

Siirrymme seuraamaan väliavuutta sivusta

Tarkistamme CapManin tavoitehintamme 1,80 euroon (aik. 1,85 euroa) ja laskemme samalla suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää). Näemme edelleen yhtiössä pidemmällä aikavälillä selvää potentiaalia uuden strategian etenemisen myötä, mutta tätä potentiaalia saadaan odottaa 2019 asti ja sen realisoitumiseen liittyy epävarmuutta etenkin kulujen osalta. Emme näe osakkeessa nousuvaraa lyhyellä aikavälillä ja siirrymme seuraamaan strategian etenemistä sivusta.

Q4-tulos oli meille pettymys

Yhtiön raportoitu liikevoitto jäi selvästi ennusteistamme (-3,5 MEUR vs. 1,9 MEUR). 3,5 MEUR:n kertaluontoisista eristä oikaistuna tulos jäi myös odotuksistamme johtuen vaisuista sijoitustuotoista ja odotuksiamme korkeammista kuluista. Etenkin kulujen selkeä kasvu oli meille pettymys, sillä kertaeristä oikaistunakin ne kasvoivat odotuksiamme enemmän. Kulutehokkuuden paraneminen on avainasemassa yhtiön hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden parantamisessa tulevina vuosina ja tämän vuoksi kulujen kasvu herättää meissä huolia.

Strategia etenee odotuksien mukaisesti

2017 aikana lanseeratut uudet tuotteet (kasvusijoitukset, NPI ja NRE II) etenevät odotetusti ja palveluiden kehitys on jatkunut vahvana. Infra-sijoitusalueen osalta yhtiö toteaa, että se neuvottelee useista mandaattipohjaisista sijoituksista ja Infra-rahasto tullaan lanseeraamaan 2018 aikana. Kokonaisuutena uusi strategia tulee kääntämään yhtiön liikevaihdon selvään kasvuun 2018-2019 aikana ja kasvun myötä myös hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden tulisi parantua selvästi.

2018 on välivuosi, strategian tulokset näkyvät kunnolla 2019

Olemme laskeneet vuoden 2018 tulosennustettamme selvästi johtuen sijoitustuottojen laskeneista odotuksista sekä kohonneista kuluennusteista. Odotamme nyt 16,2 MEUR:n liikevoittoa (aik. 19,4 MEUR). Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus jää nollassa ja koko tulos muodostuu sijoituksista. Tuloksellisesti 2018 tulee olemaan välivuosi ja strategian tulokset alkavat näkyä kunnolla 2019 alkaen. 2019 ennusteemme ovat pysyneet muuttumattomana ja odotamme yhtiöltä voimakasta kasvua (+24 %) uusien tuotteiden vetämänä. Tämä kasvu heijastuu myös hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuteen. Myös sijoitustuotot tulevat elpymään pääoman siirtymässä korkeampi tuottoisiin omiin tuotteisiin ja kokonaisuutena odotamme CapManilta 28,8 MEUR:n liikevoittoa.

Lyhyellä aikavälillä osake neutraalisti hinnoiteltu

Päivitetyillä ennusteillamme CapManin arvostus on kaksijakoinen. 2018 P/E-kerroin kohoaa korkealle (22x), mutta 2019 P/E-kerroin laskee 11x tasolle kasvustrategian vaikutusten heijastuessa yhä selvemmin yhtiön numeroihin. Yhtiön onnistuessa kasvustrategiansa toteutuksessa, kasvaa yhtiön tulos selvästi ja tuloksen painopiste siirtyy yhä enemmän kohti ennustettavia hallinnointipalkkioita. Näemmekin osakkeessa selvää nousuvaraa, mikäli 2019 ennusteemme toteutuvat. Q4 pettymyksen jälkeen siirrymme kuitenkin odottavalle kannalle, sillä emme näe osakkeessa lyhyellä aikavälillä nousuvaraa ja haluamme saada lisää näyttäjiä kulutehokkuuden konkreettisesta parantumisesta.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 1,80 EUR

Edellinen: 1,85



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 1,76 EUR

12 kk vaihteluväli 1,18-1,8 EUR

Potentiaali 5,1 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	26,7	18,7	69,9 %	15,5	0,10	0,09	7,6	10,7	10,9	12,9	7,1 %
2017	34,8	19,4	55,7 %	16,3	0,10	0,11	8,1	13,3	14,5	15,0	6,3 %
2018e	36,4	16,2	44,6 %	14,2	0,08	0,11	8,2	18,2	18,4	21,7	6,3 %
2019e	45,0	28,8	63,9 %	27,0	0,15	0,13	6,5	9,4	9,5	11,4	7,4 %
2020e	45,3	28,8	63,5 %	27,1	0,15	0,14	6,4	10,0	10,1	11,5	8,1 %
Markkina-arvo, MEUR			258	OPO / osake 2018e, EUR			0,84	CAGR EPS, 2017-2020, %			14 %
Nettovelka 2018e, MEUR			41	P/B 2018e			2,1	CAGR kasvu, 2017-2020, %			9 %
Yritysarvo (EV), MEUR			299	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			33,4 %	ROE 2018e, %			9,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			206	Omavaraisuusaste 2018e, %			59,6 %	ROCE 2018e, %			9,0 %

Tulos jäi selvästi odotuksista

Strategia etenee odotetusti

CapManin liikevaihto oli Q4:llä 8,8 MEUR ja se ylitti 7,8 MEUR:n ennustemme. Ylityksen taustalla olivat yhtiön kirjaamat 1,4 MEUR:n voitonjako-osuustuotot (Q4'17e: 0 MEUR) ja tämä huomioiden oli liikevaihto linjassa odotuksiemme kanssa. Voitonjako-osuustuottoja saatiin vanhoista Equity 7 -rahastoista sekä Accessin rahastojen rahastoista. Palveluliiketoiminta jatkoi odotetusti kasvuaan ja myös kiinteistörahastojen hallinnointipalkkiot kääntyivät vihdoinkin kasvuun NRE II -rahaston vetämänä. Hallinnoitavat varat kasvoivat odotuksiemme mukaisesti 2808 MEUR:oon uusien tuotteiden vetämänä.

Sijoitustuotot jäivät katsauskaudella selvästi odotuksistamme ja käyvän arvon muutos oli -0,3 MEUR (Q4'17e: 1,7 MEUR). Yhtiön omien rahastojen arvo laski yllättäen Q4:llä ja oletamme tämän johtuvan yksittäisistä kohteista Buyout 8 -rahastossa. Sijoitusten kehitystä tulee seurata pidemmällä aikavälillä ja yksittäisen kvartaalin merkitys on vähäinen.

Raportin isoin negatiivinen yllätys olivat yhtiön kulut. Kulut olivat selvästi odotuksiamme korkeammat (10,4 MEUR vs. 7,5 MEUR) etenkin henkilöstökulujen osalta. Odotuksia korkeampia kuluja selittää pääosin yhtiön kirjaamat merkittävät 2 MEUR:n kertakulut Q4:lle liittyen Norvestia-järjestelyyn sekä organisaation uudistamiseen. Näistä oikaistuna kulut olivat edelleen ennustettamme korkeammat ja tätä selittyy Q4:lle ajoittuneet bonukset. Yhtiö teki Venäjän liiketoiminnan liikearvoon myös 1,5 MEUR:n alaskirjauksen johtuen sen heikentyneistä näkymistä. Näiden seurauksena yhtiön raportoitu liikevoitto jäi lopulta -3,5 MEUR:oon (Q4'17e: 1,9 MEUR) ja selvästi ennustettamme heikommaksi. Kertaeristä oikaistuna liikevoitto oli 0 MEUR:n tasolla.

Loppuvuoden tulospettymyksestä huolimatta yhtiö korotti osinkoaan odotuksiemme mukaisesti kahdella sentillä 0,11 euroon. Yhtiö toimitusjohtaja korosti [videohaastattelussamme](#) osingon merkitystä yhtiölle ja yhtiön tavoitteena onkin selvästi pitää osinko kasvu-uralla pitkällä aikavälillä.

CapMan ei odotetusti antanut tarkempaa numeerista ohjeistusta johtuen sijoitussalkun heikosta ennustettavuudesta. Johdon kommentit yhtiön näkymien osalta olivat kuitenkin varsin positiiviset.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus	Erutus (%)	2017a
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	4,7	8,8	7,8			12 %	34,8
Liikevoitto	8,7	-3,5	1,9			-284 %	19,4
Tulos ennen veroja	8,0	-4,2	1,2			-448 %	16,3
EPS (oikaistu)	0,06	-0,01	0,01			-224 %	0,12
Osinko/osake	0,09	0,11	0,11			0 %	0,11
Liikevaihdon kasvu-%	-34,8 %	89,0 %	68,1 %			20,8 %-yks.	30,3 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	186,3 %	-17,4 %	24,4 %			-41,8 %-yks.	61,5 %

Lähde: Inderes

Strategian etenemisen osalta Q4-raportti oli myönteinen. 2017 aikana lanseeratut uudet tuotteet (kasvusijoitukset, Nordic Property Income ja Nordic Real Estate II) etenevät odotetusti ja palveluiden (Scala ja CaPS) kehitys on jatkunut vahvana. Infra-sijoitusalueen osalta yhtiö toteaa, että se neuvottelee useista mandaattipohjaisista sijoituksista ja Infra-rahasto tullaan lanseeraamaan 2018 aikana. Kokonaisuutena uusi strategia tulee kääntämään yhtiön liikevaihdon selvään kasvuun 2018-2019 aikana ja kasvun myötä myös hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden tulisi parantua selvästi.

Takana vahva vuosi

Vaikka Q4-tulos jäikin selvästi odotuksistamme, oli vuosi 2017 CapManille kokonaisuutena vahva. Yhtiön liikevoitto oli erinomainen 19,4 MEUR ja oikaistu EPS 0,13 euroa. Tulosta tärkeämpänä pidämme yhtiön edistymistä sen uudessa strategiassa. Yhtiö on varsin lyhyessä ajassa tehnyt toimintamallistaan huomattavasti aiempaa joustavamman ja uusien sijoitusalueiden myötä sillä on kyky vastata paremmin markkinan kysyntään erilaisilla tuoteratkaisuilla. Tämän alustan päälle yhtiön on hyvä lähteä rakentamaan kasvua tulevana vuosina.

Ennustemuutokset

2018 tulee olemaan väli vuosi

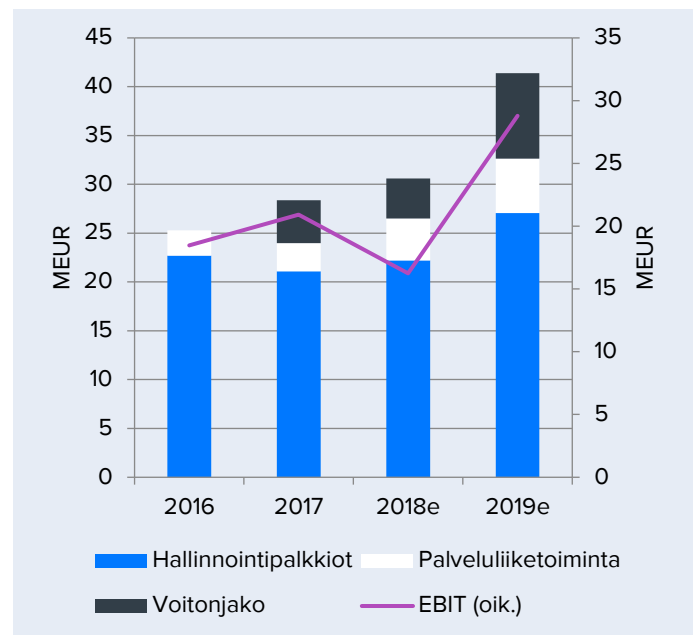
Norvestia-hankinnan seurauksena CapManista tulee entistä selvemmin sijoitusyhtiö. CapManin sijoituskapasiteetti tulee arviomme mukaan olemaan noin 180 MEUR ja uuden CapManin tuloksesta sijoitukset tulevat muodostamaan selkeän enemmistön. Vaikka hallinnointiliiketoiminnan osuus yhtiön tuloksesta pienenee, on sen rooli edelleen tärkeä johtuen hallinnoinnin hyvästä ennustettavuudesta. Voitonjako-osuustuottojen rooli vaihtelee vuositason merkittävästi, mutta lyhyellä aikavälillä näkymä on suhteellisen vauhti. Keskipitkällä aikavälillä voitonjako-osuustuottojen näkymä on kuitenkin varsin houkutteleva, sillä yhtiöllä on hyvät edellytykset merkittäviin voitonjako-osuustuottoihin mm. Buyout X ja Nordic Real Estate I -rahastojen osalta.

Olemme laskeneet vuoden 2018 tulosennustettamme selvästi johtuen sijoitustuottojen laskeneista odotuksista sekä kohonneista kuluennusteista. Odotamme nyt 16,2 MEUR:n liikevoittoa (aik. 19,4 MEUR). Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus jää nollassa ja koko tulos muodostuu sijoituksista. Tuloksellisesti 2018 tulee olemaan väli vuosi ja strategian tulokset alkavat näkyä kunnolla 2019 alkaen. 2019 ennustamme ovat pysyneet muuttumattomana ja odotamme yhtiöltä voimakasta kasvua (+24 %) uusien tuotteiden vetämänä. Tämä kasvu heijastuu myös hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuteen. Myös sijoitustuotot tulevat elpymään pääoman siirtyessä korkeampituottoisiin omiin tuotteisiin ja kokonaisuutena odotamme CapManilta 28,8 MEUR:n liikevoittoa.

Kulutehokkuudella edellytykset parantua

Suurin huolestamme CapManissa liittyy 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 näkemysksemme mukaan tällä olisi merkittävä positiivinen

vaikutus yhtiön tulokseen ja samalla arvoon. Yhtiön johto otti Q3-tuloksen yhteydessä aiempaa selvemmin kantaa kulutasoon ja ilmaisi tavoitteensa kulutehokkuuden selvästä parannuksesta. Tämä yhdessä 2017 aikana vakaana pysyneen kulutason kanssa kasvattaa luottamustamme kulutehokkuuden parannusta kohtaan. Yksinkertaisuuden nimissä todettakoon, että mikäli CapManin hallinnointiliiketoimintaa arvotetaan toimialalle tyypillisellä 12x EV/EBIT kertoimella, nostaisi jokainen miljoona kuluissa säästettynä yhtiön arvoa 12 MEUR:lla (0,08 e/osake). Sama vipu toki toimii myös liikevaihdon kasvuun, kunhan kulukuri pitää.



Ennustemuutokset	2017e	2017a	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	33,8	34,8	3 %	37,8	36,4	-4 %	45,7	45,0	-1 %
Liikevoitto	24,8	19,4	-22 %	19,4	16,2	-16 %	29,3	28,8	-2 %
Tulos ennen veroja	21,7	16,3	-25 %	17,9	14,2	-20 %	27,6	27,0	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,12	-11 %	0,10	0,08	-15 %	0,15	0,15	3 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,11	0 %	0,12	0,11	-8 %	0,13	0,13	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on kaksijakoinen

Siirrymme seuraamaan kehitystä sivusta

2018 P/E-kerroin kohoaa korkealle (22x), mutta 2019 P/E-kerroin laskee 11x tasolle kasvustrategian vaikutusten heijastuessa yhä selvemmin yhtiön numeroihin. Yhtiön onnistuessa kasvustrategiansa toteutuksessa, kasvaa yhtiön tulos selvästi ja tuloksen painopiste siirtyy yhä enemmän pois epävarmoista sijoitustuotoista kohti ennustettavia hallinnointipalkkioita. Näemmekin osakkeessa selvää nousuvaraa, mikäli 2019 ennusteemme toteutuvat.

Myös tasepohjainen analyysi indikoi CapManin olevan lyhyellä aikavälillä oikein hinnoiteltu. P/B-kerroin on 2x tasolla ja yhtiöstä riittävän tulostuoton saaminen vaatisikin noin 15 %:n oman pääoman tuottoa. 2018 yhtiö ei tule tähän yltämään, mutta 2019 odotamme yhtiön pääsevän lähelle tavoittelemansa 20 % oman pääoman tuottotasoa.

CapManin omana tavoitteena on saavuttaa 20 %:n oman pääoman tuotto. Pidämme tavoitetta saavutettavana ja nykyisellä omalla pääomalla se tarkoittaisi noin 0,17 euron osakekohtaista

tulosta. Tavoitteen saavuttaminen vaatii yhtiön hallinnointiliiketoiminnalta hyvää kannattavuutta, kohtuullisia voitonjako-osuustuottoja ja sijoitustuottojen yltämistä yhtiön tavoittelemaan 11-13 %:n tasoon. Mikäli yhtiö saavuttaisi tavoittelemansa 20 %:n tason, olisi tulostuotto edelleen yli 10 % ja osakkeessa olisi nousuvaraa vielä merkittävästi.

Q4 pettymyksen jälkeen siirrymme osakkeessa odottavalle kannalle, sillä emme näe osakkeessa lyhyellä aikavälillä nousuvaraa ja haluamme saada lisää näyttöjä kulutehokkuuden konkreettisesta parantumisesta. Osinkotuotto (2018 6,3 %) on vahvalla tasolla, mutta se ei ole mielestämme riittävä syy ostojen perustelemiseksi.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
CapMan	1,73	259	199	7,4	9,0	7,4	8,8	6,0	5,4	12,4	15,2	6,0	6,0	1,9
Evli	9,02	210	188	9,0	8,5	8,0	8,0	2,7	2,5	14,0	13,0	5,6	6,1	3,0
Taaleri	10,80	303	366	12,2	13,5	11,8	12,6	4,7	4,9	12,5	13,7	2,3	2,8	2,7
Privanet	3,38	43	46	9,2	7,7	9,2	7,7	3,5	3,3	14,1	9,4	7,4	7,4	2,7
United Bankers	37,00	57	60	15,1	12,1	10,1	8,6	2,5	2,2	17,8	11,2	4,1	5,4	3,1
eQ	8,86	331	326	17,2	13,6	17,2	13,3	8,4	7,2	21,6	17,3	5,7	5,7	5,4
Elite Varainhoito	3,70	50	50		11,8	37,0	7,6	2,5	1,8	42,0	11,0	1,2	3,9	2,2
Titanium	6,37	52	41	10,0	7,4	7,7	6,0	4,0	3,3	11,8	9,7	6,9	7,9	3,2
Jupiter Fund management	3083,83	2752	17	11,3	5,9	11,2	12,2	5,5	5,2	15,8	12,0	5,5	5,4	5,1
Blackstone	35337,11	48663	13	15,2	8,9	15,4	18,0	8,4	4,5	11,8	16,7	6,5	7,3	7,1
ABC Arbitrage	386,00	238	17	8,2	5,2	7,9	9,5	4,6	2,5	14,2	9,5	6,8	7,3	6,0
OVH Holdings	281,72	188	25	12,2	0,8	9,7	12,3	0,8	3,2	25,2	9,8	3,9	4,1	3,8
Swissquote Group	609,65	1783	20	42,8	11,2		47,5	10,4	2,2	17,5		1,9	2,2	1,7
Union Financiere	502,42	556	14	12,1	2,4	11,6	12,6	2,3	4,6	14,2	12,1	6,9	6,6	6,8
Liontrust Asset Management	336,22	311	24	11,6	5,7	11,0	20,1	3,7	10,2	14,8	17,7	3,0	3,8	2,0
CapMan (Inderes)	1,76	258	299	18,4	9,5	18,2	9,4	8,2	6,5	21,7	11,4	6,3	7,4	2,1
Keskiarvo				13,8	8,2	12,5	13,7	4,7	4,2	17,3	12,8	4,9	5,5	3,8
Mediaani				11,8	8,5	10,6	12,2	4,0	3,3	14,2	12,1	5,6	5,7	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				56 %	12 %	73 %	-23 %	105 %	97 %	53 %	-5 %	12 %	31 %	-32 %

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

Ennusteet yhteenveto

MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	26,7	34,8	36,4	45,0	45,3
<i>Hallinnointipalkkiot*</i>	22,7	21,1	22,2	27,1	30,9
<i>Private Equity*</i>	13,5	13,1	12,7	14,9	16,6
<i>Real Estate*</i>	8,5	7,8	9,5	12,1	14,3
Palvelut*	4,3	5,6	6,7	7,2	7,6
Voitonjako-osuustuotot	0,0	4,4	4,1	8,8	4,8
Sijoitusten liikevaihto		3,7	3,4	2,0	2,0
 Henkilöstökulut	-18,3	-21,4	-20,3	-21,1	-21,4
Muut Kulut	-12,2	-9,9	-9,2	-9,5	-9,7
Poistot	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Sijoitustuotot	22,6	17,6	9,5	14,6	14,8
EBIT	18,7	19,4	16,2	28,8	28,8
Hallinnointiliiketoiminta**	-3,8	-4,9	-0,7	3,5	7,1
 EPS	0,10	0,10	0,08	0,15	0,15
Osinko	0,09	0,11	0,11	0,13	0,14
Voitonjakosuhde-%	91 %	106 %	135 %	84 %	91 %
ROE-%	13,5 %	11,2 %	9,6 %	18,1 %	17,4 %
Oma pääoma per osake	1,00	0,87	0,84	0,88	0,89
 Sijoitusten tuotto-%	12,5 %	11,1 %	6,9 %	8,8 %	9,0 %
GAV	2692	2827	2971	3121	3071
Private Equity	1285	1178	1278	1428	1478
Real Estate	1408	1649	1693	1693	1593
 Allokaatio*					
Markkinasalkku	33 %	46 %	39 %	24 %	21 %
Kasvusijoitukset	17 %	17 %	15 %	18 %	18 %
Käteinen	20 %	14 %	13 %	14 %	14 %
Omat rahastot	23 %	34 %	45 %	58 %	61 %
Yhteisyritykset	2 %	3 %	0 %	0 %	0 %

*Historialliset luvut myös Inderesin ennusteita

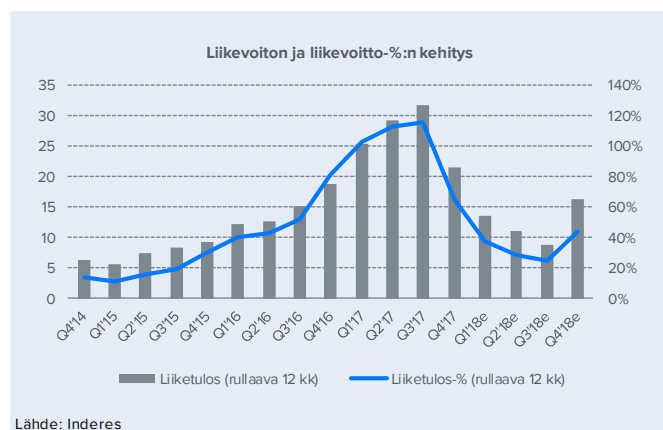
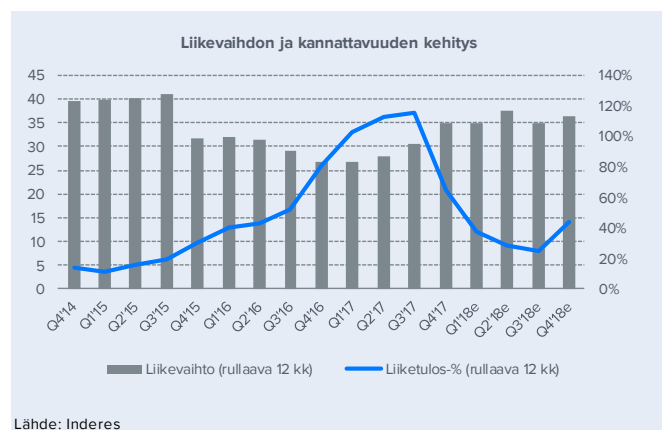
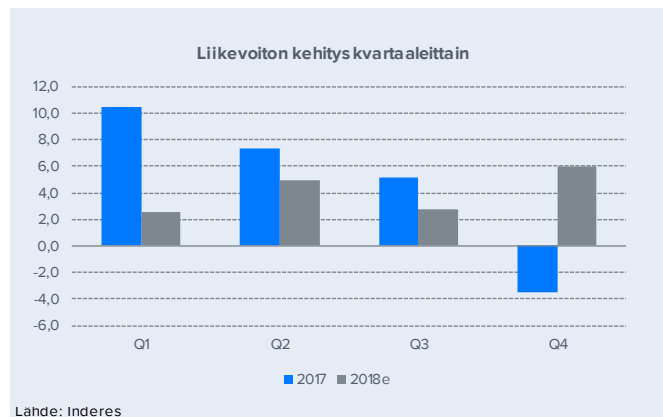
**Historialliset luvut myös Inderesin ennusteita, laskentakaava: liikevaihto (sis. Palvelut) -voitonjako -sijoitustuotot - kulut

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	26,7	7,5	9,1	9,4	8,8	34,8	7,6	11,7	6,7	10,4	36,4	45,0	45,3
CapMan	26,7	7,5	9,1	9,4	8,8	34,8	7,6	11,7	6,7	10,4	36,4	45,0	45,3
Käyttökate	19,0	10,6	7,4	5,2	-2,0	21,1	2,6	5,0	2,8	6,0	16,4	29,0	29,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-1,6	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,7	10,5	7,3	5,1	-1,5	21,4	2,6	4,9	2,8	5,9	16,2	28,8	28,8
Liikevoitto	18,7	10,5	7,3	5,1	-3,5	19,4	2,6	4,9	2,8	5,9	16,2	28,8	28,8
CapMan	18,7	10,5	7,3	5,1	-3,5	19,4	2,6	4,9	2,8	5,9	16,2	28,8	28,8
Nettorahoituskulut	-3,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-3,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,7
Tulos ennen veroja	15,5	9,6	6,5	4,5	-4,2	16,3	2,1	4,4	2,3	5,4	14,2	27,0	27,1
Verot	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	1,1	-0,8	-0,3	-0,7	-0,3	-0,8	-2,1	-4,0	-4,1
Vähemmistöosuudet	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	14,1	8,5	5,8	3,8	-3,1	15,0	1,8	3,8	2,0	4,4	11,9	22,7	22,8
EPS (oikaistu)	0,10	0,06	0,04	0,03	-0,01	0,12	0,01	0,03	0,01	0,03	0,08	0,15	0,15
EPS (raportoitu)	0,17	0,10	0,07	0,04	-0,04	0,10	0,01	0,03	0,01	0,03	0,08	0,16	0,15

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,0 %	0,0 %	14,8 %	42,0 %	89,0 %	30,3 %	1,3 %	29,0 %	-29,0 %	18,3 %	4,6 %	23,7 %	0,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	101,4 %	176,3 %	115,9 %	82,1 %	-117,6 %	14,6 %	-75,4 %	-32,6 %	-45,3 %	-488,4 %	-24,1 %	77,2 %	-0,1 %
Käyttökate-%	71,0 %	140,9 %	81,4 %	54,8 %	-22,4 %	60,7 %	34,4 %	42,4 %	42,4 %	57,4 %	45,0 %	64,4 %	64,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	69,9 %	140,0 %	80,5 %	54,4 %	-17,4 %	61,5 %	33,9 %	42,1 %	41,9 %	57,0 %	44,6 %	63,9 %	63,5 %
Nettotulos-%	52,8 %	113,5 %	64,3 %	40,5 %	-35,5 %	43,2 %	23,3 %	32,1 %	29,2 %	42,5 %	32,7 %	50,5 %	50,4 %

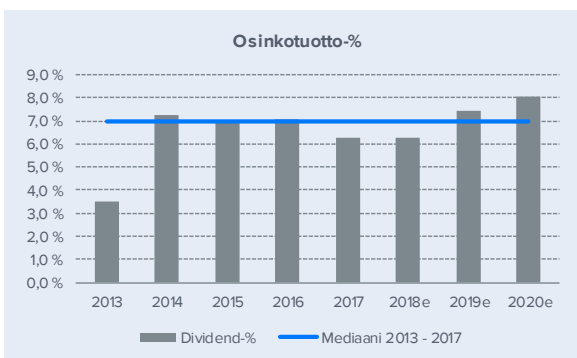
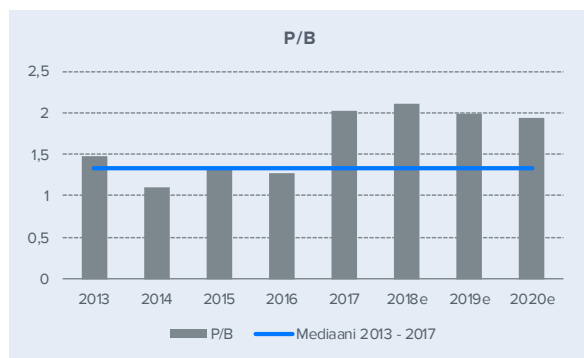
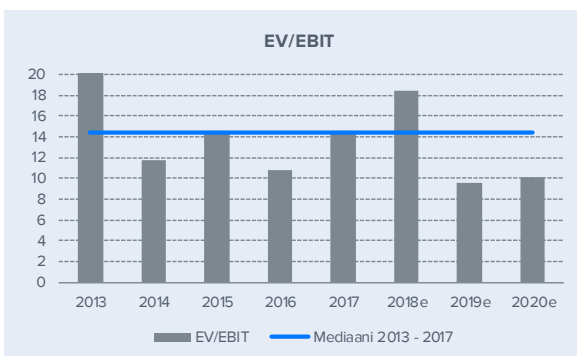
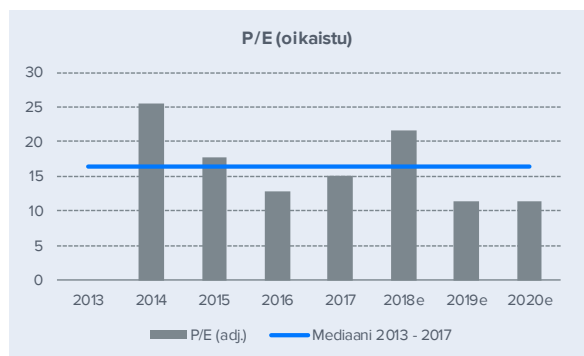
Lähde: Inderes



Arvostus

Multiples	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
MCAP	96	72	86	182	256	258	258	258
EV	111	75	133	203	281	299	293	289
P/E (adj.)	neg.	25,5	17,8	12,9	15,0	21,7	11,4	11,5
P/E	neg.	25,5	17,8	12,9	17,0	21,7	11,4	11,5
P/B	1,5	1,1	1,3	1,3	2,0	2,1	2,0	1,9
EV/S	3,7	1,9	4,2	7,6	8,1	8,2	6,5	6,4
EV/EBITDA	27,7	11,1	13,9	10,7	13,3	18,2	9,4	10,0
EV/EBIT	33,2	11,8	14,4	10,9	14,5	18,4	9,5	10,1
Payout-%	-295,5 %	184,5 %	124,4 %	91,5 %	106,5 %	135,4 %	84,4 %	91,2 %
Dividend-%	3,5 %	7,2 %	7,0 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %	7,4 %	8,1 %

Lähde: Inderes

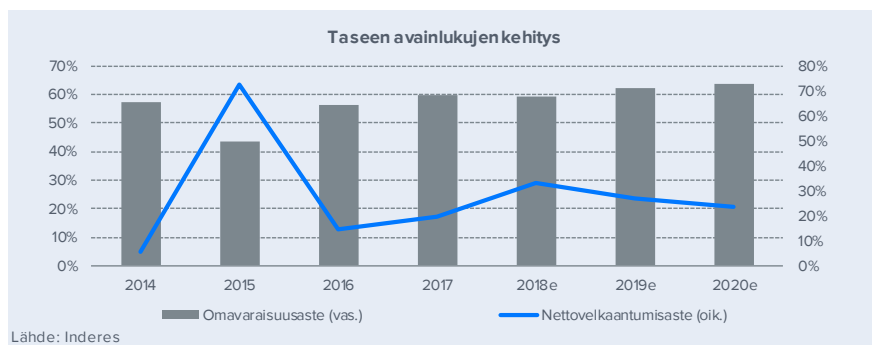


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	115	193	176	172	172
Liikearvo	6	6	5	5	5
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	56	5	0	0	0
Muut sijoitukset	47	176	169	165	165
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	5	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	34	60	35	34	35
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	6	10	9	9	9
Myyntisaamiset	6	5	3	3	4
Likvidit varat	22	45	23	22	23
Taseen loppusumma	150	253	211	206	207

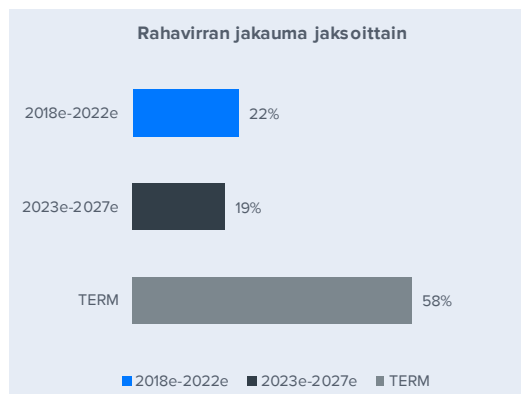
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	65	143	127	123	129
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	-2	6	5	1	7
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	39	39	39	39	39
Muu oma pääoma	27	97	83	83	83
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	71	58	54	53	49
Laskennalliset verovelat	2	10	9	9	9
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	69	48	45	44	40
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	13	52	31	31	29
Lainat rahoituslaitoksilta	0	18	3	19	17
Lyhytaikaiset korottomat velat	13	34	27	11	11
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	1	1	1
Taseen loppusumma	150	253	211	206	207



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	19,4	16,2	28,8	28,8	31,0	32,5	30,9	26,6	24,6	25,1	25,6	
+ Kokonaispoistot	1,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	1,1	-2,1	-4,0	-4,1	-4,4	-4,7	-4,4	-3,8	-3,5	-3,5	-3,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,2	-16,0	-0,4	0,0	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	10,7	-9,7	24,2	24,7	27,0	28,2	26,8	23,1	21,4	21,8	22,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	6,3	4,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,0	-5,6	24,0	24,4	26,8	27,9	26,5	22,8	21,2	21,5	21,3	
+/- Muut	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,0	-5,6	24,0	24,4	26,8	27,9	26,5	22,8	21,2	21,5	21,3	401,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,3	20,9	19,9	20,2	19,7	17,4	13,9	12,0	11,4	10,5	197,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	338,4	343,7	322,8	302,9	282,7	263,0	245,6	231,7	219,7	208,3	197,8	
Velaton arvo DCF	338,4											
- Korolliset velat												-48,2
+ Rahavarat												23,3
-Vähemmistöosuus												0,0
-Osinko/pääomapalautus												0,0
Oman pääoman arvo DCF	313,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,14											

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	31,8	26,7	34,8	36,4	45,0
EBITDA	9,6	19,0	21,1	16,4	29,0
EBITDA-marginaali (%)	30,2	71,0	60,7	45,0	64,4
EBIT	9,3	18,7	19,4	16,2	28,8
Voitto ennen veroja	6,5	15,5	16,3	14,2	27,0
Nettovoitto	4,9	14,1	15,0	11,9	22,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	149,5	252,7	211,3	205,8	207,3
Oma pääoma	65,2	143,0	126,7	122,6	129,2
Liikearvo	6,2	6,2	4,5	4,5	4,5
Korolliset velat	69,4	66,1	48,2	62,7	57,3

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	9,6	19,0	21,1	16,4	29,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,0	18,3	-3,2	-16,0	-0,4
Operatiivinen kassavirta	4,7	164,4	10,7	-9,7	24,2
Vapaa kassavirta	22,1	38,2	23,0	-5,6	24,0

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,06	0,10	0,10	0,08	0,15
EPS oikaistu	0,06	0,10	0,12	0,08	0,15
Operat. kassavirta per osak	0,05	1,15	0,07	-0,07	0,16
Tasearvo per osake	0,75	1,00	0,87	0,84	0,88
Osinko per osake	0,07	0,09	0,11	0,11	0,13
Voitonjako, %	124	91	106	135	84
Osinkotuotto, %	7,0	7,1	6,3	6,3	7,4

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,8	12,9	17,0	21,7	11,3
P/B	1,3	1,3	2,0	2,1	2,0
P/Liikevaihto	2,7	6,8	7,4	7,1	5,8
P/CF	18,4	1,1	23,9	neg.	10,7
EV/Liikevaihto	4,2	7,6	8,1	8,2	6,5
EV/EBITDA	13,9	10,7	13,3	18,2	10,1
EV/EBIT	14,4	10,9	14,5	18,4	10,2

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

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.2.2016	Lisää	1,05 €	0,94 €
4.5.2016	Lisää	1,10 €	0,97 €
11.8.2016	Osta	1,25 €	1,08 €
24.10.2016	Osta	1,35 €	1,20 €
3.11.2016	Lisää	1,40 €	1,28 €
18.1.2017	Lisää	1,40 €	1,27 €
5.2.2017	Lisää	1,55 €	1,46 €
8.3.2017	Lisää	1,70 €	1,55 €
5.5.2017	Lisää	1,80 €	1,69 €
11.8.2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
2.11.2017	Lisää	1,85 €	1,77 €
19.12.2017	Lisää	1,85 €	1,76 €
2.2.2018	Vähennä	1,80 €	1,76 €

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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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