

## Ensi vuonna takaisin kasvuun

Tarkistamme CapManin tavoitehintamme 1,85 euroon (aik. 1,80 euroa) nousseiden osinkoennusteidemme myötä. Osakkeen arvostustaso on varsin neutraali ja kurssinousu nojaakin strategiassa onnistumiseen. Yhtiön jatkuva edistyminen strategiassa yhdessä yli 6 %:n kasvavan osinkotuoton kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen kuitenkin suotuisana, minkä takia toistamme lisää-suosituksemme.

### Hyvä Q2-raportti

CapManin Q2-tulos oli odotuksiamme parempi erittäin vahvojen sijoitustuottojen ansiosta. Vahvojen numeroiden lisäksi raportin tärkein anti oli yhtiön kommentit strategian etenemisestä. Yhtiö lanseerasi uuden 80 MEUR:n kasvurahaston ja kertoi saavansa 350 MEUR:n Nordic Real Estate 2 -rahaston varainhankinnan päätökseen Q3:n aikana. Kommenttien perusteella yhtiöllä on myös uusia kiinteistötuotteita työn alla ja uuden Infra-segmentin ensimmäisen tuotelanseerauksen pitäisi tapahtua seuraavan 12kk aikana.

### Yhtiö etenee kasvuhankkeidensa kanssa

Kokonaisuutena yhtiön uudet kasvuhankkeet parantavat selvästi näkyvyyttä yhtiön lähivuosien tuloskehityksen suuntaan ja olemme entistä luottavaisempia, että yhtiö tulee kääntymään takaisin kasvuun 2018 aikana. Kukuriveillä ei Q2:lla nähty yllätyksiä ja kulutason pysyessä nykyisellään, pitäisi liikevaihdon kasvun heijastua tehokkaasti myös viivan alle. Tämä olisi yhtiölle erittäin kriittistä, sillä hallinnointiliiketoiminnan voitolliseksi saaminen parantaisi yhtiön ennustettavuutta ja tukisi hyväksyttävää arvostustasoa.

### Olemme tarkistaneet osinkoennusteitamme ylöspäin

Odotamme kuluvalta vuodelta erinomaista 28 MEUR:n liikevoitto (aik. 27 MEUR) ja 0,15 euron osakekohtaista tulosta. Tulos nojaa valtaosin sijoitussalkkuun ja sen erinomaisiin tuottoihin hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden jäädessä vielä vaisuksi. 2018 osalta odotamme liikevoiton laskevan 24 MEUR:oon (ennallaan) ja EPS:n olevan 0,12 euroa (ennallaan), kun sijoitussalkun tuottotaso laskee nykyiseltä poikkeuksellisen korkealta tasolta. Hallinnointiliiketoiminnan tulos paranee selvästi liikevaihdon kasvun myötä ja samalla tuloksen mix paranee hallinnointiliiketoiminnan noustessa voitolliseksi. Pidemmällä aikavälillä yhtiön tulospotentiaali on selvästi tätä suurempi ja yhtiön strategia tarjoaa mielestämme hyvät edellytykset tämän potentiaalın realisointiin, kunhan kulutehokkuus parantuu. Osinkoennusteitamme olemme tarkistaneet ylös sentillä ja odotamme ensi kevään osingon olevan 0,11 euroa (aik. 0,10 euroa) ja 2018 osalta 0,12 euroon (aik. 0,11 euroa).

### Kurssinousu nojaa strategian onnistumiseen

CapMan on Norvestia-hankinnan jälkeen yhä selvemmin sijoitusyhtiö ja yhtiötä tulee arvottaa ennen kaikkea taseen kautta. Minimihintana pidämme omaa pääomaa (2017e: 0,94 euroa) ja hyväksyttävä preemio suhteessa tähän riippuu sijoitustuotoista sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuudesta. Nykyennusteillamme odotamme CapManilta lähivuosina noin 15 %:n oman pääoman tuottoa ja nykyisellä 1,9x P/B-kertoimella tulostuotto on 7-8 % mitä pidämme neutraalina tasona. Osakkeen nousuvara nojaakin entistä selvemmin kasvustrategiassa onnistumiseen.

## Analyttikko

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



## Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

**Tavoitehintaa 1,85 EUR**

Edellinen: 1,80



Lähde: Bloomberg

**Edellinen päätös 1,77 EUR**

**12 kk vaihteluväli 1,06-1,75 EUR**

**Potentiaali 4,5 %**

## Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



### Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	31,8	9,3	29,2 %	6,5	0,06	0,07	4,2	13,9	14,4	17,8	7,0 %
2016	26,7	18,7	69,9 %	15,5	0,10	0,09	7,6	10,7	10,9	12,9	7,1 %
2017e	33,9	28,2	83,3 %	25,7	0,15	0,11	8,6	10,2	10,3	11,9	6,2 %
2018e	38,3	23,7	61,8 %	22,0	0,12	0,12	7,7	12,4	12,5	14,6	6,8 %
2019e	42,3	28,3	66,8 %	26,7	0,15	0,13	6,9	10,3	10,4	12,2	7,4 %
Markkina-arvo, MEUR		257		OPO / osake 2017e, EUR		0,94		CAGR EPS, 2016-2019, %			14 %
Nettovelka 2017e, MEUR		34		P/B 2017e		1,9		CAGR kasvu, 2016-2019, %			17 %
Yritysarvo (EV), MEUR		291		Nettovelkaisuusaste 2017e, %		25,1 %		ROE 2017e, %			15,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR		217		Omavaraisuusaste 2017e, %		63,0 %		ROCE 2017e, %			14,2 %

## Hyvä Q2-raportti

### Kasvustrategia selkiytyy

CapManin liikevaihto oli 9,1 MEUR jääden hieman 9,5 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiö kirjasi katsauskaudelle odotuksiemme mukaisesti noin 2,2 MEUR osinkotuottoja liikevaihtoon ja näistä oikaistuna hallinnointiliiketoiminnan liikevaihto oli 6,9 MEUR jääden hieman 7,5 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitus johtuu hallinnoitavan varallisuuden odotuksia nopeammasta laskusta. Hallinnoita varallisuus oli Q2:lla 2185 MEUR (Q1'17: 2671 MEUR) ja raju lasku johtui odotettua suuremmista kiinteistöirtaantumista sekä Nordic Real Estate II -rahaston puuttumisesta yhtiön numeroista. Lisäksi BVK:n mandaatin sijoitusaste ei laskelmiemme mukaan ole noussut katsauskaudella odotuksiemme mukaisesti. On kuitenkin tärkeä huomioida, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta poistuneesta 600 MEUR:sta oli vanhaa kiinteistömässää joka ei enää tuottanut yhtiölle hallinnointipalkkioita. NRE 2-rahasto sekä BVK:n mandaatin sijoitusasteen nousu nostavat arviomme mukaan hallinnoitavan varallisuuden noin 2500 MEUR:oon Q3:n aikana. Palveluiden liikevaihto kasvoi odotuksiemme mukaisesti selvästi johtuen CaPS:n hyvästä kehityksestä ja Scalan onnistumispalkkioista.

Liikevoitto oli erittäin vahva 7,3 MEUR ja ylitti 5,5 MEUR:n ennusteemme. Vaikka hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus jäikin odotuksistamme odotettua heikomman liikevaihdon myötä, kompensoivat sijoitustuotot tätä. Sijoitustuotoissa yhtiön omien rahastojen arvot nousivat katsauskaudella merkittävästi, mikä kertoo positiivisesta kehityksestä kohdeyrityksissä. Erityisen voimakkaasti arvo nousi vanhassa Buyout 8 -rahastossa, jonka kohteet (Fortaco, Walki, MaintPartner) ovat hyötyneet selvästi talouden elpymisestä. Osakesijoitusten tuotot olivat odotuksiemme mukaiset ja yhtiö hyötyi merkittävästi Spondan ostotarjouksesta. Yhtiön sijoitussalkun suojausaste on edelleen erittäin korkea. Kulut olivat täysin linjassa odotuksiemme kanssa ja kulupohjan pysyminen vakaana tarjoaa hyvää tulosvipua liikevaihdon kääntyessä kasvuun. EPS oli lopulta 0,04 euroa ylittäen 0,03 euron ennusteemme.

### Yhtiö etenee kasvuhankkeiden kanssa

Raportin tärkein anti oli yhtiön uudet kasvuhankkeet. Yhtiö kertoi raportissa lanseeraavansa uuden kasvusijoitusrahaston. Käytännössä yhtiö siis kaupallistaa Norvestian kasvusijoitusliiketoiminnan. Rahaston koko on 80 MEUR ja varainkeruu on tarkoitus saada päätökseen H2:n aikana.

Rahaston perustaminen ei tullut meille yllätyksenä ja pidämme sitä järkevänä liikkeenä CapManin kannalta. CapMan tulee arviomme mukaan myös siirtämään nykyiset kasvusijoituksensa rahastoon, välttääkseen intressiristiriidat rahaston ja CapManin välillä. Erinomaisen track-recordin ja kiinnostavan sijoitusalueen johdosta uskomme rahaston palkkiotason olevan erittäin houkutteleva CapManin kannalta (noin 1,5 %).

Nordic Real Estate II -rahaston varainkeruu tullaan saamaan päätökseen Q3:n aikana ja raportin perusteella on mahdollista, että koko ylittää aiemmin tavoitellun 350 MEUR:n. Myös NRE 2 -rahaston palkkiotason tulisi olla kiinteistörahastoksi varsin houkutteleva (noin 0,8 %). Yhtiö myös vihjasi uudesta kiinteistötuotteesta ja kommenttien perusteella pidämme Suomen ulkopuolelle sijoittavaa avointa kassavirtapohjaista rahastoa todennäköisimpänä vaihtoehtona. Tämän rahaston sijoittajakenttä olisi todennäköisesti myös yhtiön nykyisen tier1-instituution kentän ulkopuolella. Uusissa kiinteistötuotteissa suurin huolemme liittyy Pohjoismaisen kiinteistömarkkinan likuumentuneeseen tilaan.

Norvestian markkinasalkun kaupallistaminen on edelleen pohdinnan alla ja Infra-segmentissä odotamme ensimmäistä tuotelanseerausta seuraavan 12kk aikana. Uskomme, että ensimmäinen infra-rahasto tullaan toteuttamaan räätälöitynä mandaattina pienelle joukolle sijoittajia. Tämä on loogista myös siinä mielessä, että CapManilla ei ole aiempaa track-recordia vastaavista rahastoista. On myös todennäköistä, että CapMan joutuu myös itse olemaan yksi rahaston ankkurisijoittajista.

Asiakaskunnan laajentaminen nykyisen kapean tier1-segmentin ulkopuolelle on yhtiön prioriteettilistalla edelleen korkealla ja yhtiö on katsauskaudella tehnyt uusia avainrekrytoiteja tämän alueen myyntiin. Käsityksemme mukaan yhtiö tulee fokusoitumaan tier2 ja tier3 instituutioihin ja ainakaan tässä vaiheessa yhtiöllä ei ole suunnitelmaa laajentaa vähittäisasiakkaisiin. Tämä isompien massojen palvelu vaatisi käsityksemme mukaan yhtiöltä merkittäviä järjestelmäinvestointeja ja näin ollen pidämme tier2 ja tier3 fokusta loogisena polkuna.

Kokonaisuutena yhtiön uudet kasvuhankkeet parantavat selvästi näkyvyyttä yhtiön lähivuosien tuloskehityksen suuntaan ja olemme entistä luottavaisempia, että yhtiö tulee kääntymään takaisin kasvuun 2018 aikana.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	7,9	9,1	9,5				-5 %
Liikevoitto	3,4	7,3	5,5				33 %
Tulos ennen veroja	2,5	6,9	5,1				36 %
EPS (oikaistu)	0,02	0,04	0,03				36 %
Liikevaihdon kasvu-%	-6,5 %	14,8 %	20,4 %				-5,6 %-yks.
Liikevoitto-% (oikaistu)	42,8 %	80,5 %	57,5 %				23 %-yks.

Lähde: Inderes

## Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

### Osinkoennusteita tarkistettu ylöspäin

Norvestia-hankinnan seurauksena CapManista tulee entistä selvemmin sijoitusyhtiö. CapManin sijoituskapasiteetti tulee arviomme mukaan olemaan noin 180 MEUR (hybridilainan ja osingonmaksun jälkeen) ja uuden CapManin tuloksesta sijoitukset tulevat muodostamaan selkeän enemmistön. Vaikka hallinnointiliiketoiminnan osuus yhtiön tuloksesta pienenee, on sen rooli edelleen tärkeä johtuen hallinnoinnista hyvästä ennustettavuudesta. Voitonjako-osuustuottojen rooli vaihtelee vuositasolla merkittävästi, mutta lähivuosien osalta näkymä on suhteellisen vauhtia.

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia Q2-raportin jälkeen. Odotamme kuluvalta vuodelta erinomaista 28 MEUR:n liikevoitto (aik. 27 MEUR) ja 0,15 euron osakekohtaista tulosta. Tulos nojaa valtaosin sijoitussalkkuun ja sen erinomaisiin tuottoihin hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden jäädessä vielä vauhtia, sillä uudet kasvuhankkeet eivät tuo oleellista liikevaihtoa vielä H2:lla. Odotamme edelleen loppuvuodelle voitonjako-osuustuottoja Equity VII ja Finnmezzanin sekä Accessin rahastoista (2017e: 2,8 MEUR).

2018 osalta odotamme liikevoiton laskevan 24 MEUR:oon (ennallaan) ja EPS:n olevan 0,12 euroa (ennallaan), kun sijoitussalkun tuottotaso laskee nykyiseltä poikkeuksellisen korkealta tasolta. Hallinnointiliiketoiminnan tulos paranee selvästi liikevaihdon kasvun myötä ja samalla tuloksen mix paranee hallinnointiliiketoiminnan noustessa voitolliseksi.

Osinkoennusteitamme olemme tarkistaneet ylös sentillä ja odotamme ensi kevään osingon olevan 0,11 euroa (aik. 0,10 euroa) ja 2018 osalta 0,12 euroa (aik. 0,11 euroa). Vaikka kuluvan vuoden 0,15 euron EPS-ennusteellamme ja vähintään 75 %:n osingonjakosuhteella laskennallinen osinko olisi 0,12 euroa, pidämme 0,11 euron osinkoa todennäköisempänä, sillä uskomme yhtiön haluavan pyrkiä pitämään osinkonsa kasvu-uralla lähivuosina.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e			2018e			2019e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	33,9	33,9	0 %	37,4	38,3	2 %	41,6	42,3	2 %
Liikevoitto	27,4	28,2	3 %	23,8	23,7	-1 %	30,0	28,3	-6 %
Tulos ennen veroja	25,3	26,1	3 %	22,6	22,0	-2 %	29,0	26,7	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,15	0,15	1 %	0,12	0,12	-2 %	0,16	0,15	-8 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,11	10 %	0,11	0,12	9 %	0,12	0,13	8 %

Lähde: Inderes

### Kulutaso ei saa karata

Suurin huolestamme CapManissa liittyykin tällä hetkellä kulukurin pysymiseen. CapManin kulumassa on edelleen varsin korkea suhteessa toimialan muihin yhtiöihin ja historiallisesti kulutehokkuus ei ole ollut yhtiön vahvuus. Yhtiön pitäisikin pyrkiä mielestämme yhä enemmän saamaan nykyisistä resursseista enemmän tehoa irti. Myös kulujen jatkuva tarkastelu ja tehostaminen olisivat edelleen tervetulleita, sillä näkemysmme mukaan tällä olisi merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön tulokseen ja samalla arvoon. Yksinkertaisuuden nimissä todettakoon, että mikäli CapManin hallinnointiliiketoimintaa arvioidaan toimialalle tyypillisellä 12x EV/EBIT kertoimella, nostaisi jokainen miljoona kuluissa säästettynä yhtiön arvoa 12 MEUR:lla (0,08e/osake). Sama vipu toki toimii myös liikevaihdon kasvuun, kunhan kulukuri pitää.

### Potentiaali selvästi korkeammalla

CapManin omana tavoitteena on saavuttaa 20 %:n oman pääoman tuotto. Pidämme tavoitetta haastavana, mutta mahdollisena ja nykyisellä omalla pääomalla se tarkoittaisi noin 0,18 euron osakekohtaista tulosta. Tavoitteen saavuttaminen vaatii yhtiön hallinnointiliiketoiminnalta hyvää kannattavuutta, kohtuullisia voitonjako-osuustuottoja ja sijoitustuottojen yltämistä yhtiön tavoittelemaan 11-13 %:n tasoon. Omat ennusteemme oman pääoman tuotolle ovat lähivuosille ~15 %:n tasolla. Haluamme edelleen nähdä lisänäyttöjä yhtiön kyvystä nostaa hallinnointiliiketoiminta selvästi voitolliseksi ja haluamme myös nähdä konkreettisia tuloksia kasvustrategiasta sekä kulukurin pitämisestä. Myös markkinatilanne tulee arviomme mukaan jäämään lähivuosina aiempaa vauhtia ja tämä tulee painamaan sijoitustuottoja.

## Tuotto nojaa osinkoon

### Kurssinousu vaatii strategian onnistumista

CapMan on Norvestia-hankinnan jälkeen yhä selvemmin sijoitusyhtiö ja yhtiötä tulee arvottaa ennen kaikkea taseen kautta. Minimihintana pidämme omaa pääomaa (2017e: 0,94 euroa) ja hyväksyttävä preemio suhteessa tähän riippuu sijoitustuotoista sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuudesta. Nykyennusteillamme odotamme CapManilta lähivuosina noin 15 %:n oman pääoman tuottoa ja nykyisellä 1,9x P/B-kertoimella tulostuotto on 7-8 % mitä pidämme neutraalina tasona. Osakkeen nousuvara nojaakin entistä selvemmin kasvustrategiassa onnistumiseen. Suhtaudumme kuitenkin positiivisesti yhtiön strategiaan ja mielestämme yhtiön tekee sen suhteen tällä hetkellä oikeita asioita. Näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu kasvustrategiansa toteuttamisessa. Mikäli yhtiö saavuttaisi tavoittelemansa 20 %:n tason, olisi tulostuotto edelleen yli 11 % ja osakkeessa olisi nousuvaraa vielä merkittävästi.

### Osinkonäkymä on erinomainen

CapMan on uuden strategiansa puitteissa yhä selvemmin myös osinkoyhtiö ja osinkotuotto on noin 6 %:n tasolla päivitetyllä ennusteellamme. Yhtiön osingonmaksukyky on vahva ja osinkopolitiikkansa mukaisesti yhtiö tulee maksamaan valtaosan tuloksesta ulos osinkoina. Nykyennusteillamme osinko kasvaa noin 10 %:n vuosivauhtia ja siihen liittyvä riski on pieni. Vaikka tuloksen volatilitteetti tuleekin kasvamaan selvästi sijoitussalkun roolin kasvun myötä, on osinkoon liittyvä riski varsin maltillinen johtuen vahvasta taseesta. Osinko tarjoaakin sijoittajalle hyvää perustuottoa ja strategiassa onnistuminen tarjoaisi myös kurssinousulle tilaa. Pidämmekin osakkeen tuotto-odotusta edelleen suotuisana.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Schwab	42,02	47861	183377							26,1	21,8	0,8	0,9	3,4
Perpetual	51,58	1611	1316							18,2	17,7	5,0	5,1	3,8
Compagnie Financiere Richemc	83,70	38188	32423	20,8	17,2	15,9	13,6	3,3	3,1	33,8	25,3	2,0	2,5	2,9
Taaleri	10,12	286	361	11,0	10,6	10,5	9,8	3,9	3,7	15,1	14,4	3,0	3,3	2,7
United Bankers	35,50	55	58							17,5	13,0	4,2	5,6	3,6
Jupiter Fund management	518,00	2655	2324	10,8	10,1	10,7	9,9	5,1	4,7	15,1	14,3	5,8	6,1	3,8
E*Trade	41,15	9615	44052							18,2	16,6			1,6
TD Ameritrade Holdings	44,86	20152	19881							26,6	21,8	1,6	1,8	4,0
ABC Arbitrage	6,16	357	206									7,3	8,1	
Swissquote Group	32,20	444	1634							15,0	12,8	2,0	2,2	1,7
eQ	8,10	306	296	13,1	12,5	12,8	11,8	6,5	6,1	18,1	17,0		6,1	4,9
Tamburi	5,71	925	1115							18,6	31,4	1,2	1,1	1,9
OVV Holdings	19,11	272	173									4,4	4,7	
Union Financiere	29,70	481	535							13,9	13,5	7,1	7,2	4,4
Liontrust Asset Management	478,54	262	242		9,8		8,6		3,0	18,0	12,5	2,9	3,9	7,5
Avanza	336,00	1054	3765							25,9	22,3	3,0	3,5	7,3
<b>CapMan (Inderes)</b>	<b>1,77</b>	<b>257</b>	<b>291</b>	<b>10,3</b>	<b>12,5</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,9</b>	<b>14,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>13,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,5</b>	<b>10,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>20,0</b>	<b>18,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>18,2</b>	<b>16,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-14 %</b>	<b>18 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>26 %</b>	<b>91 %</b>	<b>110 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>107 %</b>	<b>59 %</b>	<b>-49 %</b>

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

## Ennusteet yhteenveto

MEUR	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>31,8</b>	<b>26,7</b>	<b>33,9</b>	<b>38,25475</b>	<b>42,3</b>	<b>44,5</b>
Hallinnointipalkkiot*	24,4	22,7	21,8	25,3	28,3	30,0
Palvelut*	2,9	4,3	5,6	6,5	7,5	8,0
Voitonjako-osuustuotot	4,4	1,5	2,8	4,0	4,5	4,5
Henkilöstökulut	-17,1	-18,3	-19,9	-19,6	-20,1	-20,4
Muut kulut	-10,6	-12,2	-9,9	-10,0	-10,0	-10,0
Poistot	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Hallinnointiliiketoiminta**	-0,4	-3,8	-2,7	2,1	5,6	7,4
Sijoitussalkun tuotto	5,2	11,7	28,2	15,1	16,2	16,2
<b>EBIT</b>	<b>9,3</b>	<b>18,7</b>	<b>28,2</b>	<b>23,7</b>	<b>28,3</b>	<b>30,1</b>
EPS	0,06	0,10	0,15	0,12	0,15	0,15
Osinko	0,07	0,09	0,11	0,12	0,13	0,14
Osingonjakosuhte-%	124 %	91 %	74 %	99 %	90 %	91 %
ROE-%	7,4 %	13,5 %	15,4 %	12,8 %	15,2 %	15,8 %
Oma pääoma osake	0,75	1,00	0,94	0,95	0,97	0,99
Sijoitussalkun tuotto-%		12,5 %	16,9 %	9,5 %	9,7 %	9,7 %
AUM	2805	2692	2461	2661	3026	3250
Buyout	1341	1285	1126	1226	1476	1600
Kiinteistö	1462	1408	1334	1434	1550	1650
Sijoitussalkun allokaatio*						
Kaupankäyntisalkku		33 %	45 %	27 %	21 %	21 %
Kasvusijoitukset		17 %	21 %	38 %	43 %	43 %
Korot		5 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Käteinen		20 %	10 %	8 %	9 %	9 %
CapMan rahastot		23 %	24 %	27 %	27 %	27 %
Yhteisyrietykset ja muut		2 %	0 %	0 %	0 %	0 %

\* Inderesin ennuste myös historiassa

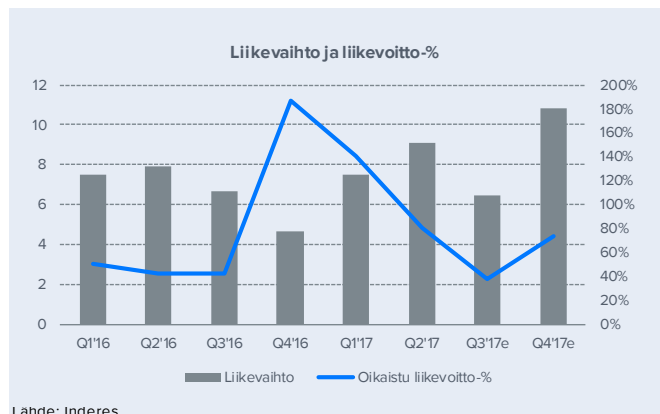
\*\* Inderes ennuste myös historiassa, laskettu liikevaihto - voitonjako - kulut

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

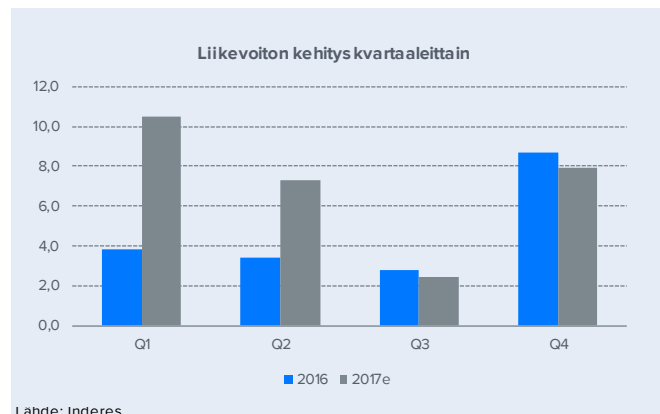
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>31,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>4,7</b>	<b>26,7</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>6,4</b>	<b>10,8</b>	<b>33,9</b>	<b>38,3</b>	<b>42,3</b>
CapMan	31,8	7,5	7,9	6,6	4,7	26,7	7,5	9,1	6,4	10,8	33,9	38,3	42,3
<b>Käyttökate</b>	<b>9,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>8,8</b>	<b>19,0</b>	<b>10,6</b>	<b>7,4</b>	<b>2,5</b>	<b>8,0</b>	<b>28,5</b>	<b>23,8</b>	<b>28,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>8,7</b>	<b>18,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>2,4</b>	<b>8,0</b>	<b>28,2</b>	<b>23,7</b>	<b>28,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>8,7</b>	<b>18,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>2,4</b>	<b>8,0</b>	<b>28,2</b>	<b>23,7</b>	<b>28,3</b>
CapMan	9,3	3,8	3,4	2,8	8,7	18,7	10,5	7,3	2,4	8,0	28,2	23,7	28,3
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-3,1	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-2,1	-1,6	-1,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>8,0</b>	<b>15,5</b>	<b>9,6</b>	<b>6,9</b>	<b>2,0</b>	<b>7,6</b>	<b>26,1</b>	<b>22,0</b>	<b>26,7</b>
Verot	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,6	-1,4	-0,5	-1,9	-4,3	-4,4	-5,3
Vähemmistöosuudet	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>4,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>7,9</b>	<b>14,1</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>5,7</b>	<b>21,3</b>	<b>17,6</b>	<b>21,3</b>
EPS (oikaistu)	0,06	0,03	0,02	0,02	0,06	0,10	0,06	0,04	0,01	0,04	0,15	0,12	0,15
EPS (raportoitu)	0,06	0,03	0,02	0,02	0,09	0,17	0,10	0,06	0,02	0,07	0,15	0,12	0,15

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-19,4 %	2,7 %	-6,5 %	-25,5 %	-34,8 %	-16,0 %	0,0 %	14,8 %	-3,0 %	133,0 %	26,8 %	13,0 %	10,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	44,8 %	316,7 %	21,3 %	480,6 %	70,6 %	101,4 %	176,3 %	115,9 %	-13,1 %	-8,3 %	51,0 %	-16,1 %	19,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	30,2 %	51,8 %	42,2 %	44,7 %	188,4 %	71,0 %	140,9 %	81,4 %	39,2 %	74,1 %	84,2 %	62,2 %	67,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	29,2 %	50,7 %	42,8 %	42,4 %	186,3 %	69,9 %	140,0 %	80,5 %	38,0 %	73,3 %	83,3 %	61,8 %	66,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	15,3 %	33,4 %	25,8 %	24,3 %	170,6 %	52,8 %	113,5 %	60,9 %	24,2 %	52,2 %	62,8 %	46,1 %	50,4 %

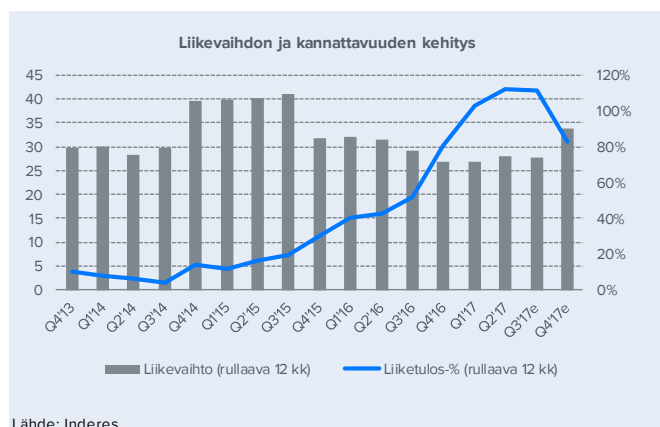
Lähde: Inderes



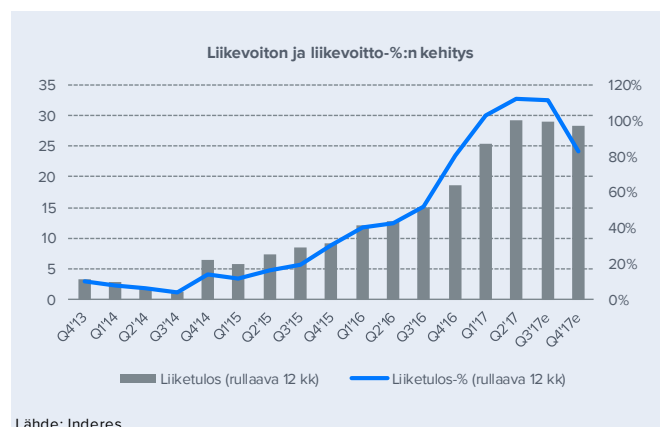
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

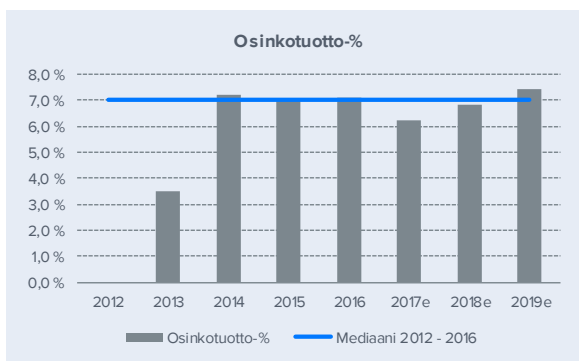
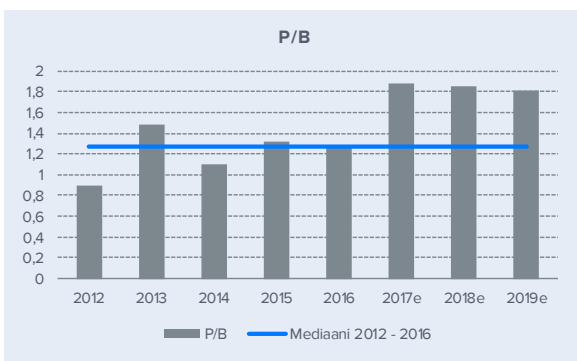
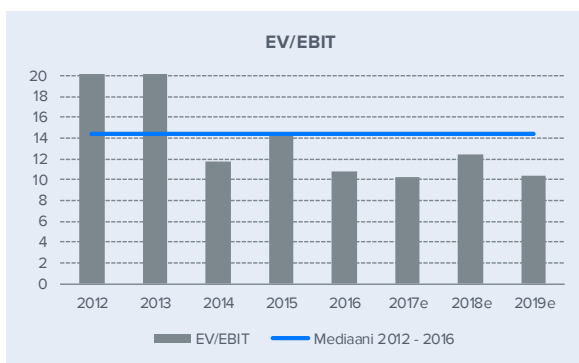
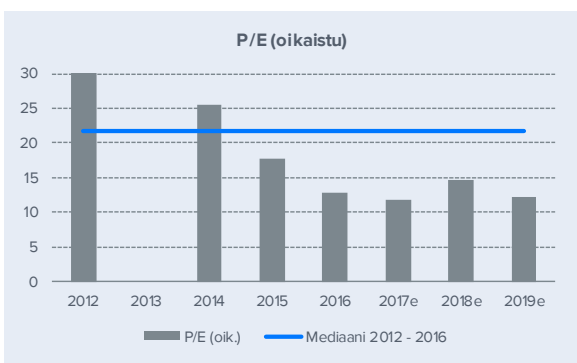


Lähde: Inderes

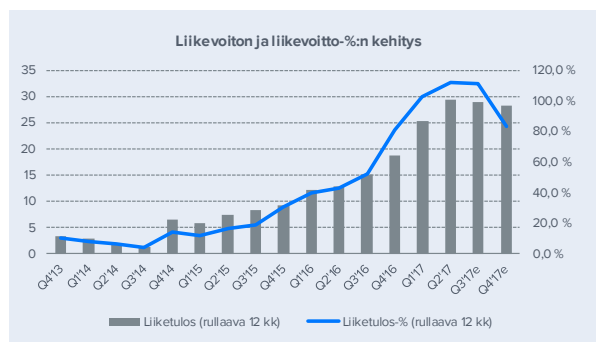
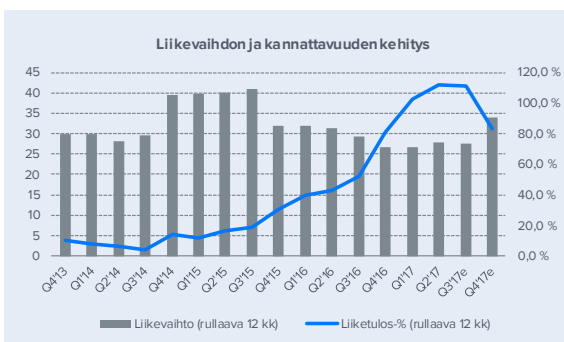
## Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,84	1,14	0,83	1,00	1,27	1,77	1,77	1,77
Markkina-arvo	71	96	72	86	182	257	257	257
Yritysarvo (EV)	96	111	75	133	203	291	295	293
P/E (oik.)	655,5	neg.	25,5	17,8	12,9	11,9	14,6	12,2
P/E	655,5	neg.	25,5	17,8	12,9	11,9	14,6	12,2
P/Kassavirta	-13,9	2,9	4,8	3,9	4,8	26,9	20,6	12,3
P/B	0,9	1,5	1,1	1,3	1,3	1,9	1,9	1,8
P/S	2,6	3,2	1,8	2,7	6,8	7,6	6,7	6,1
EV/Liikevaihto	3,5	3,7	1,9	4,2	7,6	8,6	7,7	6,9
EV/EBITDA	28,1	27,7	11,1	13,9	10,7	10,2	12,4	10,3
EV/EBIT	37,0	33,2	11,8	14,4	10,9	10,3	12,5	10,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-295,5 %	184,5 %	124,4 %	91,5 %	73,9 %	99,3 %	89,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	7,2 %	7,0 %	7,1 %	6,2 %	6,8 %	7,4 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

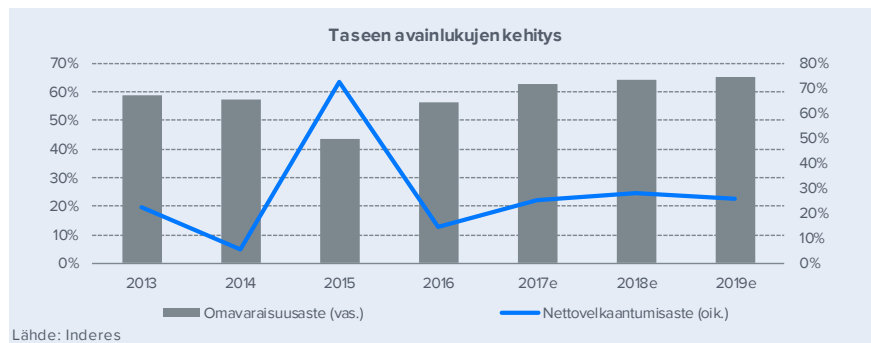


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>76</b>	<b>115</b>	<b>193</b>	<b>182</b>	<b>182</b>
Liikearvo	6	6	6	6	6
Aineettomat oikeudet	1	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	9	56	5	0	0
Muut sijoitukset	55	47	176	170	170
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	4	5	5	5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>60</b>	<b>35</b>	<b>33</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	6	6	10	10	10
Myyntisaamiset	4	6	5	7	7
Likvidit varat	29	22	45	19	15
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>114</b>	<b>150</b>	<b>253</b>	<b>217</b>	<b>214</b>

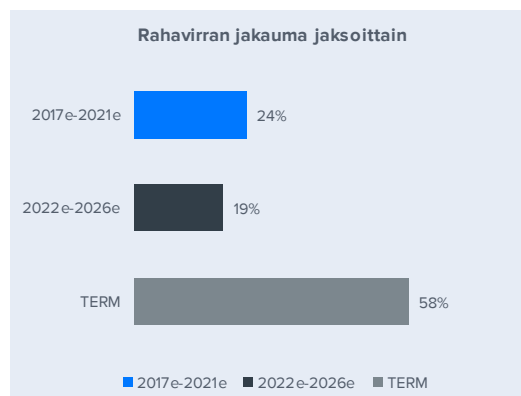
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>143</b>	<b>137</b>	<b>138</b>
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	-1	-2	6	15	17
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	39	39	39	39	39
Muu oma pääoma	27	27	97	82	82
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>29</b>	<b>71</b>	<b>58</b>	<b>47</b>	<b>48</b>
Laskennalliset verovelat	2	2	10	10	10
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	27	69	48	37	38
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>52</b>	<b>33</b>	<b>28</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	5	0	18	16	16
Lyhytaikaiset korottomat velat	14	13	34	17	11
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>114</b>	<b>150</b>	<b>253</b>	<b>217</b>	<b>214</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>18,7</b>	<b>28,2</b>	<b>23,7</b>	<b>28,3</b>	<b>30,1</b>	<b>29,8</b>	<b>30,7</b>	<b>28,9</b>	<b>24,6</b>	<b>22,5</b>	<b>23,0</b>	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	7,2	-3,6	-4,4	-5,3	-5,7	-5,7	-5,9	-5,5	-4,7	-4,3	-4,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	18,3	-18,2	-6,3	-1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>164,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>12,8</b>	<b>21,1</b>	<b>24,4</b>	<b>24,2</b>	<b>24,9</b>	<b>23,4</b>	<b>20,0</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-128,3	5,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>36,2</b>	<b>3,5</b>	<b>12,5</b>	<b>20,8</b>	<b>24,1</b>	<b>23,9</b>	<b>24,6</b>	<b>23,1</b>	<b>19,7</b>	<b>18,1</b>	<b>18,3</b>	
+/- Muut	2,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	38,2	9,5	12,5	20,8	24,1	23,9	24,6	23,1	19,7	18,1	18,3	373,7
Diskontattu vapaa kassavirta	15,3	11,3	17,7	19,2	17,7	17,1	15,0	11,9	10,2	9,7	197,9	
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>337,2</b>	<b>327,9</b>	<b>316,5</b>	<b>298,8</b>	<b>279,7</b>	<b>261,9</b>	<b>244,8</b>	<b>229,8</b>	<b>217,9</b>	<b>207,6</b>	<b>197,9</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>337,2</b>											
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
-Vähemmistöosuus												
-Osinko/pääomapalautus												
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>303,6</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>2,09</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,3 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %





## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	39,5	31,8	26,7	33,9	38,3
EBITDA	6,8	9,6	19,0	28,5	23,8
EBITDA-marginaali (%)	17,2	30,2	71,0	84,2	62,2
EBIT	6,4	9,3	18,7	28,2	23,7
Voitto ennen veroja	5,0	6,5	15,5	25,7	22,0
Nettovoitto	2,8	4,9	14,1	21,6	17,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	113,9	149,5	252,7	216,7	214,4
Oma pääoma	65,4	65,2	143,0	136,5	138,2
Liikearvo	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Korolliset velat	32,2	69,4	66,1	52,9	54,4

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	6,8	9,6	19,0	28,5	23,8
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-4,0	18,3	-18,2	-6,3
Operatiivinen kassavirta	6,4	4,7	16,4	-1,8	12,8
Vapaa kassavirta	14,9	22,1	38,2	9,5	12,5

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

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,03	0,06	0,10	0,15	0,12
EPS oikaistu	0,03	0,06	0,10	0,15	0,12
Operat. kassavirta per osak	0,07	0,05	1,15	-0,01	0,09
Tasearvo per osake	0,76	0,75	1,00	0,94	0,95
Osinko per osake	0,06	0,07	0,09	0,11	0,12
Voitonjako, %	184	124	91	74	99
Osinkotuotto, %	7,2	7,0	7,1	6,2	6,8

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	25,5	17,8	12,9	11,9	14,5
P/B	1,1	1,3	1,3	1,9	1,9
P/Liikevaihto	1,8	2,7	6,8	7,6	6,8
P/CF	11,2	18,4	1,1	neg.	20,2
EV/Liikevaihto	1,9	4,2	7,6	8,6	7,7
EV/EBITDA	11,1	13,9	10,7	10,2	12,4
EV/EBIT	11,8	14,4	10,9	10,3	12,5

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

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.11.2015	Vähennä	1,05 €	1,04 €
20.1.2016	Lisää	1,05 €	0,95 €
4.2.2016	Lisää	1,05 €	0,94 €
4.5.2016	Lisää	1,10 €	0,97 €
11.8.2016	Osta	1,25 €	1,08 €
24.10.2016	Osta	1,35 €	1,20 €
3.11.2016	Lisää	1,40 €	1,28 €
18.1.2017	Lisää	1,40 €	1,27 €
5.2.2017	Lisää	1,55 €	1,46 €
8.3.2017	Lisää	1,70 €	1,55 €
5.5.2017	Lisää	1,80 €	1,69 €
11.8.2017	Lisää	1,85 €	1,77 €

## Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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