöosuudet	-1,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,7	-2,0	-2,4	-1,3	-0,6	-0,6	-5,0	-1,8	-2,0	-2,3
Nettotulos	39,6	0,3	3,3	3,4	-5,7	1,3	2,5	2,6	5,4	62,9	73,5	19,8	26,0	26,2
EPS (oikaistu)	0,25	0,00	0,02	0,02	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04	0,11	0,12	0,15	0,15
EPS (raportoitu)	0,25	0,00	0,02	0,02	-0,04	0,01	0,01	0,01	0,03	0,36	0,42	0,11	0,15	0,15

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	27,9 %	6,1 %	-6,7 %	-13,8 %	-28,7 %	-12,1 %	21,9 %	11,2 %	23,0 %	23,9 %	19,6 %	-8,5 %	14,7 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	19,0 %	-97,2 %	-70,4 %	-62,1 %	-137,0 %	-87,3 %	1511,0 %	39,8 %	83,4 %	-430,2 %	379,0 %	2,8 %	23,2 %	1,4 %
Käyttökate-%	84,9 %	6,1 %	27,6 %	37,6 %	-31,4 %	10,4 %	42,2 %	33,4 %	54,4 %	381,3 %	126,1 %	53,5 %	57,3 %	56,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	78,6 %	3,5 %	25,3 %	35,0 %	-19,6 %	11,4 %	46,4 %	31,8 %	52,2 %	52,3 %	45,5 %	51,1 %	54,8 %	53,9 %
Nettotulos-%	58,7 %	2,0 %	20,2 %	24,7 %	-40,3 %	2,3 %	13,6 %	14,3 %	32,0 %	361,1 %	103,4 %	30,5 %	34,9 %	34,1 %

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	134	104	106
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	5,8	6,5	10,0	10,0	10,0
Myyntisaamiset	26,3	20,5	24,9	26,0	29,8
Likvidit varat	55,6	41,0	99,3	68,4	65,8
Taseen loppusumma	270	241	348	322	327

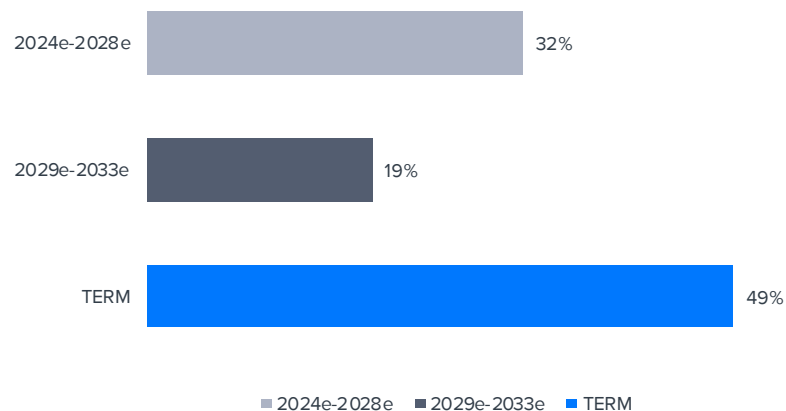
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	142	115	211	206	207
Osakepääoma	0,8	0,8	37,8	37,8	37,8
Kertyneet voittovarot	65,5	52,9	111	106	107
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	26,8	24,7	28,0
Korolliset velat	1,1	1,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,4	24,2	24,9	22,7	26,1
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9
Taseen loppusumma	271	242	348	322	327

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-12,1 %	19,6 %	-8,5 %	14,7 %	3,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	7,9 %	122,5 %	49,0 %	53,0 %	52,1 %	50,0 %	49,0 %	48,0 %	47,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	4,7	87,0	31,8	39,5	40,1	40,4	41,5	42,7	43,9	43,3	44,4	
+ Kokonaispoistot	1,5	2,5	3,0	3,2	3,2	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-3,2	-3,8	-5,4	-7,0	-7,1	-7,1	-7,4	-7,6	-7,9	-7,7	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-1,0	-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	-7,1	-3,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	14,4	78,4	25,2	34,3	35,1	35,1	35,9	36,8	37,7	37,3	38,2	
+ 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	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,6	35,3	18,5	27,5	28,2	33,1	33,8	34,6	35,4	34,9	35,4	
+/- Muut	0,0	39,0	3,0	-3,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,6	74,3	21,5	24,5	26,2	33,1	33,8	34,6	35,4	34,9	35,4	543
Diskontattu vapaa kassavirta		73,0	19,3	20,2	19,8	22,9	21,4	20,1	18,8	17,0	15,8	242
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		490	417	398	378	358	335	314	294	275	258	242
Velaton arvo DCF		490										
- Korolliset velat		-93,9										
+ Rahavarat		41,0										
-Vähemmistöosuus		-31,5										
-Osinko/pääomapalautus		-15,9										
Oman pääoman arvo DCF		390										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



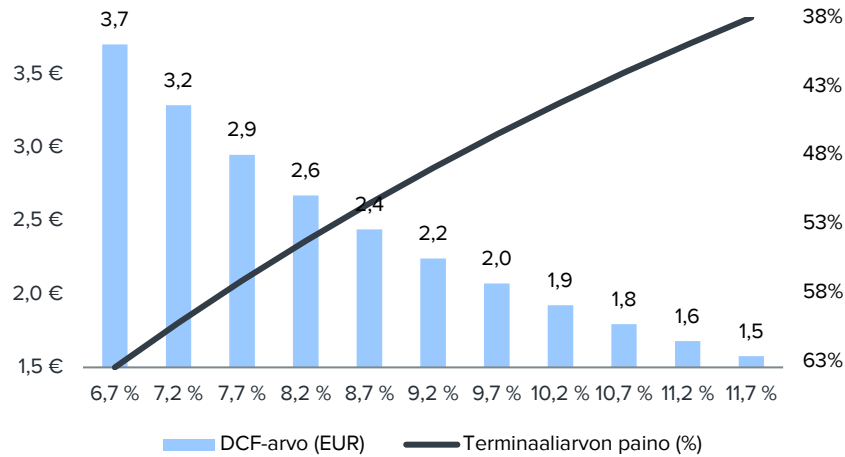
Pääoman kustannus (WACC)

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 %

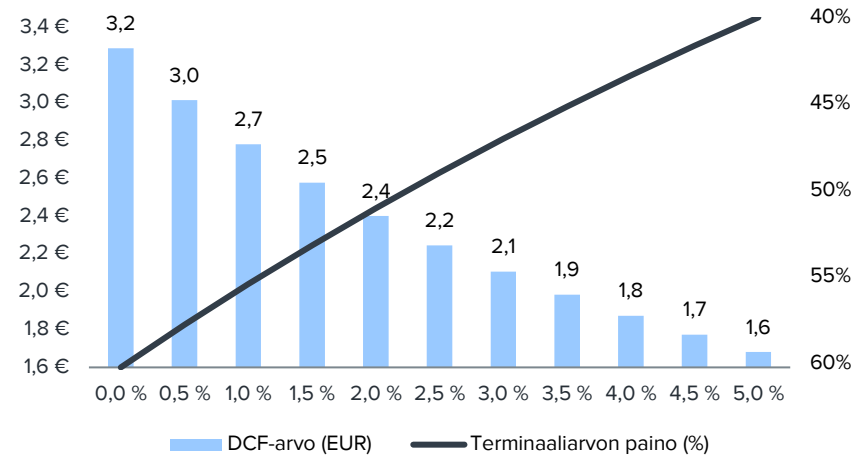
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

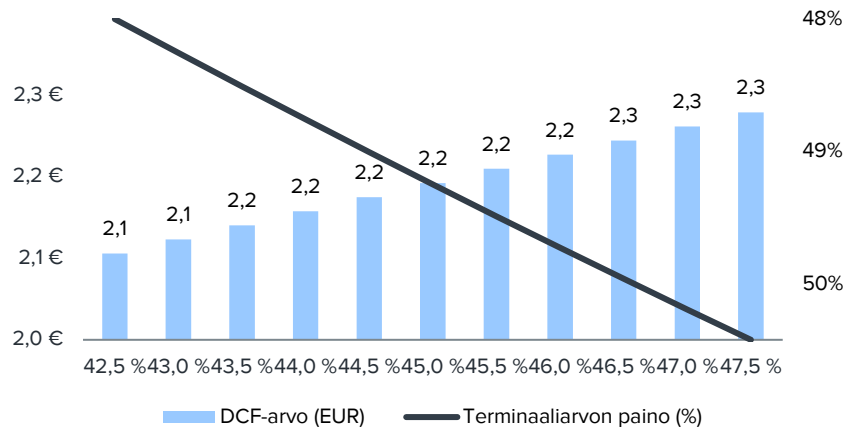
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



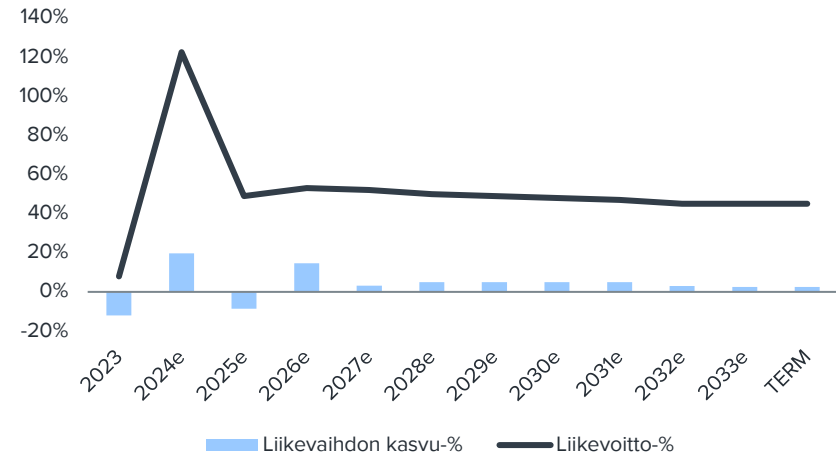
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	59,4	71,0	65,0	EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,01	0,42	0,11
Käyttökate	46,1	57,3	6,2	89,5	34,8	EPS (oikaistu)	0,22	0,25	0,02	0,11	0,12
Liikevoitto	44,6	53,1	4,7	87,0	31,8	Operat. kassavirta / osake	0,29	0,31	0,09	0,44	0,14
Voitto ennen veroja	40,6	47,6	4,0	82,2	27,1	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,07	0,10	0,42	0,12
Nettovoitto	34,3	39,6	1,3	73,5	19,8	Omapääoma / osake	0,80	0,89	0,71	1,17	1,14
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,0	54,7	-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	348,0	322,0	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	28 %	-12 %	20 %	-9 %
Oma pääoma	127,4	142,1	115,1	210,8	205,8	Käyttökateen kasvu-%	236 %	24 %	-89 %	1345 %	-61 %
Liikearvo	15,3	7,9	7,9	30,9	30,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	262 %	19 %	-87 %	379 %	3 %
Nettovelat	17,8	37,4	52,8	4,7	16,6	EPS oik. kasvu-%	564 %	14 %	-91 %	396 %	13 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	87,4 %	84,9 %	10,4 %	126,1 %	53,5 %
Käyttökate	46,1	57,3	6,2	89,5	34,8	Oik. Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	11,4 %	45,5 %	51,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,9	11,5	-7,1	-3,2	Liikevoitto-%	84,6 %	78,6 %	7,9 %	122,5 %	49,0 %
Operatiivinen kassavirta	46,0	49,1	14,4	78,4	25,2	ROE-%	28,8 %	29,8 %	1,1 %	45,8 %	9,7 %
Investoinnit	-14,2	-37,3	8,1	-43,1	-6,7	ROI-%	21,9 %	23,8 %	2,1 %	33,2 %	10,5 %
Vapaa kassavirta	57,2	11,5	15,6	74,3	21,5	Omavaraisuusaste	53,0 %	52,6 %	47,7 %	60,6 %	63,9 %
						Nettovelkaantumisaste	14,0 %	26,3 %	45,9 %	2,2 %	8,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	9,7	7,5	7,2	5,2	5,9						
EV/EBITDA	11,1	8,8	68,7	4,1	11,0						
EV/EBIT (oik.)	11,5	9,5	63,2	11,5	11,5						
P/E (oik.)	14,1	11,6	>100	17,8	15,8						
P/B	3,9	3,3	3,2	1,6	1,6						
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,4 %	7,3 %						

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 (välttämät 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 liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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 €
21/10/2024	Lisää	2,10 €	1,89 €

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.**