

Tuotto-odotus on erinomainen

CapManin eilinen Q2-raportti oli kokonaisuutena erittäin hyvä ja se vahvisti entisestään luottamustamme yhtiön lähivuosien tulosparannusta kohtaan. Yhtiön etenee uuden strategiansa kanssa tällä hetkellä nopealla tahdilla oikeaan suuntaan ja strategian tulokset alkavat asteittain näkyä myös yhtiön numeroissa. Suhteessa päivitettyihin ennusteisiimme osake on halpa ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää) tavoitehinnalla 1,85 euroa (aik. 1,70 euroa).

Odotuksia parempi Q2-raportti

Q2-liikevoitto oli 6,0 MEUR ja ylitti 4,2 MEUR:n ennusteemme selvästi johtuen Scalan korkeammista tuotoista sekä InfoCaresta saatujen voitonjakotuottojen ajoittumisesta jo Q2:lle. Hallinnointiliiketoiminnan kehitys oli odotuksiemme mukaista ja myös kulut olivat linjassa ennusteidemme kanssa. Hyvien numeroiden lisäksi yhtiön strategia jatkaa nopeaa etenemistään. 300 MEUR:n infrarahaston ensimmäinen sulkeminen tehdään vuoden jälkipuoliskolla ja yhtiöllä on putkessa myös uusia inframandaatteja. Lisäksi loppuvuoden aikana aloitetaan uuden Buyout-rahaston kerääminen. CapMan tarkensi myös taloudellisia tavoitteitaan, joista merkittävämpänä se pyrkii nyt kasvattamaan osinkoaan joka vuosi.

Ennusteita tarkistettu ylöspäin

Olemme entistä luottavaisempia, että CapMan saa hallinnointipalkkiot kestäväälle kasvu-uralle uusien tuotteiden ja aiempaa paremman hinnoittelun ansiosta. Kuluvaan vuoden ennusteemme ovat itseasiassa laskeneet hieman johtuen InfoCaresta saadun voitonjako-osuustuoton selvästi odotuksiamme pienemmästä määrästä. Annamme kuluvaan vuoden ennusteillemme kuitenkin vain rajallisesti painoarvoa, koska lähivuosien tuloskasvu on entistä luotettavammalla pohjalla. Odotamme kuluvaan vuoden liikevoiton nyt olevan 18,6 MEUR (aik. 20,0 MEUR ja tuloksen painopiste siirtyy selvästi edellisvuotta voimakkaammin ennustettaviin hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan tuottoihin huonosti ennustettavista sijoitustuotoista. Ensi kevään osinkoennusteemme on uuden osinkopolitiikan mukaisesti 0,12 euroa (aik. 0,11e).

2019 tulos nousee erinomaiselle tasolle

2019 odotamme CapManilta selkeää tulosparannusta ja päivitetty liikevoittoennusteemme on 31,5 MEUR (aik. 29,3 MEUR). Tulosparannuksen ajureina toimivat hallinnointiliiketoiminnan kasvu sekä voitonjako-osuustuotot Nordic Real Estate I rahastosta. Tähän tulosparannukseen liittyy mielestämme vain kohtuullista riskiä sillä hallinnointiliiketoiminnan kasvua ajaviin uusiin tuotteisiin (NPI, NRE2, infra ja Buyout 11) on erittäin hyvä näkyvyys. Lisäksi Nordic Real Estate 1 irtaantumisvaihe on jo niin pitkällä, että voitonjaonpiiriin siirtyminen on käytännössä varmaa ja kysymys onkin enemmän ajoituksesta ja voitonjaon suuruudesta.

Päivitettyillä ennusteilla osake on halpa

Olemme valmiit katsomaan kuluvaan vuoden tuloskertoimien (2018e P/E 17x) yli johtuen hyvästä näkyvyydestä ensi vuoden tulokseen. 2019 ennusteillamme P/E-kerroin laskee alle 10x tasolle. Tämä taso on selvästi alle yhtiön verrokkiryhmän ja alle yhtiölle hyväksyttävän tason. Näemmekin kertoimissa selkeää nousuvaraa ensi vuoden tulosparannuksen realisoituessa. Lähivuosien osinkotuotot ovat ennusteillamme 7-8 %:n tasolla ja se tarjoaa hyvää pohjatuottoa osakkeelle. Kokonaisuutena näemmekin osakkeen tuotto/riski-suhteen erinomaisena.

Analytikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehinta 1,85 EUR

Edellinen: 1,70



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 1,58 EUR

12 kk vaihteluväli 1,39-1,808 EUR

Potentiaali 17,1 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	26,7	18,7	69,9 %	15,5	0,10	0,09	7,6	10,7	10,9	12,9	7,1 %
2017	34,8	19,5	55,9 %	16,4	0,10	0,11	8,1	13,3	14,4	15,0	6,3 %
2018e	36,7	18,6	50,6 %	16,1	0,09	0,12	6,8	13,4	13,5	17,4	7,6 %
2019e	48,6	31,5	64,8 %	29,3	0,17	0,13	5,3	7,7	7,7	9,5	8,3 %
2020e	49,0	31,8	64,8 %	29,6	0,17	0,14	5,2	7,9	8,0	9,5	9,0 %
Markkina-arvo, MEUR			232	OPO / osake 2018e, EUR			0,85	CAGR EPS, 2017-2020, %			17 %
Nettovelka 2018e, MEUR			19	P/B 2018e			1,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			251	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			15,7 %	ROE 2018e, %			10,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			195	Omavaraisuusaste 2018e, %			63,7 %	ROCE 2018e, %			10,6 %

Odotuksia parempi Q2-raportti

Hyvä tuloskehitys jatkuu

CapManin liikevaihto kasvoi 26 %:lla 11,4 MEUR:oon ylittäen selvästi 9,8 MEUR:n ennusteemme. Yliityksen taustalla oli Palvelut, jossa etenkin Scalan saamat palkkiot olivat selvästi odotuksiamme suuremmat. Yhtiö myös kirjasi odotuksiemme vastaisesti 0,6 MEUR:n voitonjako-osuustuotot InfoCaren myynnistä. Hallinnointiliiketoiminnan kehitys oli odotuksiemme mukaista ja hallinnointipalkkiot kasvoivat 15 %:lla Q2:lla. CapManin hallinnointiliiketoiminta on palannut kasvu-uralle uusien tuotteiden vetämänä ja odotamme kasvun kiihtyvän seuraavan 12kk:n aikana uusien tuotelanseerausten johdosta.

Liikevoitto kohosi odotuksia korkeamman liikevaihdon seurauksena 6,0 MEUR:oon ja ylitti 4,2 MEUR:n ennusteemme selvästi. Sijoitussalkun tuotto oli lievästi odotuksiamme vaisumpi, mutta hyvä operatiivinen kannattavuus Palvelut-segmentissä kompensoi tätä. CapMan on katsauskaudella keventänyt osakemarkkinasalkkuaan selvästi (noin 20 MEUR:lla) ja nämä rahat on sijoitettu valtaosin yhtiön omiin tuotteisiin. Ottaen huomioon osakemarkkinan haastavat arvostustasot ja yhtiön omien tuotteiden hyvän tuottopotentiaalinen, pidämme tätä sijoittajien kannalta positiivisena. Kulut olivat hieman odotuksiamme korkeammat johtuen kertaluontoisista kuluista liittyen uudelleenjärjestelyihin ja Infran ylösajoon. Näistä oikaistuna kulut olivat hyvin linjassa ennusteemme kanssa. Tuloslaskelman alemmilla riveillä ei ollut yllätyksiä ja EPS oli lopulta 0,03 euroa ylittäen 0,01 euron ennusteemme selvästi.

Hallinnoitava varallisuus säilyi vertailukauden tasolla noin 2800 MEUR:ssa. Luku jäi lievästi ennusteestamme johtuen BVK:n mandaatin odotettua hitaammasta kasvusta. Tämä on kuitenkin vain siirtymää kvartaalilta toiselle ja yhtiön hallinnoitavan varallisuuden pitäisikin lähteä selvään kasvuun seuraavan 12kk:n aikana strategian onnistuneen toteutuksen ansiosta.

Strategia etenee vauhdilla

Hyvien numeroiden lisäksi yhtiön strategia jatkaa nopeaa etenemistään. 300 MEUR:n infrarahaston ensimmäinen sulkeminen tehdään vuoden jälkipuoliskolla ja yhtiöllä on putkessa myös uusia inframandaatteja. Lisäksi loppuvuoden aikana aloitetaan uuden Buyout-rahaston kerääminen. CapMan

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	9,1	11,4	9,8				16 %	36,7
Liikevoitto	7,3	6,0	4,2				43 %	18,6
Tulos ennen veroja	6,4	5,1	2,7				88 %	16,1
EPS (oikaistu)	0,04	0,03	0,01				72 %	0,09
Osinko/osake								0,12
Liikevaihdon kasvu-%	14,7 %	25,9 %	8,1 %				17,8 %-yks.	5,5 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	80,1 %	52,6 %	42,8 %				9,9 %-yks.	50,6 %

Lähde: Inderes

mainitsi myös, että sillä on putkessa myös muita uusia tuotteita ja emme yllättyisi, mikäli yhtiö vielä H2:n aikana kertoisi uusista mandaattipohjaisista sijoituksista (esim. kiinteistöt tai PE). Nordic Property Income rahaston myynti on jatkunut yhtiön odotuksien mukaisesti (noin 25 MEUR per kvartaali) ja rahastolla pitäisi olla hyvät edellytykset saavuttaa 200 MEUR:n kokoluokka 2019 loppuun mennessä.

CapMan päivitti myös taloudelliset tavoitteensa. Yhtiön tavoitteena on jakaa kasvavaa osinkoa (aiemmin yli 75 % tuloksesta), kasvattaa hallinnointi ja palveluliiketoimintaa yli 10 %:lla (ennallaan), saavuttaa yli 20 %:n oman pääoman tuotto keskimäärin ja pitää omavaraisuusaste yli 60 %:ssa (aiemmin nettovelkaantumisaste korkeintaan 40 %). Korkeampi omavaraisuusastetavoite viestii yhtiön halusta operoida aiempaa vahvemmalla taseella, mikä jättää sille enemmän liikkumavaraa strategisia liikkeitä ajatellen. Osingon kasvutavoite on mielestämme selkeä parannus aiempaan ja näemmekin markkinan osinkoennusteissa lieviä paineita tämän jälkeen.

Ennusteita tarkistettu ylöspäin

Luottamus tulosparannusta kohtaan kasvaa

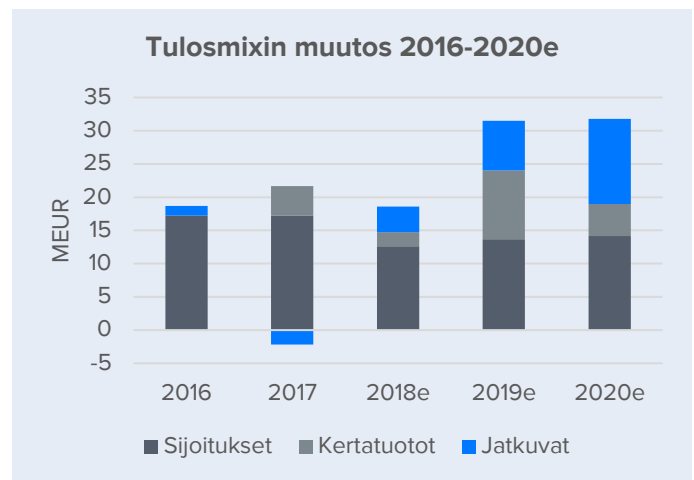
Olemme entistä luottavaisempia, että CapMan saa hallinnointipalkkiot kestäväälle kasvu-uralle uusien tuotteiden ja aiempaa paremman hinnoittelun ansiosta. Kuluvan vuoden ennusteemme ovat itseasiassa laskeneet hieman johtuen InfoCaresta saadun voitonjako-osuustuoton selvästi odotuksiamme pienemmästä määrästä. Annamme kuluvan vuoden ennusteillemme kuitenkin vain rajallisesti painoarvoa, koska lähivuosien tuloskasvu on entistä luotettavammalla pohjalla. Odotamme kuluvan vuoden liikevoiton nyt olevan 18,6 MEUR (aik. 20,0 MEUR) ja tuloksen painopiste siirtyy selvästi edellisvuotta voimakkaammin ennustettaviin hallinnointi- ja palvelu-liiketoiminnan tuottoihin huomasti ennustettavista sijoitustuotoista. Ensi kevään osinkoennusteemme on uuden osinkopolitiikan mukaisesti 0,12 euroa (aik. 0,11e).

2019 osalta olemme tarkistaneet ennusteitamme ylös noin 8 %:lla. Keskeisenä ennustemuutoksena on Palvelut-segmentin korkeammat ennusteet, sillä etenkin Scala näyttää kykenevän selvästi aiempia arvioitamme korkeampaan liikevaihtoon. 2019 odotamme CapManilta selkeää tulosparannusta ja päivitetty liikevoittoennusteemme on 31,5 MEUR (aik. 29,3 MEUR). Tulosparannuksen ajureina toimivat hallinnointiliiketoiminnan kasvu sekä voitonjako-osuustuotot Nordic Real Estate I rahastosta. Tähän tulosparannukseen liittyy mielestämme vain kohtuullista riskiä sillä hallinnointiliiketoiminnan kasvua ajaviin uusiin tuotteisiin (NPI, NRE2, infra ja Buyout 11) on erittäin hyvä näkyvyys. Lisäksi Nordic Real Estate 1 irtaantumisvaihe on jo niin pitkällä, että voitonjaonpiiriin siirtyminen on käytännössä varmaa ja kysymys onkin enemmän ajoituksesta ja voitonjaon suuruudesta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	38,0	36,7	-3 %	46,1	48,6	6 %	47,3	49,0	4 %
Liikevoitto	20,0	18,6	-7 %	29,3	31,5	8 %	30,0	31,8	6 %
Tulos ennen veroja	17,0	16,1	-5 %	27,1	29,3	8 %	27,9	29,6	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,10	0,09	-8 %	0,15	0,17	8 %	0,16	0,17	6 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,12	9 %	0,13	0,13	0 %	0,14	0,14	0 %

Lähde: Inderes

Sijoittajan kannalta oleellista CapManin tuloskasvussa on tuloksen laadun parantuminen. Hallinnointiliiketoiminnan kasvaessa ja kulutehokkuuden parantuessa tulee tuloksen painopiste siirtymään epävarmoista sijoitustuotoista ennustettaviin ja vakaisiin hallinnointipalkkioihin pohjautuviin tuottoihin. Hallinnointipalkkiopohjainen tulos on sijoittajille merkittävästi arvokkaampaa, kun sijoituksista tuleva johtuen sen ennustettavuudesta ja vakauudesta. Hallinnointipalkkioihin pohjautuvaa tulosta voidaan hinnoitella selvästi korkeammilla arvostuskertoimilla kuin tulospohjaisia. Mielestämme tuloksen mixin muuttuminen onkin sijoittajan kannalta lähes yhtä tärkeää, kuin itse tuloksen kasvu.



Osake on halpa

Tuotto-odotus on erinomainen

Olemme valmiit katsomaan kuluvan vuoden tulokertoimien (2018e P/E 17x) yli johtuen hyvästä näkyvyydestä ensi vuoden tulokseen. 2019 numerot heijastelevat paremmin yhtiön strategian tuloksia, sillä esimerkiksi Infra näkyy yhtiön luvuissa kunnolla vasta ensi vuonna. 2019 ennusteellamme P/E-kerroin laskee alle 10x tasolle ja pysyy tällä tasolla myös 2020. Tulokseen liittyvä riski on mielestämme laskenut selvästi, kun yhtiö on alkanut purkaa osakemarkkinariskejään, näkyvyys voitonjakotuottoihin on parantunut ja hallinnointiliiketoiminta on jatkanut kasvuaan. Sijoitustuotoista ja sijoitussalkulla oikaistu P/E-kerroin (hallinnointi ja palveluliiketoiminnan kerroin) on 2018 osalta korkeahko 13x, mutta laskee 2019 4x tasolle isojen kertatuottojen ansiosta.

Suhteessa keskeisiin verrokkeihinsa, CapMan on hinnoiteltu kohtuullisella alennuksella ja emme pidä tätä perusteltuna varsinkaan, kun yhtiön riskiprofiili on vuoden 2018 aikana laskenut selvästi.

Tulosparannuksen realisoituessa näemmekin osakkeessa selkeää nousuvaraa. Yhtiön osinkotuotto on myös vahvalla yli 7 %:n tasolla ja se tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa strategian edistymistä odotellessa. Osinkoon liittyvä riski on mielestämme erittäin pieni johtuen yhtiön osinkopolitiikasta sekä

vahvasta taseesta. Näin ollen korkea osinkotuotto parantaakin yhtiön tuotto/riski-suhdetta selvästi. Kokonaisuutena näemmekin osakkeen tuotto/riski-suhteen erinomaisena ja näemme osakkeessa selkeää nousuvaraa 12kk:n tähtäimellä.

Keskeinen riski liittyy mielestämme markkinatilanteen kehitykseen. Näkemyksemme mukaan nykyinen noususykli alkaa olla jo hyvin kypsässä vaiheessa ja hyvää aikaa on rajallisesti jäljellä. CapManin tapauksessa on kuitenkin hyvä huomioida, että sen hallinnointiliiketoiminta on varsin hyvin suojassa markkinan volatiliiteetilta, sillä pääomat ovat sitoutuneet yhtiön rahastoihin pitkillä sopimuksilla ja markkinasalkku pois lukien yhtiön herkkyyssuhteessa yleiseen markkinatilanteeseen on kotimaisista verrokkiyhtiöistä matalin etenkin nyt, kun yhtiö on alkanut purkaa osakemarkkinariskejään.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
CapMan	1,58	221	176	8,4	6,8	8,1	6,8	4,7	4,1	14,1	11,6	6,9	7,3	1,7
Evi	9,40									11,2	11,4	6,9	7,4	2,8
Taaleri	10,35	293	357	18,8	11,9	17,4	11,0	5,1	4,2	18,6	12,2	2,9	3,1	2,5
Privanet	2,60	37	40	7,9	6,6			2,6	2,6	9,0	8,7	5,4	5,8	1,8
United Bankers	7,10	68	71	14,2	8,9	8,9	6,5	2,2	2,0	11,1	8,9	6,3	7,0	2,3
eQ	8,78	322	313	13,0	11,8	13,0	11,6	6,8	8,1	17,1	15,4	4,1	4,8	3,3
Titanium	7,30	64	51	6,4	8,6	5,7	7,3	3,7	3,9	8,8	10,7	8,4	9,1	4,0
Jupiter Fund management	420,10	2210	1853	8,7	8,5	8,5	8,3	4,0	3,9	13,0	12,7	6,5	7,1	3,1
Blackstone	35,97	37350	49562	14,4	13,6	15,5	14,0	8,0	7,7	11,8	11,1	6,2	7,0	4,1
ABC Arbitrage	11,60	181	243	9,1	12,4	7,7	4,6	0,2	0,2	9,6	15,4	8,0	7,1	
OVH Holdings	950,40	10308	9821	6,8	7,7	6,8	7,7	5,6	6,9	6,2	7,7	3,1	3,4	1,3
Swissquote Group	32,38	1069	1553	14,1	12,3	9,4	8,3	0,7	0,7	17,7	13,2	6,1	6,1	0,9
Union Financiere	45,00	323	334	15,2	13,4	14,5	13,4	11,9	11,1	19,1	16,7	3,6	3,6	1,0
Liontrust Asset Management	664,00	364	327	12,5	10,2	11,3	9,6	4,0	3,4	15,6	13,8	3,2	3,8	6,1
CapMan (Inderes)	1,58	232	251	13,5	7,7	13,4	7,7	6,8	5,3	17,4	9,5	7,6	8,3	1,9
Keskiarvo				11,5	10,2	10,6	9,1	4,6	4,5	13,1	12,1	5,5	5,9	2,7
Mediaani				12,5	10,2	9,1	8,3	4,0	3,9	12,4	11,9	6,1	6,5	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				8 %	-25 %	47 %	-8 %	71 %	35 %	41 %	-21 %	24 %	27 %	-26 %

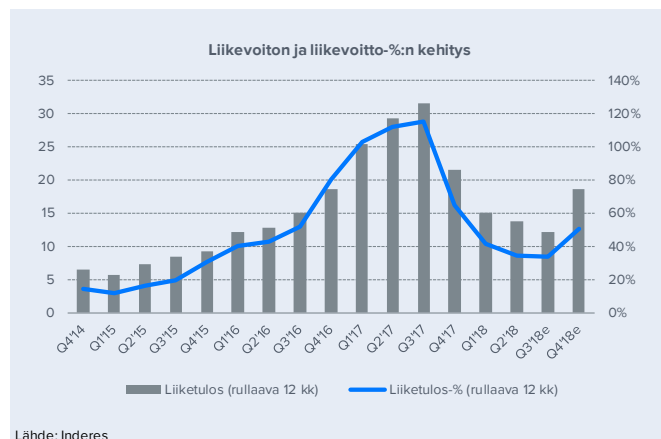
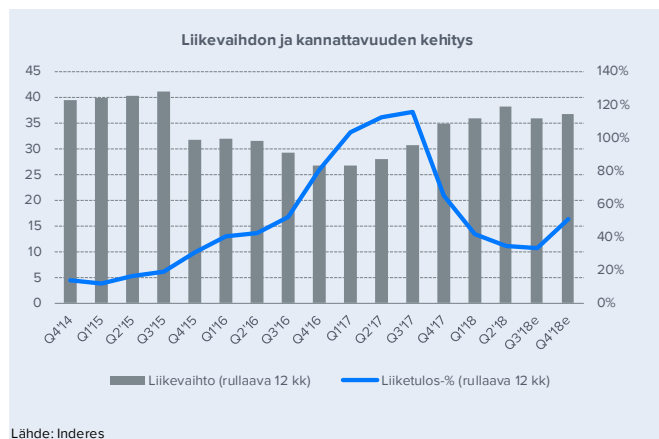
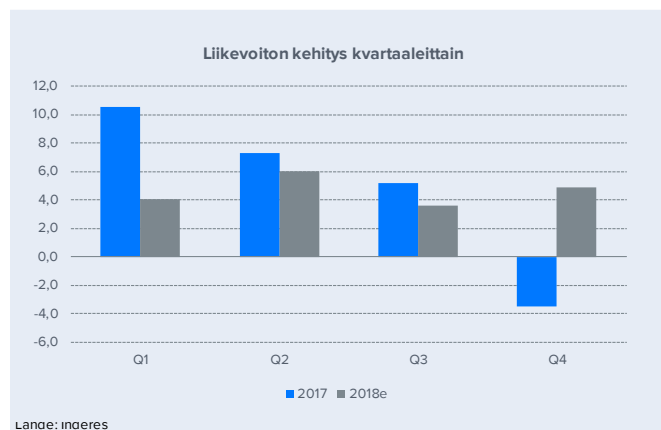
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	26,7	7,5	9,1	9,4	8,8	34,8	8,5	11,4	7,2	9,7	36,7	48,6	49,0
CapMan (2016 asti)	26,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	19,0	10,6	7,3	5,2	-1,9	21,2	4,1	6,1	3,6	4,9	18,7	31,7	32,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-1,6	-1,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,7	10,5	7,3	5,2	-1,5	21,5	4,1	6,0	3,6	4,9	18,6	31,5	31,8
Liikevoitto	18,7	10,5	7,3	5,2	-3,5	19,5	4,1	6,0	3,6	4,9	18,6	31,5	31,8
CapMan (2016 asti)	18,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-3,1	-0,5	-1,0	-0,5	-0,5	-2,5	-2,2	-2,2
Tulos ennen veroja	15,5	9,6	6,4	4,5	-4,2	16,4	3,5	5,1	3,1	4,4	16,1	29,3	29,6
Verot	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	1,1	-0,8	-0,2	-0,8	-0,5	-0,7	-2,1	-4,4	-4,4
Vähemmistöosuudet	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,7	-0,3	-0,3
Nettotulos	14,1	8,6	5,8	3,9	-3,1	15,1	3,3	3,8	2,6	3,6	13,3	24,6	24,8
EPS (oikaistu)	0,10	0,06	0,04	0,03	-0,01	0,12	0,02	0,03	0,02	0,02	0,09	0,17	0,17
EPS (raportoitu)	0,17	0,10	0,07	0,04	-0,04	0,11	0,02	0,03	0,02	0,02	0,09	0,17	0,17

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,0 %	0,0 %	14,7 %	42,0 %	89,7 %	30,5 %	12,7 %	25,9 %	-23,7 %	9,4 %	5,5 %	32,4 %	0,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	101,4 %	177,4 %	114,7 %	83,8 %	-117,3 %	15,0 %	-61,5 %	-17,2 %	-30,2 %	-426,9 %	-13,5 %	69,6 %	0,8 %
Käyttökate-%	71,0 %	141,5 %	80,9 %	55,3 %	-22,0 %	60,9 %	48,6 %	53,1 %	50,7 %	51,0 %	51,0 %	65,2 %	65,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	69,9 %	140,6 %	80,1 %	54,9 %	-17,0 %	61,7 %	48,0 %	52,6 %	50,2 %	50,7 %	50,6 %	64,8 %	64,8 %
Nettotulos-%	52,8 %	114,1 %	63,9 %	41,0 %	-35,0 %	43,4 %	39,0 %	32,9 %	36,1 %	37,6 %	36,2 %	50,6 %	50,7 %

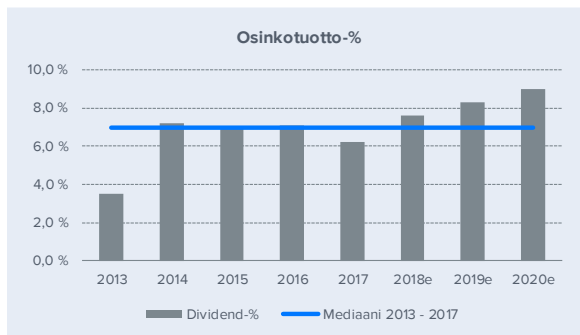
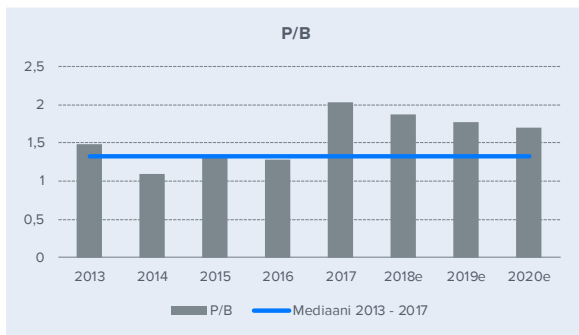
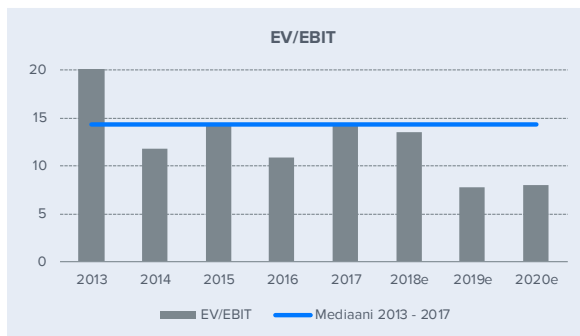
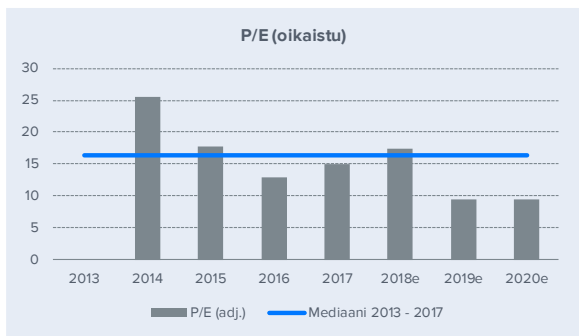
Lähde: Inderes



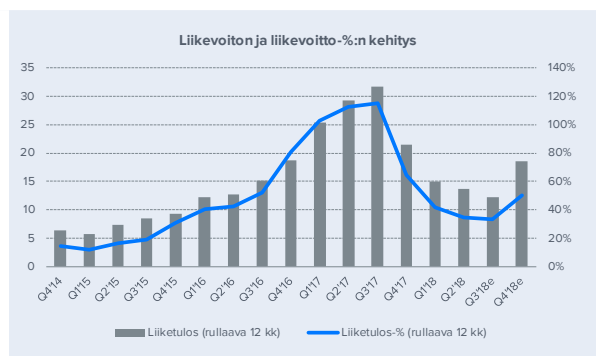
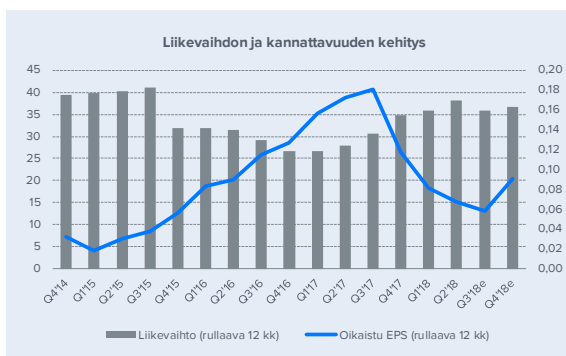
Arvostus

Multiples	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
MCAP	96	72	86	182	256	232	232	232
EV	111	75	133	203	281	251	259	253
P/E (adj.)	neg.	25,5	17,8	12,9	15,0	17,4	9,5	9,5
P/E	neg.	25,5	17,8	12,9	16,9	17,4	9,5	9,5
P/B	1,5	1,1	1,3	1,3	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/S	3,7	1,9	4,2	7,6	8,1	6,8	5,3	5,2
EV/EBITDA	27,7	11,1	13,9	10,7	13,3	13,4	7,7	7,9
EV/EBIT	33,2	11,8	14,4	10,9	14,4	13,5	7,7	8,0
Payout-%	-295,5 %	184,5 %	124,4 %	91,5 %	105,9 %	132,4 %	78,0 %	83,8 %
Dividend-%	3,5 %	7,2 %	7,0 %	7,1 %	6,3 %	7,6 %	8,3 %	9,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

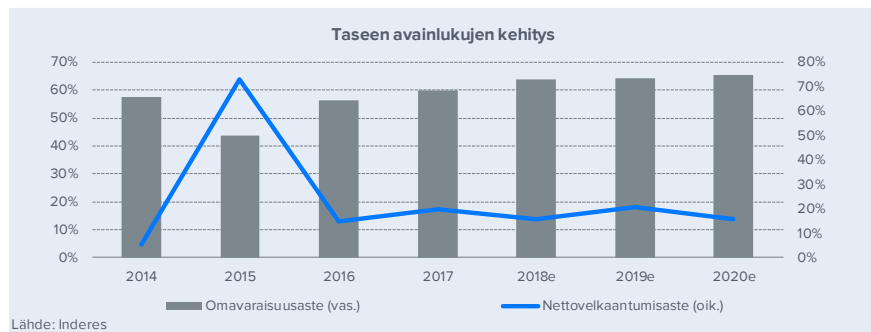


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	115	193	176	152	167
Liikearvo	6	6	5	5	5
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	56	5	0	0	0
Muut sijoitukset	47	176	169	145	160
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	5	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	34	60	35	43	37
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	6	10	9	9	9
Myyntisaamiset	6	5	3	3	4
Likvidit varat	22	45	23	31	24
Taseen loppusumma	150	253	211	195	204

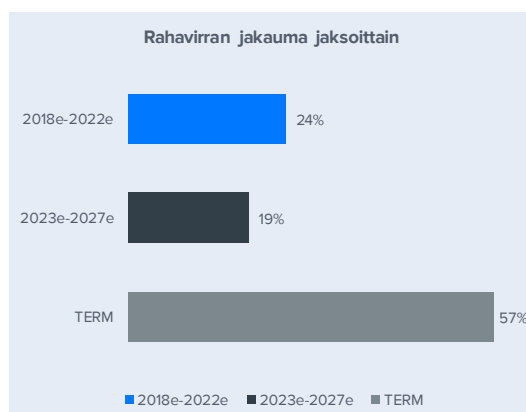
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	65	143	127	124	131
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	-2	6	5	2	9
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	39	39	39	39	39
Muu oma pääoma	27	97	83	83	83
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	71	58	54	59	60
Laskennalliset verovelat	2	10	9	9	9
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	69	48	45	50	52
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	13	52	31	12	13
Lainat rahoituslaitoksilta	0	18	3	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	13	34	27	11	12
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	1	1	1
Taseen loppusumma	150	253	211	195	204



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	19,5	18,6	31,5	31,8	34,2	34,9	33,2	28,5	26,4	27,0	27,5	
+ Kokonaispoistot	1,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	1,1	-2,1	-4,4	-4,4	-4,8	-4,9	-4,8	-4,1	-3,8	-3,9	-3,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	-3,2	-16,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	10,8	-7,3	27,0	27,3	29,7	30,3	28,7	24,7	23,0	23,4	23,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	6,3	24,1	-15,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,1	16,8	11,8	27,0	29,5	30,0	28,5	24,5	22,7	23,1	22,8	
+/- Muut	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,1	16,8	11,8	27,0	29,5	30,0	28,5	24,5	22,7	23,1	22,8	430,2
Diskontattu vapaa kassavirta	16,3	10,7	22,8	23,1	21,9	19,4	15,5	13,4	12,7	11,7	219,9	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	387,4	371,1	360,4	337,6	314,5	292,6	273,2	257,7	244,3	231,6	219,9	
Velaton arvo DCF	387,4											
- Korolliset velat		-48,2										
+ Rahavarat		23,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-16,0										
Oman pääoman arvo DCF	346,4											
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,36											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,3 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	31,8	26,7	34,8	36,7	48,6
EBITDA	9,6	19,0	21,2	18,7	31,7
EBITDA-marginaali (%)	30,2	71,0	60,9	51,0	65,2
EBIT	9,3	18,7	19,5	18,6	31,5
Voitto ennen veroja	6,5	15,5	16,4	16,1	29,3
Nettovoitto	4,9	14,1	15,1	13,3	24,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	149,5	252,7	211,3	194,5	204,4
Oma pääoma	65,2	143,0	126,7	124,0	131,0
Liikearvo	6,2	6,2	4,5	4,5	4,5
Korolliset velat	69,4	66,1	48,2	50,0	51,7

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	9,6	19,0	21,2	18,7	31,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,0	18,3	-3,2	-16,0	0,1
Operatiivinen kassavirta	4,7	164,4	10,8	-7,3	27,0
Vapaa kassavirta	22,1	38,2	23,1	16,8	11,8

Yhtiökuvaus
CapMan on johtava pohjoismainen pääomasijoituslalla toimiva sijoitus- ja varainhoitoyhtiö. Yhtiö palvelee pääomasijoitusluokassa toimivia ja siihen sijoittavia tahoja laajasti.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,06	0,10	0,10	0,09	0,17
EPS oikaistu	0,06	0,10	0,12	0,09	0,17
Operat. kassavirta per osake	0,05	1,15	0,07	-0,05	0,18
Tasearvo per osake	0,75	1,00	0,87	0,85	0,89
Osinko per osake	0,07	0,09	0,11	0,12	0,13
Voitonjako, %	124	91	106	132	78
Osinkotuotto, %	7,0	7,1	6,3	7,6	8,2

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,8	12,9	16,9	17,4	9,4
P/B	1,3	1,3	2,0	1,9	1,8
P/Liikevaihto	2,7	6,8	7,4	6,3	4,8
P/CF	18,4	1,1	23,7	neg.	8,6
EV/Liikevaihto	4,2	7,6	8,1	6,8	5,3
EV/EBITDA	13,9	10,7	13,3	13,4	8,2
EV/EBIT	14,4	10,9	14,4	13,5	8,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ilmarinen	7,6 %
Mandatum	7,5 %
OY Inventiainvest AB (Ari Tolppanen)	4,9 %
Mikko Laakkonen	4,4 %
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	2,6 %
Varma	2,5 %

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/08/2016	Osta	1,25 €	1,08 €
24/10/2016	Osta	1,35 €	1,20 €
03/11/2016	Lisää	1,40 €	1,28 €
18/01/2017	Lisää	1,40 €	1,27 €
05/02/2017	Lisää	1,55 €	1,46 €
08/03/2017	Lisää	1,70 €	1,55 €
05/05/2017	Lisää	1,80 €	1,69 €
11/08/2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
02/11/2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
19/12/2017	Lisää	1,85 €	1,76 €
02/02/2018	Vähennä	1,80 €	1,76 €
04/04/2018	Lisää	1,65 €	1,43 €
27/04/2018	Lisää	1,70 €	1,50 €
10/08/2018	Osta	1,85 €	1,56 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>