

CapMan

Laaja raportti

2/2021

Lupausten lunastuksen aika

Toistamme CapManin 2,8 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön kasvutarinaan ja näemme pitkän aikavälin tuotto-odotuksen houkuttelevana. Lyhyellä aikavälillä pelin henki on harvinaisen selvä ja yhtiön pitää nostaa tuloksensa tänä vuonna seuraavalle tasolle. Rajun kurssinousun jälkeen osake ei enää ole halpa, mutta tulosnusteidemme realisoituessa tarjoaa osake edelleen kohtuullisen hyvän tuotto-odotuksen.

Vaihtoehtoisin sijoitustuotteisiin keskittyvä finanssipalveluyhtiö

CapManilla on kolme liiketoiminta-aluetta: 1) Hallinnointiliiketoiminta, 2) Palvelut ja 3) omasta taseesta tehtävät sijoitukset. Muut-segmentti pitää sisällään CapManin konsernihallinnon. Hallinnointiliiketoiminta on muodostaa CapManin liiketoiminnan kovan ytimen ja yhtiöllä oli hallinnoitavaa varallisuutta 2020 lopussa 3827 MEUR. Hallinnoitavista pääomista noin 64 % on kiinteistörahastoissa ja -mandaateissa, noin 26 % Private equity- ja Credit-sijoitusalueen rahastoissa ja noin 9 % Infra-rahastossa ja -mandaateissa.

Yhtiö on uudistunut merkittävästi

CapMan on uudistunut viime vuosina voimakkaasti. 2016 lanseeratun kasvustrategian jälkeen yhtiön omistajapohja ja avainhenkilöstö on uudistunut voimakkaasti ja tuotetarjonta sekä asiakaskunta ovat laajentuneet. Kaikista tärkeimpänä tekijänä on yhtiön rahastojen parantunut performanssi. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön liiketoiminta on kääntynyt vahvaan kasvuun ja kannattavuustaso on parantunut selvästi. Yhtiön strategia onkin kiistatta vienyt yhtiötä oikeaan suuntaan ja sen toteuttamisessa on onnistuttu hyvin. Tulostaso on kuitenkin jäänyt vielä suhteellisen vaisuksi ja strategian hedelmien pitäisi heijastua myös tulokseen täysimääräisesti tulevina vuosina.

Tuloksessa aika tehdä tasokorjaus

Ennusteissamme pelin henki on hyvin selkeä, odotamme CapManin tulokseen selkeää tasokorjausta kuluvaan vuonna (2021e EBIT: 38 MEUR). Tulosparannuksen ajureina ovat Hallinnointiliiketoiminnan kannattava kasvu, merkittävät voitonjako-osuustuotot, elpyvät sijoitustuotot ja onnistuminen kulukontrollissa. Näkemyksemme mukaan noin 40 MEUR:n liikevoittotason pitäisi olla lähivuosina CapManin ns. ”uusi normaali”. Strategian onnistuneen toteuttamisen myötä rakennuspalikat ovat kasassa ja selittelyille ei enää ole sijaa. Luottamuksemme tulosparannusta kohtaan on noussut selvästi ja keskeiset riskit ovat yleinen markkinatilanne sekä yhtiön onnistuminen kulukontrollissa.

Tuotto-odotus edelleen houkutteleva, kunhan tulosparannus realisoituu

Vahvan kurssinousun myötä CapManin osake ei enää ole halpa ja nykyinen kurssitaso nojaa oletukseen siitä, että yhtiön tulos nousee uudelle tasolle 2021 alkaen. 2021-kertoimilla osake on neutraalisti hinnoiteltu, mutta tulosparannuksen realisoituessa ja yhtiön jatkaessa kannattavaa kasvuaan on osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus edelleen hyvä. Myös eri arvonmääritysmenetelmämme (osien summa, DCF ja verrokkiarvostus) tukevat näkemystämme osakkeen varsin neutraalista hinnoittelusta lyhyellä aikavälillä. Myös korkea ja turvallinen osinko tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa.

Analytytikot

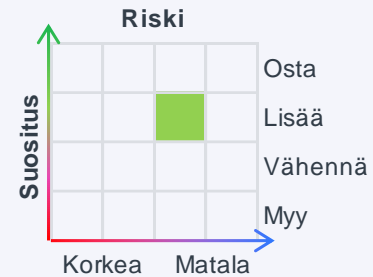


Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



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

Suositus



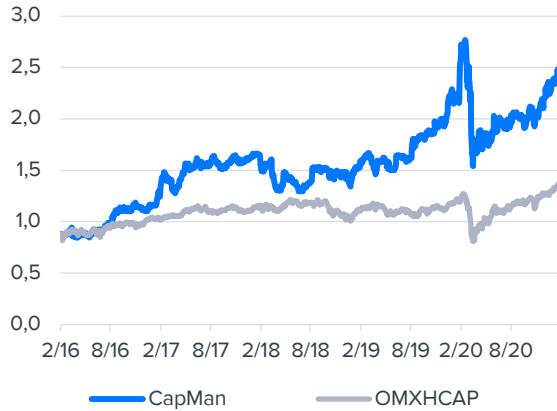
Lisää
(aik. Lisää)
2,8 EUR
(aik. 2,8 EUR)
Osakekurssi:
2,67

Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	43,0	60,1	64,3	68,9
kasvu-%	-12 %	40 %	7 %	7 %
EBIT oik.	12,3	37,8	42,0	44,3
EBIT-% oik.	28,7 %	63,0 %	65,3 %	64,3 %
Nettotulos	5,1	28,0	31,0	32,4
EPS (oik.)	0,03	0,18	0,20	0,20
P/E (oik.)	70,3	15,1	13,7	13,1
P/B	3,2	3,6	3,4	3,2
Osinkotuotto-%	6,0 %	5,6 %	6,0 %	6,4 %
EV/EBIT (oik.)	32,0	12,4	11,2	10,7
EV/EBITDA	28,7	12,0	10,9	10,4
EV/Liikevaihto	9,2	7,8	7,3	6,9

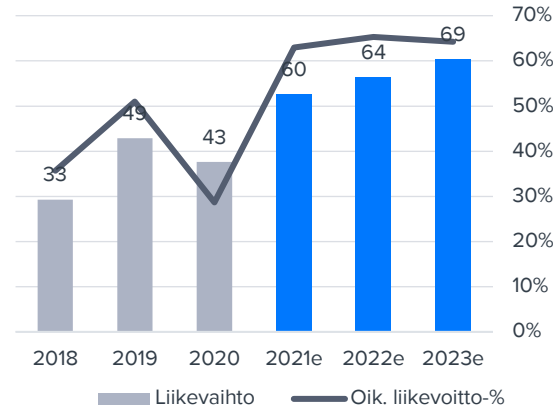
Lähde: Inderes

Osakekurssi



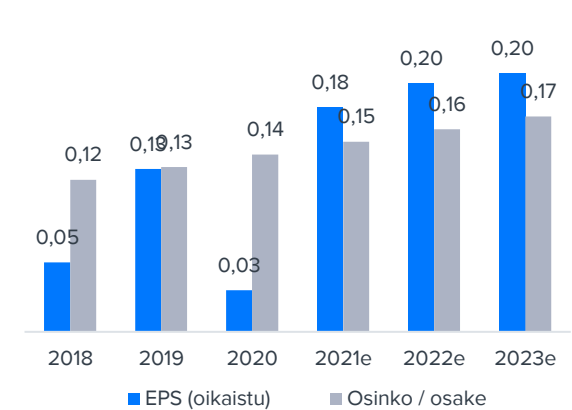
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
423
MEUR

Osinko-%
5,6%
2021e

P/B
3,6
2021e

P/E (oik.)
15
2021e

Arvoajurit

- Uudet tuotteet
- Voitonjako-osuustuottojen kasvu
- Uudet asiakas-segmentit
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Parantuva kulutehokkuus
- Rahastojen onnistunut sijoitustoiminta

Riskitekijät

- Sijoitustuottojen jääminen odotuksista, etenkin Infrassa ja Private Equityssä
- Kulutason pitävyyden ja tulospotentiaalinsa toteutumisen
- Markkinatilanne
- Korkojen nousu

Arvostus

- Osinko antaa osakkeelle hyvän pohjatuoton
- Nykyinen kurssitaso vaatii tulokseen selvän tasokorjauksen 2021 aikana
- Kiristynyt kurssitaso ei lyhyellä aikavälillä jätä tilaa harha-askelille
- Pitkällä aikavälillä tuotto-odotus edelleen houkutteleva kasvutarinan edetessä raiteillaan

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	9-11
Sijoitus- ja riskiprofiili	12-13
Hallinnointiliiketoiminta	14-18
Palvelut	19-20
Sijoitukset	21-22
Markkina- ja toimialakatsaus	23-30
Taloudellinen tilanne	31
Konsernitason ennusteet	32-34
Arvonmääritys	35-40
Liitteet	41-43
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	44

CapMan lyhyesti

CapMan on johtava pohjoismainen pääomasijoitusalan asiantuntija

1989

Perustettu

2001

Listautuminen

43 MEUR

Liikevaihto 2020

12,3 MEUR

Liikevoitto 2020

3827 MEUR

Hallinnoitava varallisuus 2020 lopussa

146 kpl

Henkilöstö keskimäärin 2020

175 MEUR

Sijoitussalkku

Laajentumisen vuodet

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

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

Supersyklin huipulla kerättyjen rahastojen tuotot jäävät heikoiksi

Yhtiö aloittaa isot uudelleenjärjestelyt

Uudellenrakennus

Norvestia-yrityksoston myötä CapManin sijoitusprofiili ottaa askeleen sijoitusyhtiön suuntaan

Palveluliiketoiminta eriytetään omaksi yksikökseen

Uusi toimitusjohtaja, uusi strategia ja uudet sijoitustiimit

Yhtiö perustaa useita uusia sijoitusalueita, varainkeruu sujuu pääasiassa hyvin

Hallinnointiliiketoiminta väläyttelee ensimmäisiä merkkejä täydestä potentiaalistaan

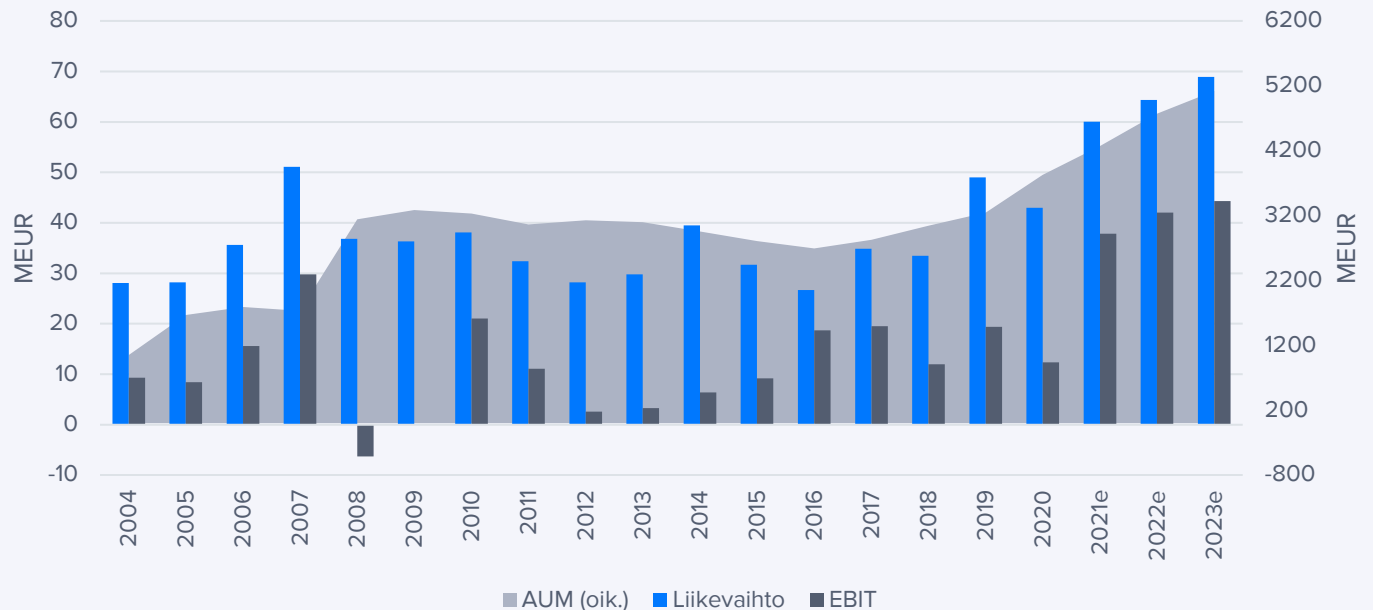
Sadonkorjuun aika

Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja strategian systemaattinen toteutus

Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuusparannuksen jatkaminen

Voitonjako-osuustuotot nostavat tuloksen seuraavalle tasolle

Yritysjärjestelyt todennäköisiä keskipitkällä aikavälillä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

CapMan on yksi ensimmäisiä kotimaisia Private equity-rahastomanagereita. CapMan perustettiin vuonna 1989 ja siitä on tullut viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana pohjoismainen listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja. Yhtiön palveluksessa oli vuoden 2020 aikana keksimäärin 146 työntekijää.

Kolme liiketoiminta-aluetta

CapManilla on kolme liiketoiminta-aluetta: 1) Hallinnointiliiketoiminta, 2) Palvelut ja 3) omasta taseesta tehtävät sijoitukset. Muut-segmentti pitää sisällään CapManin konsernihallinnon.

Hallinnointiliiketoiminta muodostaa CapManin liiketoiminnan kovan ytimen ja yhtiöllä oli hallinnoitavaa varallisuutta 2020 lopussa 3827 MEUR. Hallinnoitavista pääomista noin 64 % on kiinteistörahastoissa ja -mandaateissa, noin 26 % Private equity- ja Credit-sijoitusalueen rahastoissa ja noin 9 % Infra-rahastossa ja -mandaateissa.

CapManin Palveluliiketoiminta pitää sisällään hankintapalveluyritys CaPS:in, raportointipalveluihin keskittyneen Jay Solutionsin sekä CapMan Wealth Servicen, joka on keskittynyt varakkaiden yksityishenkilöiden, pienempien instituutioiden sekä perheiden sijoitusyhtiöiden konsultatiiviseen varainhoitoon.

CapManilla on vuosien 2015-2016 Norvestia-yritysoston myötä myös merkittävä oman taseen sijoitussalkku ja yhtiön sijoituskapasiteetti oli vuoden 2020 lopussa noin 175 MEUR. Enemmistö sijoitussalkusta oli vuodenvaihteessa sijoitettu CapManin omiin ja ulkopuolisiin rahastoihin.

Puhtaasti listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja

CapMan on muista Helsingin pörssin varainhoitajista poiketen keskittynyt puhtaasti listaamattomiin omaisuuslajeihin. Lisäksi CapMan on ns. ”tuotetalo”, eli yhtiön fokus on tuotteissa omaisuudenhoitopalvelun sijaan. Listaamattomiin omaisuuslajeihin sijoittaminen tarkoittaa käytännössä suorien, pääasiassa enemmistöomisteisten sijoitusten tekemistä esimerkiksi listaamattomiin kohdeyhtiöihin 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). CapManin uuden CapMan Wealth Services-palvelualueen kautta myös muut sijoittajat voivat sijoittaa näihin tuotteisiin.

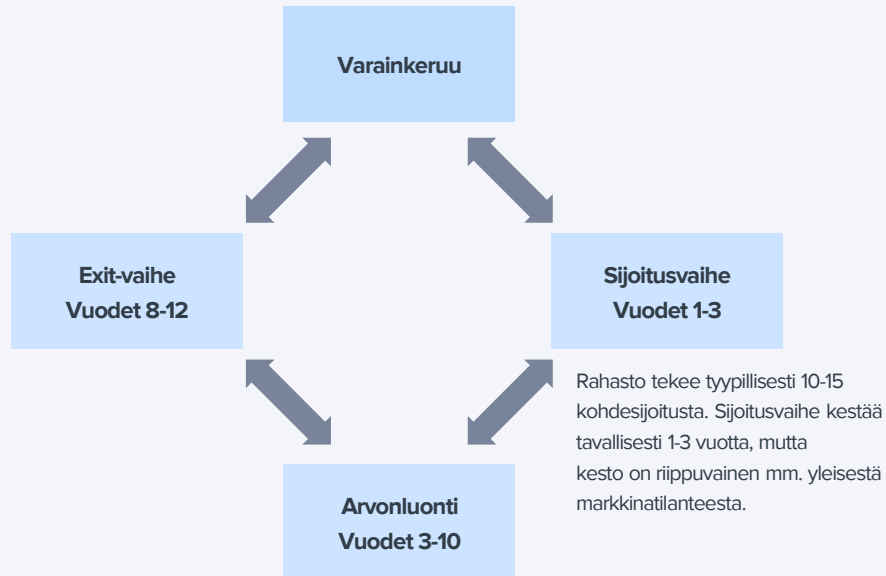
Rahastojen sijoitustiimit pyrkivät aktiivisesti kehittämään kohdesijoituksiaan yhdessä kohdeyhtiön johdon ja/tai kiinteistön vuokralaisten kanssa. Kohdeyhtiön arvoa pyritään kasvattamaan esimerkiksi strategiaa terävöittämällä, operatiivista tehokkuutta parantamalla ja kiihdyttämällä kasvua esimerkiksi yritysostoin. Myös velkavipu näyttelee sijoitustoiminnassa merkittävää roolia. Private equity-sijoitukset ovat luonteeltaan pitkiä ja kohdeyhtiöitä kehitetään tyypillisesti 4-7 vuotta ja rahaston keskimääräinen elinkaari on tavanomaisesti noin 10 vuotta. Liiketoimintamallin logiikkaa on avattu tarkemmin seuraavalla sivulla.

CapMan



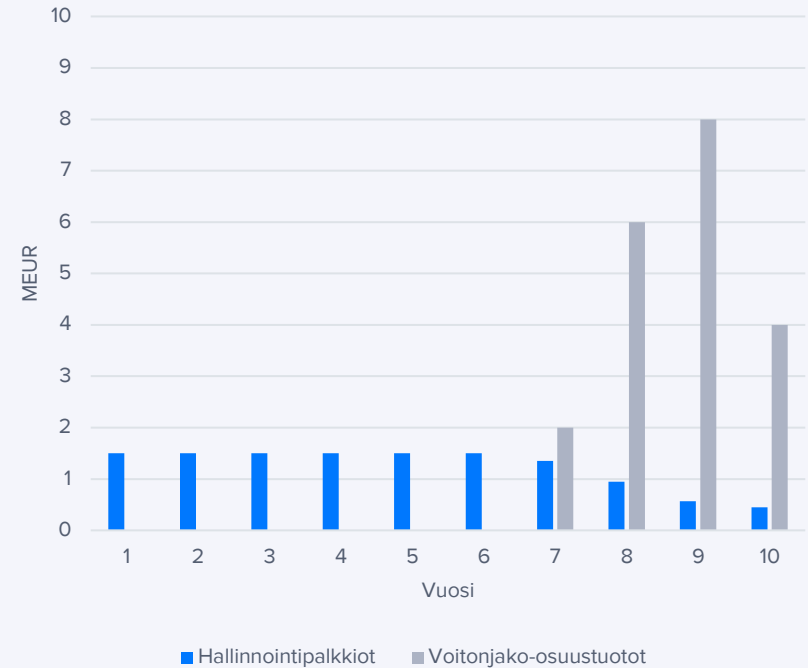
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Listamattoman suljetun rahaston tyypillinen elinkaari



Arvonluonti voidaan jakaa tyypillisesti kolmeen vaiheeseen: 1) operatiivinen kehittäminen, 2) velkavivun käyttö ja 3) arvostuskertoimien nousu. Nollakorkojen ja kohonneiden arvostustasojen myötä yhä suurempi osa arvosta tapahtuu operatiivisen kehityksen kautta.

Havainnollistava esimerkki rahaston elinkaaren aikana tuottamasta palkkiovirrasta



Oletukset:

Rahaston koko: 100 MEUR

Hallinnointipalkkio: 1,5 %

Aitakorko: 8 %

IRR: 15 %

CapManin osuus voitontulo-osuustuotoista: 10 %

Lopputulema:

Hallinnointipalkkiot 12,5 MEUR

Voitonjako-osuustuotot: 20 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian kulmakivet



Uudet tuotteet



- CapMan pyrkii kasvattamaan tuotetarjontaansa tuomalla kokonaan uusia sijoitusstrategioita sekä laajentamaan tarjontaa olemassa olevissa strategioissa

Laajempi sijoittajakunta



- Yhtiö pyrkii myös jatkossa laajentamaan historiallisesti varsin suppeaa kotimaisiin suuriin instituutioihin keskittyvää asiakaskuntaansa (nyt asiakkaista ~50 % kv-sijoittajia)
- Asiakaskuntaa laajennetaan niin kansainvälisesti kuin kotimaassa pienempien instituutioiden suuntaan

Erinomaiset sijoitustuotot



- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina CapManin on pakko tehdä rahastoilla systemaattisesti hyviä tuottoja

Kulutehokkuuden parantuminen



- CapManin kulutehokkuus on historiassa ollut heikko ja yhtiö on viime vuodet pyrkinyt systemaattisesti parantamaan sitä

Inderesin kommentit CapManin strategisista painopistealueista

- Tuotetarjonnan laajentaminen on mielestämme strategiana täysin oikea, sillä lisäarvoon keskittyvillä strategioilla yhtiön rahastojen kokoluokat voivat kasvaa rajallisesti.
- Laajempi tuotetarjonta hajauttaa yhtiön liikevaihtovirtoja sekä luo pohjaa uudelle kasvulle
- Suurempi tuotemäärä tasaa myös muuten varsin sykliä voitonjako-osuustuottoja

- Yhtiön historiassa hyvin keskittynyt asiakaskunta on ollut selkeä riski ja asiakaskunnan laajentuminen on strategisesti oikea valinta
- Laajempi asiakaskunta helpottaa uusien tuotteiden lanseerausta, tukee yhtiön hinnoittelua ja pienentää kokonaisriskitasoa

- Polarisaatio hyvien ja huonojen managerien välillä tulee jatkumaan
- CapManin on pakko lunastaa paikkansa parhaiden managerien joukossa
- Suurin todistustaakka yhtiöllä on Private Equityssä ja Infrassa, sillä kiinteistöjen nykytiimillä on jo vahva track-record
- Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua tuotekokojen ja hinnoittelun kautta sekä tarjoavat merkittävää potentiaalia voitonjako-osuustuottojen kautta

- Kulutehokkuus parantunut viime vuosina selvästi
- Kulutehokkuuden parantumisen jatkuminen vaatii taakseen strategian muissa kulmakivissä onnistumista
- Kulutehokkuuden parantuminen on sijoitustarinan kannalta täysin keskeistä, sillä Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus on osakkeen tärkein yksittäinen ajuri

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteet ovat realistiset ja track-record on hyvä

Hallinnointi ja palveluliiketoiminnan kasvu on CapManin sijoitustarinnan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä jatkuvien tuottojen kasvu on edellytyksenä Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kestäväälle tulosparannukselle. 10 %:n kasvutavoite on mielestämme realistinen ja uuden johdon aikana yhtiö on tavoitteeseen yltänyt (keskiarvo 2017-2020: 16 %). Tavoite vaatii taakseen hallinnoitavien varojen jatkuvaa kasvua sekä rahastojen terveen hintatason säilymistä. Nämä ovat täysin riippuvaisia yhtiön kyvystä luoda kilpailukykyisiä tuotteita ja tuottoja. CapManin track-record on parantunut tässä selvästi ja 2013 jälkeen perustetuista rahastoista valtaosa on tuottanut sijoittajille hyvin. Lisäksi yhtiö on jatkuvasti laajentanut tuotetarjontaansa sekä sijoittajakuntaansa, minkä seurauksena hallinnointipalkkioilla on hyvät edellytykset kasvaa kaksinumeroisia lukuja myös jatkossa. Palveluliiketoiminnassa uuden Wealth Services liiketoiminnan onnistuminen antaisi selkeää tukea kasvutavoitteen saavuttamiselle.

Oman pääoman tuottotavoite on mielestämme niin ikään realistinen, mutta se vaatii hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden ja sijoitustuottojen lisäksi myös voitonjako-osuustuottoja. Yhtiö onkin vaisujen voitonjako-osuustuottojen johdosta jäänyt viimevuosina tästä tavoitteesta selvästi (keskiarvo 2017-2020: 11 %). Voitonjako-osuustuottojen muuttuessa tulevina vuosina yhä selvemmin jatkuviksi, pitäisi yhtiöllä

olla edellytykset yltää seuraavan viiden vuoden aikana keskimäärin oman pääoman tuottotavoitteeseensa.

Omavaraisuusaste oli 2020 lopussa 52 % ja alle yhtiön tavoitteleman 60 %:n tason. Näkemyksemme mukaan 60 %:n taso on erittäin korkea ja käytännössä se tarkoittaa nettovelatonta tasetta. Oman taseen sijoitustoiminnan merkittävästä kokoluokasta ja luonteesta johtuen yhtiön tulee ylläpitää hyvin vahvaa tasetta. Näkemyksemme mukaan nykyisenkaltainen pieni velkavipu (2020: nettovelkaantumisaste 23 %) ei kuitenkaan ole ongelma ja emme näe sen nostavan yhtiön riskitasoa. Velkavipua merkittävämpi asia on yhtiön likviditeetti ja sijoitussitoumusten hallinta. CapManin tase näyttääkin keskimäärin yliliquidiltä, sillä yhtiön tulee säilyttää erinomainen likviditeetti pääomakutsuja silmälläpitäen.

Osinkoan CapMan on kasvattanut nyt kahdeksan vuotta putkeen ja osinko on oleellinen osa yhtiön sijoittajatarinaa. Alkuvuodesta 2021 CapMan siirtyi myös kaksi kertaa vuodessa jaettavaan osinkoon. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset ylläpitää osingonkasvua myös tulevina vuosina, kunhan ennustamamme tulosparannus realisoituu. Korostamme, että CapManin tase ei enää nykytasolta kestä merkittävästi osinkojen rahoittamista taseesta, sillä taseen velkavivun nostaminen osinkoja varten ei olisi osakkeenomistajien etujen mukaista. Jatkossa tuloksen tuleekin olla linjassa osinkojen kanssa, jotta nykyisenkaltaista kasvua voidaan ylläpitää.



Taloudelliset tavoitteet

CapManilla on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu > 10 %
- Oman pääoman tuotto > 20 %
- Omavaraisuusaste > 60 %
- Vuosittain kasvava osinko

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

	2017	2018	2019	2020	2021e eteenpäin
Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu-%	-3%	24%	29%	-1%	+10 %
ROE-%	11%	7%	11%	4%	+20 %
Omavaraisuusaste-%	60%	59%	60%	52%	< 50 %
Kasvava osinko	0,11e (+22%)	0,12e (+9%)	0,13e (+8%)	0,14e (+8%)	+ 7 %



Yhtiö polkee paikallaan

- Yhtiön liiketoiminta nojaa vanhoihin strategioihin
- Yhtiö hyvin riippuvainen pienestä joukosta kotimaisia isoja instituutioita
- Hallinnointiliiketoiminta ei ole kannattavaa
- Rahastojen performanssi epätydyttävää
- Sijoittajien tuotot nojaavat oman taseen tuottoihin sekä voitonjako-osuustuottoihin

Uudistumisen aika

- Omistuspohjan muutos & osakesarjojen yhdistäminen Norvestia-transaktion yhteydessä
- Avainhenkilöstössä iso vaihtuvuus ja uusi tj. aloittaa
- Uuden kasvustrategian lanseeraus ja sen systemaattinen toteutus
- Yhtiön tuotetarjonta laajenee ja monipuolistuu merkittävästi
- Yhtiön asiakaskunta kasvaa ja JAM Advisorsin hankinta avaa kanavan myös yksityisasiakkaisiin
- Rahastojen performanssi parantunut

Tulospotentialin realisoiminen

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja strategian systemaattinen toteutus
- Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuusparannuksen jatkaminen
- Voitonjako-osuustuotot nostavat tuloksen seuraavalle tasolle
- Yritysjärjestelyt todennäköisiä keskipitkällä aikavälillä

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvu

2.

Hyvä positioituminen toimialan trendeihin

3.

Kulutehokkuuden parannuspotentiaali

4.

Korkea ja ennustettava osinkovirta

5.

Yritysjärjestelyoptio

Potentiaali



- Uudet tuotteet nykyisissä ja uusissa strategioissa
- Tuotekokojen kasvu
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä omat sijoitustuotot
- Kulutehokkuuden parantuminen kasvun kautta
- Yhtiö etsii aktiivisesti yritysjärjestelymahdollisuuksia

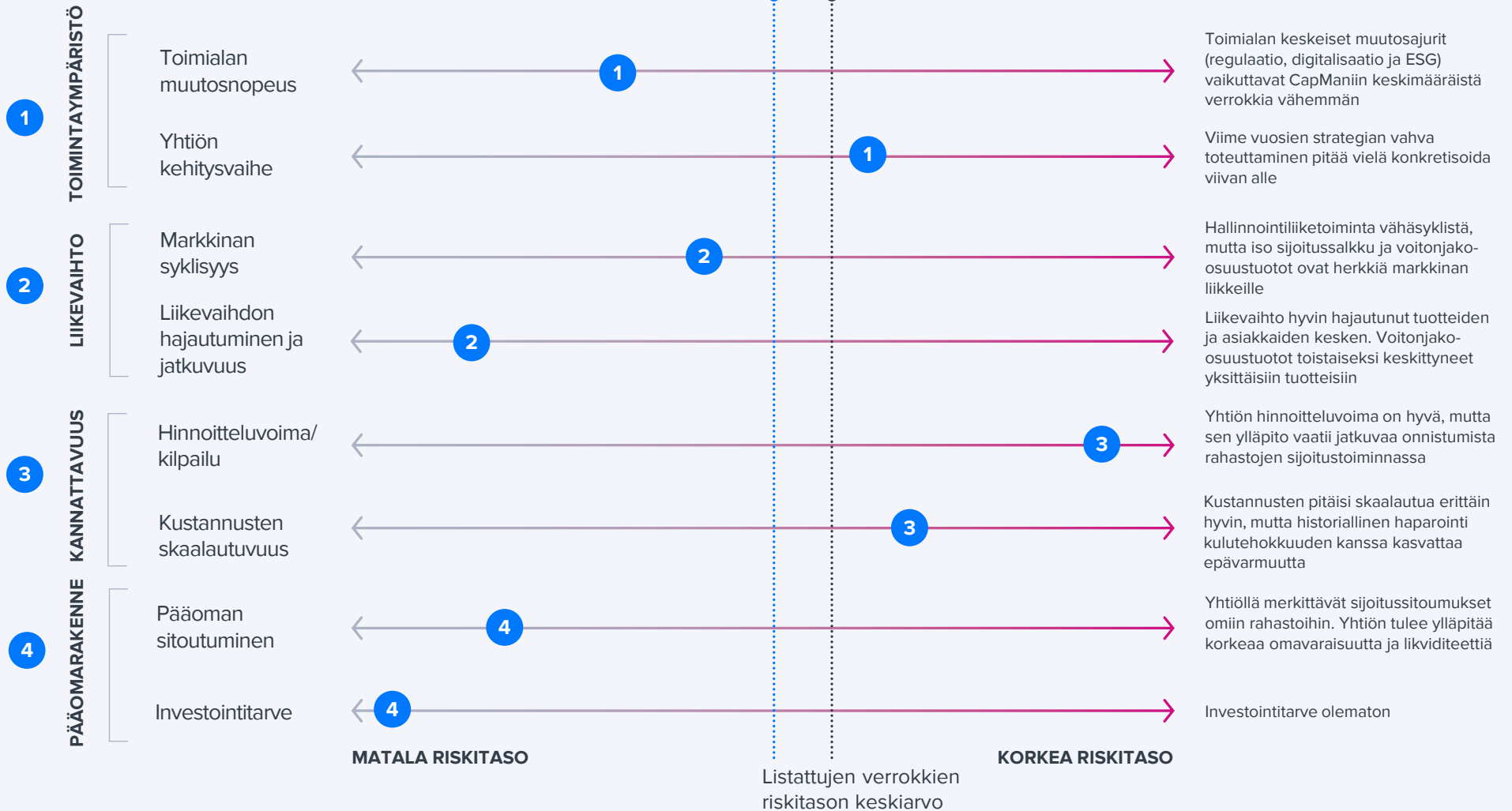
Riskit



- Sijoitustuottojen jääminen odotuksista, etenkin Infrassa ja Private Equityssä
- Kulutason pitävyys ja tulospotentiaalin realisoituminen
- Korkojen nousu
- Yleinen markkinatilanne

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio CapManin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Hallinnointiliiketoiminta 1/4

Konsernin ydin

Hallinnointiliiketoiminta on keskittynyt puhtaasti listaamattomiin omaisuusluokkiin ja se on yksi Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia. Vuoden 2020 lopussa CapManin hallinnoitavat pääomat olivat 3827 MEUR ja valtaosa tästä pääomasta on suljetuissa rahastoissa. CapManilla on kolme sijoitusalueita, jotka ovat Buyout, Real Estate ja Infra (tarkemmin sivulla 8).

Private equity

PE-rahastot pitävät käsittävät kohdeyhtiösijoitukset ja sijoitusalue on vanhan CapManin ydintä. Kohdeyhtiösijoitukset jakautuvat kolmeen alueeseen: Buyout, Growth ja Credit. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna sijoitusalueista suurin on Buyout ja arviomme mukaan vuoden 2020 lopun hallinnoitavasta varallisuudesta (998 MEUR) noin 600 MEUR tuli Buyout-rahastoista. CapManilla on tällä hetkellä 7 aktiivista PE-rahastoa, joista 3 on Buyout-rahastoa, 2 Credit-rahastoa ja 2 Growth-rahastoa. Tämän lisäksi CapMan kerää pääomia uuteen Buyout 11-rahastoon ja yhtiö on myös tiedottanut aloittavansa alkuvuonna 2021 varainkeruun uuteen Special Situations-rahastoon. CapManin kohdeyhtiösijoituksiin lukeutui aiemmin myös Russia-sijoitusalue, mutta CapMan myi 2019 tämän liiketoiminnan toimivalle tiimille Venäjän haasteellisen varainkeruu- ja toimintaympäristön sekä heikon sijoitusmenestyksen myötä.

PE-rahastojen hallinnointipalkkio on laskelmiemme 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 toimialalle tyypillisesti merkittävän voitonjakopotentialin rahastojen sijoitustoiminnan onnistuessa. 2020 käynnistetyn Growth II-rahaston varainkeruu sujui vahvasti ja rahasto ylitti sille asetetun tavoitekuon.

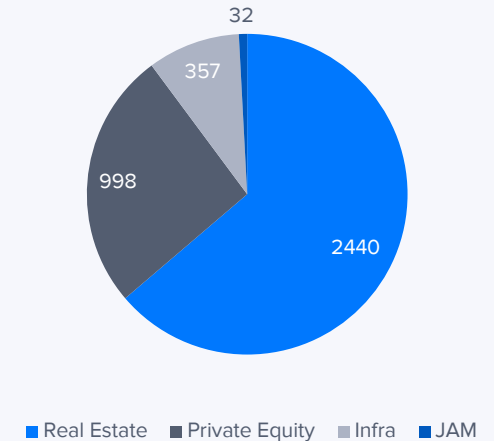
Infra

CapManin vuonna 2017 perustama Infra on yhtiön uusiin sijoitusalue ja sen hallinnoitavat pääomat olivat 2020 lopussa 357 MEUR. Hallinnoitavat pääomat koostuvat CapManin ensimmäisestä Infra-rahastosta (190 MEUR) sekä sijoitusmandaateista ja klubisijoituksista (167 MEUR). Ensimmäisen rahaston varainkeruu sujui selvästi odotuksiamme heikommin ja rahasto jäi selvästi sille asetetusta 300 MEUR:n tavoitekuosta. Arviomme mukaan odotettua tahmeammin sujunutta varainkeruuta selittää se, että kyseessä oli CapManille täysin uusi tuotealue ja rahasto oli sijoitustiimin ensimmäinen. CapMan on ilmoittanut aloittavansa Infra II-rahaston varainhankinnan 2021 aikana.

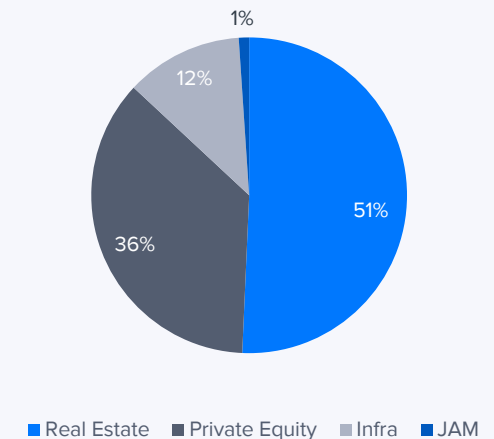
Real Estate

Kiinteistörahastojen ja -mandaattien osuus CapManin hallinnoitavasta varallisuudesta oli vuoden 2020 lopussa 2440 MEUR. CapManilla on tällä hetkellä 6 kiinteistörahastoa sekä BVK:n sijoitusmandaatti. Palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi rahastojen välillä ja esimerkiksi NRE-rahastoissa arvioimme hallinnointipalkkion olevan keskimäärin noin 1 %:n tasolla, kun taas BVK:n mandaatissa palkkiotaso on arviomme mukaan alle 0,5 %.

Hallinnoitava varallisuus (Q4'20)



Hallinnointipalkkioiden jakauma 2020 (Inderes arvio)



Hallinnointiliiketoiminta 2/4

CapMan on onnistunut kasvattamaan kiinteistötuotetarjontaansa viime vuosina kiitettävästi ja yhtiö on kyennyt tuomaan perinteisten suljettujen kiinteistörahastojen rinnalle useita uusia ns. evergreen-tuotteita (BVK, Kokoelmakeskus, Hotels). Kiinteistöistä onkin tullut CapManille selvästi tärkein liiketoiminta ja sen osuus hallinnointipalkkioista on arviomme mukaan yli puolet.

Kulurakenne

Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne on sijoittajan kannalta hyvin yksinkertainen. Segmentin kulut muodostuvat henkilöstökuluista, muista liiketoiminnan kuluista, poistoista ja segmentille kohdistettavista yleiskuluista. Hallinnointiliiketoiminnan kokonaiskulut olivat vuonna 2020 noin 21,9 MEUR.

Hallinnointiliiketoiminnan suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat vuonna 2020 noin 12,9 MEUR. Hallinnointiliiketoiminnassa työskenteli arviomme mukaan viime vuonna keskimäärin 75 henkilöä ja näin ollen keskimääräinen henkilöstökulu on karkeasti noin 170 TEUR/työntekijä. Taso on selvästi kotimaisia varainhoitajaverrokkeja korkeampi (2019: 122 TEUR/työntekijä). Verrokkeja korkeampi palkkataso selittyy pitkälti työntekijämixillä (pidempi työura ja suurempi osuus henkilöstöstä työskentelee ulkomailla, joissa palkkataso Suomea korkeampi).

Odotamme Hallinnointiliiketoiminnan henkilöstövaihtuvuuden säilyvän matalana, emmekä odota lähivuosina merkittävää muutosta keskimääräisissä henkilöstökuluissa.

Palkkainflaatiopaineita hillitsee osaltaan myös se, että keskimääräiset henkilöstökulut ovat jo valmiiksi vallitsevan markkinatason yläpuolella.

Hallinnointiliiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna 9 MEUR, joista yleiskulujen osuus oli 2,8 MEUR ja poistojen 0,6 MEUR. Emme näe muissa kuluissa oleellista nousupainetta ja odotamme muiden kulujen säilyvän lähivuosina suhteellisen vakaana nykyisellä 9 MEUR:n tasolla.

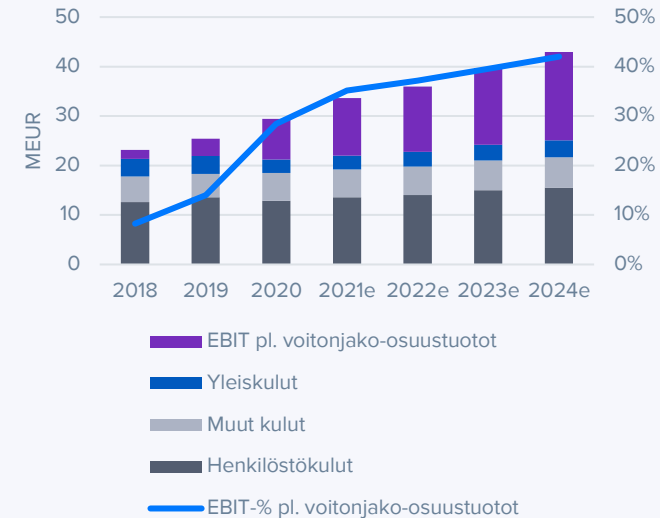
Kulurakenne on hyvin skaalautuva

CapManin Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne oli 2010-luvun alkupuolella raskas ja Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus oli tämän vuoksi heikkoa.

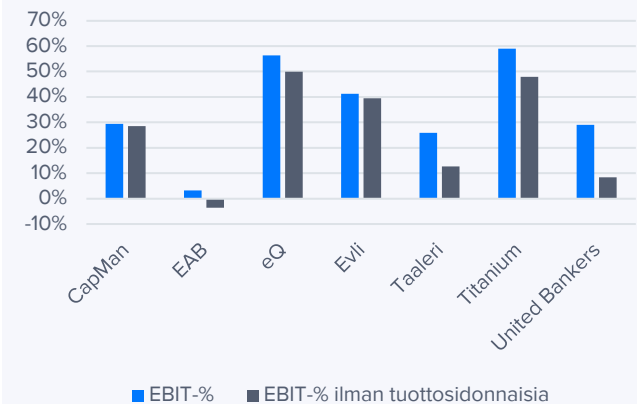
Vuosien 2013-2015 uudelleenjärjestelyillä ja saneerauksella kustannustasoa onnistuttiin kuitenkin laskemaan selvästi ja uuden johdon alaisuudessa 2017 lähtien yhtiö on kokenut merkittävän muodonmuutoksen ja yhtiö on kyennyt parantamaan Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuvaa kannattavuutta selvästi. Jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin edelleen alle yhtiön keskeisten verrokkien (kts. graafi oikealla), eikä Hallinnointiliiketoiminta ole näkemyksemme mukaan näyttänyt vielä täyttäneen kannattavuuspotentiaaliaan.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että voitonjako-osuustuotot näyttelevät CapManilla verrokkeja suurempaa roolia ja tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden yhtiön kannattavuuspotentiaali on selvästi jatkuvaa toimintaa korkeampi.

Kulurakenteen kehitys



Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2020



- Huom. eQ:ta rasitettu konsernikuluilla.
- UB:n Varainhoito-segmentti, poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa
- Titanium ja EAB konsernitasolla
- Titanium Inderes 2020 ennuste.
- EBIT-% ilman tuottosidonnaista ei huomioi bonusvarausta.

Hallinnointiliiketoiminta 3/4

Lähivuosina odotettavissa merkittäviä voitonjako-osuustuottoja

CapManin hallinnointiliiketoiminnan voitonjako-osuustuotot ovat viime vuosina olleet vuotta 2019 (6,9 MEUR) lukuunottamatta suhteellisen vaatimattomalla tasolla rahastojen finanssikriisin jälkeisestä heikosta performanssista johtuen. Rahastojen sijoitusmenestys on parantunut kuitenkin vuoden 2013 jälkeen kuitenkin merkittävästi ja hyvän performanssin myötä useampi CapManin rahasto tulee siirtymään lähivuosina voitonjakoon.

Ennustamme NRE1-rahaston siirtyvän voitonjakoon kuluvana vuonna ja odotamme rahaston kerryttävän CapManille noin 11 MEUR:n voitonjako-osuustuotot. NRE1-rahaston lisäksi odotamme CapManin saavan kuluvana vuonna pienemmät (~11 MEUR) voitonjako-osuustuotot Mezza V-rahastosta. 2022 ennusteissamme voitonjakoon siirtyy Buyout 10-rahasto. Rahaston tuottotaso on käsityksemme mukaan hyvä (Inderes arvio: IRR ~13 %) ja näkemyksemme mukaan sillä on viimeisten irtaantumisten onnistuessa edellytykset tuottaa CapManille NRE1-rahaston tapaan noin 11 MEUR:n voitonjako-osuustuotot.

Huomautamme, että voitonjako-osuustuottojen osalta tarkan ajoituksen ennustaminen on mahdotonta ja sijoittajien on syytä keskittyä isoon kuvaan, sillä yhtiöllä on 2021-25 välillä useita rahastoja, missä on merkittävää voitonjakopotentialia (NRE1, Buyout 10, Growth, Infra, NRE 2). Näin ollen tulevina vuosina voitonjako-osuustuotot tulevat olemaan merkittävästi edeltävää 10v periodia korkeammat

ja niiden luonne muuttuu satunnaisista tuotoista enemmän jatkuviksi tuotoiksi.

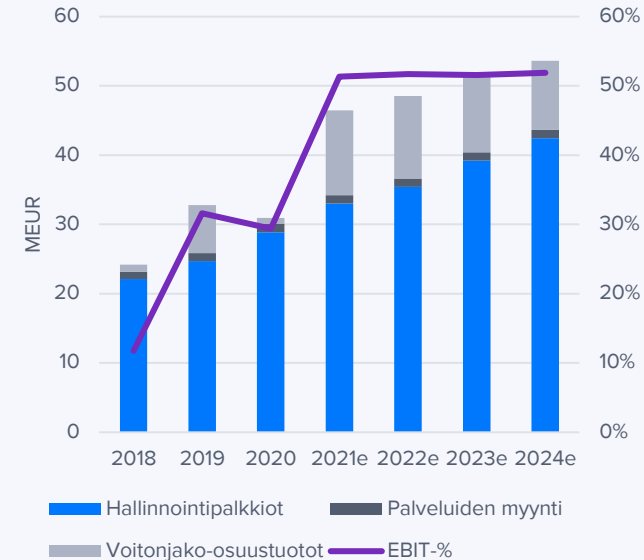
Ennusteet

Vaikka odotamme voitonjako-osuustuottojen näyttölevän lähivuosina merkittävää roolia Hallinnointiliiketoiminnan tuloskehityksessä, suosittelemme sijoittajia keskittymään ennen kaikkea Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin hallinnointipalkkioihin perustuvaan kannattavuuteen, sillä se on segmentin arvon ja lähivuosien arvonkehityksen kannalta täysin ratkaisevaa.

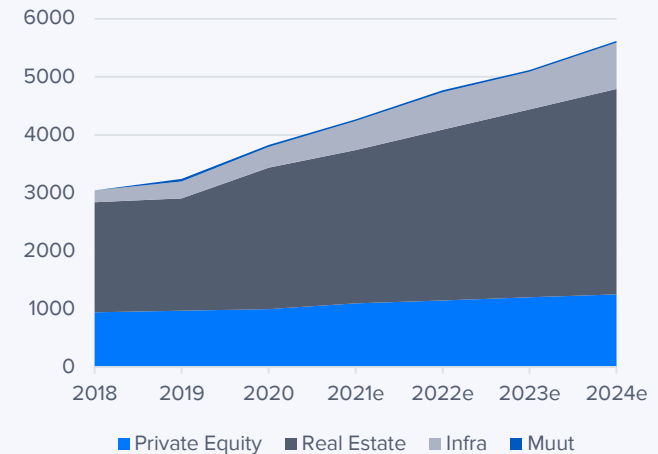
Odotamme Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvien hallinnointipalkkioiden kasvavan lähivuosina noin 10 % vuosivauhtia. Kasvun taustalla on viime vuonna erinomaisesti sujunut varainkeruu ja lähivuosille ennustamamme Kiinteistö- ja Infra-sijoitusalueiden uudet tuotteet. PE-rahastojen kohdalla emme ennusta hallinnoitaviin pääomiin oleellista kasvua, sillä odotamme uusien tuotteiden (SS ja Credit III) tuoman kasvun hautautuvan vanhojen exit-vaiheessa olevien rahastojen alle. Isossa kuvassa CapManin hallinnoitava varallisuus keski-ikä on 2017-2020 laskenut noin 8 vuodesta noin neljään vuoteen ja tämän seurauksena yhtiö kärsii tulevina vuosina aiempaa vähemmän vanhojen rahastojen tuottojen laskusta.

Hallinnointipalkkioiden vahvan kasvun ja parantuvan kulutehokkuden myötä jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus tekee lähivuosina selvän tasokorjauksen ja ennustamme voitonjako-osuustuotoista oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 2024 mennessä yli 40 %:n tasolle (2020: 28,5 %).

Hallinnointiliiketoiminnan ennusteet



Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (MEUR)



Hallinnointiliiketoiminta 4/4

Hallinnointiliiketoiminnan arvo

CapManin hallinnointiliiketoiminta on positioitunut toimialan trendeihin erittäin hyvin (sivu 28) ja tämän seurauksena yhtiötä tulisi lähtökohtaisesti hinnoitella preemiolla suhteessa kotimaisiin verrokkeihin. Olemme pitäneet varainhoitosektorin yhtiöille hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 10-14x tasoa riippuen yhtiön laadusta sekä markkinapositionista. Keskeisiä muuttujia taustalla ovat: AUM pysyvyys, tuoteportfolion kasvunäkymät, tuotteiden laatu, tulostason ennustettavuus, tuotteiden palkkiopotentiaali sekä toiminnan tehokkuus. Hallinnointiliiketoiminnan suoritus on parantunut viime vuosina selvästi jatkuviin palkkioihin pohjatuvan kannattavuuden noustua selvästi (2018: 1,8 MEUR vs. 2020: 8,2 MEUR) ja lisäksi näkyvyys voitonjako-osuustuottoihin on kasvanut selvästi. Voitonjako-osuustuottojen rooli on tulevien vuosien tuloksessa hyvin suuri (~50 %) ja tämä painaa jonkin verran hyväksyttävää arvostusta. Olemme soveltaneet Hallinnointiliiketoiminnalle 14x kerrointa, mutta näemme tässä seuraavan 2v aikana nousupotentiaalia, mikäli kehitys jatkuu ennusteidemme mukaisella uralla (parempi tuottojen mix ja entisestään parantunut näkyvyys). 14x kertoimella ja 2021 tuloksella saamme segmentin arvoksi **321 MEUR**.

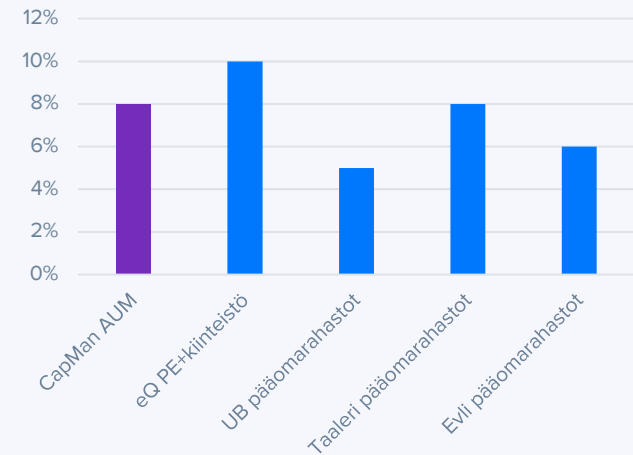
Toinen tapa tarkastella CapManin arvoa olisi purkaa jatkuva hallinnointitoiminta ja voitonjakotuotot erilleen. Mielestämme tämä on varsin keinotekoista, sillä molemmat ovat lopulta samaa osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta ja näiden mix huomioidaan segmentille hyväksymässämme kertoimessa. Näkemyksemme mukaan Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin

tuottoihin pohjautuvalle kannattavuudelle olisi perusteltavissa vähintään 16x kerroin ja sen arvo olisi näin ollen 186 MEUR. Diskonttaamalla voitonjako-osuustuotot 10 %:n tuottovaatimuksella saamme niiden nettonykyarvoksi 98 MEUR. Tällä erittelyllä hallinnointiliiketoiminnan arvoksi tulisi 284 MEUR, joka on alle toisen arviomme johtuen voitonjako-osuustuottojen korkeammasta tuottovaatimuksesta johtuen. Emme anna tälle varsin keinotekoiselle laskelmalle painoa arviossamme, sillä näkemyksemme mukaan segmentin tulosta tulisi tarkastella yhtenä kokonaisuutena ja mixin muutoksen tulisi heijastua segmentille hyväksyttävään arvostuskertoimeen.

AUM:sta maksettava hinta on korkea, mutta perusteltu

Toisena arvonmäärittäjämallina olemme käyttäneet hallinnoitavaa varallisuutta. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä pääoman pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava vaihtoehtorahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistykseenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 % taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta. 2020 lopun reilun 3,8 miljardin hallinnoitavaa varallisuutta hinnoitellaan 321 MEUR:n arvonmäärittäyksellämme noin 8 %:n tasolla. Taso on absoluuttisesti korkea, mutta CapManin kohdalla perusteltu johtuen AUM:n korkeasta laadusta, viime vuosina selvästi nuorentuneesta AUM jakaumasta ja hyvästä tuottopotentialista.

Vaihtoehtoisen AUMin arvo eri seuraamillamme yhtiöillä



Yhteenveto CapManin rahastoista

Rahasto	Perustettu	Kerätty (MEUR)	Status
Pääomarahastot			
Buyout 8	2006	440	Exit-vaiheessa
Buyout 9	2009	295	Exit-vaiheessa
Buyout 10	2013	244	Exit-vaiheessa
Buyout 11	2019	175	Varainkeruu/sijoitusvaihe
Mezzazine V	2010	95	Voitonjaon piirissä
Nest Capital 2015	2016	100	Sijoitusvaiheessa
Growth I	2017	86	Exit-vaiheessa
Growth II	2020	97	Sijoitusvaiheessa
Kiinteistörahastot			
Nordic Real Estate I	2013	273	Exit-vaiheessa
Kokoelmakeskus	206	47	Sijoitettu
Nordic Property Income	2017	89,8	Avoin rahasto
Nordic Real Estate II	2017	425	Exit-vaiheessa
Hotels II	2019	392	Avoin rahasto
Nordic Real Estate III	2020	535	Varainkeruu/sijoitusvaihe
Infra			
Infra I	2018	190	Sijoitusvaiheessa
Infra-mandaatti	2020	167	Sijoitettu

Rahasto	Voitonjako	IRR-% *
Buyout 8	Ei	< 8 %
Buyout 9	Ei	< 8 %
Buyout 10	Kyllä	10-15%
Buyout 11	Varainkeruu/sijoitusvaihe	-
Mezzazine V	Voitonjaon piirissä	>10%
Nest Capital 2015	Sijoitusvaiheessa	-
Growth I	Kyllä	>25%
Growth II	Sijoitusvaiheessa	-
Nordic Real Estate I	Kyllä	13-15%
Kokoelmakeskus	Sijoitettu	-
Nordic Property Income	Avoin rahasto	~7 %
Nordic Real Estate II	Kyllä	13-15%
Hotels II	Sijoitusvaiheessa	-
Nordic Real Estate III	Varainkeruu/sijoitusvaihe	-
Infra I	Sijoitusvaiheessa	>10 %
Infra-mandaatti	Sijoitettu	-

* Inderes arvio

Palvelut 1/2

CapMan uudelleenorganisoï Palvelut-segmentin vuonna 2020 siten, että raportointipalveluihin keskittynyt JAM Advisors ja varainhankintayhtiö Scala yhdistettiin osittain yhdeksi uudeksi CapMan Wealth Services -palvelualueeksi. Uudelleenorganisoinnin myötä segmentin kolme nykyistä palvelualueetta ovat CaPS, Jay Solutions sekä CapMan Wealth Services.

CaPS

CaPS on vuonna 2010 perustettu hankintapalveluyritys, joka vastaa yli 200 jäsenyrityksensä ei-strategisten tuote- ja palveluhankintojen keskittämisestä sekä kilpailuttamisesta. CapManin omistusosuus yhtiöstä on 95 %. CaPS on kehittynyt viime vuosina erinomaisesti, ja se on ollut Palveluliiketoiminnan keskeisiä kasvumooottoreita. CaPS:in palveluksessa on tällä hetkellä 10 työntekijää ja arviomme mukaan sen liikevaihto oli viime vuonna noin 6 MEUR. CaPS on näkemysme mukaan Palvelut-segmentin arvokkain osa sen liiketoiminnan jatkuvasta luonteesta ja korkeasta kannattavuusprofiilista (normalisoitu EBIT-% arviomme mukaan noin 50-60 %) johtuen.

CaPS tiedotti syyskuussa 2020 Baltiaan perustamalla CaPS Baltics-yhteisyrityksen pääomasijoittaja BaltCapin kanssa ja tällä hetkellä CaPS:illa on liiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa. Liiketoiminnan kasvunäkymät ovat käsityksemme lähivuosille erinomaiset ja CapMan onkin kertonut kartoittavansa uusia markkina-alueita, jonne yhtiön liiketoimintakonsepti voitaisiin viedä.

Jay Solutions

Jay Solutions on varainhoitaja- ja sijoittaja-asiakkaille raportointi- ja analysointipalveluita tarjoava yhtiö. Nykyisen Jay Solutionsin juuret osana CapMania uloittuvat vuoteen 2019, jolloin CapMan osti JAM Advisorsista 60 %:n omistusosuuden tammikuussa 2019. Vuonna 2020 toteutetun uudelleenorganisoinnin myötä osa vanhasta JAM Advisorsista muodostaa nykyisen Jay Solutionsin ja osa tarjoaa varainhoitopalveluita uuden CapMan Wealth Services-palvelualueen asiakkaille.

CapMan maksoi JAM Advisorsin hankinnasta vuonna 2019 noin 7,5 MEUR, mikä vastasi 13 MEUR:n velatonta kauppahintaa. Kauppahinta oli korkea (EV/S 4x) ja yritystoston logiikka perustui käsityksemme mukaan kaupan strategisiin synergioihin. JAM:in hankinnalla CapMan pyrki vahvistamaan läsnäoloaan tier 2- ja tier 3-instituutioasiakkaissa, joissa CapManin läsnäolo on historiassa ollut varsin heikko. CapManilla on osto-optio jäljellä olevaan vähemmistöosuuden oston vuonna 2023 ja pidämme tämän toteutumista suhteellisen varmana.

Jay Solutionsin raportointipalveluiden piirissä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 12 mrd euroa (ostohetkellä 9 mrd), mutta tämä hallinnoitava varallisuus ei ole omaisuudenhoitosopimusten alla, eikä se näin ollen tuota CapManille oleellista palkkiovirtaa. Jay Solutionsin ansainta perustuu käsityksemme mukaan kiinteään veloitukseen ja liikevaihto on täysin jatkuvaa. Yhtiön mukaan Jay Solutions on kehittynyt CapManin omistusaikana hyvin ja sen asiakasmäärä ja liikevaihto on kasvanut merkittävästi.

CapMan Wealth Services

Palvelut-segmentin uusi CapMan Wealth Services -palvelualue keskittyy varakkaiden yksityishenkilöiden, pienempien instituutioiden sekä perheiden sijoitusyhtiöiden konsultatiiviseen varainhoitoon. Arviomme mukaan CWS:n kohderyhmään kuuluvat erityisesti noin 10-100 MEUR:n asiakasvarallisuuden omaavat sijoittajat.

Palvelumallissa keihäänkärkenä toimivat CapManin omat rahastot, joita täydennetään käsityksemme muutamien valikoitujen yhteistyökumppanienien tuotteilla. Listattujen sijoituskohteiden ja raportoinnin osalta CWS hyödyntää Jay Solutionsin ratkaisuja. CWS:llä CapMan ottaa pienen askeleen kohti varainhoitoa, vaikka fokus pysyykin tiukasti tuotetalona. Varsinkin alkuvaiheessa tahtotilana on saada vaihtoehtoisista sijoituksista suurempi osa CapManin hallintaan sekä tuoda asiakkaan koko varallisuus raportointipalvelun piiriin.

CWS:n palveluksessa on noin 10 henkilöä ja liiketoiminta on vielä luonnollisesti ylösajovaiheessa. Kokonaisuutena CWS on mielestämme mielenkiintoinen konsepti ja se vie CapMania strategisesti oikeaan suuntaan. Mielestämme CWS:n onnistumisessa avainasemassa tulevat olemaan rekrytointien onnistuminen, hinnoittelustrategia sekä kyky muokata palvelukonseptia sen alkuvaiheissa (poikkeaa selvästi perinteisestä varainhoitokonseptista). Parhaassakin tapauksessa ylösajo tulee viemään aikaa ja konkreettisesti CWS alkaa näkyä luvuissa aikaisintaan 2022.

Palvelut 2/2

Ennusteet

Ennustamme Palvelut-segmentin jatkavan lähivuosina tervettä kasvuaan ja ennustamme liikevaihdon kasvavan 2020-2024 välillä noin 13 %:n vauhtia per vuosi (CAGR-%). Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme CaPS:in vahvan kasvun jatkuminen ja kohtuullisesti sujuva Wealth Services-palvelualueen ylösaajo.

Odotamme kulurakenteen skaalautuvan lähivuosina selvästi ja erityisesti korkean kannattavuusprofiilin omaavan CaPS:in kasvun myötä Palveluliiketoiminnan liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme vuoteen 2024 mennessä yli 55 %:n tasolle.

Palveluliiketoiminnan arvo

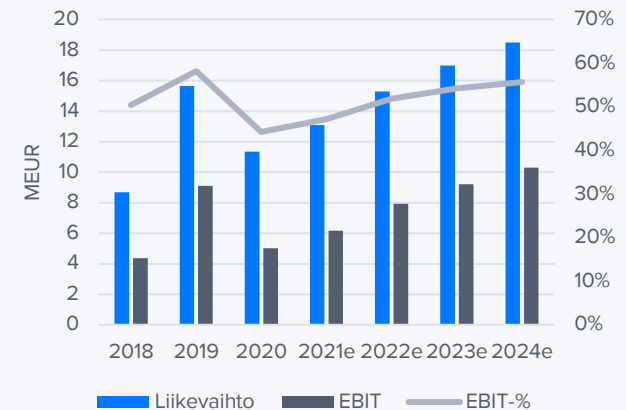
Vaikka CapMan raportoi Palveluliiketoimintonsa yhtenä segmenttinä, on mielestämme arvonmääritys syytä tehdä liiketoiminnoittain. CaPS on ylivoimaisesti arvokkain osa palveluliiketoimintaa. Se on jo nykyisessä kokoluokassaan erittäin kannattava, sillä on vahvat näytöt kannattavasta kasvusta ja kasvunäkymä on edelleen hyvä. Arviomme mukaan CaPSin liikevoitto oli 2020 noin 3-4 MEUR ja lähivuosien tulostason pitäisi olla yli 4 MEUR. Hyväksyttävää arvostustasoa tukee liiketoiminnan jatkuva luonne ja vahva track-record. Vastaavasti hyväksyttävää arvostusta painaa heikko läpinäkyvyys ja liiketoiminnan pieni koko. Olemme arvottaneet CaPSin 13x EV/EBIT-kertoimella, jota voidaan pitää varsin konservatiivisena. 4 MEUR:n liikevoittotasoa soveltamalla saamme arvoksi **52 MEUR**.

Näkemyksemme mukaan CaPSin arvo olisi nykyistä korkeampi, mikäli CapMan myisi sen. Pidämme varovaista lähestymistapaa kuitenkin perusteltuna, sillä emme näe realistisena skenaariona tilannetta jossa CapMan irtaantuisi CaPSistä lyhyellä aikavälillä.

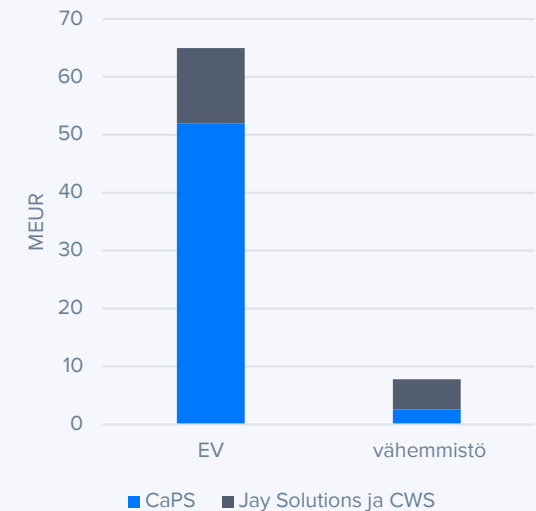
Olemme arvottaneet JAM Advisorsin osista rakennetut JAY Solutionsin ja CWS:n JAM Advisorsin hankintahinnalla (**13 MEUR**). Mielestämme tämä on edelleen perusteltua, sillä läpinäkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on heikko ja CWS:n konsepti on vielä todistamatta. CWS:n onnistuessa olisi arvossa merkittävääkin nousuvaraa, mutta tässä vaiheessa varovainen lähestymistapa on vielä paikallaan.

Yhteensä Palveluliiketoiminnan arvoksi tulee **65 MEUR**, josta vähemmistöille kuuluva osuus on noin **8 MEUR** (CaPS 2,6 MEUR ja JAM 5,2 MEUR).

Palveluliiketoiminnan ennusteet



Palvelut-segmentin osien arvot



Sijoitukset 1/2

CapManin nykyinen sijoitussalkku on peruja osittain sekä Norvestia-yritysostosta (2015-2016) että CapManin omista aiemmista tasesijoituksista. Oman taseen sijoitustoiminta näyttelee keskeistä roolia CapManin tuloksessa ja omat tasesijoitukset ovat muodostaneet viime vuosina valtaosan koko konsernin tuloksesta.

Sijoitussalkun koostumus

CapManin sijoitusomaisuudesta noin 86 MEUR (~50 %) oli vuodenvaihteessa sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Koska CapMan on viime vuosien transformaation myötä uudistanut sijoitustiimejään, on yhtiö joutunut sijoittajaluottamuksen saavuttamiseksi toimimaan ankkurisijoittajana lähes kaikissa sen uusimissa rahastoissa. Esimerkiksi Buyout 11- ja Infra-rahastojen kohdalla CapMan on joutunut tekemään yli 30 MEUR:n sijoitussitoumukset, mitkä ovat selvästi yhtiön oman pitkä aikavälin tavoitetason (1-5 % rahastosta) yläpuolella.

Muut sijoitussalkun rahastosijoitukset (29,8 MEUR) koostuvat pääasiassa yhteistyökumppaneiden pääomarahastoihin tehdyistä sijoituksista.

CapManilla oli muutama vuosi sitten taseessaan Norvestia-yritysoston mukana tullut merkittävä pörssiosakkeista koostunut markkinasalkku (2017: 77,1 MEUR). Yhtiö on viime vuosina strategiansa mukaisesti myynyt kaupankäyntisalkun omistuksia ja allokoinut niistä saatavia varoja pääasiassa omiin rahastoihin. Vuoden 2020 lopussa markkinasalkun osuus (0,3 MEUR) oli häviävän pieni.

CapManilla oli vuoden 2020 lopussa likvidejä varoja noin 58 MEUR:n edestä. Suhteellisen korkeaa käteispainoa selittää yhtiön suuret sijoitussitoumukset (109 MEUR) sen omiin rahastoihin. Uskomme, että CapManin johto haluaa säilyttää riittävän likvideettipuskurin myös mahdollisia yritysjärjestelyitä silmällä pitäen.

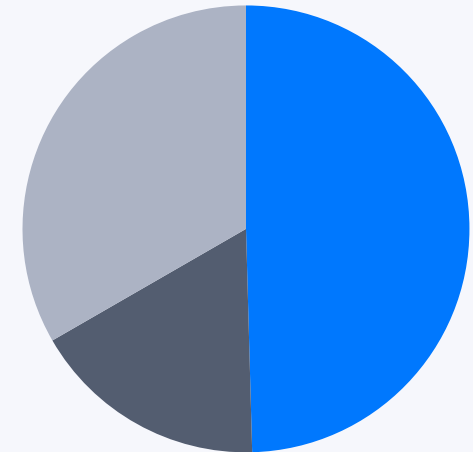
Ennusteet

Odotamme CapManin yltävän sijoitustoiminnallaan lähivuosina noin 7-8 %:n vuosituottoon. Tuottotasoa painaa osaltaan suurten sijoitussitoumusten myötä ennustejaksollamme suhteellisen korkealla tasolla (~30 %) säilyvä käteispaino. Käteisestä oikaistuna on salkun tuottotaso ennusteissamme 10 % mikä on hieman alle yhtiön taseessa olevien rahastojen painotetun tuottotavoitteen kanssa. Konservatiivinen ennusteemme on perusteltu varsinkin nykytilanteessa, jossa arvostustasot ovat korkeita kautta eri omaisuusluokkien. Keskipitkällä aikavälillä salkun tuottotason tulisi nousta 7-8 %:n tasolta, kun sijoitussitoumukset pienenevät ja yhtiö pääsee purkamaan ylisuurta käteispainoaan.

Sijoitussalkun arvo

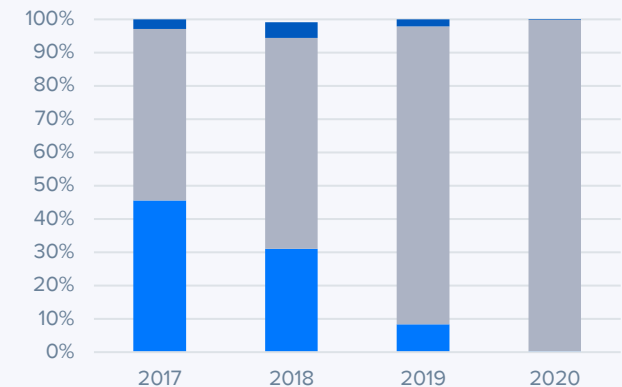
Vaikka sijoitussalkulla on selvä strateginen arvo CapManille (mahdollisten yritysjärjestelyiden rahoittaminen ja kanssajoinnointi asiakkaiden kanssa omiin rahastoihin), tulee portfolio arvostaa näkemyksemme mukaan sen käyvän arvon (Q4'20: 178 MEUR) perusteella.

Sijoitussalkku Q4'20 (175 MEUR)



■ Omat rahastot ■ Ulkopuoliset pääomarahastot ■ Käteinen

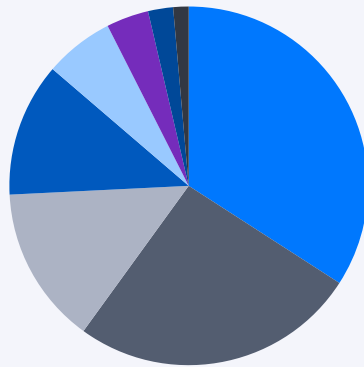
Sijoitussalkun allokaatio



■ Kaupankäyntisalkku ■ Rahastosijoitukset
■ Yhteisyritykset ja muut

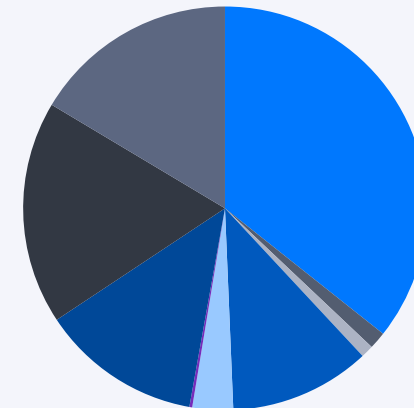
Sijoitukset 2/2

Rahastosijoitusten jakauma Q4'20 (116 MEUR)



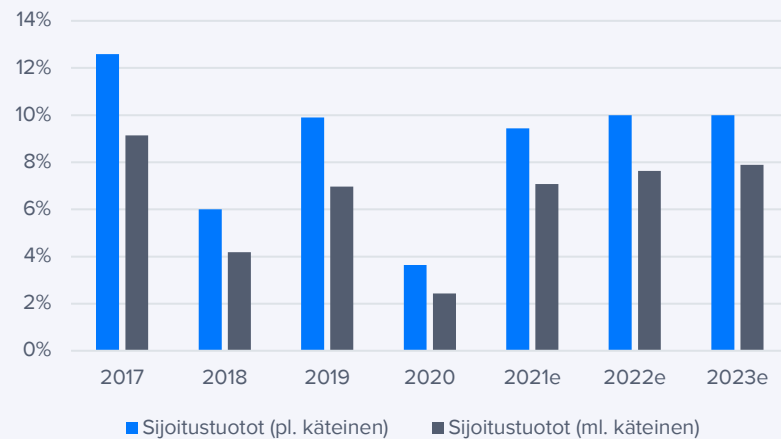
- Real Estate
- Growth
- Credit
- Ulkopuoliset pääomarahastosijoitukset
- Buyout
- Maneq-sijoitukset
- Infra
- Russia

Sijoitussitoumukset Q4'20 (109 MEUR)

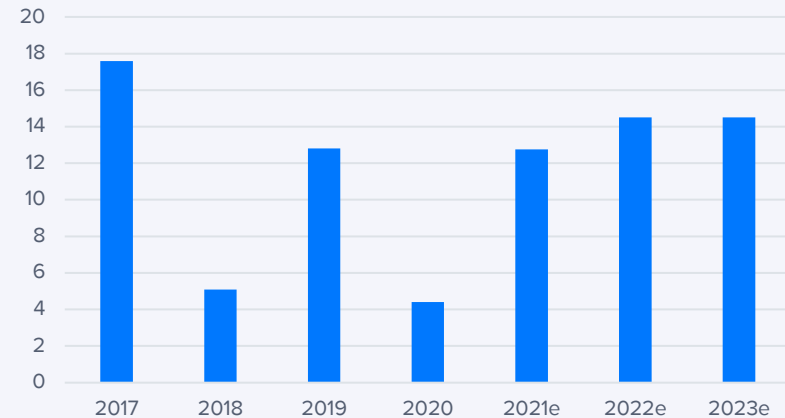


- Buyout
- RE
- Growth
- Credit
- Muut
- Infra
- Russia
- Rahastojen rahastot
- Ulkopuoliset PE.rahastot

CapManin sijoitusalkun tuotto 2017-2023e



Sijoitustuotot 2017-2023e (MEUR)



Markkinakatsaus 1/2

Listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista omaisuusluokista markkinatutkimusta tekevän Preqinin kesäkuun 2020 sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (Private equity, Private debt, kiinteistöt, ja infra).

Private equity

Private equity-rahastojen rooli osana instituutiosijoittajien portfoliota on viime vuosina kasvanut ja PE-sijoitukset ovat tuottaneet historiassa selvästi listattuja osakesijoituksia paremmin. Esimerkiksi suomalaisten työeläkeyhtiöiden PE-sijoitukset ovat tuottaneet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 18,1 %

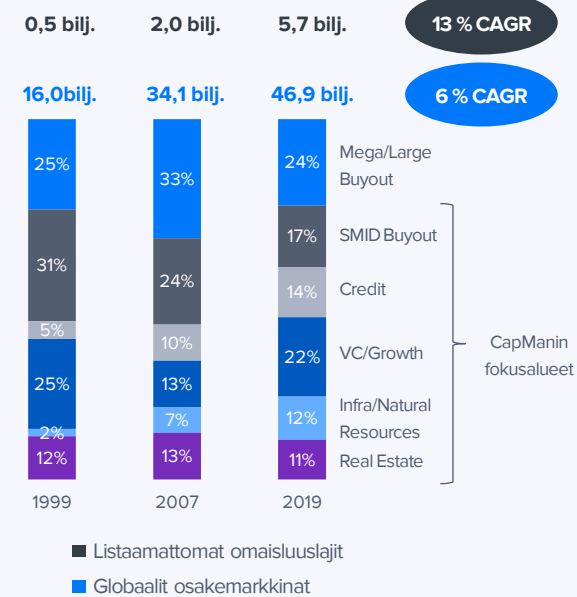
vuodessa, kun globaalin osakemarkkinan keskimääräinen vuosituotto on jäänyt vastaavalla ajanjaksolla 7,1 %:n tasolle.

Private equity-sijoitukset ovat keräneet viime vuosina valtavasti uutta sijoitettavaa pääomaa ja varainkeruussa nähtiin vuonna 2019 kaikkien aikojen ennätys, jolloin rahastoihin kerättiin globaalisti yli 700 mrd. dollaria uutta pääomaa jakautuen 1800 rahaston kesken.

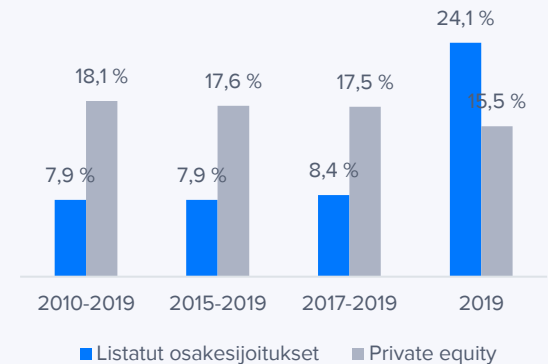
Kasvavan sijoittajakysynnän ja massiivisen pääomavyöryn myötä PE-rahastojen välinen kilpailu hyvistä sijoituskohteista on kiihtynyt, mikä on heijastunut myös buyout-transaktioiden arvostuksiin. McKinseyn mukaan yhdysvaltalaisen buyout-transaktioiden keskimääräiset arvostustasot kohosivat vuonna 2019 viimeisen 15 vuoden huippuihin. Kohonneet arvostustasot ovat heijastuneet myös rahastojen velkavivun käyttöön ja yhdysvaltalaisen buyout-transaktioiden keskimääräinen nettovelka/käyttökatekerroin kohosi vuonna 2019 noin 6,6x tasolle, mikä ylitti finanssikriisiä edeltäneen 2007 tason (6,5x).

Näkemyksemme mukaan kohonneet arvostustasot tulevat todennäköisesti aiheuttamaan lyhyellä aikavälillä painetta rahastojen tuottotasolle ja lähivuosina kehitys hyvien ja huonojen rahastojen välillä tulee polarisoitumaan aiempaa voimakkaammin. Näemme Private equity-rahastojen pidemmän aikavälin kysyntänäköymät kokonaisuudessaan edelleen hyvin valoisina, sillä uskomme sijoittajien kasvattavan PE:n osuutta yhdessä muiden vaihtoehtoisten omaisuuslajien kanssa perusallokaatioissaan.

Listaamattomien omaisuuslajien kehitys



Suomalaisten eläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuotot



Markkinakatsaus 2/2

Pohjoismainen kiinteistömarkkina

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta ja transaktiovolyymit ovat Pohjoismaissa viimeisen vuosikymmenen aikana käytännössä kaksinkertaistuneet. Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa on viime vuosina tukenut muiden vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tapaan historiallisen alhainen korkotaso, jonka myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin.

Nollakorkoympäristö on kasvattanut kiinteistöjen sijoittajakysyntää sekä laskenut niiden tuottovaatimuksia. Tilanne on korostunut etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä prime-kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaatimukset ovat jo laskeneet absoluuttisesti mataliksi. Prime-kohteissa nähdyn tuottotason laskun myötä sijoittajakysyntä on kohdistunut Pohjoismaissa viime vuosina yhä kasvavissa määrin ns. secondary-kohteisiin, mikä on kaventanut tuottoeroja prime- ja secondary-kohteiden välillä.

Sijoittajakysyntä jatkuu vahvana

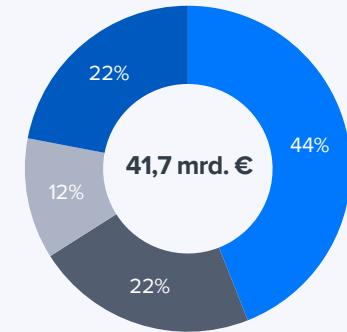
Pangea Property Partnersin 1/2021 julkaiseman markkinakatsauksen mukaan transaktiovolyymit laskivat COVID19-pandemian seurauksena Pohjoismaissa 2020 noin 8 %:lla 41,7 mrd euroon.

Transaktioaktiiviteetti piristyi vuoden jälkipuoliskolla kuitenkin selvästi ja matkustusrajoituksista huolimatta pohjoismaisille kiinteistösijoitusmarkkinoille virtasi loppuvuoden aikana huomattavat määrät uutta pääomaa. Positiivisen trendin odotetaan jatkuvan myös kuluvana vuonna ja Pangea Property Partners odottaa sijoittajakysynnän olevan vahvaa etenkin asunnoissa, julkisen sektorin kiinteistöissä ja verkkokaupan murroksesta hyötyvissä logostiikkakiinteistöissä.

Toimistovuokramarkkinoiden kehitys oli Pangea Property Partnersin mukaan Pohjoismaissa viime vuonna koronaviruspandemian aiheuttamista lomautuksista ja etätyön lisääntymisestä huolimatta varsin vakaata ja esimerkiksi vuokranmenetykset jäivät yleisesti ottaen vähäisiksi. Vaikka toimistotyöskentelyn tulevaisuuteen liittyy koronapandemian myötä huomattavaa epävarmuutta, ennustaa Pangea transaktiovolyymien elpyvän myös toimistokiinteistöissä pahimpien lyhyen aikavälin epävarmuustekijöiden hälvetessä. Toimistokiinteistöjen tuottovaateiden Pangea odottaa pysyvän vakaina.

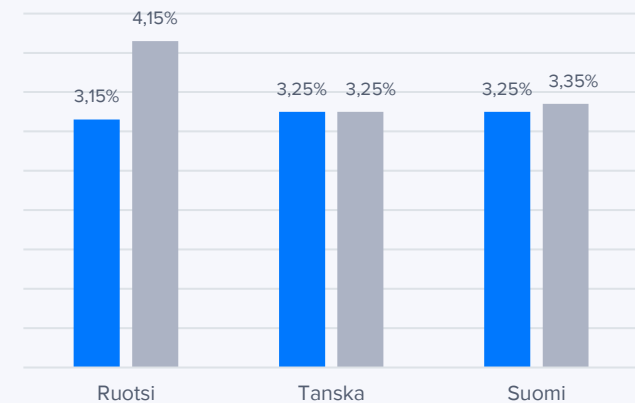
Liikekiinteistöissä kehityksen odotetaan polarisoituvan koronapandemian kiihdyttämän kaupan alan murroksen myötä, ja heikoimmassa asemassa Pangea Property Partners näkee olevan etenkin ydinkeskustassa sijaitsevien kivijalkakauppojen, kauppakeskusten sekä ravintoloiden. Näkymät ovat heikot myös koronasta pahasti kärsineiden hotellien kohdalla, joissa asiakaskysynnän elpymisen arvioidaan kestävän jopa 2-3 vuotta.

Kiinteistötransaktiovolyymi Pohjoismaissa 2020



■ Ruotsi ■ Norja ■ Suomi ■ Tanska

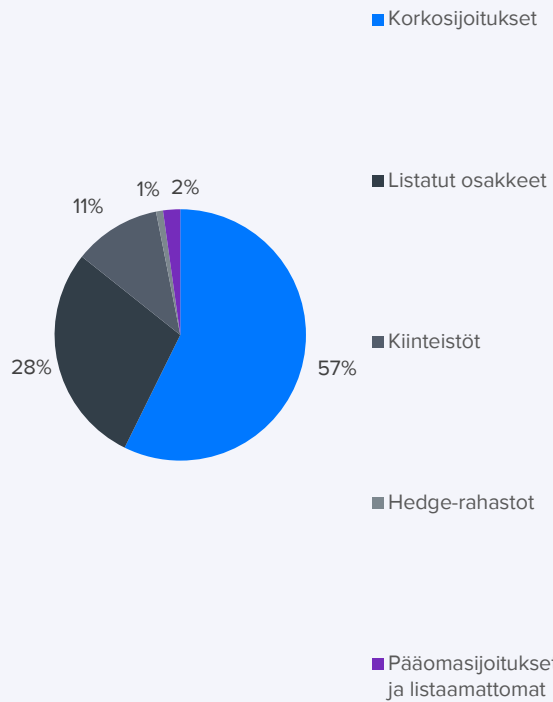
Prime-kohteiden nettotuottovaatimukset Q2'20



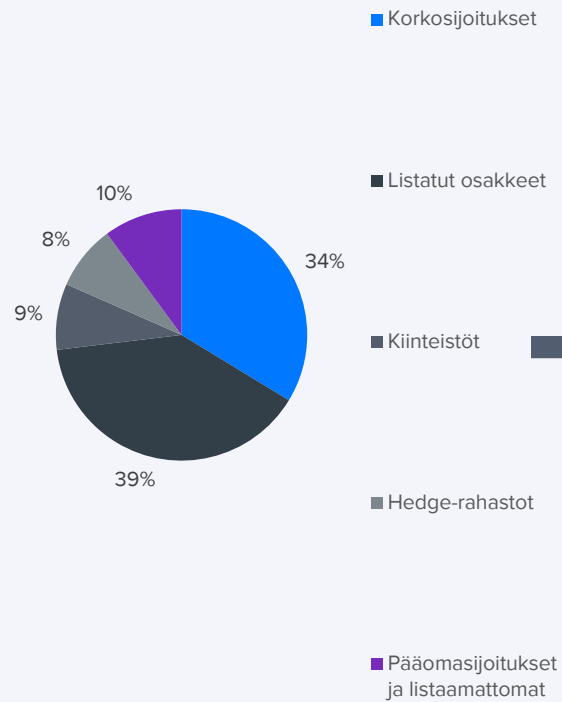
■ Toimistot ■ Liiketilat

Toimialan ajurit ja trendit

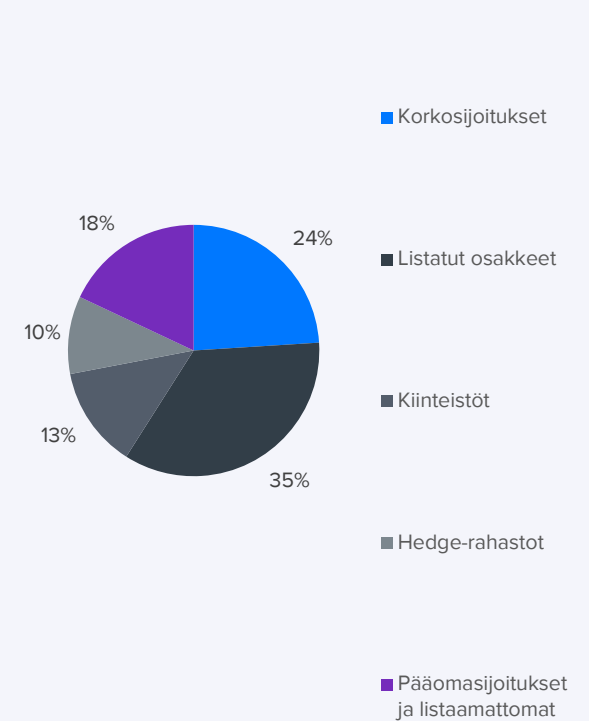
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Toimialan ajurit ja trendit



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.



Pysyvästi madaltunut korkotaso

Korkotaso on globaalisti madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista finanssi- ja eurokriisien jälkeen. Myös riskittömän koron käsite on muuttunut, kun aiemmin riskittömänä pidettyjen valtioiden velanhoitokykyä on alettu kyseenalaistaa.



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

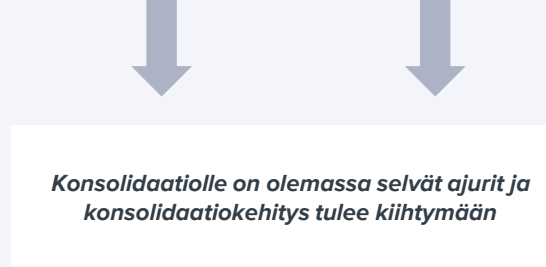
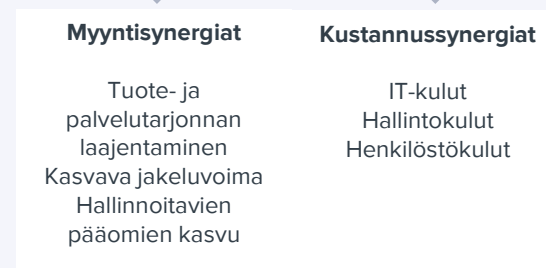
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓ ✓	CapManilla ei ole ollut mainittavia haasteita uuden regulaation kanssa. Koska CapManin tuotetarjonta on suhteellisen kapea ja koska sen asiakaskunta koostuu puhtaasti ammattisijoittajista, ei regulaatio ole aiheuttanut yhtiölle oleellista päänvaivaa.
Vaativuustason nousu	✓ ✓	CapManin rahastojen sijoitustuotot ovat parantuneet selvästi finanssikriisin jälkeen selvästi ja etenkin kiinteistörahastoissa track-record on vahva. Vanhojen rahastojen heikko tuottokehitys on osaltaan vaikeuttanut tiettyjen uusien rahastojen varainkeruuta (etenkin Buyout XI) ja CapMan on joutunut tekemään tiettyihin rahastoihin (Infra ja Buyout) merkittävät sijoitussitoumukset.
Matala korkotaso	✓ ✓ ✓	CapMan on hyötynyt merkittävästi nykyisestä nollakorkoympäristöstä, sillä viime vuosina pääomia on yhä kasvavissa määrin ohjautunut perinteisistä korkosijoituksista listaamattomiin omaisuusluokkiin. CapMan on kyennyt viime vuosina myös kapitalisoimaan nykyisen korkoympäristön aiempaa paremmin tuomalla uusia kokonaan sijoitusalueita ja laajentamalla tarjontaansa suljetuista rahastoista avoimiin ns. evergreen-rahastoihin (Hotels, NPI)
Digitalisaatio	✓ ✓	Digitalisaation merkitys CapManille on toistaiseksi ollut sen keskeisiä verrokkeja pienempi, sillä yhtiön jakelu ei ole riippuvainen tästä. Digitalisaatio on tarkoittanut CapManille lähinnä sisäisen tehokkuuden parantamista. JAM-yrityskaupan myötä yhtiö sai erittäin toimivan IT-järjestelmän, minkä päälle uutta CWS palvelua on lähdeetty rakentamaan.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓ ✓	Yhtiön koko strategia nojaa täysin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin ja viime vuosina parantuneen track-recordin myötä yhtiön positio listaamatotomassa kentässä on kohentunut.
Hintatason jatkuva paine	✓ ✓ ✓	CapMan ei ole kärsinyt oleellisesta hintapaineesta listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittyneestä tuotetarjonnasta ja parantuneesta track-recordista johtuen. Yhtiön tulee kuitenkin onnistua sijoitustoiminnassaan myös jatkossa hyvin ylläpitääkseen nykyiset palkkiotonsa.
Vastuullisuus	✓ ✓ ✓	CapManilla ESG on integroitu osaksi sijoitusprosesseja sekä raportointia. Vastuullisuuskysymykset saavat CapManilla keskeisiä verrokkeja merkittävemmän painoarvon yhtiön fokusalueesta (aktiivinen arvonluonti listaamattomassa kentässä) ja asiakaskunnasta (suuret instituutioasiakkaat) johtuen.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia
MCAP (MEUR)	750	270	160	400	45	450	140	720
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1300%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +450%. Anneista oikaistuna IRR ~30%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~190%. IRR ~40%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~200%. IRR ~25%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~30%. IRR ~7%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~180%. IRR ~10%.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +25%. Kannattavuus kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +35%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutaso saatu kuitenkin järkevä tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2020e EPS +5,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020e EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti, mutta tuloskehitys jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintatase selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaihe vaiheelta kasvun riippuvuus oman taseen tuloista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fusion jälkeinen kulutaso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysostot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänteessä ja vaihtelevien rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysostot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuottoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysostot todennäköisiä.	Strategiakaudella yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.

CapMan suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

Jatkuvien tuottojen kehitys (Inderes arvio)



Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Hallintokulut ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Huom. Jatkuvat tuotot Inderesin arvio. Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä. Titanium 2020 Inderesin ennuste.

Taloudellinen tilanne

Vakavarainen ja hyvin likvidi tase

CapManin tase on kokonaisuudessaan vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2020 lopussa 52 % ja nettovelkaantumisaste 22,5 %. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on säilyttää omavaraisuusasteen osalta yli 60 %:n taso.

CapManin taseen loppusumma oli 2020 lopussa noin 219 MEUR. Taseen varoista suurimman erän muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka arvo oli vuoden lopussa 116,6 MEUR. Olemme käsitelleet CapManin sijoitussalkkua tarkemmin sivuilla 21-22. CapManilla oli sijoitussalkun lisäksi vuoden lopussa myös vahva 58 MEUR:n kassa. Tase näyttää ylikvididiltä, mutta merkittävistä taseen ulkopuolisista sijoitussitoumuksista johtuen pidämme ylivahvaa tasetta täysin perusteltuna.

CapManin tase on sijoitussalkkua lukuunottamatta hyvin pääomakevyt. CapManilla on tasessaan 15,3 MEUR:lla liikearvoa, josta valtaosa (14,8 MEUR) koostuu vuonna 2019 tapahtuneesta JAM Advisorsin hankinnasta.

Muut taseessa olevat varat koostuvat pääasiassa operatiiviseen toimintaan liittyistä eristä kuten saamisista (9,1 MEUR) ja laskennallisista verosaamisista (2,4 MEUR). Taseessa olevat aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (2,6 MEUR) koostuvat pääasiassa IFRS16-käyttöomaisuuseristä.

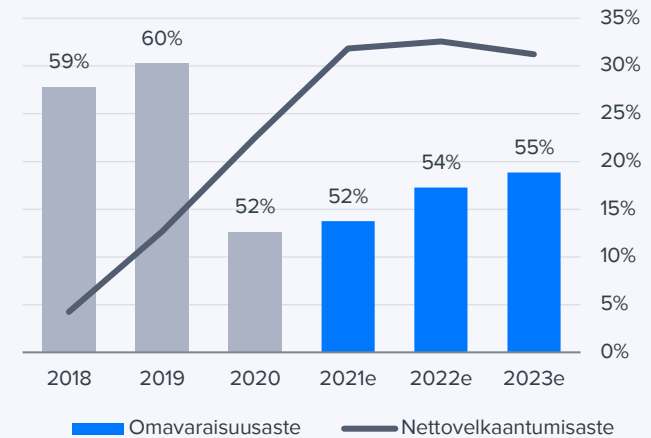
CapManin oma pääoma oli 2020 lopussa 113 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli taseessaan 83,5 MEUR. Muut taseen velat koostuvat pääasiassa osto- ja muista veloista.

Taseen ulkopuoliset vastuut

CapManilla on taseen ulkopuolella noin 109 MEUR:n sijoitussitoumukset sen omiin rahastoihin (kts. s 22). Suurimmat sijoitussitoumukset (38,9 MEUR) kohdistuivat vuodenvaihteessa Buyout-rahastoon.

Sijoitussitoumukset tarkoittavat käytännössä sitä, että CapMan on sitoutunut sijoittamaan sen varainkeruuvaiheessa oleviin rahastoihin. Omiin rahastoihin tehvät sijoitukset ovat linjassa CapManin strategian kanssa ja yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tehdä sijoituksia, jotka ovat kokoluokaltaan ovat 1-5 % rahaston arvosta. Vaikka CapMan kykenisi periaatteessa teknisesti välttämään nämä sijoitussitoumukset, olisi se tulkittavissa selkeäksi epäluottamuslauseeksi rahastojen tulevaa sijoitusperformanssia kohtaan, ja tämä voisi puolestaan vaikeuttaa rahastojen varainkeruuta. Näin ollen pidämme todennäköisenä, että CapMan joutuu täyttämään nämä sijoitussitoumukset ja ne voidaankin luokitella mielestämme vastuiksi.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Konsernitason ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Käsitlemme tässä kappaleessa tiiviisti konsernitason tulosenennusteet. Tarkemmat segmentikohtaiset tulosenennusteet löytyvät segmenttien omista osioista.

Pääomamarkkinoiden vahvan kehityksen myötä koko finanssisektori lähtee erinomaisista asetelmista alkaneeseen vuoteen, sillä vahva osakemarkkinakehitys on tukenut omaisuusarvojen kehitystä ja nostanut yhtiöiden hallinnoitavat pääomat ja jatkuviin palkkioihin pohjautuvat tulovirrat ennätystasolle. Odotamme markkinatilanteen säilyvän sektorin kannalta positiivisena, mutta viilenevän hieman nykyisestä. Emme kuitenkaan odota markkinan merkittävää heikentymistä nykyisestä ja keskeisenä teemana markkinoilla tulee lähivuosina olemaan reaalitylouksien elpyminen koronakriisistä sekä vahvasti elvyttävänä jatkuva raha- ja finanssipolitiikka.

CapMan on positioitunut nykyiseen markkinatilanteeseen erinomaisesti listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittyneen tuotetarjontansa ansiosta. Odotamme kysynnän listaamattomia omaisuuslajeja kohtaan jatkuvan myös lähivuosina vahvana sijoittajien kasvattessa niiden osuutta allokaatiossaan ja etsiessä nykyisessä markkinaympäristössä yhä kasvavissa määrin vaihtoehtoisia tuotonlähteitä perinteisten osake- ja korkosijoitusten rinnalle.

Keskeisin ennusteisiimme kohdistuva riski liittyy nykyisen markkinatilanteen kestävyyyteen. Vaikka CapMan onkin listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittyneen tuotetarjonnan ansiosta muuta sektoria vähemmän altis pääomamarkkinoiden

heilahteluille, ei yhtiö ole kuitenkaan immuuni markkinatilanteelle ja markkinan merkittävä heikentyminen tulisi läpi yhtiön tulokseen erityisesti sijoitustuottojen kautta.

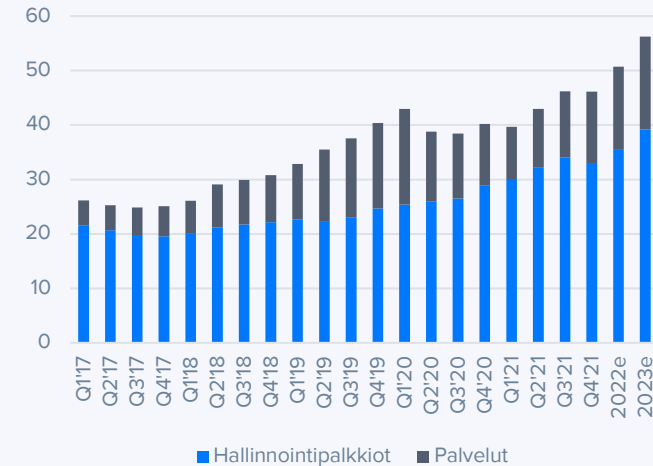
Toinen keskeinen riski liittyy näkemyksemme mukaan CapManin onnistumiseen rahastojen sijoitustoiminnassa. Yhtiön koko liiketoiminta nojaa rahastojen sijoitustoiminnan onnistumiseen ja mikäli rahastojen tuotto jäisi odotuksiamme heikommaksi, putoaisi yhtiön sijoittajatarinalta pohja pois.

2021: Sadonkorjuun aika

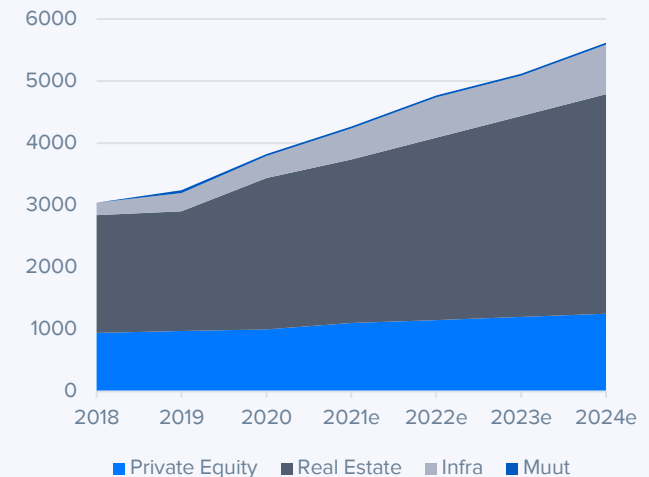
CapManin varainkeruu sujui viime vuonna erinomaisesti ja yhtiö lähteekin kokonaisuudessaan erinomaisista lähtökohdista kuluvana vuoteen. Ennustamme varainkeruun jatkuvan viikkoa myös kuluvana vuonna ja odotamme hallinnoitavan varallisuuden kohoavan kuluvana vuonna 4,3 mrd. euroon (2020: 3,8 mrd.). Hallinnoitavan varallisuuden kasvua ajaa ennusteissamme erityisesti kuluvana vuonna käynnistyvä uuden kiinteistö- ja Infra II-rahastojen varainkeruu.

Odotamme yhtiön viime vuosien määrätietoisien strategian toteuttamisen konkretisoituvan vihdoin täysimääräisesti myös yhtiön numeroihin ja ennustamme yhtiön liikevoiton kohoavan kuluvana vuonna 37,8 MEUR:oon (2020: 12,3 MEUR) Merkittävän tulosparannuksen ajurit ovat Hallinnoitiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkuminen, vuodesta 2020 selvästi elpyvät sijoitustuotot (12,8 MEUR vs. 4,0 MEUR) sekä loppuvuoteen 2021 ennusteissamme ajoittuvat NRE1-rahaston voitonjako-osuustuotot (~ 11 MEUR).

Rullaava 12kk jatkuvien palkkioiden kehitys (MEUR)



Hallnnoitavan varallisuuden kehitys (MEUR)



Konsernitason ennusteet 2/3

EPS:n ennustamme kohoavan kuluvana vuonna 0,18 euroon (2020: 0,03e). Vahvan tulosparannuksen myötä CapManilla on edellytykset pitää osinkonsa kasvu-uralla ja ennustamme osakekohtaisen osingon nousevan 0,15 euroon (2020: 0,14e).

2022-23: Tuloksen mix parantuu, odotamme myös merkittäviä voitonjako-osuustuottoja

Ennustamme CapManin tuloksen laadun parantuvan tulevina vuosina ja vuoteen 2023 mennessä noin 43 % konsernin liikevoitosta muodostuu jatkuvaan tulovirtaan pohjautuvasta palkkiovirrasta (2021e: 34 %). Tuloksen mixin parantumisen taustalla on hallinnoitavan varallisuuden kasvun tahdissa kasvavat jatkuvat hallinnointipalkkiot sekä Palveluliiketoiminnan kasvu CaPS:in sekä Wealth Servicen ylösajon vetämänä. Vuosien 2022-2023 tulosennusteemme saavat tukea myös merkittävistä voitonjako-osuustuotoista, joista merkittävimpiä näyttelevät Buyout 10-rahasto (2022e: ~11 MEUR) ja Growth I-rahasto (2023e: ~10 MEUR). Huomautamme myös, että voitonjako-osuustuottojen muuttuessa satunnaisista enemmän jatkuviksi, paranee tuloksen ennustettavuus myös tämän kautta.

Kokonaisuudessaan ennustamme CapManin liikevoiton asettuvan 2022-2023 noin 42-44 MEUR:n tasolle ja näemmekin noin 40 MEUR:n liikevoittotason eräänlaisena ”uutena normaalina” nykymuotoiselle CapManille. Vuosien 2022-2023 liikevoittotaso vastaa ennusteissamme noin 0,20

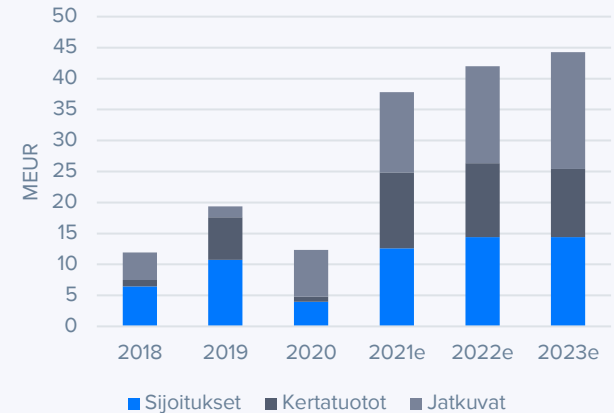
euron EPS:ää.

Vuosina 2022-2023 ennustamme CapManin jatkavan osakekohtaisen osingon korottamista sentillä (2022e: 0,16e ja 2023e: 0,17e), mikä vastaa 82-83 %:n voitonjakosuhdetta.

Pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat hyvät

Näkemyksemme mukaan CapManilla on hyvät edellytykset jatkaa tervettä tuloskasvuun vahvan uusmyynnin sekä asteittain parantuvan kulutehokkuuden myötä myös pidemmällä aikavälillä. CapMan on positioitunut erinomaisesti toimialan keskeisiin trendeihin, mikä osaltaan tukee yhtiön varainhankintaa sekä tuloskasvunäkymiä pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin kestävä tuloskasvu vaatii näkemyksemme mukaan taakseen erityisesti sijoitustiimien onnistumista arvionluonnissa. Ilman hyvää sijoitusperformanssia rahastojen uusmyynti tulee hankaloitumaan ja myös palkkiotasoihin sekä voitonjako-osuustuottoihin tulee kohdistumaan selkeää painetta.

Tulosmixin muutos 2018-2023e



Liikevoiton kehitys (MEUR)



Konsernitason ennusteet 3/3

MEUR	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	33,5	49,0	43,0	60,1	64,3	68,9	73,6
<i>Hallinnointiliiketoiminta</i>	22,1	24,7	28,9	33,0	35,4	39,2	42,4
Kasvu-%	13 %	12 %	17 %	14 %	7 %	11 %	8 %
<i>Private Equity*</i>	12,8	10,3	10,5	11,4	11,8	12,3	12,9
<i>Real Estate*</i>	8,8	11,3	14,6	16,9	18,1	20,1	22,0
<i>Infra*</i>	0,6	2,6	3,5	4,4	5,2	6,5	7,3
<i>Palvelut</i>	8,7	15,7	11,4	13,1	15,3	17,0	18,5
<i>Voitonjako-osuustuotot</i>	1,0	6,9	0,9	12,2	11,9	11,0	10,0
Liikevoitto	12,0	19,4	12,3	37,8	42,0	44,3	46,8
<i>Hallinnointiliiketoiminta</i>	2,8	10,4	9,1	23,9	25,1	26,5	27,8
<i>Palvelut</i>	4,4	9,1	5,0	6,2	7,9	9,2	10,3
<i>Sijoitukset</i>	6,5	10,7	4,0	12,6	14,4	14,4	14,4
<i>Konsernikulut</i>	-1,7	-5,9	-5,7	-5,0	-5,4	-5,9	-5,7
<i>Sijoituksista ja voitonjaoista oikaistu EBIT*</i>	4,5	1,8	7,5	13,0	15,7	18,9	22,4
EPS	0,05	0,09	0,03	0,18	0,20	0,20	0,22
Osinko	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17	0,19
Voitonjakosuhte-%	219 %	142 %	424 %	85 %	82 %	83 %	90 %
ROE-%	6,5 %	11,3 %	4,3 %	24,2 %	25,4 %	25,0 %	25,1 %
Oma pääoma per osake	0,82	0,84	0,72	0,75	0,80	0,84	0,88
Hallinnoitava varallisuus	3043	3245	3827	4270	4770	5120	5620
Kasvu-%	8 %	7 %	18 %	12 %	12 %	7 %	10 %
<i>Private Equity</i>	943	973	998	1100	1150	1200	1250
<i>Real Estate</i>	1896	1931	2440	2640	2940	3240	3540
<i>Infra</i>	204	293	357	500	650	650	800
<i>Muut</i>	0	48	32	30	30	30	30
Omien sijoitusten tuotto-%	6,0 %	9,9 %	3,6 %	9,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %

* Historialliset luvut myös Inderesin ennusteita

Arvonmääritys 1/5

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme haarukoineet CapManin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä kassavirtalaskelman kautta. Suurimman painoarvon analyysissämme annamme osien summa laskelmalle, sillä se huomioi parhaiten CapManin merkittävän sijoitussalkun. Lisäksi emme näe CapManin osissa sellaista piiloarvoa, jonka realisointuminen ei olisi lähivuosien aikana realistista.

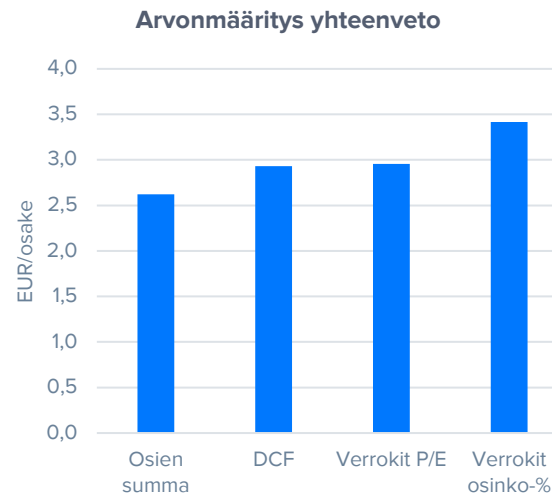
CapManille on myös tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaajista. Vaikka CapMan poikkeaa tästä joukosta jonkin verran, tarjoaa verrokkijoukko mielestämme hyvät lähtökohdat hyväksyttävälle arvostustasolle.

Eri arvonmääritysmenetelmämme ovat hyvin linjassa keskenään ja niiden mukainen käypä arvo vaihtelee 2,6-3,4 euron välillä. Tavoitehintamme 2,8 euroa on linjassa keskeisten menetelmien kanssa.

Tuloksessa on pakko nähdä tasokorjaus, jotta kurssinousu voi jatkua

Rajun kurssinousun jälkeen CapManin arvostustasoa ei voida perustella historiallisilla tulostasolla ja nykyisen kurssitason kestävyys vaatii taakseen tuloksen selkeää tasokorjausta. Nykyinen kurssitaso heijastelee arviomme mukaan tulostason nousua kestävästi ~40 MEUR:n liikevoittotasolle. Osien summa laskelmamme on linjassa nykyisen osakekurssin kanssa ja myös se

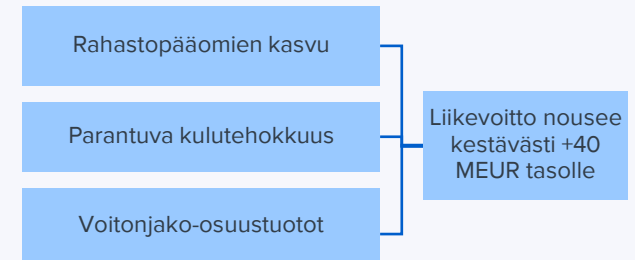
tukee näkemystämme siitä, että ilman tulosparannusta osakkeessa ei ole nousuvaraa. Tulosparannuksen realisoituessa odotuksiemme mukaisesti ja yhtiön jatkaessa kannattavaa kasvuaan on osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus kuitenkin edelleen hyvä ja se saa selkeää tukea vahvasta osinkotuotosta.



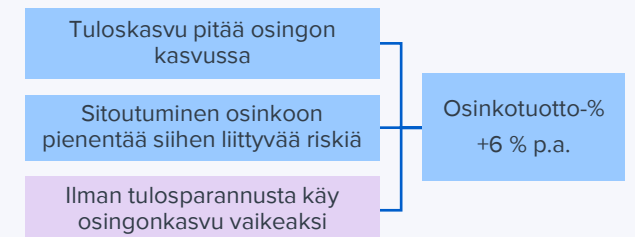
Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

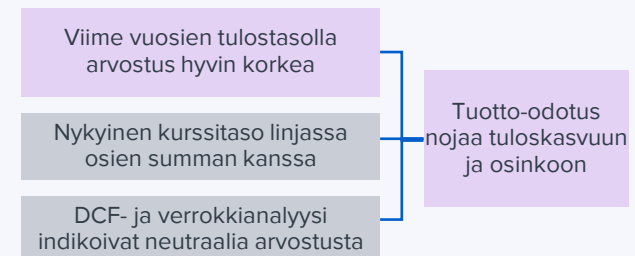
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Lyhyen aikavälin riski-/tuottosuhde riittävä, pidemmän aikavälin tuotto-odotus edelleen hyvä

Arvonmääritys 2/5

Osien summa

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvostukselle, sillä osien arvon on realistista odottaa purkautuvan seuraavan kahden vuoden aikana tulosparannuksen kautta ja emme näe osissa olevan sellaista piiloarvoa jonka purkautuminen ei olisi lähivuosien aikana realistista.

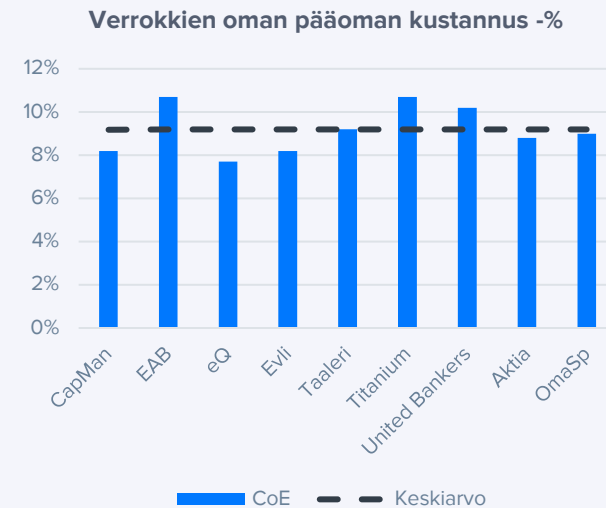
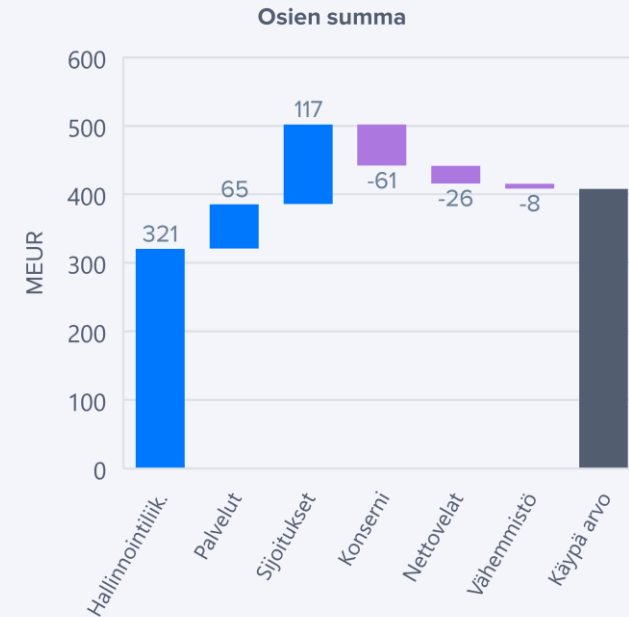
Olemme käsitelleet CapManin segmenttien osien arvonmäärityksiä raportissamme aiemmin. Hallinnointiliiketoiminnan arvo on ennusteillamme 321 MEUR (sivu 17), Palveluliiketoiminnan 65 MEUR (sivu 20) ja Sijoitusten 117 MEUR (ei sisällä käteistä, sivu 21). Nettovelat olivat Q4'20: -25,5 MEUR ja vähemmistöjen omistusosuus 8 MEUR (sivu 20). Konsernikulut (2020e: 5,0 MEUR) olemme diskontanneet DCF:n tuottovaatimuksella (8,2 %) ja niiden nettoarvo on -61 MEUR.

Osien summa -laskelmallamme CapManin osien summa on 408 MEUR tai 2,62 euroa per osake. Arvo on noussut merkittävästi edellisestä laajasta raportistamme johtuen (1,77e/osake) johtuen Hallinnointiliiketoiminnan erittäin vahvasta kehityksestä. Osien summa on linjassa nykyisen osakekurssin kanssa.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtamallimme antaa CapManille arvoksi 2,9e/osake. Malli sopii CapManille kohtalaisen huonosti johtuen merkittävästä sijoitussalkusta ja herkkyys on poikkeuksellisen suurta. Näin ollen DCF-mallin tulokseen tulee suhtautua lähinnä muita arvostusmenetelmiä tukevana. Nykyinen DCF-mallimme (s. 41) nojaa odotukseen siitä, että

CapManin kestävä tulostaso on tästä eteenpäin yli 40 MEUR/v ja myös se heijastelee nykykurssiin ladattuja odotuksia. Käytännössä selvästi nykyistä korkeampi kurssi vaatisikin selkeää tietkarttaa korkeampiin tulostasoihin. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.



Arvonmääritys 3/5

Suhteellinen arvostus ja verrokki

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa olemme käyttäneet tulos pohjaisesti pääasiassa P/E-kertoimia, sillä ne huomioivat parhaiten verrokkien kirjanpidolliset (FAS/IFRS) sekä rakenteelliset erot. Olemme myös käyttäneet osinkotuottoa, koska osinkotuotto on näkemyksemme mukaan yksi keskeisiä sijoitustarinan kulmakiviä sijoituspalveluyhtiöissä.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia Helsingin pörssiin listattuja seuraamiamme varainhoitoyhtiöitä ja olemme täydentäneet tätä ryhmää muutamalla hyvällä ulkomaisella verokkiyhtiöllä. Kokonaisuutena ryhmä antaa mielestämme varsin hyvän ja luotettavan kuvan CapManin hyväksyttävästä arvostustasosta normaalina aikana. Näkemyksemme mukaan CapManille voitaisi hyvin perustella preemioarvostus suhteessa verrokkeihin tilanteessa, jossa merkittävät tulosparannuslupaukset on lunastettu. Kuitenkin nykytilanteessa, jossa puheet kulkevat edelleen tekojen edellä, tarjoaa verokkivaluatio hyvän lähtökohdan hyväksyttävästä arvostuksesta.

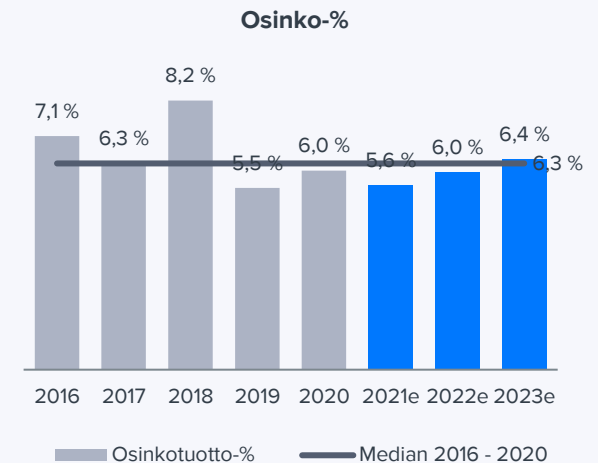
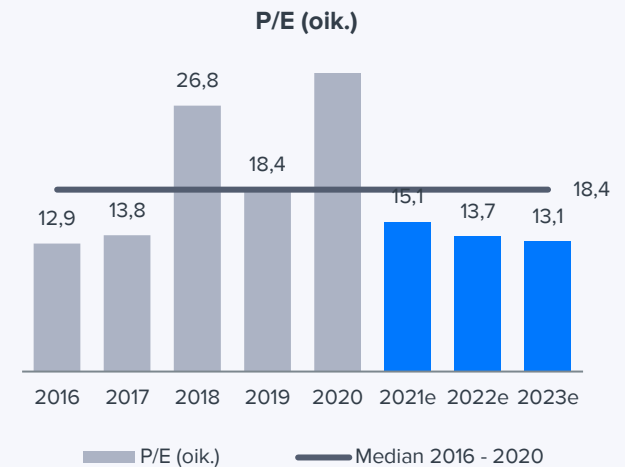
Tulos pohjaisesti CapMan on hinnoiteltu 2021 kertomilla alennuksella verokkir ryhmään. Tämä on näkemyksemme mukaan perusteltua, sillä CapManin 2021 tulosenuste sisältää selvästi keskimääräistä verokkia kovemmat

tuloskasvuodotukset. 2022-ennusteilla arvostus laskee verokkir ryhmän tasolle.

Absoluuttisesti 2021 P/E 15x on mielestämme CapManille neutraali linjassa yhtiölle hyväksymämme tason (fwd 15-16x) kanssa. Verrokkien 2021 ja 2022 P/E-kertoimia soveltamalla saamme CapManin käyväksi arvoksi 3,0 euroa.

Sijoittajien on syytä huomioida, että toisin kuin useimmilla verrokeilla, ei CapManin arvostus saa mitään tukea historiallisesta tulostasosta (2017-2020 parhaalla tuloksella P/E +20x) ja arvostuksessa joudutaan nojaamaan täysimääräisesti tulevan kovan tulosparannuksen realisoitumiseen.

Osinkotuotolla (2021-2022) CapMan on hinnoiteltu alennuksella suhteessa verokkir ryhmään. Yhtiön osinko on kotimaisen verokkir ryhmän kärkeä ja 2021 ja 2022 verokkir ryhmän osinkotuoton kautta laskettu käypä arvo on 3,4 euroa. Koska tuloksen tapaan CapManin osinko on riippuvainen tulosparannuksen realisoitumisesta, on verrokkeja korkeampi osinko mielestämme toistaiseksi perusteltu.



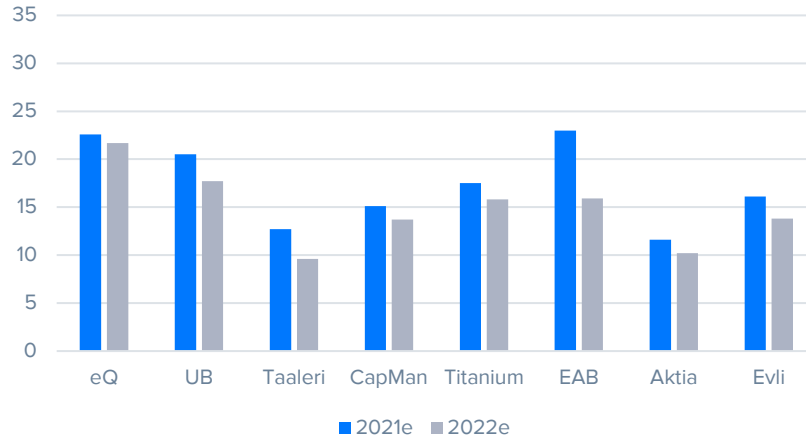
Arvonmääritys 4/5

Verokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Yhtiö		MEUR	MEUR											
Evli	16,80	407								16,1	13,8	5,8	6,9	4,1
Taaleri	8,64	241	316	12,9	9,6	11,7	9,6	4,0	3,7	12,7	9,6	4,4	4,9	1,7
United Bankers	12,80	138	142	15,8	14,2	14,2	11,8	4,1	3,7	20,5	17,7	4,1	4,5	3,5
eQ	18,80	699	704	17,8	17,2	17,4	16,8	10,3	9,9	22,6	21,7	4,5	4,6	9,8
EAB Group	3,28	46	52	17,2	12,9	9,4	8,0	2,4	2,2	23,0	15,9	2,7	3,3	2,2
Titanium	15,80	159	147	12,2	11,3	10,5	9,8	6,4	5,9	17,5	15,8	5,8	6,1	6,8
Aktia	9,50	672								11,6	10,2	6,4	7,3	1,0
AGF Management	6,87	319	302	8,4	6,9	4,3	4,4	1,1	1,0	11,9	9,0	4,6	4,6	0,5
Wisdom Tree Investments	5,76	700	858	15,5	14,1	16,5	14,0	3,6	3,4	19,3	17,2	2,1	2,1	2,3
River and Mercantile Group	229,00	219	196	21,2	14,8	12,0	9,3	2,4	2,1	20,3	15,9	4,0	5,1	3,5
IDI SCA	42,10	306	405	13,5	13,1			67,5	57,8	14,6	12,8	4,5	4,5	0,6
Liontrust Asset Management	1270,00	884	783	12,6	9,5	11,8	10,2	4,6	3,8	18,1	13,5	3,0	3,8	5,1
Deutsche Beteiligungs	38,80	571	544	12,7	8,3	13,3	7,8	6,9	5,4	13,4	9,3	2,8	3,3	1,3
CapMan (Inderes)	2,67	421	467	12,4	11,2	11,9	10,9	7,8	7,3	15,0	13,6	5,6	6,0	3,5
Keskiarvo				14,5	12,0	12,1	10,2	10,3	9,0	17,0	14,0	4,2	4,7	3,3
Mediaani				13,5	12,9	11,9	9,7	4,1	3,7	17,5	13,8	4,4	4,6	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				-8 %	-13 %	0 %	13 %	92 %	96 %	-14 %	-1 %	26 %	30 %	54 %

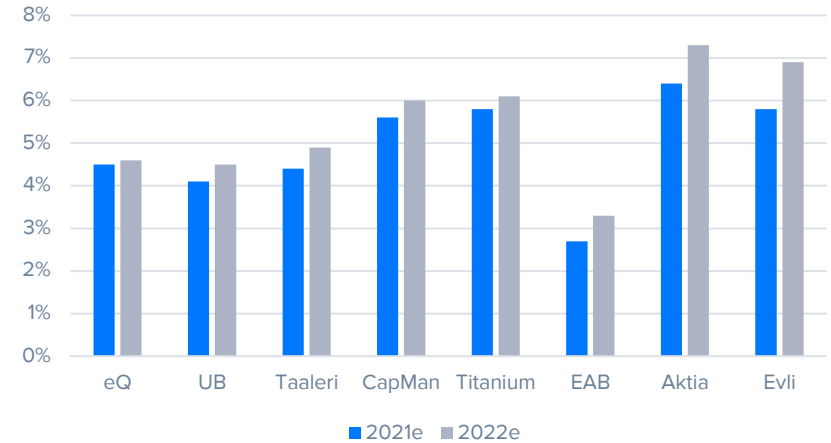
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvonmääritys 5/5

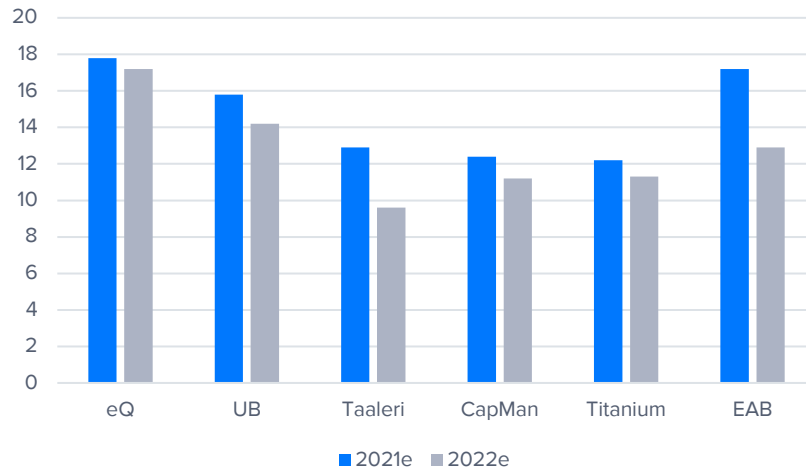
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



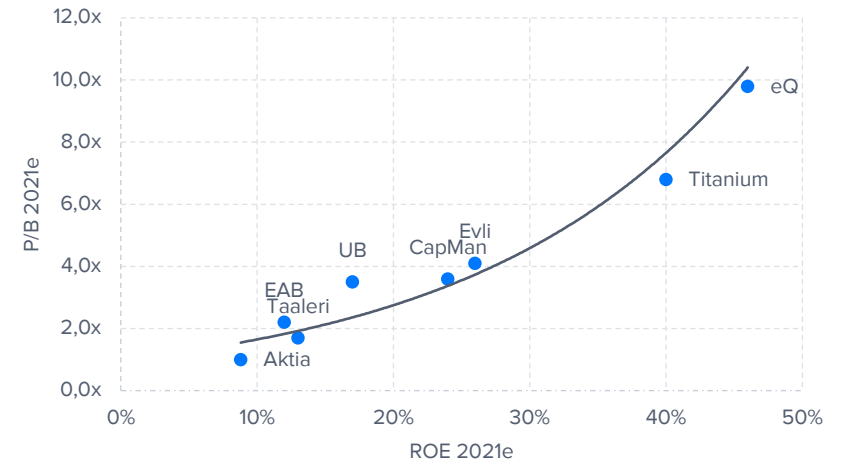
Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



Kotimaisten verrokkien EV/EBIT-kertoimet

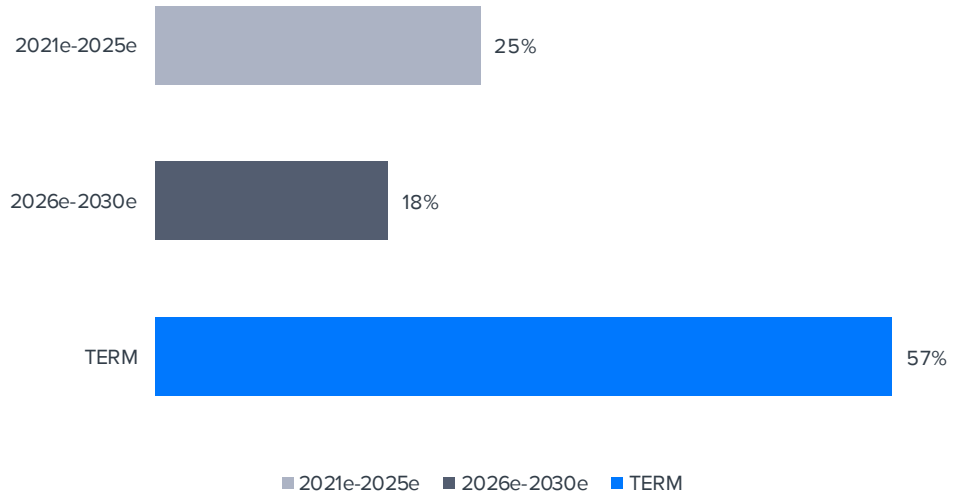


ROE ja P/B 2021e



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	12,3	37,8	42,0	44,3	46,8	41,7	38,9	39,8	40,8	41,9	42,9	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,4	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	
- Maksetut verot	-1,1	-5,6	-6,7	-7,5	-7,9	-7,0	-6,5	-6,7	-6,9	-7,1	-7,7	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ 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	-19,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-7,4	33,1	35,8	37,4	39,6	35,6	33,4	34,2	35,0	35,9	36,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	16,5	-20,0	-11,6	-8,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,9	13,1	24,2	28,7	37,9	33,9	31,7	32,5	33,3	34,2	34,4	
+/- Muut	-17,0	18,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,2	31,5	24,2	28,7	37,9	33,9	31,7	32,5	33,3	34,2	34,4	615
Diskontattu vapaa kassavirta		29,4	20,9	22,9	27,9	23,1	19,9	18,9	17,9	17,0	15,7	282
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		495	466	445	422	394	371	351	332	315	298	282
Velaton arvo DCF		495										
- Korolliset velat		-83,5										
+ Rahavarat		58,0										
-Vähemmistöosuus		-7,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		462										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,9										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		0,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		4,0 %										
Yrityksen Beta		1,10										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeettipremio		1,00 %										
Riskitön korko		2,0 %										
Oman pääoman kustannus		8,2 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		8,2 %										



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	49,0	12,0	8,7	9,0	13,4	43,0	11,4	12,6	11,9	24,2	60,1	64,3	68,9	73,6
Hallinnointiliiketoiminta	32,8	7,2	6,5	7,0	10,3	30,9	8,2	9,4	8,7	20,2	46,5	48,5	51,4	53,6
Palveluliiketoiminta	15,7	4,8	2,2	1,8	2,6	11,4	3,2	3,2	3,2	3,5	13,1	15,3	17,0	18,5
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	1,0
Muut	0,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Käyttökate	25,0	-5,6	4,5	4,8	10,1	13,7	6,1	7,9	7,8	17,5	39,2	43,2	45,6	48,2
Poistot ja arvonalennukset	-5,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,2	-1,3	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,0	-6,0	4,1	4,5	9,7	12,3	5,7	7,6	7,4	17,1	37,8	42,0	44,3	46,8
Liikevoitto	19,4	-6,0	4,1	4,5	9,7	12,3	5,7	7,6	7,42	17,1	37,8	42,0	44,3	46,8
Hallinnointiliiketoiminta	6,0	1,9	1,6	2,1	3,6	9,1	2,7	4,1	3,6	13,4	23,9	25,1	26,5	27,8
Palveluliiketoiminta	9,1	3,0	0,5	0,6	1,0	5,0	1,4	1,4	1,7	1,6	6,2	7,9	9,2	10,3
Sijoitustoiminta	10,2	-8,4	2,8	2,6	7,0	4,0	3,0	3,1	3,3	3,4	12,8	14,4	14,4	14,4
Muut	-5,9	-2,4	-0,7	-0,9	-1,8	-5,7	-1,4	-1,1	-1,1	-1,3	-5,0	-5,4	-5,9	-5,7
Nettorahoituskulut	-1,8	-0,6	-0,7	-0,7	-1,1	-3,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Tulos ennen veroja	17,6	-6,5	3,4	3,7	8,6	9,2	5,0	6,9	6,72	16,4	35,0	39,2	41,5	44,0
Verot	-1,7	-0,9	-0,3	-0,4	-1,4	-2,9	-1,5	-1,0	-1,3	-1,9	-5,6	-6,7	-7,5	-7,9
Vähemmistöosuudet	-1,9	-0,9	0,2	-0,1	-0,4	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
Nettotulos	14,0	-8,3	3,3	3,3	6,8	5,1	3,2	5,6	5,0	14,1	28,0	31,0	32,4	34,4
EPS (oikaistu)	0,13	-0,05	0,02	0,02	0,04	0,03	0,02	0,04	0,03	0,09	0,18	0,20	0,20	0,22
EPS (raportoitu)	0,09	-0,05	0,02	0,02	0,04	0,03	0,02	0,04	0,03	0,09	0,18	0,20	0,20	0,22

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	46,3 %	28,7 %	-34,9 %	-7,7 %	-19,5 %	-12,2 %	-4,8 %	44,6 %	33,0 %	80,8 %	39,7 %	7,1 %	7,1 %	6,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	109,1 %	-206,9 %	-34,7 %	-18,4 %		-50,6 %	-195,7 %	82,8 %	66,6 %	75,7 %	206,4 %	11,1 %	5,4 %	5,7 %
Käyttökate-%	51,1 %	-47,2 %	51,5 %	53,6 %	75,4 %	31,9 %	53,4 %	62,9 %	65,2 %	72,2 %	65,3 %	67,1 %	66,2 %	65,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	51,0 %	-50,1 %	47,5 %	49,7 %	72,8 %	28,7 %	50,3 %	60,1 %	62,2 %	70,7 %	63,0 %	65,3 %	64,3 %	63,6 %
Nettotulos-%	28,5 %	-69,4 %	37,6 %	37,0 %	51,2 %	12,0 %	28,3 %	44,6 %	42,2 %	58,4 %	46,6 %	48,2 %	47,0 %	46,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	157	138	156	167	174
Liikearvo	15,3	15,3	15,3	15,3	22,3
Aineettomat hyödykkeet	0,8	0,7	0,8	1,1	1,2
Käyttöomaisuus	3,4	2,6	2,7	2,9	3,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	134	117	135	145	145
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Vaihtuvat vastaavat	59,6	81,1	72,1	68,6	71,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	5,2	9,1	9,1	9,1	9,1
Myyntisaamiset	10,8	14,0	18,0	19,3	20,7
Likvidit varat	43,7	58,0	45,0	40,2	41,4
Taseen loppusumma	216	219	228	235	245

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	130	113	119	127	134
Osakepääoma	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kertyneet voittovarot	3,2	1,6	7,8	15,2	22,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Muu oma pääoma	84,5	71,2	71,2	71,2	71,2
Vähemmistöosuus	2,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Pitkäaikaiset velat	61,4	92,3	92,6	91,1	92,7
Laskennalliset verovelat	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	59,1	82,6	83,0	81,5	83,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	6,9	6,9	6,9	6,9
Lyhytaikaiset velat	25,6	13,3	16,4	17,4	18,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	0,9	0,1	0,0	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,2	11,1	15,0	16,1	17,2
Muut lyhytaikaiset velat	4,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	217	219	228	235	245

Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	33,5	49,0	43,0	60,1	64,3	EPS (raportoitu)	0,05	0,09	0,03	0,18	0,20
Käyttökate	13,4	25,0	13,7	39,2	43,2	EPS (oikaistu)	0,05	0,13	0,03	0,18	0,20
Liikevoitto	12,0	19,4	12,3	37,8	42,0	Operat. kassavirta / osake	-0,03	0,14	-0,05	0,21	0,23
Voitto ennen veroja	9,3	17,6	9,2	35,0	39,2	Vapaa kassavirta / osake	0,25	-0,03	-0,01	0,20	0,15
Nettovoitto	8,1	14,0	5,1	28,0	31,0	Omapääoma / osake	0,82	0,84	0,72	0,75	0,80
Kertaluontoiset erät	0,0	-5,6	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	206,0	216,5	218,8	228,4	235,3	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	46 %	-12 %	40 %	7 %
Oma pääoma	121,0	129,5	113,3	119,5	126,8	Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	87 %	-45 %	186 %	10 %
Liikearvo	4,7	15,3	15,3	15,3	15,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-48 %	109 %	-51 %	206 %	11 %
Nettovelat	5,2	16,4	25,5	38,0	41,3	EPS oik. kasvu-%	-57 %	135 %	-74 %	437 %	11 %

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	13,4	25,0	13,7	39,2	43,2	Oik. Liikevoitto-%	40,1 %	51,1 %	31,9 %	65,3 %	67,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,6	4,5	-19,4	-0,1	-0,2	Liikevoitto-%	35,7 %	51,0 %	28,7 %	63,0 %	65,3 %
Operatiivinen kassavirta	-4,8	20,8	-7,4	33,1	35,8	ROE-%	6,5 %	11,3 %	4,3 %	24,2 %	25,4 %
Investoinnit	41,2	-27,1	16,5	-20,0	-11,6	ROI-%	6,7 %	10,5 %	6,4 %	18,9 %	20,4 %
Vapaa kassavirta	36,5	-4,0	-1,2	31,5	24,2	Omavaraisuusaste	58,7 %	59,8 %	51,8 %	52,3 %	53,9 %
						Nettovelkaantumisaste	4,3 %	12,6 %	22,5 %	31,8 %	32,6 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Silvertärnan Ab	10,4 %
Ilmarinen	6,6 %
Mikko Laakkonen	4,1 %
OY Inventiainvest AB (Ari Tolppanen)	3,0 %
Varma	2,4 %
Kyösti Kakkonen	2,1 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	6,6	7,9	9,2	7,8	7,3
EV/EBITDA (oik.)	16,6	15,4	28,7	12,0	10,9
EV/EBIT (oik.)	18,6	15,4	32,0	12,4	11,2
P/E (oik.)	26,8	18,4	70,3	15,1	13,7
P/B	1,8	2,8	3,2	3,6	3,4
Osinkotuotto-%	8,2 %	5,5 %	6,0 %	5,6 %	6,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
02/11/2018	Osta	1,85 €	1,58 €
01/02/2019	Lisää	1,85 €	1,71 €
26/04/2019	Lisää	1,85 €	1,67 €
12/06/2019	Osta	1,85 €	1,62 €
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 €	2,67 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**