

Kasvuhankkeet konkretisoituvat

Toistamme CapManin lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 1,80 euroon (aik. 1,70 euroa). CapMan on alkuvuoden aikana edistynyt selvästi kasvustrategiassaan ja olemme aiempaa luottavaisempia, että yhtiö palaa kasvuun. Arvostustaso on nykyennusteilla neutraali ja tuleva kurssinousu nojaa pitkälti strategian onnistumiseen. Yhtiön edistyminen strategiassaan yhdessä yli 6 %:n kasvavan osinkotuoton kanssa pitävät osakkeen tuotto-odotuksen edelleen kohtuullisena.

Vahva Q1-tulos, strategiassa selkeää edistymistä

Yhtiön liikevoitto oli 10,5 MEUR (9,9 MEUR) ja käytännössä koko tulos syntyi sijoitustoiminnan hyvien tuottojen ansiosta. Markkinasalkun tuotto oli korkeasta suojausasteesta johtuen heikko, mutta kasvusijoitusten ja CapManin omien rahasto-sijoitusten vahva kehitys kompensoi tätä. Kuluriveillä ei nähty suurempia yllätyksiä ja osakekohtainen tulos oli lopulta 0,06 euroa ja ylitti 0,05 euron ennusteemme johtuen odotuksia matalammasta veroasteesta. Yhtiö avasi kasvuhankkeitaan aiempaa enemmän ja esimerkiksi Nordic Real Estate 2 -rahaston varainkeruu aloitetaan pian. Rahaston tavoitekokoo on korkea 350 MEUR ja yhtiö oli luottavainen, että se tullaan saavuttamaan. Infra-rahaston sekä Norvestian markkinasalkun ja kasvusijoitusten kaupallistamisen osalta yhtiö on edistynyt selvästi ja odotamme yhtiön lanseeraavan uusia tuotteita seuraavan 12 kuukauden aikana. Kokonaisuutena CapMan on edistynyt kasvuhankkeissaan merkittävästi ja olemme aiempaa luottavaisempia, että yhtiön liikevaihto kääntyy kasvuun 12 kuukauden aikana.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Kuluvana vuonna yhtiö tekee erinomaisen tuloksen vahvojen sijoitustuottojen ansiosta ja ennustamme EPS:n olevan 0,14 euroa (aik. 0,13 euroa). Ensi vuonna tulos laskee hieman, kun sijoitustuottojen taso laskee. Tuloksen mix kuitenkin paranee, kun hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus nousee selvästi uusien tuotteiden ja palveluliiketoiminnan kasvun myötä. Ensi vuoden EPS-ennusteemme on 0,12 euroa (aik. 0,13 euroa). Pidemmällä aikavälillä yhtiön tulospotentiaali on selvästi tätä suurempi ja yhtiön strategia tarjoaa mielestämme hyvät edellytykset tämän potentiaalin realisointiin. Suurin huolestus liittyy yhtiön kulujen hallintaan ja kulukuriin. Historiallisesti kulutehokkuus ei ole ollut CapManin vahvuus ja tulospotentiaalin realisoitumisen näkökulmasta olisi ensiarvoisen tärkeää, että yhtiö kykenee jatkamaan kulutehokkuuden parantamista liikevaihdon kääntyessä kasvuun.

Sijoitusyhtiö CapMan

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

Analyytikko

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



Suositus

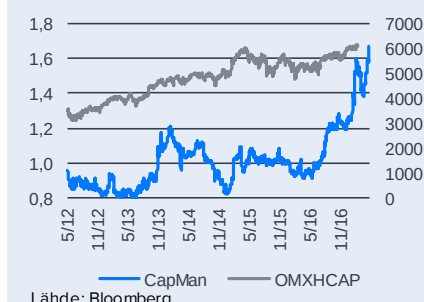
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 1,80 EUR

Edellinen: 1,70



Eiisen päätös 1,69 EUR

12 kk vaihteluväli 0,92-1,67 EUR

Potentiaali 6,5 %

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)		%
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	26,7	78,6 %	24,6	0,14	0,10	8,1	10,1	10,2	12,0	5,9 %
2018e	37,4	23,8	63,7 %	22,5	0,12	0,11	7,1	11,1	11,2	13,7	6,6 %
2019e	41,6	30,0	72,1 %	29,0	0,16	0,12	6,2	8,5	8,5	10,7	7,2 %
Markkina-arvo, MEUR			245	OPO / osake 2017e, EUR			0,93	CAGR EPS, 2016-2019, %			17 %
Nettovelka 2017e, MEUR			28	P/B 2017e			1,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			16 %
Yritysarvo (EV), MEUR			273	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			21,0 %	ROE 2017e, %			14,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			227	Omavaraisuusaste 2017e, %			59,7 %	ROCE 2017e, %			13,6 %

Vahva startti vuodelle

Tulos odotetun vahva

CapMan julkaisi eilen odotetun vahvan Q1-tuloksen. Yhtiön liikevaihto oli 7,5 MEUR ja se ylitti 6,7 MEUR:n ennusteemme, sillä yhtiö kirjasi odotuksiemme vastaisesti liikevaihdoksi sijoituksista saamansa osingot ja korkotuotot (1,1 MEUR). Tästä oikaistuna hallinnointiliiketoiminnan liikevaihto oli 6,4 MEUR ja hieman 6,7 MEUR:n ennusteemme alle. Yhtiö ei kirjannut Q1:lle Scalasta ollenkaan liikevaihtoa, mikä selittää eroa ennusteeseemme. Hankintarengas CaPS kasvoi laskelmiemme mukaan Q1:llä noin 20 %:lla ja sen merkitys yhtiön tuotoissa alkaa jo olla merkittävä (2017e: liikevaihto 4,0 MEUR). Yhtiön hallinnoitava pääoma oli katsauskauden lopussa 2671 MEUR ja linjassa ennusteemme kanssa.

Liikevoitto oli 10,5 MEUR ja ylitti lievästi 9,9 MEUR:n ennusteemme. Odotuksia korkeampi tulos johtui ennen kaikkea kuluista, sillä yhtiö kirjasi odotuksiamme vähemmän Norvestia-järjestelyyn liittyviä kertakuluja. Rahoituskulut olivat hieman odotuksiamme korkeammat johtuen hybridilainan takaisinlunastuksesta ja veroaste oli poikkeuksellinen alhainen johtuen emoyhtiön verotappioiden hyödyntämisestä. CapManilla on edelleen käsityksemme mukaan pieni määrä verotappioita hyödyntämättä ja kuluvan vuoden veroaste tulee jäämään erittäin alhaiseksi. EPS oli lopulta 0,06 euroa (Q1'17e: 0,05 euroa).

CapMan ilmoitti raportin yhteydessä, että yhtiön strategiajohtaja Joakim Fridmodigista tulee yhtiön väliaikainen toimitusjohtaja ja myöhemmin uuden toimitusjohtajan nimityksen jälkeen varatoimitusjohtaja. Fridmodig on mielestämme looginen valinta väliaikaiseksi toimitusjohtajaksi, sillä hänen vastuullaan ovat olleet CapManin keskeiset strategiset kasvuhankkeet. Uuden toimitusjohtajan kommenttien perusteella hänellä on täysi mandaatti hallitukselta jatkaa nykyisen strategian eteenpäin viemistä ja mielestämme on tärkeää, että yhtiön strategian toteuttamisessa ei synny tyhjiötä uuden toimitusjohtajan etsinnän aikana. Fridmodig kommentoi omia näkemyksiään CapManin suunnasta [videohaastattelussamme](#).

Kasvuhakkeet vaikuttavat lupaavilta

Kuten ennakkokommentissa totesimme, raportin kiinnostavin anti liittyi strategian toteutukseen ja kasvuhankkeiden etenemiseen. Näkemyksemme mukaan kasvuhankkeet ovat CapManin arvon kannalta keskeisessä roolissa ja tuleva kurssinousu nojaa yhä selvemmin niissä onnistumiseen. Kasvuhankkeiden osalta yhtiö kertoi odotetusti aloittavansa varainkeruun uuteen Nordic Real Estate rahastoon. Rahaston tavoitekoke on kunnianhimoinen 350 MEUR ja edellisen rahaston erinomaisen track-record (IRR 20 %) myötä kysyntä on yhtiön mukaan ollut vahvaa. Rahaston tuottopotentiaali on CapManille vahva, mutta ottaen huomioon Pohjoismaisen kiinteistömarkkinan kuumentunut tilanne, meillä on tiettyjä huolia rahojen onnistuneeseen sijoittamiseen liittyen.

Infra-rahaston osalta yhtiö totesi hankkeen etenevän ja käsityksemme mukaan lisätietoja tästä tullaan saamaan vielä 2017 aikana. Kysyntä rahastolle on ollut yhtiön mukaan erittäin korkea. Tämä ei ole yllättävää, kun huomioidaan nollakorot ja tarve ennustettavalle bondimaiselle tuotolle. 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.

Muista kasvuhankkeista yhtiö kertoi harkitsevansa Norvestian markkinasalkun sekä kasvusijoitussalkun tuotteistamista. Tämä on erittäin tervetullut tieto, sillä näemme molemmissa tuotteissa hyvää ansaintapotentiaalia yhtiölle jo lyhyellä aikavälillä. Kasvusijoitusten osalta potentiaali on pitkällä aikavälillä merkittävä johtuen alueen vähäisestä tarjonnasta ja Norvestian erinomaisesta track-recordista.

CapMan puhui kasvuhankkeissa jälleen myös asiakaskuntansa laajentamisesta. Yhtiön tarkoituksena on laajentaa asiakaskuntaa pienempiin instituutioihin ja säätiöihin, nykyisistä tier 1 instituutioista. Strategia on mielestämme järkevä, sillä tier 1 -segmentissä hintapaine on kova ja yhtiön riippuvuus yksittäisistä toimijoista on iso. Yhtiön suhteellisen uniikilla tuotetarjonnalla on mielestämme kohtuullista hinnoitteluvoimaa pienemmissä instituutioissa.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	7,5	7,5	6,7				33,9
Liikevoitto	3,8	10,5	9,9				26,7
Tulos ennen veroja	3,0	9,6	9,3				24,6
EPS (oikaistu)	0,03	0,06	0,05				0,14
Liikevaihdon kasvu-%	2,7 %	0,0 %	-11,2 %				27,0 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	50,7 %	140,0 %	148,8 %				78,6 %
Lähde: Inderes							

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Sijoitusyhtiö CapMan

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 vuositason merkittävästi, mutta lähivuosien osalta näkymä on suhteellisen vauhdin.

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia Q1-raportin myötä. Liikevaihtoennusteen muutokset liittyvät lähinnä yhtiön kirjanpitoikäntöihin ja tuloksen osalta ennusteet ovat pysyneet lähes ennallaan. Kuluvan vuoden tuloksesta on tulossa yhtiölle erinomainen johtuen vahvasta alkuvuodesta sijoituksissa. Tulos nojaa vahvasti sijoitustoimintaan ja hallinnointiliiketoimintaan jää lievästi tappiolliseksi johtuen Norvestia-järjestelyn kuluista sekä kasvupainotuksista. Voitonjako-osuustuottojen osalta kuluvan vuoden tuotot tulevat rajoittumaan vanhojen Equity VII ja Finnmezzaninen -rahastojen sekä Accessin rahastojen tuottoihin. Arvioimme niiden olevan yhteensä noin 2,8 MEUR. Koko vuoden osalta liikevoitto ja EPS-ennustemme ovat 26,7 MEUR ja 0,14 euroa.

2018 osalta yhtiön hallinnointiliiketoiminta kääntyy kasvuun uusien kasvuhankkeiden vetämänä. Liikevaihdon kasvussa keskeisenä tekijänä toimivat BVK:n 400 MEUR:n mandaatti, Infra-rahaston mahdolliset mandaatit, Nordic Real Estate 2 rahasto, Norvestian palveluiden kaupallistaminen sekä palveluliiketoiminnan kasvu. Kulurakenteen pitäisi säilyä nykyisellä tasolla ja näin ollen hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden pitäisi parantua selvästi. Suurin huolestamme CapManissa liittyykin tällä hetkellä kulukurin pysymiseen. Yhtiön kommentit kuluihin liittyen ovat kasvustrategian myötä muuttuneet aiempaa pehmeämmiksi ja olemmekin tästä hieman huolestuneita. Vaikka onkin selvää, että uudet kasvuhankkeet vaativat uusia resursseja, on tärkeä muistaa että, CapManin kulumassa on edelleen varsin korkea suhteessa toimialan muihin yhtiöihin. Näin ollen yhtiön pitäisikin pyrkiä mielestämme yhä enemmän saamaan nykyisistä resursseista enemmän tehoa irti. Myös kulujen jatkuva tarkastelu ja tehostaminen olisivat edelleen tervetulleita, sillä

näkemyksemme mukaan tällä olisi merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön tulokseen ja samalla arvoon. Yksinkertaisuuden nimissä todettakoon, että mikäli CapManin hallinnointiliiketoimintaa arvotetaan toimialalle tyypillisellä 12x EV/EBIT kertoimella, nostaisi jokainen miljoona kuluissa säästettynä yhtiön arvoa 12 MEUR:lla (0,08e/osake). Sama vipu toki toimii myös liikevaihdon kasvuun, kunhan kulukuri pitää.

Sijoitussalkun osalta ennustamme tuoton olevan ensi vuonna 9,7 %. Tuotto on alle CapManin oman 11-13 %:n tavoitteen ja varovainen näkemyksemme johtuu epäluottamuksestamme nykyisen markkinatilanteen kestävyttä kohtaan. Odotamme markkinatilanteen heikentyvän asteittain 2018 alkaen ja tämä tulee painamaan etenkin yhtiön osakesijoitusten tuottoja. Yhtiön olisikin mielestämme ensiarvoisen tärkeää saada merkittävää osakeylijäämää purettua seuraavan 12kk aikana, yhtiön oman riskiprofiilin pienentämiseksi. Sijoittajien on hyvä muistaa, että yleisellä osakemarkkinalla on varsin rajalliset suorat vaikutukset CapManin liiketoimintaan pois lukien vielä tällä hetkellä merkittävä osakesalkku. Perinteiseen pääomasijoitusrahastotoimintaan osakemarkkinan heilahteluilla on vain välillisiä vaikutuksia. Kokonaisuutena ennustamme 2018 liikevoiton olevan 23,8 MEUR ja EPS:n 0,12 euroa.

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 ennustemme oman pääoman tuotolle ovat lähivuosille 15-16 %: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 vauhdikkaaksi ja tämä tulee painamaan sijoitustuottoja.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	30,4	33,9	12 %	35,4	37,4	6 %	39,6	41,6	5 %
Liikevoitto	25,4	26,7	5 %	24,2	23,8	-2 %	30,0	30,0	0 %
Tulos ennen veroja	23,6	24,6	4 %	22,9	22,5	-1 %	29,0	29,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,14	11 %	0,13	0,12	-2 %	0,16	0,16	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,11	0,11	0 %	0,12	0,12	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto nojaa yhä enemmän osinkoon

Kurssinousu vaatii strategian onnistumista

Uusi CapMan on yhä selvemmin sijoitusyhtiö ja mielestämme yhtiötä tulisi hinnoitella ensisijaisesti tasearvonsa kautta. 2017 lopun arvioimallamme omalla pääomalla P/B-kerroin on 1,8x ja mielestämme se alkaa olla suhteellisen neutraalilla tasolla. Hyväksyttävä P/B-kerroin riippuu täysin yhtiön oman pääoman tuotosta ja tässä keskiössä on yhtiön onnistuminen uudessa strategiassa ja kulukurissa.

Nykyisillä ennusteillamme osakkeen tulostuotto on lähivuosille 7-8 %:n tasolla, jota pidämme yhtiölle suhteellisen neutraalina tasona ja ilman selkeää edistymistä strategiassa ei osakkeessa ole nousuvaraa. Suhtaudumme kuitenkin positiivisesti yhtiön strategiaan ja mielestämme yhtiön tekee sen suhteen tällä hetkellä oikeita asioita. Näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa ja vahva yli 6 %:n osinkotuotto parantaa osakkeen tuotto-odotusta selvästi. 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. 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. Osinkoennustemme kuluvalle ja ensi vuodelle ovat 0,11 ja 0,12 euroa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
CapMan	1,67	243	176							12,8	16,7	5,5	6,0	1,8
Schwab	40,40	49629	195085							24,8	20,8	0,8	1,0	3,3
Perpetual	53,94	1713	1413							19,0	17,6	4,8	5,1	4,0
Compagnie Financiere Richemc	85,20	40793	36241	20,5	17,7	15,6	13,9	3,3	3,2	34,3	26,7	2,0	2,3	2,8
Taaleri	8,04	231	304	11,5	9,7	10,9	9,3	3,7		14,5	12,7	3,1	3,7	2,2
United Bankers	34,80	56	59	13,5	13,8	9,0	7,9	2,2	2,0	17,7	13,1	4,2	5,6	3,6
Jupiter Fund management	477,90	2582	2191	10,1	9,8	9,9	9,7	4,8	4,6	14,1	13,7	6,2	6,4	3,4
E*Trade	36,03	9105	42467							18,5	15,6			1,5
TD Ameritrade Holdings	39,66	19237	18809	13,5		12,2		5,4		24,3	20,6	1,8	2,1	3,6
ABC Arbitrage	6,51	378	225							12,0	11,6	6,9	7,7	2,3
Swissquote Group	27,85	392	1638							17,6	17,0	2,5	2,9	1,4
eQ	7,85	291	281	12,7	12,0	12,4	11,8	6,3	6,0	17,8	16,2		5,4	4,6
Tamburi	5,11	758	972							27,9	26,9	1,3	1,3	
OVH Holdings	17,85	255	160							20,5	19,7	4,7	5,0	2,9
Privanet	3,15	40	43	8,6	6,9	8,6		3,1		9,4	8,6	7,8	7,8	3,0
Union Financiere	27,60	453	476							13,6	13,6	7,4	7,4	
Liontrust Asset Management	427,27	253	227							15,9	11,6	3,1	4,2	6,7
Avanza	353,90	1112	3646							25,7	22,9	3,0	3,4	7,6
CapMan (Inderes)	1,69	245	273	10,2	11,2	10,1	11,1	8,1	7,1	12,0	13,7	5,9	6,6	1,8
Keskiarvo				12,9	11,6	11,2	10,5	4,1	3,9	18,9	17,0	4,1	4,5	3,4
Mediaani				12,7	10,9	10,9	9,7	3,7	3,9	17,8	16,4	3,6	5,0	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				-19 %	3 %	-7 %	15 %	118 %	83 %	-33 %	-17 %	63 %	30 %	-43 %

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
Liikevaihto	31,8	26,7	33,9	37,4	41,6	41,7
Hallinnointipalkkiot*	24,4	22,7	22,1	24,4	26,1	27,2
Palvelut*	2,9	4,3	6,0	7,0	8,0	8,5
Voitonjako-osuustuotot	4,4	1,8	2,8	4,0	6,0	5,0
Henkilöstökulut	-17,1	-18,3	-19,3	-18,7	-19,0	-19,2
Muut kulut	-10,6	-12,2	-9,7	-10,0	-10,0	-10,0
Poistot	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Hallinnointiliiketoiminta**	-0,4	-3,8	-1,2	2,5	4,9	6,3
Sijoitussalkun tuotto	5,2	11,7	28,5	15,3	17,6	18,0
EBIT	9,3	18,7	26,7	23,8	30,0	30,3
EPS	0,06	0,10	0,14	0,12	0,16	0,16
Osinko	0,07	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13
Osingonjakosuhte-%	124 %	91 %	71 %	89 %	76 %	81 %
ROE-%	7,4 %	13,5 %	14,7 %	13,1 %	16,3 %	15,9 %
Oma pääoma osake	0,75	1,00	0,93	0,95	0,99	1,03
Sijoitussalkun tuotto-%		12,5 %	17,9 %	9,7 %	10,2 %	10,2 %
AUM	2805	2692	2650	2900	3100	3200
Buyout	1341	1285	1250	1400	1500	1600
Kiinteistö	1462	1408	1400	1500	1600	1600
Sijoitussalkun allokaatio*						
Kaupankäyntisalkku		33 %	34 %	25 %	19 %	16 %
Kasvusijoitukset		17 %	31 %	45 %	53 %	54 %
Korot		5 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Käteinen		20 %	11 %	8 %	9 %	9 %
CapMan rahastot		23 %	24 %	21 %	20 %	21 %
Yhteisyritykset ja muut		2 %	0 %	0 %	0 %	0 %

* Inderesin ennuste myös historiassa

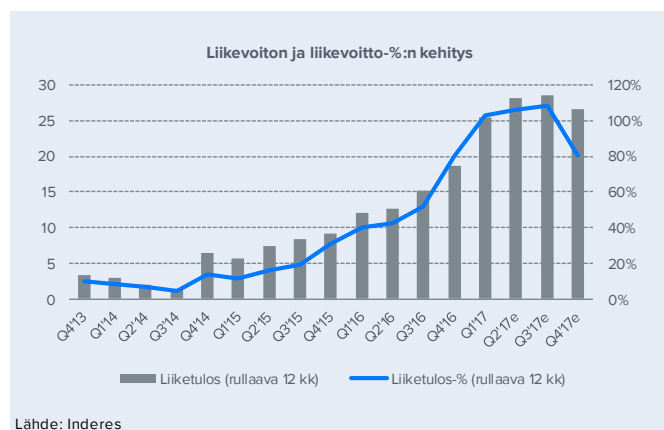
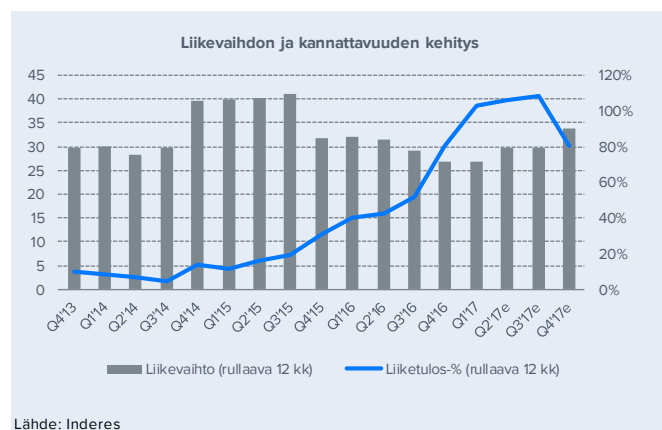
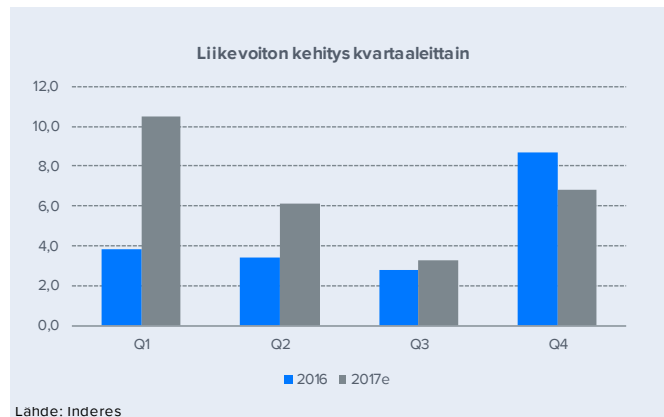
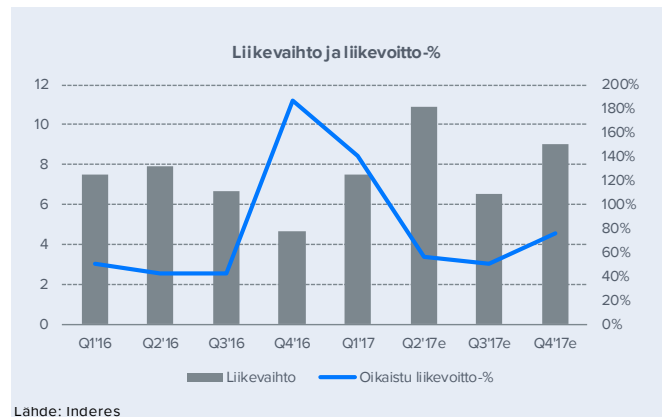
** Inderes ennuste myös historiassa, laskettu liikevaihto - voitonjako - kulut

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	31,8	7,5	7,9	6,6	4,7	26,7	7,5	10,9	6,5	9,0	33,9	37,4	41,6
CapMan	31,8	7,5	7,9	6,6	4,7	26,7	7,5	10,9	6,5	9,0	33,9	37,4	41,6
Käyttökate	9,6	3,9	3,3	3,0	8,8	19,0	10,6	6,2	3,3	6,9	27,0	24,0	30,2
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
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,3	3,8	3,4	2,8	8,7	18,7	10,5	6,1	3,3	6,8	26,7	23,8	30,0
Liikevoitto	9,3	3,8	3,4	2,8	8,7	18,7	10,5	6,1	3,3	6,8	26,7	23,8	30,0
CapMan	9,3	3,8	3,4	2,8	8,7	18,7	10,5	6,1	3,3	6,8	26,7	23,8	30,0
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-3,1	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-2,1	-1,3	-1,0
Tulos ennen veroja	6,5	3,0	2,5	2,1	8,0	15,5	9,6	5,7	2,9	6,4	24,6	22,5	29,0
Verot	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,6	-1,1	-0,6	-1,3	-3,6	-4,5	-5,8
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
Nettotulos	4,9	2,5	2,0	1,6	7,9	14,1	8,5	4,6	2,3	5,1	20,5	18,0	23,2
EPS (oikaistu)	0,06	0,03	0,02	0,02	0,06	0,10	0,06	0,03	0,02	0,04	0,14	0,12	0,16
EPS (raportoitu)	0,06	0,03	0,02	0,02	0,09	0,17	0,10	0,05	0,03	0,06	0,14	0,12	0,16

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-19,4 %	2,7 %	-6,5 %	-25,5 %	-34,8 %	-16,0 %	0,0 %	38,1 %	-2,0 %	93,1 %	27,0 %	10,3 %	11,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	44,8 %	316,7 %	21,3 %	480,6 %	70,6 %	101,4 %	176,3 %	80,8 %	15,7 %	-21,7 %	42,8 %	-10,7 %	26,0 %
Käyttökate-%	30,2 %	51,8 %	42,2 %	44,7 %	188,4 %	71,0 %	140,9 %	56,8 %	51,2 %	76,5 %	79,5 %	64,1 %	72,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	29,2 %	50,7 %	42,8 %	42,4 %	186,3 %	69,9 %	140,0 %	56,0 %	50,0 %	75,6 %	78,6 %	63,7 %	72,1 %
Nettotulos-%	15,3 %	33,4 %	25,8 %	24,3 %	170,6 %	52,8 %	113,5 %	41,9 %	35,1 %	56,9 %	60,4 %	48,2 %	55,8 %

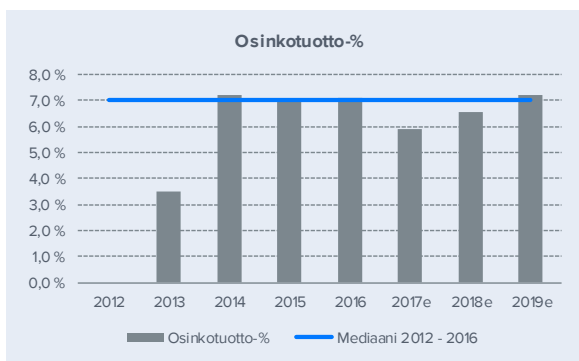
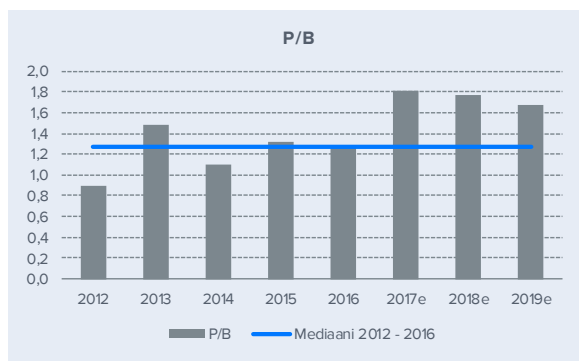
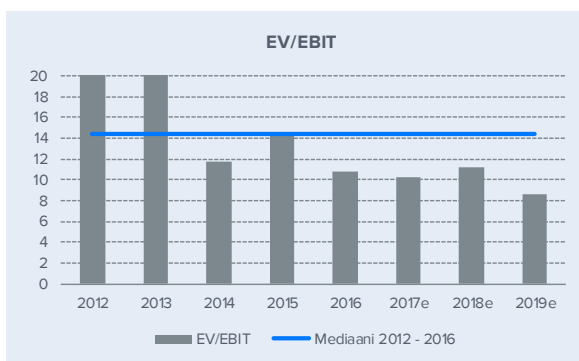
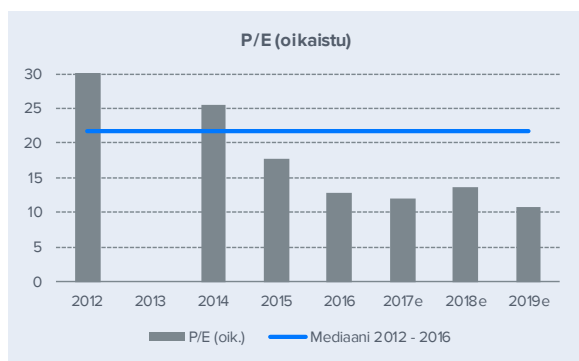
Lähde: Inderes



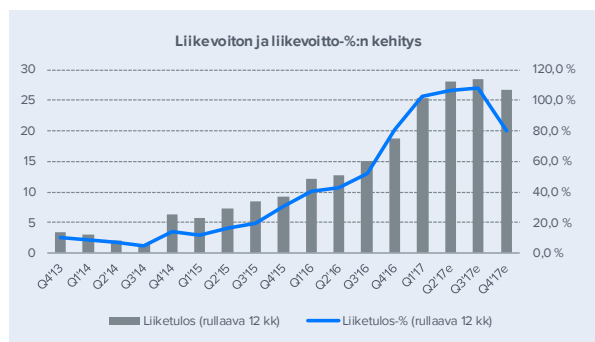
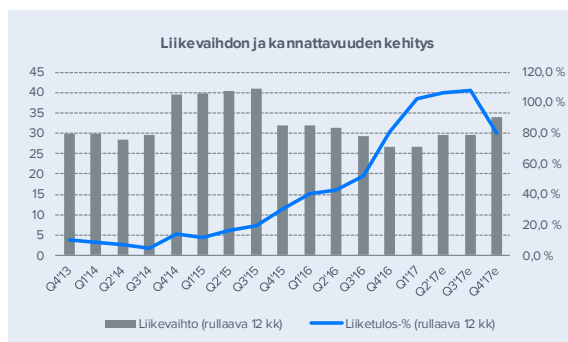
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,84	1,14	0,83	1,00	1,27	1,69	1,69	1,69
Markkina-arvo	71	96	72	86	182	245	245	245
Yritysarvo (EV)	96	111	75	133	203	273	267	256
P/E (oik.)	655,5	neg.	25,5	17,8	12,9	12,0	13,7	10,7
P/E	655,5	neg.	25,5	17,8	12,9	12,0	13,7	10,7
P/Kassavirta	-13,9	2,9	4,8	3,9	4,8	16,3	11,3	9,0
P/B	0,9	1,5	1,1	1,3	1,3	1,8	1,8	1,7
P/S	2,6	3,2	1,8	2,7	6,8	7,2	6,6	5,9
EV/Liikevaihto	3,5	3,7	1,9	4,2	7,6	8,1	7,1	6,2
EV/EBITDA	28,1	27,7	11,1	13,9	10,7	10,1	11,1	8,5
EV/EBIT	37,0	33,2	11,8	14,4	10,9	10,2	11,2	8,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-295,5 %	184,5 %	124,4 %	91,5 %	70,8 %	89,0 %	76,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	7,2 %	7,0 %	7,1 %	5,9 %	6,6 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

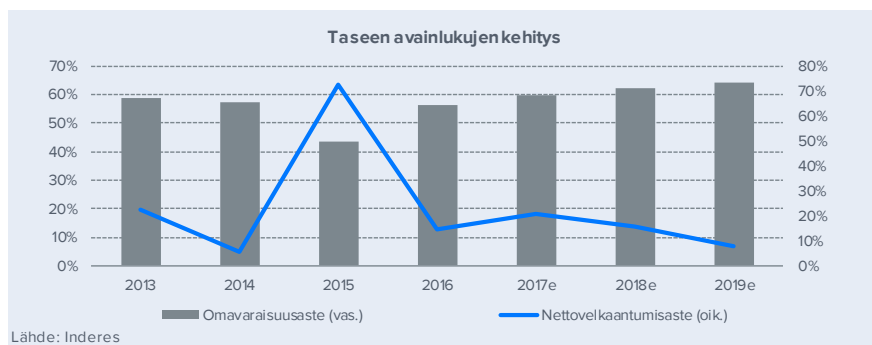


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	76	115	193	192	192
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	180	180
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	4	5	5	5
Vaihtuvat vastaavat	38	34	60	35	32
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
Taseen loppusumma	114	150	253	227	224

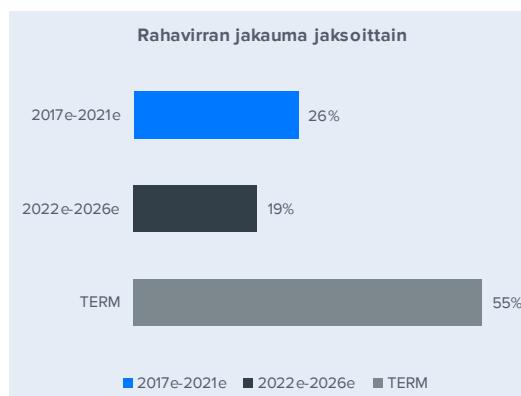
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	65	65	143	135	139
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	-1	-2	6	14	17
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	39	39	39	39	39
Muu oma pääoma	27	27	97	82	82
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	29	71	58	43	36
Laskennalliset verovelat	2	2	10	10	10
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	27	69	48	33	26
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	19	13	52	48	49
Lainat rahoituslaitoksilta	5	0	18	14	11
Lyhytaikaiset korottomat velat	14	13	34	34	37
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	114	150	253	227	224



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	18,7	26,7	23,8	30,0	30,3	30,9	31,9	31,6	32,2	32,9	33,5	
+ 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	-4,5	-5,8	-5,9	-6,1	-6,3	-6,3	-6,4	-6,6	-6,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-1,2	2,8	3,4	0,1	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,8	
Operatiivinen kassavirta	164,4	13,7	22,0	27,6	24,6	26,0	26,8	26,3	26,8	27,3	27,9	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-128,3	-4,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	36,2	9,0	21,7	27,3	24,3	25,7	26,5	26,0	26,5	27,0	27,3	
+/- 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	15,0	21,7	27,3	24,3	25,7	26,5	26,0	26,5	27,0	27,3	444,3
Diskontattu vapaa kassavirta		20,3	19,0	22,1	18,1	17,8	16,9	15,3	14,4	13,6	12,7	206,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		370,6	356,3	337,3	315,2	297,0	279,3	262,4	247,1	232,6	219,1	206,4
Velaton arvo DCF		370,6										
- Korolliset velat			-66,1									
+ Rahavarat			45,0									
- Vähemmistöosuus			0,0									
- Osinko/pääomapalautus			-12,9									
Oman pääoman arvo DCF			336,9									
Oman pääoman arvo DCF per osake			2,32									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskiton korko	3,3 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	39,5	31,8	26,7	33,9	37,4
EBITDA	6,8	9,6	19,0	27,0	24,0
EBITDA-marginaali (%)	17,2	30,2	71,0	79,5	64,1
EBIT	6,4	9,3	18,7	26,7	23,8
Voitto ennen veroja	5,0	6,5	15,5	24,6	22,5
Nettovoitto	2,8	4,9	14,1	20,5	18,0
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	226,7	223,9
Oma pääoma	65,4	65,2	143,0	135,5	139,0
Liikearvo	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Korolliset velat	32,2	69,4	66,1	47,1	37,2

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	6,8	9,6	19,0	27,0	24,0
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-4,0	18,3	-1,2	2,8
Operatiivinen kassavirta	6,4	4,7	16,4	13,7	22,0
Vapaa kassavirta	14,9	22,1	38,2	15,0	21,7

Yhtiökuvaus
CapMan on Pohjoismaiden johtavia pääomarahastojen hallinnointiyhtiöitä. Yhtiön hallinnoitavat varat ovat noin 2,8 miljardia euroa ja yhtiö työllistää noin 100 henkilöä Helsingissä, Tukholmassa, Moskovassa, Luxemburgissa ja Lontoossa. Yhtiö on perustettu 1989.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,03	0,06	0,10	0,14	0,12
EPS oikaistu	0,03	0,06	0,10	0,14	0,12
Operat. kassavirta per osak	0,07	0,05	1,15	0,09	0,15
Tasearvo per osake	0,76	0,75	1,00	0,93	0,95
Osinko per osake	0,06	0,07	0,09	0,10	0,11
Voitonjako, %	184	124	91	71	89
Osinkotuotto, %	7,2	7,0	7,1	5,9	6,5

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	25,5	17,8	12,9	12,0	13,6
P/B	1,1	1,3	1,3	1,8	1,8
P/Liikevaihto	1,8	2,7	6,8	7,2	6,6
P/CF	11,2	18,4	1,1	17,9	11,2
EV/Liikevaihto	1,9	4,2	7,6	8,1	7,1
EV/EBITDA	11,1	13,9	10,7	10,1	11,1
EV/EBIT	11,8	14,4	10,9	10,2	11,2

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

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.5.2015	Lisää	1,15 €	1,01 €
13.5.2015	Osta	1,20 €	1,03 €
4.6.2015	Lisää	1,20 €	1,07 €
7.8.2015	Lisää	1,20 €	1,04 €
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 €

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 sijoitusuusituksia 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 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 omistuosuuksia 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/>