

CAPMAN

28.05.2026 21.45 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Skaalautumisen vuoro

CapManilla on parhaillaan käynnissä sen historian suurin varainkeruusyky, kun se kerää samanaikaisesti pääomia lähes kaikkiin strategioihinsa. Varainkeruun onnistuessa pitäisi myös tuloksen skaalautua merkittävästi. Osakkeen arvostus on edullinen, mikäli tuloskasvu realisoituu ennustamallamme tavalla. Toistamme 2,10 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen.

Kansainvälinen vaihtoehtorahastomanageri

CapMan on pohjoismainen vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja, jonka liiketoiminta jakautuu kahteen alueeseen: hallinnointiliiketoimintaan ja oman taseen sijoitustoimintaan. Vaihtoehtorahastoihin keskittyvä hallinnointiliiketoiminta muodostaa CapManin liiketoiminnan ytimen, sillä tasesijoitukset tehdään pääosin yhtiön itsensä hallinnoimiin rahastoihin.

Viime vuosina CapMan on strategiassaan panostanut vahvasti sijoittajapohjan kansainvälistämiseen, ja pohjoismaiden ulkopuoliset sijoittajat ovat nousseet CapManin suurimmaksi asiakasryhmäksi. Samalla tuotetarjontaa on laajennettu uusille sijoitusalueille Dasos- ja CAERUS-yritystojen kautta ja reaaliomaisuuden osuus hallinnoitavista varoista on noussut 80 %:iin. Konsernirakennetta on myös terävöitetty ydinliiketoiminnan ulkopuolisista palveluista irrottautumalla (JAY ja CaPS). Keskeisenä jarruna strategian etenemiselle on ollut hankala varainkeruumarkkina, joka on hidastanut selvästi yhtiön organista kasvua.

Varainkeruussa onnistuminen ratkaisee paljon

Emme ole tehneet ennusteisiimme muutoksia laajan raporttimme yhteydessä. Odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta seuraavan kahden vuoden aikana. Ajurina tälle tulosparannukselle on yhtiön historian laajin varainkeruu, jossa yhtiön on pakko onnistua etenkin lippulaivarahastojen osalta (European Forest Fund IV, Infra III,

Nordic Real Estate IV ja CAERUS VIII). Kasvun realisoituessa pitäisi palkkiotuloksen jatkaa skaalautumistaan ja ennustamme palkkiotulokseen selvää tasokorjausta nykyiseltä vaatimattomalta tasolta. Onnistuneen uusmyynnin lisäksi yhtiö tarvitsee myös vahvaa kulukontrollia, jotta palkkiotulos skaalautuu kunnolla.

Palkkiotuloksen lisäksi tuloskasvu saa vauhtia voitonjako-osuustuotoista, jotka ovat viime vuosina olleet vaisulla tasolla tahmean exit-markkinan johdosta. Nyt useamman merkittävän rahaston pitäisi siirtyä voitonjaon piiriin 2026–2027 aikana. Tulomix paranee ennusteissamme reippaasti, kun palkkiotuloksen osuus kasvaa. Tämä on CapManille tärkeää, sillä se tukee hyväksyttävää arvostusta liiketoiminnan paremman ennustettavuuden myötä.

CapManin kassavirta on laskelmiemme mukaan lähivuodet tulosta korkeampi taseesta vapautuvien pääomien ansiosta, mikä kasvattaa yhtiön liikkumavaraa pääoman allokaation osalta. Odotamme yhtiön jatkavan avokätistä osingonjakoaan, ja lisäksi yhtiö etsii edelleen aktiivisesti ostokohteita kasvustrategiansa vauhdittamiseksi.

Arvostus on halpa, kunhan tuloskasvu realisoituu

Mielestämme osien summa on selvästi paras tapa arvottaa CapMania, sen huomioidessa parhaiten osien erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvo osakkeelle on 2,1 euroa. Laskelma nojaa oletukseen siitä, että palkkiotulos paranee tulevina vuosina merkittävästi. Mikäli palkkiotulos jäisi nykyiselle tasolle, olisi osakkeen käypä hinta alle nykykurssin. Myös suhteelliset ja absoluuttiset arvostuskertoimet tukevat tätä näkemystä. Ilman selvää palkkiotuloksen kasvua ei osakkeessa ole nousuvaraa, ja ennusteidemme realisoituessa osake on halpa. Osakkeen tuotto-odotus nojaakin ennen kaikkea tuloskasvuun, mutta se saa myös tukea vahvasta osinkotuotosta.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,76 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	63,0	73,3	88,6	85,0
kasvu-%	9 %	16 %	21 %	-4 %
EBIT oik.	25,8	34,4	46,5	40,7
EBIT-% oik.	41,0 %	47,0 %	52,5 %	47,8 %
Nettotulos	13,2	21,6	28,5	23,8
EPS (oik.)	0,09	0,13	0,17	0,15
P/E (oik.)	21,4	13,1	10,1	12,0
P/B	1,8	1,7	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	6,3 %	7,4 %	8,0 %	8,5 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	9,1	6,8	7,5
EV/EBITDA	13,2	8,9	6,7	7,4
EV/Liikevaihto	5,5	4,3	3,6	3,6

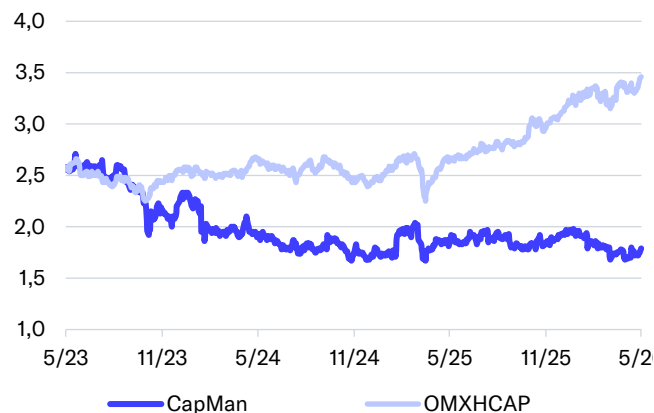
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

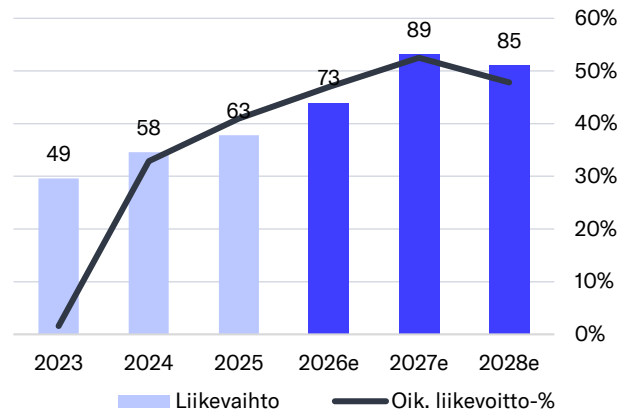
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2026 aikana. Yhtiö arvioi myös jatkuvien liiketoimintojen palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan vuoden 2026 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



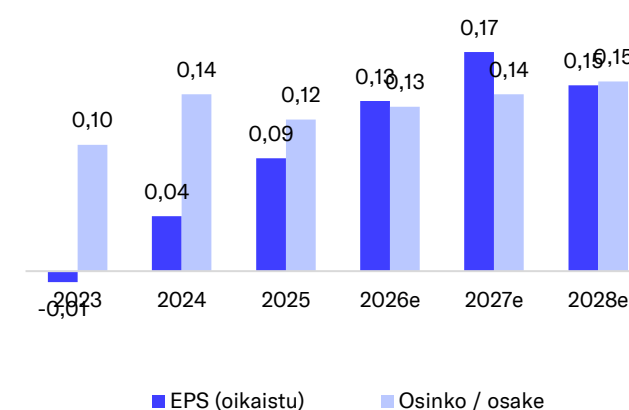
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuotekokojen kasvu ydinstrategioissa
- Uudet tuotteet
- Kannattavuuden skaalautuminen kasvun myötä
- Kulutehokkuuden parantaminen
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulukontrollin pettäminen
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	312	313	314
Yritysarvo (EV)	315	316	306
P/E (oik.)	13,1	10,1	12,0
P/E	14,5	11,0	13,2
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,3	3,6	3,6
EV/EBITDA	8,9	6,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	9,1	6,8	7,5
Osinko/tulos (%)	107 %	88 %	112 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,0 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Hallinnointiliiketoiminta	9-22
Sijoitukset	23-24
Strategia	25-29
Sijoitusprofiili	30-31
Markkinakatsaus	32-36
Taloudellinen tilanne	37-38
Ennusteet	39-42
Arvonmääritys	43-49
Taulukot, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	50-56

CapMan lyhyesti

CapMan on vuonna 1989 perustettu pohjoismainen listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja.

2001

Listautuminen pörssin päälistalle

66,3 MEUR

Liikevaihto rullaava 12kk Q1'26

24,7 MEUR

Liikevoitto oik. rullaava 12kk Q1'26

8,1 MEUR

Palkkiotulos rullaava 12kk Q1'26

7,2 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus (AUM) Q1'26

~230

Henkilöstömäärä

2009-2015

Finanssikriisi iski CapManiin ankarasti ja kulut karkaavat käsistä liian nopean laajentumisen myötä.

Edellisen syklin huipulla kerättyjen rahastojen tuotot jäivät heikoiksi.

Yhtiö aloittaa isot uudelleenjärjestelyt ja useita sijoitusstrategioita lopetetaan.

2016-2023

Norvestia-yritystoston myötä CapManin omistajarakenne muuttuu ja osakesarjat yhdistetään.

Uusi strategia ja uudet sijoitustiimit.

Yhtiö perustaa useita uusia sijoitusalueita, varainkeruu sujuu pääasiassa hyvin.

Sijoittajapohja laajenee ja kansainvälistyy.

Laajentuminen metsärahoitukseen yritystostolla.

CaPS kehittyy vahvasti ja se eriytetään omaksi yhtiökseen

Kasvusta huolimatta Hallinnointiliiketoiminta ei vielä lähde kunnolla skaalautumaan.

2024-

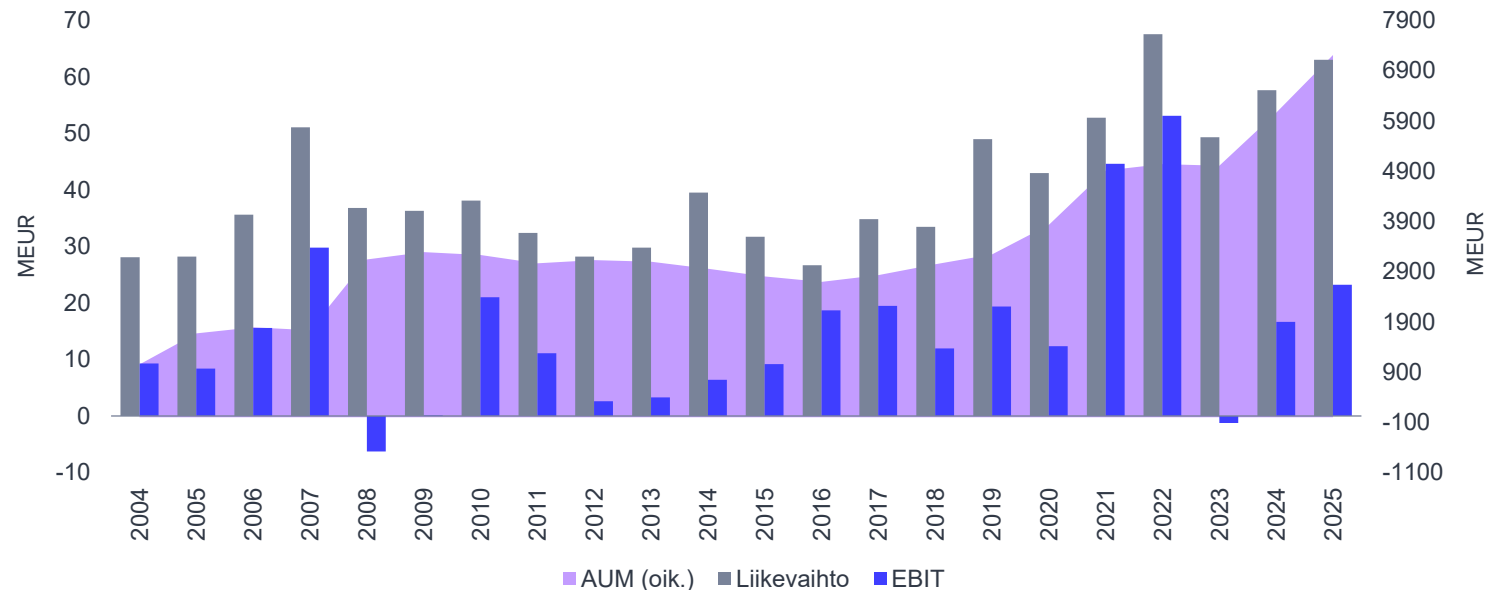
Palveluliiketoiminta myydään ja strategia keskittyy rahastoliiketoimintaan.

Fokus yhä selvemmin reaaliomaisuudessa sekä kansainvälisillä markkinoilla.

Hallinnointiliiketoiminnan kasvun ja kannattavuusparannuksen jatkaminen.

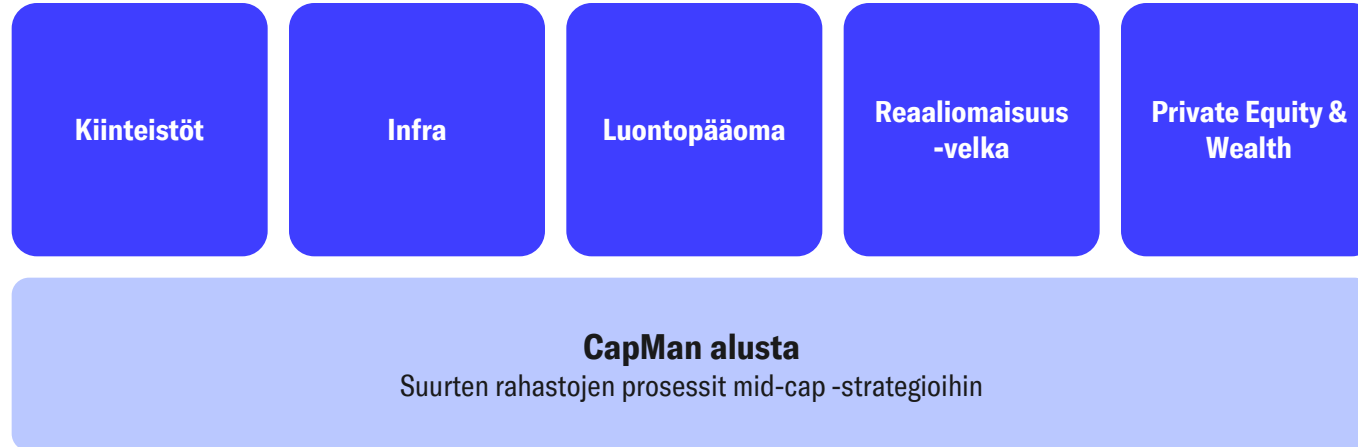
Laajemman rahastoalikoiman ansiosta voitonjako-osuustuottojen tulisi olla jatkossa aiempaa systemaattisempia.

Sijoitustuotot näyttelevät yhä keskeistä roolia yhtiön strategiassa ja tuloksessa.

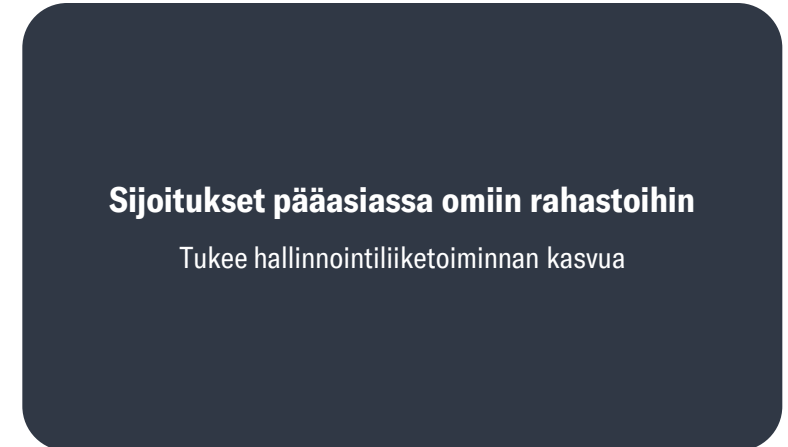


Yhtiökuvaus

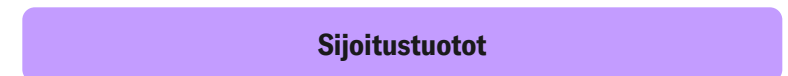
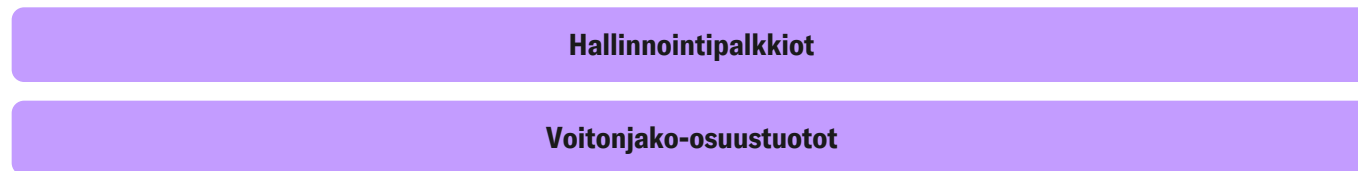
Hallinnointiliiketoiminta



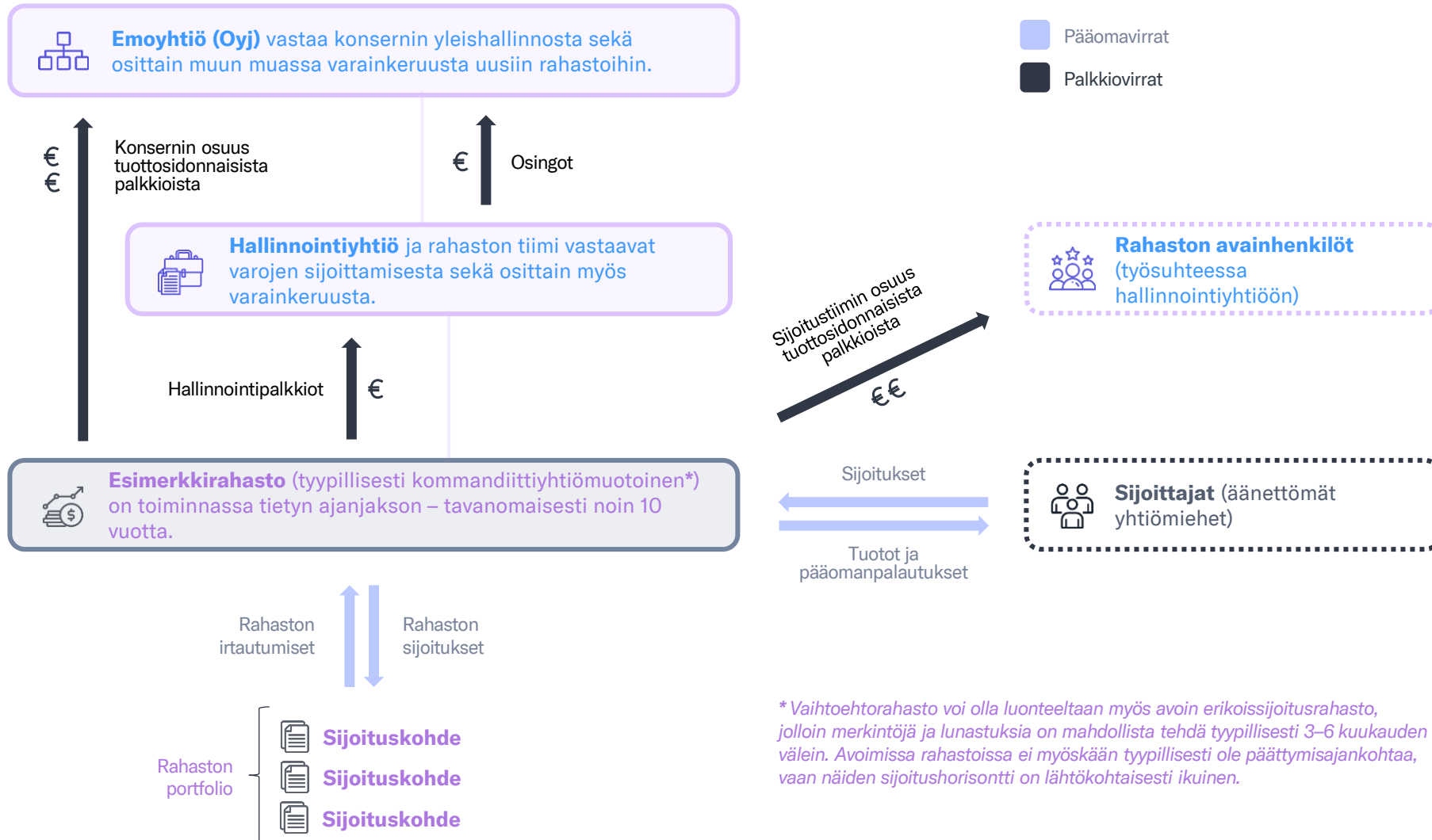
Tasesijoitukset



Arvoajurit



Rahastoyhtiön liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



*Vaihtoehtorahasto voi olla luonteeltaan myös avoin erikoissijoitusrahasto, jolloin merkintöjä ja lunastuksia on mahdollista tehdä tyypillisesti 3–6 kuukauden välein. Avomissa rahastoissa ei myöskään tyypillisesti ole päättymisajankohtaa, vaan näiden sijoitushorisontti on lähtökohtaisesti ikuinen.

Omistusrakenne

Hajautunut omistajapohja

CapManin omistajapohja poikkeaa merkittävästi useista muista Helsingin pörssin varainhoitajista, sillä yhtiön suurimmat omistajat eivät ole yhtiön perustajia ja muutenkin omistajapohja on hyvin hajautunut. Suurin, ja samalla ainoa yli 10 %:n omistaja on Silvertärnan AB, joka on osittain hallituksen puheenjohtaja Joakim Frimodigin omistama yhtiö. Muilta osin suurimmat omistajat ovat sijoittajia ja kymmeneksi suurin omistaja omistaa yhtiöstä vain reilun prosentin.

Omistusrakenne ei aseta jarruja järjestelyille

Arviomme mukaan CapManin hyvin hajanainen omistajarakenne tarjoaa sille merkittävää liikkumavaraa yrityskauppoja ajatellen. Koska omistus ei enää ole yksittäisten perustajien käsissä, ei omistus pohja tuo ”henkisiä lukkoja” esimerkiksi skenaariossa jossa koko yhtiö myytäisi tai se olisi osa isompaa fuusiota. Uskomme, että pääomistajien keskuudessa päätöksentekoa ohjaa ensisijaisesti omistaja-arvon kehitys pitkällä aikajänteellä, ja työkaluun kuuluvat myös kaikki mahdolliset yritysjärjestelyskenaariot.

Johdon, hallituksen ja työntekijöiden omistus erittäin korkealla tasolla

CapMan on alan pioneeriina ehtinyt läpikäydä jo ”sukupolvenvaihdoksen”, ja käytännössä kaikki alkuperäiset perustajat ovat siirtyneet pois yhtiön palveluksesta. Toimialalle tyypillisesti CapMan on pyrkinyt yhtenäistämään omistajien ja johdon intressit osakeomistusten kautta ja yhtiön johtoryhmässä valtaosalla on vähintään kohtuullinen omistus yhtiössä. Lisäksi johto

sekä muut avainhenkilöt ovat laajan optio-ohjelman piirissä.

Huomautamme myös, että CapManin rakenteesta johtuen useilla johtoryhmän jäsenillä on vähemmistöomistus heidän vetämissään liiketoiminnoissa, sekä mahdollisuus ansaita osuus rahastojen voitonjako-osuustuotoista. Vaikka nämä kannustimet eivät suoraan linkity osakekurssiin, ovat niiden alla olevat ajurit hyvin yhteneväiset osakesijoittajien kanssa. Luonnollisesti rahastojen performanssi (voitonjako-osuustuotot) on tässä liiketoiminnassa kaiken lähtökohta ja lisäksi alla olevien liiketoiminta-alueiden kannattavuus on kriittistä myös osakesijoittajalle.

Kokonaisuutena voidaan todeta, että johtoryhmällä sekä hallituksella on merkittävä taloudellinen intressi CapManissa. Pidämme tätä luonnollisesti positiivisena, sillä se vahvistaa johdon ja osakkeenomistajien yhteisiä intressejä.

Henkilöstötyytyväisyys korkealla tasolla

CapManin henkilöstötyytyväisyys (eNPS) on ollut 2021-2025 välillä keskimäärin noin 50, joka on absoluuttisesti sekä suhteellisesti erinomainen taso. Korkea henkilöstötyytyväisyys heijastuu myös yhtiön varsin matalaan vaihtuvuuteen, etenkin avainhenkilöstön osalta. Henkilöstötyytyväisyys on luonnollisesti täysin kriittistä CapManin toimialalla.

Suurimmat omistajat 5/26

Silvertärnan Ab	12,8 %
Hozainum Partners Oy	5,1 %
Ilmarinen	4,9 %
Mikko Laakkonen	4,2 %
Dolobratos Oy Ab	3,1 %
Varma	2,1 %
Vesasco Oy	1,8 %
Elo	1,5 %
VER	1,4 %
Hannu Laakkonen	1,1 %

Johdon omistukset	Osakkeet	Rooli
Pia Kåll	331320	Toimitusjohtaja
Atte Rissanen	321748	Talusojohtaja
Heidi Sulin	180172	Operatiivinen johtaja
Jyri Hietala	0	Managing partner, Natural Capital
Mika Koskinen	30000	Managing partner, Wealth
Antti Kummu	81117	Managing partner, Growth
Mika Matikainen	204259	Managing partner, Real Estate
Michael Morgenroth	0	Managing partner, Real Asset Debt
Anna Olsson	64160	Vastuullisuusjohtaja
Ville Poukka	296787	Managing partner, Infra
Mari Simula	440260	Johtaja rahastosijoittajasuhteet
Antti Uusitalo	15000	Managing partner, Special Situations

Hallinnointiliiketoiminta 1/9

Vaihtoehtoihin keskittynyt rahastomanageri

CapManin liiketoiminta on keskittynyt täysin listaamattomiin omaisuusluokkiin sekä ammattimaisiin sijoittajiin. Yhtiöllä on Wealth-varainhoitopalvelussa mukana myös varakkaita yksityishenkilöitä, mutta tämän liiketoiminnan merkitys on konsernin kannalta pieni. CapManilla oli aiemmin merkittävä palveluliiketoiminta (CaPS ja JAY Solutions), mutta niistä irtauduttiin 2023 ja 2024.

Q1'26 lopussa CapManin hallinnoitavat asiakasvarat olivat 7,2 mrd. Hallinnointiliiketoiminta sisältää kuusi sijoitusaluetta jotka ovat: Private Equity & Credit, Kiinteistöt, Infra, Luontopääomasijoittaminen, Reaaliomaisuusvelka ja Wealth. Yhtiön liiketoiminta on kansainvälistä, ja sillä on toimistot kahdeksassa eri maassa (Suomi, Ruotsi, Tanska, Norja, Iso-Britannia, Luxembourg, Saksa ja Ranska). Hallinnoitavista varoista valtaosa tulee Suomen ulkopuolelta, mikä erottaa CapManin sen kotimaisista verrokeista.

Asiakaskunta painottuu suuriin instituutioihin

CapMan on onnistunut laajentamaan sijoittajapohjaansa merkittävästi viimeisen 10 vuoden aikana. Kun aiemmin pääomista valtaosa tuli pieneltä joukolta isoja kotimaisia sijoittajia, on sijoittajapohja nyt selvästi laajempi sekä kansainvälisempi. Kun 2017 Suomen ulkopuolisten sijoittajien osuus pääomista oli ~10 %, niin 2025 noin 55 % tuli Pohjoismaiden ulkopuolelta. Suomen osuutta pääomista CapMan ei kerro, mutta arviomme sen olevan noin 25 %.

Rahastoissa CapManilla on noin 200 asiakasta ja keskimäärin sijoittajilla on CapManin rahastoissa yli 30 MEUR:n sijoitukset. Vastaavasti Wealthin puolella yhtiöllä on noin 350 asiakasta, ja heillä keskimäärin 1,5 MEUR:n sijoitukset CapManilla.

CapManin nykyinen ja potentiaalinen asiakaskunta voidaan karkeasti jakaa neljään kategoriaan: suuriin instituutioihin,

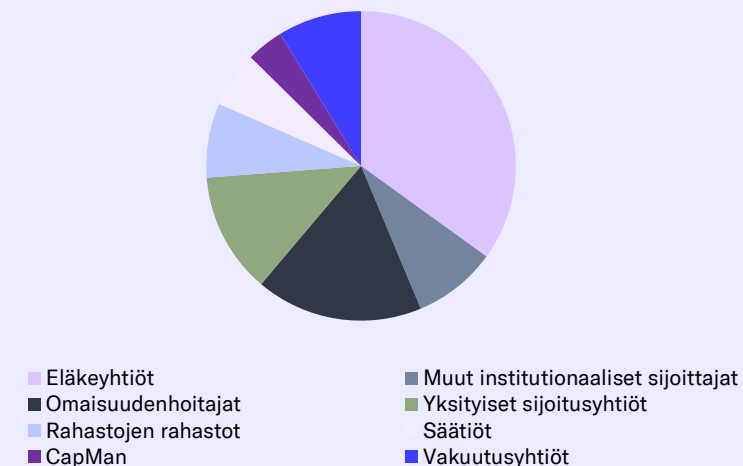
keskikokoisiin instituutioihin, pieniin instituutioihin sekä varakkaisiin yksityisasiakkaisiin. Käsitksemme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavista rahastopääomista tulee suuriksi luokiteltavilta kotimaisilta ja ulkomaisilta instituutiosijoittajilta. Esimerkiksi eläkeyhtiöt sijoittavat vaihtoehtoihin tuotteisiin pääosin ulkopuolisten toimijoiden (kuten CapMan) rahastojen kautta. Tämä eroaa esimerkiksi eläkeyhtiöiden korko- ja osakesijoituksista, jotka tyypillisesti hoidetaan alusta loppuun omien sijoitustiimien toimesta. Eläkeyhtiöiden lisäksi suuret instituutioasiakkaat sisältävät muun muassa kansainvälisiä sijoitus- ja vakuutusyhtiöitä. Käsitksemme mukaan nämä niin kutsutut Tier I -asiakkaat tuovat yhtiön hallinnoitavista pääomista valtaosan.

Toisen merkittävän asiakasryhmän muodostavat keskikokoiset ja pienet instituutioasiakkaat (ns. Tier II & Tier III -asiakkaat), joihin muun muassa erilaiset säätiöt ja pienemmät eläkekassat lukeutuvat. CapMan Wealth - palvelualueen kohderyhmää ovat myös hyvin varakkaat yksityishenkilöt. Varsinaisia yksityissijoittajia (ns. retail-asiakkaat) CapManilla ei käytännössä ole asiakkaina.

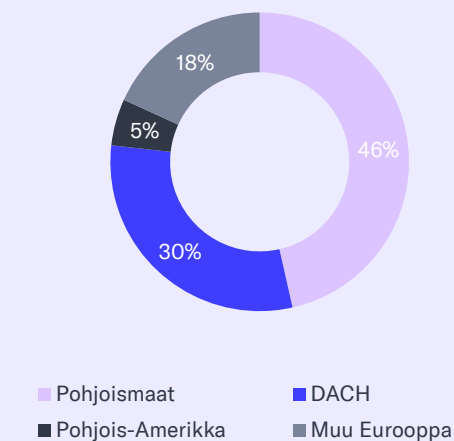
Tuotteet pääosin suljettuja rahastoja

Listaamattomiin omaisuuslajeihin sijoittaminen tarkoittaa suorien, pääasiassa enemmistöomisteisten sijoitusten tekemistä esimerkiksi listaamattomiin yhtiöihin tai kiinteistöihin. Sijoitukset tehdään tyypillisesti suljettujen pääomarahastojen kautta, jotka keräävät pääomaa eläkeyhtiöiden ja säätiöiden kaltaisilta instituutionaalisilta sijoittajilta. Rahastojen sijoitustiimit pyrkivät aktiivisesti kehittämään kohdesijoituksiaan yhdessä kohdeyrityksen johdon kanssa. Kohdeyrityksen arvoa pyritään kasvattamaan esimerkiksi strategiaa terävöittämällä, operatiivista tehokkuutta parantamalla ja kasvua kiihdyttämällä mm. yritysostoin. Myös velkavipu näyttelee sijoitustoiminnassa usein merkittävää roolia.

AUMin jakauma sijoittajatyypeittäin



AUMin maantieteellinen jakauma



Hallinnointiliiketoiminta 2/9

Palkkiorakenne

CapManin palkkiot muodostuvat kolmesta komponentista: hallinnointipalkkioista (rahastot sekä varainhoito), voitonjako-osuustuotoista (rahastot) sekä palveluiden myynnistä. Hallinnointipalkkiot ovat luonteeltaan jatkuvia ja niiden ennustettavuus on erinomainen, sillä CapManin hallinnoitava pääoma on erittäin pysyvää. Vuonna 2025 hallinnointipalkkioiden osuus kaikista palkkioista oli ~80 %. Palveluiden myynti sisältää varainhoidosta saatavat palkkiot sekä tiettyjä kiinteistörahastoille tuotettuja palveluita. Nämä palkkiot ovat käsityksemme mukaan myös pääosin jatkuvia, vaikka niissä on myös tiettyjä ei-jatkuvia komponentteja mukana. Näiden palkkioiden osuus oli 2025 noin 13 % yhtiön liikevaihdosta.

Jatkuvat palkkiot ovat kasvaneet 2017 jälkeen ripeästi keskimäärin 14 % vuodessa (luvusta on oikaistu myydyt palveluliiketoiminnat pois). Kasvua on ajanut luonnollisesti AUM:in kehitys, joka on kasvanut samalla periodilla niin ikään 14 %. Laskelmiemme mukaan kasvusta noin kolmannes on tullut yrityskaupoista (JAM 2019, Dasos 2024 ja CAERUS 2025), ja näin ollen organisaation kasvun osuus on ollut noin 10 %.

Tuottosidonnaiset palkkiot

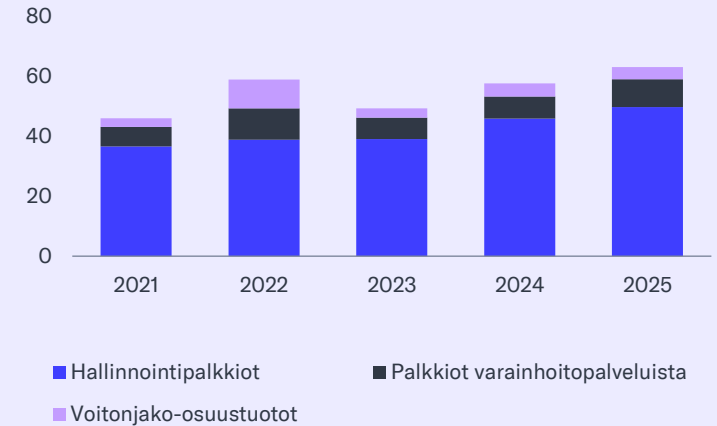
Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan CapManin omissa rahastoissa on mukana tuottosidonnainen komponentti (voitonjako-osuustuotot), jonka myötä hallinnointiyhtiölle tuloutuu sijoitustoiminnan onnistuessa merkittäviä palkkiota. Tyypillinen aitakorko vaihtelee rahastotyyppistä riippuen 7–10 % välillä, ja tämän ylittävistä vuosituotosta yhtiö on oikeutettu voitonjako-osuustuottoihin. Voitonjako jaetaan tyypillisesti CapManilla siten, että rahaston hoitamisesta vastuussa oleva tiimi saa siitä noin 60 % ja CapMan 40 %. Tämä on linjassa toimialan

yleisten linjausten kanssa, missä isot ammattisijoittajat haluavat tiimin olevan vahvasti sitoutettu rahaston tuottokehitykseen. CapManin tuloslaskelmassa pääosin näkyy vain CapManille kuuluva osuus, mutta tietyissä erityistapauksissa koko voitonjako saattaa näkyä myös CapManin tuloslaskelmassa.

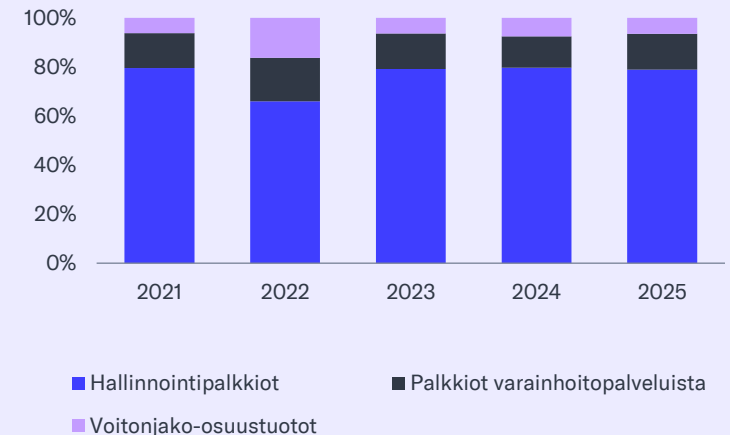
CapManin hallinnointiliiketoiminnan voitonjako-osuustuotot ovat olleet 2017–2025 noin 4 MEUR vuodessa, mikä on vaatimaton taso absoluuttisesti ja suhteellisesti. Voitonjako-osuustuottojen vaatimaton taso selittyy periodin alkupäässä rahastojen finanssikriisin jälkeisestä heikosta performanssista johtuen. Rahastojen sijoitusmenestys on kuitenkin parantunut vuoden 2013 jälkeen merkittävästi. Ennen vuotta 2017 perustetuista rahastoista noin 40 % ylitti asetetun aitakoron, kun taas tämän jälkeen perustettujen rahastojen osalta luku on merkittävästi korkeampi ja arviomme mukaan noin 80 %. Huomautamme, että viime vuosien vaatimattomia voitonjako-osuustuottoja selittää hiljainen irtautumismarkkina. Mikäli CapMan kykenee ylläpitämään rahastojensa nykyisenkaltaista performanssia, missä huomattava osa sen rahastoista ylittää voitonjaon piiriin, tarkoittaa tämä merkittävästi aiempaa korkeampia voitonjako-osuustuottoja jatkossa.

Huomautamme, että voitonjako-osuustuottojen osalta tarkan ajoituksen sekä määrän ennustaminen on mahdotonta usean eri tekijän vaikuttaessa lopullisten irtautumisten ajankohtaan ja kokoluokkaan. Voitonjako-osuustuottoja tarkastellessa sijoittajien onkin syytä keskittyä näiden kehitykseen hieman pidemmällä aikavälillä. Muistutamme, että tuottopalkkiot ovat myös eräänlainen laadun tae sijoittajille, sillä mikäli alla olevat rahastot eivät yllä tuottotavoitteisiinsa, muuttuu uusien rahastojen varainkeruu myös selvästi vaikeammaksi.

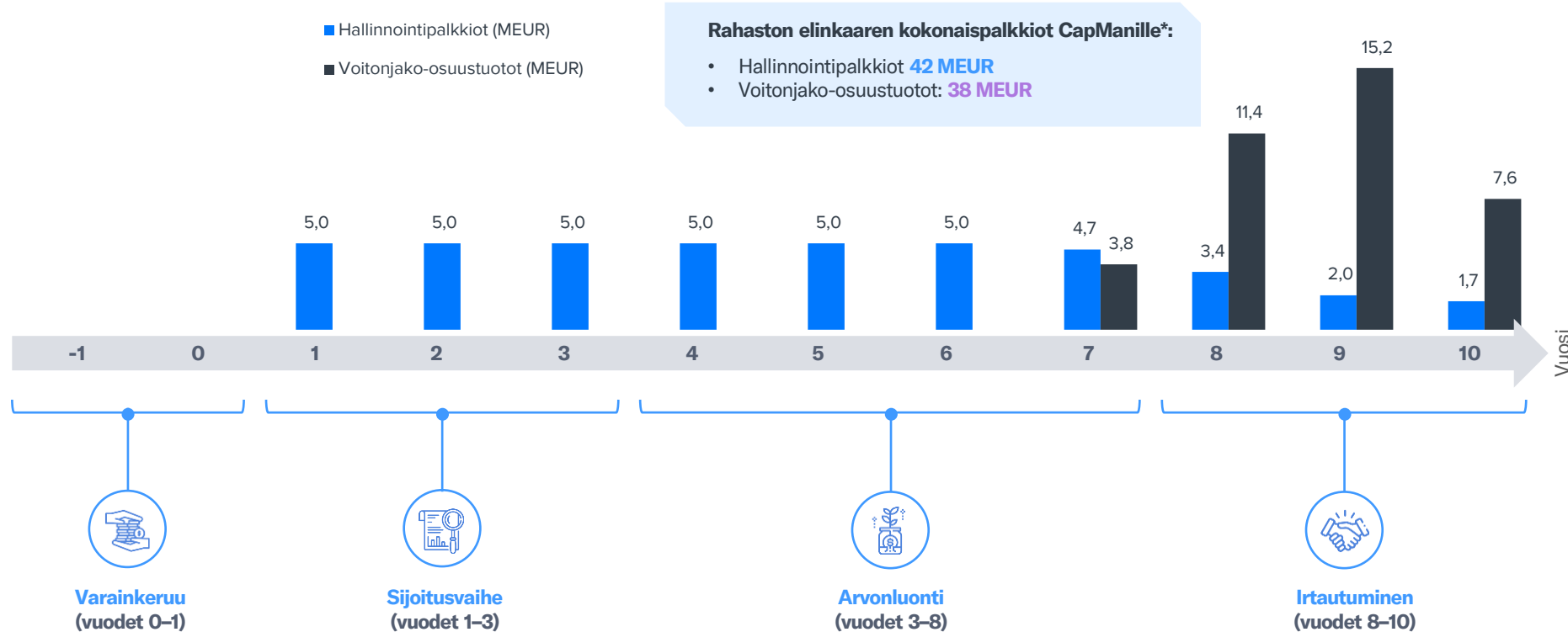
Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevaihdon suhteellinen kehitys



Listamattoman rahaston elinkaari tyypillisesti



Rahaston tuottaessa hyvin voi tuottopalkkioiden rooli olla todella merkittävä

Suljetuissa rahastoissa pääoma sidottu yli vuosikymmeneksi ja hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on korkea

Suljetun rahaston hoitaminen vaatii merkittävästi enemmän resursseja kuin perinteisen osake-/korkorahaston.

- Varainkeruu (vuodet 0-1)**
- Ensimmäisessä vaiheessa hallinnointiyhtiö kerää sijoittajilta rahastoon sijoitettavan pääoman.
 - Varainkeruussa voidaan hyödyntää myös yhtiön ulkopuolisia myyntiagentteja.
 - Varainkeruu voi jatkua myös sijoitusvaiheen alkupuolella.

- Sijoitusvaihe (vuodet 1-3)**
- Sijoitusvaiheessa rahaston keräämät pääomat allokoidaan sijoituskohteisiin.
 - Rahastot ovat varsin keskittyttäjä ja rahastotyypistä riippuen kohteiden määrä on yleensä 10-15 kpl.
 - Vaiheen lopullinen kesto on riippuvainen mm. yleisestä markkinatilanteesta ja kohteiden saatavuudesta.

- Arvonluonti (vuodet 3-8)**
- Rahaston arvonluonti voidaan jakaa tyypillisesti kolmeen kanavaan: 1) kohteiden operatiivinen kehittäminen, 2) velkavivun käyttö ja 3) kohteen arvostuskertoimien nousu hankinta-ajankohtaan verrattuna.
 - Arvostuskertoimien nousu on arvoajureista eniten riippuvainen yleisestä markkinakehityksestä, joten merkittävän epävarmuuden aikoina erityisesti kohteiden operatiivinen kehitys ja velkavivun hyödyntäminen määrittävät sijoituksen lopullisen onnistumisen.

- Irtautuminen (vuodet 8-10)**
- Rahaston elinkaaren lopussa rahasto myy sijoituskohteensa esimerkiksi teolliselle ostajalle tai toiselle sijoittajalle.
 - Rahaston sijoitustoiminnan onnistuessa saa hallinnointiyhtiö osuutensa voitoista tuottosidonnaisina palkkioina.
 - Tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyy luonnollisesti epävarmuutta, eivätkä läheskään kaikki rahastot yllä yli aitakoron.
 - Tämän vaiheen kesto riippuu mm. kohteiden operatiivisesta kehityksestä sekä yleisestä markkinan aktiivisuudesta.

*Oletukset: Rahaston koko 500 MEUR, CapManin hallinnointipalkkio 1,0%, aitakorko 8%, IRR 12%, rahaston osuus aitakoron ylittävstä tuotosta 20%, CapManin osuus 40% voitontaosta.

Hallinnointiliiketoiminta 3/9

Hallinnoitava varallisuus

CapMan raportoi hallinnoitavan varallisuutensa seuraavalla jaolla: Kiinteistöt, Infra, Luontopääomasijoittaminen (Dasos), Reaaliomaisuusvelka (CAERUS), PE & Credit sekä Wealth. CapManin AUM ei sisällä tuplalaskentaa, ja yhtiö kirjaa aina pääomat ensisijaisesti rahastopääomaksi. Jos yhtiöllä on esimerkiksi täyden valtakirjan sopimuksen alla myös rahastoja, näkyy tämä osuus rahastopääomissa.

Kiinteistöt

Kiinteistörahastojen ja -mandaattien osuus CapManin hallinnoitavasta varallisuudesta oli Q1'26 lopussa yli puolet, eli 3794 MEUR. CapMan hallinnoi seitsemää kiinteistörahastoa sekä useita sijoitusmandaatteja toimien kaikilla Pohjoismaiden kiinteistösektoreilla Ruotsissa, Suomessa, Tanskassa ja Norjassa. Yhtiö on viime vuosina tuonut perinteisten suljettujen kiinteistörahastojen (Nordic Real Estate -rahastot) rinnalle uusia avoimia kiinteistörahastoja (Hotels II, Residential, Social, Nordic Property Income). Kiinteistöistä onkin tullut CapManille selvästi tärkein tuoteryhmä. Avointen rahastojen rooli on kasvanut ja laskelmiemme mukaan niiden osuus AUM:sta on jo yli puolet kaikista kiinteistörahastoista.

Voimakkaan kasvupyrähdyksen jälkeen (2019–2022) Kiinteistöjen uusmyynti heikkeni selvästi ja AUM polki paikallaan 2022–2024 johtuen korkotason rajusta noususta. 2025 yhtiö onnistui olosuhteisiin nähden erinomaisesti ja kykeni kasvamaan haastavassa markkinassa. Kasvua selittää myynti avoimiin rahastoihin sekä Hotels II -rahaston toteuttama Midstar-transaktio.

CapManin kiinteistörahastojen arvonluontistrategiat voidaan jakaa kahteen osaan. Arvonluontistrategioissa kiinteistökohteita kehitetään aktiivisesti niiden

käyttötarkoitusta muuttamalla. CapManin Nordic Real Estate -rahastoperhe edustaa tätä strategiaa.

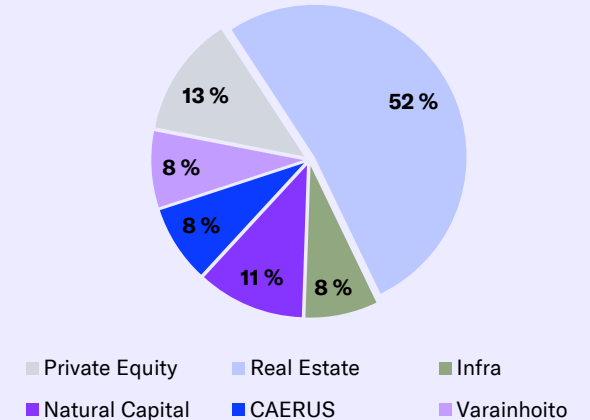
Tuottovetoisissa strategioissa (mm. Hotels II, Residential, Nordic Property Income) pääpaino on kiinteistöjen vuokrakassavirroissa. Strategioista jälkimmäinen onkin riippuvainen kiinteistöjen tuottovaateiden sekä vuokralaiskysynnän kehityksestä, kun taas arvonluontistrategioiden menestykseen sijoitustiimillä on enemmän vaikutusvaltaa. CapManin kiinteistörahastojen nykyisistä pääomista arviolta yli puolet on sijoitettuna tuottovetosiin strategioihin.

Palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi rahastojen välillä, ja esimerkiksi Nordic Real Estate -rahastoissa (NRE) arvioimme hallinnointipalkkion olevan keskimäärin noin 1 %:n tasolla, kun taas mandaateissa taso on arviomme mukaan alle 0,5 %. Keskimäärin kiinteistöjen palkkiotaso on laskujemme mukaan ~0,7 %:n tasolla, joka on linjassa kansainvälisten verrokkien kanssa. Kiinteistörahastojen tuottopalkkiopotentialiaali on huomattava, johtuen niiden suuresta kokoluokasta. Yhtiöllä on tuottosidonnainen komponentti sen kaikissa rahastoissa, mutta tuottopalkkiot ovat viime vuosina olleet tiukassa heikon markkinan myötä.

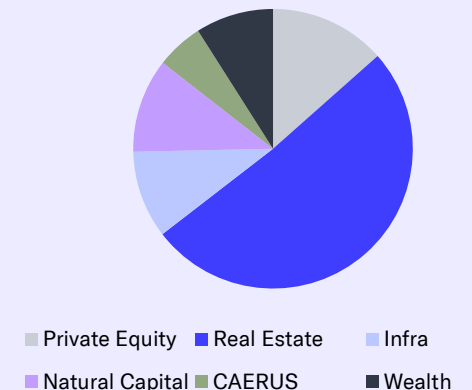
Luontopääoma

CapMan ilmoitti loppuvuonna 2023 laajentuvansa metsärahastoihin ostamalla Dasos Capitalin koko osakekannan. Kaupan yhteydessä CapMan perusti uuden sijoitusalueen – Natural Capitalin (Luontopääomasijoittaminen). Sijoitusalue sisältää nykyisin seitsemän rahastoa, jotka ovat sekä avoimia että suljettuja metsäomaisuuteen sijoitettavia vaihtoehtorahastoja. Rahastojen pääoma oli Q1'26 lopussa noin 750 MEUR. Keskimääräinen palkkiotaso on laskelmiemme mukaan hyvällä noin 0,8 %:n tasolla.

AUMin jakauma tuotealueittain (2025)



Inderesin arvio hallinnointipalkkioiden jakaumasta tuoteryhmittäin (ei sisällä voitonjako-osuustuottoja)



Hallinnointiliiketoiminta 4/9

Kauppahinta oli 35 MEUR, joka oli absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea, ja näkemyksemme mukaan Dasosilla oli myös paljon muita kiinnostuneita ostajia. Kauppa rahoitettiin valtaosin omilla osakkeilla ja Dasosin omistajista tulikin yksiä CapManin suurimmista omistajista. Osana kauppaa Dasoksen vanhat omistajat/työntekijät saavat pitää kaikki vanhempien rahastojen voitonjako-osuustuotot, mikä on toimialalle tyypillistä. Dasosin sijoitusfokus on Eurooppa sekä kehittyvät markkinat ja yhtiön toiminta onkin hyvin kansainvälistä.

Strategisessa mielessä kauppa sopi mielestämme CapManille erinomaisesti, sillä Dasos tarjoaa yhtiölle täysin uuden sijoitusalueen ja pääsyn kiinnostavaan sekä kasvavaan omaisuusluokkaan. Koska Dasosin tiimin näytöt ovat jo valmiiksi erittäin vahvat, on toiminnan kasvattaminen merkittävästi suoraviivaisempaa ja nopeampaa kuin uutta tiimiä perustettaessa. CapMan kerää parhaillaan varoja uuteen metsärahaan, ja tämän varainkeruun onnistuminen on täysin kriittistä, jotta korkea hintalappu oli perusteltu erinomainen strateginen yhteensopivuus huomioiden. Luontopääomasijoittamisesta onkin tarkoitus kasvattaa tulevina vuosina merkittävä tukijalka yhtiölle.

Infra

CapManin vuonna 2017 perustaman Infran hallinnoitavat pääomat olivat Q1'26 lopussa 549 MEUR. Hallinnoitavat pääomat koostuvat kahdesta CapManin infrarahastosta sekä näiden lisäksi sijoitusmandaateista ja kanssajoinneista. Keskimääräinen palkkiotaso on laskelmiamme mukaan vahva noin 1%. CapMan Infra sijoittaa infrastruktuurikohteisiin energia-, liikenne- ja telekommunikaatiosektoreilla Pohjoismaissa.

Ensimmäisen rahaston varainkeruu sujui odotuksiamme heikommin ja rahasto jäi selvästi sille asetetusta 300

MEUR:n tavoitekoosta 190 MEUR:oon. Arviomme mukaan odotettua tahmeammin sujunutta varainkeruuta selittää se, että kyseessä oli CapManille täysin uusi tuotealue ja rahasto oli sijoitustiimin ensimmäinen. Toisen rahaston varainkeruu onnistui puolestaan hyvin ja rahaston lopullinen koko nousi 375 MEUR:oon, eli hyvin lähelle tavoiteltua 400 MEUR:n kokoa.

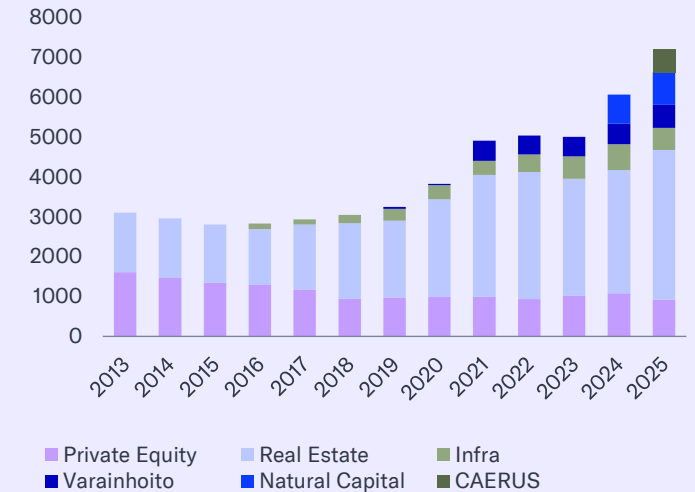
Vaikka Infra onkin edelleen varsin uusi sijoitusalue, on sen kehitys ollut todella vahvaa. Infra 1 –rahaston kehitys on ollut erinomaista ja rahasto tulee käytännössä varmasti tuottamaan merkittävät voitonjako-osuustuotot. Myös toisen rahaston kehitys on ollut vahvaa, vaikka rahastolla onkin elinkaarta vielä reippaasti jäljellä.

CapMan kerää parhaillaan uutta infrarahastoa (tavoitekoosta 750 MEUR), jonka varainkeruun onnistuessa Infrasta kasvaisi CapManille merkittävä tukijalka. Uskomme yhtiön pyrkivän laajentamaan infran tuotetarjontaa lähivuosina (mandaatit, klubidiilit yms.), kunhan kolmosrahasto on ensin saatu onnistuneesti kerättyä. Infra on metsän tapaan CapManin strategian ytimessä ja sen suhteellisen osuuden on tarkoitus kasvaa merkittävästi.

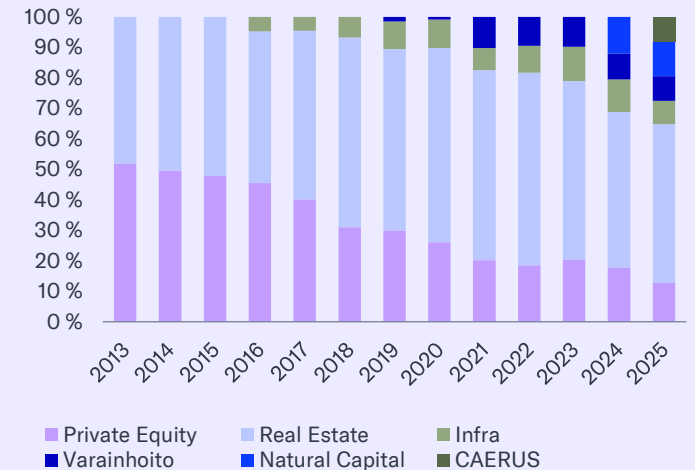
Reaaliomaisuusvelka

CapMan kesällä 2025 laajentuvansa kiinteistövelkasijoittamiseen ostamalla enemmistöosuuden saksalaisesta kiinteistövelkaan keskittyvästä CAERUS Debt Investments AG:sta. Kaupan myötä CapMan perusti uuden Real Asset Debt sijoitusalueen. Sijoitusalue hallinnoi tällä hetkellä seitsemää rahastoa, joiden yhteenlaskettu pääoma oli Q1'26 585 MEUR. CAERUS on Saksan ensimmäisiä kiinteistövelkasijoittajia, ja sen tiimillä on vahvat näytöt ja hyvä historiallinen suoriutuminen. CAERUS on historiassa keskittynyt DACH- ja Benelux-alueisiin.

AUMin kehitys (MEUR)



AUMin suhteellinen kehitys (MEUR)



Hallinnointiliiketoiminta 5/9

Kauppahinta 51 %:n osuudelle oli enintään 6,6 MEUR, mitä pidämme (EV/EBITDA < 8x) varsin edullisena ja arvoa luovana jo ilman synergioita. Kauppa rahoitettiin kassavaroilla, ja CAERUSin toimitusjohtaja Michael Morgenroth jäi yhtiöön 49 %:n omistusosuudella sekä nousi osaksi CapManin johtoryhmää. Alan käytännön mukaisesti vanhojen rahastojen voitonjako-osuustuotot jäivät kaupan yhteydessä kohdeyhtiön tiimille.

Strategisesti kauppa oli erittäin looginen askel, sillä se tarjosi CapManille pääsyn uuteen omaisuusluokkaan ja Keski-Euroopan markkinaan suhteellisen pienellä investoinnilla. Kaupan myötä yhtiölle avautui selkeitä synergiamahdollisuuksia, jotka liittyvät erityisesti CapManin varainkeruukoneiston hyödyntämiseen CAERUSin kasvun tukemisessa sekä liiketoiminnan maantieteelliseen laajentamiseen molempiin suuntiin. Toisin kuin selvästi kalliimmassa Dasos-kaupassa, CAERUS-järjestelyssä kynnys omistaja-arvon luomiselle on matalampi, selvästi alhaisemmasta kauppahinnasta johtuen. Myös CAERUSissa on käynnissä varainkeruu seuraavaan rahastoon, ja tämän onnistuminen on kriittistä.

CapMan ilmoitti 2026 alussa laajentavansa myös infrastruktuurivelkaan nimittämällä alueen vetäjäksi René Kassiksen ja avaamalla toimiston Pariisiin. Laajentuminen on paperilla looginen askel, mutta ajankohta oli meille yllätys, sillä se kasvattaa entisestään CapManin varainkeruussa olevien rahastojen määrää.

Pääomasijoittaminen

Pääomasijoittaminen käsittää Growth-, PE-ohjelmat, Special Situations-, Credit- ja Buyout-rahastot. Pääomasijoittamisen alla pääomaa Q1'26 oli 935 MEUR. Kaikki alueen rahastot ovat suljettuja rahastoja. Tärkeimmät tuotteet sijoittajien näkökulmasta ovat Growth sekä PE-

ohjelmat. Growth omaa merkittävää tuottopalkkiopotentialia, ja rahastojen kokoluokka voi edelleen kasvaa nykyisestä. PE-ohjelmissa on puolestaan merkittävästi tilaa kasvaa edelleen. Creditin osalta CapMan ei hae oleellista kasvua nykyisestä kokoluokasta ja Buyout-toiminta on yhtiöllä loppumassa. Special Situations on pieni teemarahasto, jonka kasvupotentiaali on rajallinen.

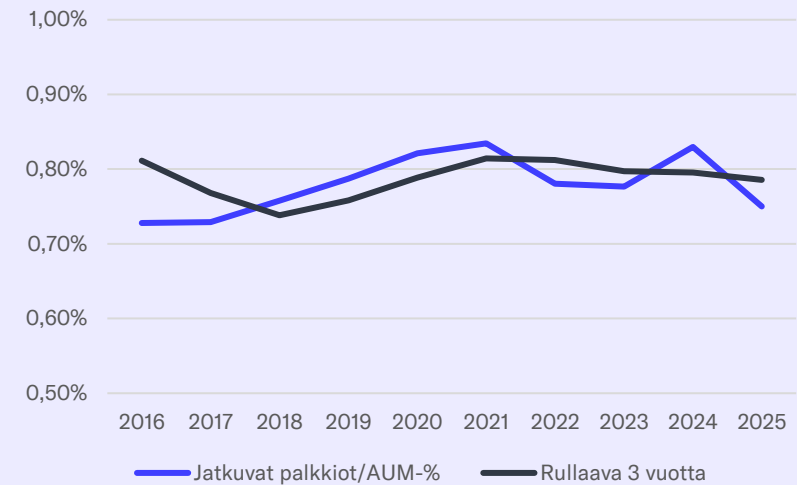
Vaikka Pääomasijoittamisen alla olevat omaisuusluokat eivät ole CapManin strategian ytimessä olevaa reaaliomaisuussijoittamista, täydentävät ne CapManin tuotetarjontaa. Etenkin PE-ohjelmat ovat tärkeässä roolissa yhtiön varainhoitoliiketoiminnassa. Emme kuitenkaan oleta yhtiön avaavan uusia tuotealueita Pääomasijoittamisen alle, ja pidämme hyvin realistisena mahdollisuutena että Pääomasijoittamisen alla olevien tuotealueiden määrä on nykyistä alhaisempi 5v päästä.

Wealth

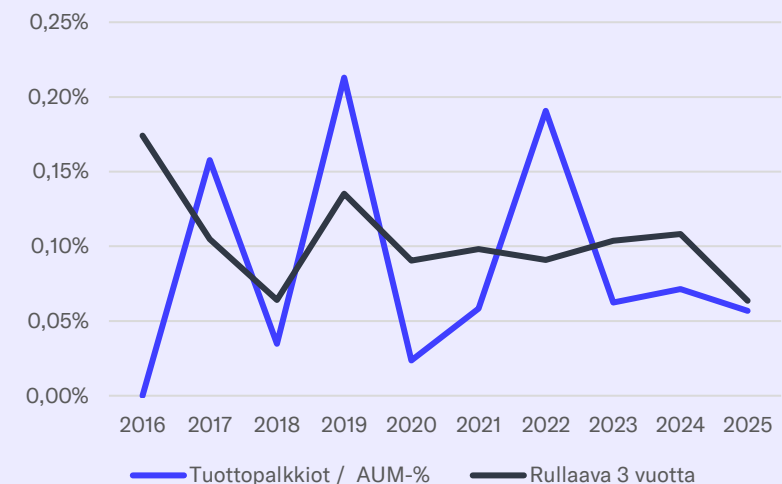
Wealth-palvelualue keskittyy varakkaiden yksityishenkilöiden ja pienempien instituutioiden palvelemiseen pääosin Suomessa. Wealthin tarjonnan ydin koostuu pääomasijoitusohjelmista ja allokaatio-mandaateista. Q1'26 lopussa Wealthilla oli hallinnoitavaa varallisuutta noin 609 MEUR. Huomautamme, että tämä hallinnoitava varallisuus ei sisällä Pääomasijoittamisen alla näkyviä noin 300 MEUR:n PE-ohjelmien pääomia, eikä Wealthin asiakkaiden tekemiä sijoituksia CapManin omiin rahastoihin. Nykyinen Wealth on rakennettu vuonna 2019 hankitun JAM Advisorsin pohjalta.

Vaikka varainhoito ei itsessään olekaan CapManin ydinliiketoimintaa, näemme sillä selkeän strategisen arvon, sillä se tarjoaa CapManille vahvan jakelukanavan kotimaisiin pienempiin instituutioihin sekä erittäin varakkaisiin yksityisasiakkaisiin.

Hallinnointipalkkioiden-% kehitys

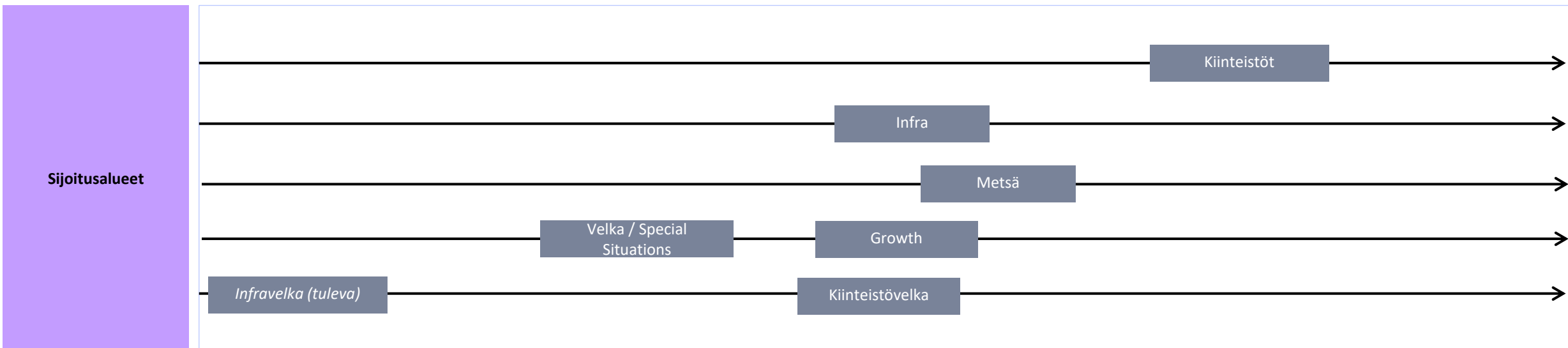


Tuottopalkkiot/AUM-%



Sijoitusalueiden elinkaaret

	Alkuvaihe	Kehittyvä	Vakiintunut	Täysin skaalattu
Lippulaivarahaston sukupolvi	I	II/III	III/IV	IV+
Palkkiotuottojen kannattavuus	0–10 %	10–30 %	10–40 %	20–40 %
Voitonjako-osuustuottojen vaikutus	-	Kehittyvä	Merkittävä mutta vaihteleva (vähäisempi avoimissa rahastoissa)	Merkittävä ja vakaa (vähäisempi avoimissa rahastoissa)
Fokus	Tuottohistorian rakentaminen	Viereisten alueiden kartoittaminen ja tarjonnan laajentaminen esim. avoimiin rahastoihin	Synergiahyötyjen hyödyntäminen liiketoiminnassa	Mittakaavaedut



Hallinnointiliiketoiminta 6/9

Myynti keskeinen ajuri osakekurssille

CapManin uusmyynti on yksittäinen tärkein mittari pitkän aikavälin menestyksen kannalta. Koska CapManin AUM on pääosin suljetuissa rakenteissa sekä reaaliomaisuudessa, joiden arvot eivät heilu markkinan mukana, antaa AUM:n yrityskaupoista oikaistu vuosikasvu varsin tarkan kuvan yhtiön nettouusmyynnistä. Lisäksi CapMan raportoi itse vuositason uusmyyntiä, ja myös tästä voidaan johtaa vastaava luku, kun sitä suhteutetaan yrityskaupoista oikaistuun AUM:n kasvuun.

Laskelmiemme mukaan CapManin tarvitsee nykyisellä AUM:lla bruttomyyntiä vuosittain 500–600 MEUR:lla, jotta sen pääomat pysyvät paikallaan, sillä suljetuista rakenteista palautetaan pääomaa jatkuvasti sijoittajille. Myös puoliavoimista rahastoista virtaa aika ajoin pääomia pois.

Vuoden 2017 strategiamuutoksen jälkeen CapManin uusmyynti lähti selvään kasvuun, ja 2017–2019 uusmyynti saatiin vahvalle uralle. 2020–2021 olivat myös CapManille poikkeuksellista aikaa ja uusmyynti veti lähes uskomattoman hyvin nollakorkoajan siivittämänä. 2022 ja 2023 olivat CapManille vaikeita ja uusmyynti oli heikkoa, markkinan sopeutuessa korkeampiin korkoihin.

2024–2025 uusmyynti on jälleen piristynyt pohjilta, vaikka markkinatilanne onkin säilynyt haastavana vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Uusmyynti on kuitenkin edelleen ollut tahmeaa, mikä on heijastunut haastavana varainkeruuna lippulaivarahastoihin.

Muistutamme sijoittajia, että heikko uusmyynti näkyy vaihtoehtorahastomanagereilla viiveellä. Käytännössä heikon myynnin seurauksena hallinnoitavan varallisuuden keski-ikä nousee, mikä puolestaan tarkoittaa suurempaa pääoman poistumaa tulevina vuosina.

Uusmyynnin potentiaali

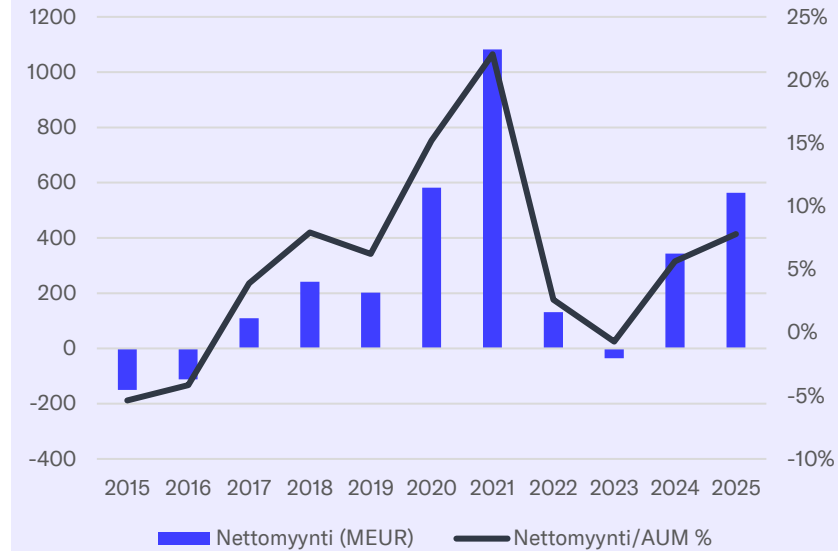
CapManin uusmyyntipotentiaalia arvioitaessa myyntiyhdistelmä näyttää varsin pientä roolia, sillä lähtökohtaisesti kaikki CapManin myymät tuotteet ovat palkkiorakenteeltaan terveitä ja käytännössä kaikki AUM tuottaa jatkuvaa kassavirtaa. CapMan on viime vuosina systemaattisesti vahvistanut kansainvälistä varainkeruuorganisaatiotaan, ja yhtiön varainkeruukoneisto on selvästi aiempaa sykliä vahvempi.

Laskelmiemme mukaan CapManin pitäisi kyetä nykyrakenteellaan keskimäärin yli 700 MEUR:n nettomyyntiin. Bruttona tämä tarkoittaa yli 1200 MEUR:n myyntiä. Taso vaihtelee vuosittain jonkin verran riippuen siitä, mitkä rahastot ovat sillä hetkellä varainkeruussa. Viimeisen kahden vuoden aikana varainkeruuprosesseja on jouduttu siirtämään eteenpäin, ja näin ollen CapManilla tuleekin olemaan 2026–2027 aikana keräyksessä lähes kaikki sen relevantit tuotteet. Tämän vuoksi seuraavan kahden vuoden osalta uusmyynnin tulisi olla selvästi keskimääräistä tasoa korkeampi.

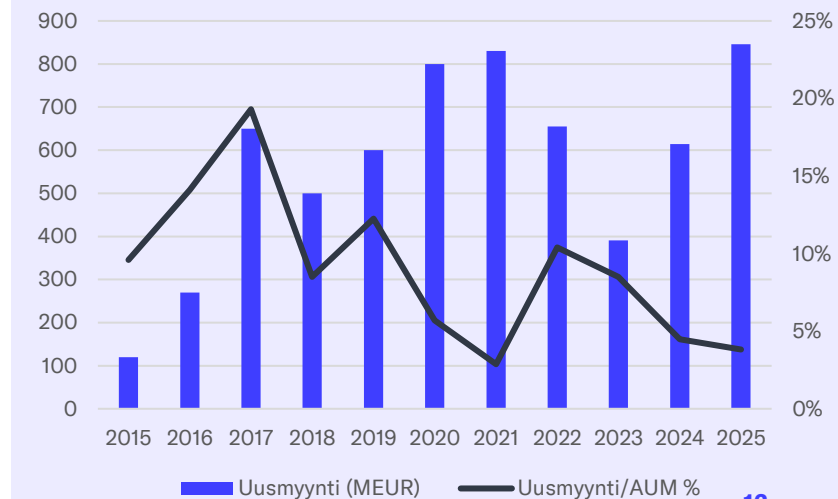
Lyhyellä aikavälillä markkinatilanne vaihtoehtoisissa sijoituksissa on edelleen haastava, kun pääoman palautuksia ei edelleenkään tule riittävästi ja tämä pitää allokaatiot korkealla tasolla. Lisäksi kohonnut korkotaso on tehnyt koroista jälleen relevantin omaisuusluokan, mikä heikentää vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää. Pitkällä aikavälillä vaihtoehtoisten tuotteiden näkymä on kuitenkin edelleen erittäin vahva valtaosassa omaisuusluokista.

Lippulaivarahastojen varainkeruun osalta Infra III -rahastoon (tavoite ~750 MEUR) liittyy mielestämme vähiten riskiä. Infra on omaisuusluokkana pitänyt erittäin hyvin pintansa haastavassa markkinassa ja CapManin näytöt etenkin Infra I -rahaston osalta ovat erinomaiset. Tämän varainkeruun riski liittyykin lähinnä aikatauluun.

Nettomyynti 2015-2025 (arvio)



Uusmyynti 2015-2025 (arvio)



Hallinnointiliiketoiminta 7/9

Dasosin uuden metsärahas-
ton keräämiseen liittyy
näkemyksemme mukaan myös
varsin rajallista riskiä. Tiimin
näytöt ovat erinomaiset ja
metsän kiinnostavuus omaisuus-
luokkana on pysynyt korkealla
tasolla. Näihin fundamenteihin
nähdessä rahaston myynti on
ollut yllättävän tahmeaa, mutta
emme toistaiseksi ole tästä
erityisen huolissaan. Ensimmäinen
sulkeminen oli laskelmiemme
mukaan noin 100 MEUR, ja yhtiö
tavoittelee rahastolla edellistä
rahastoa suurempaa (295 MEUR)
kokoa. Arviomme mukaan
tavoitekoko on 300–400 MEUR:n
välillä.

Kiinteistöissä uuden lippulaiva-
rahas-
ton Nordic Real Estate IV
kohdalla keskeinen haaste on
markkinatilanne. Markkinatilanne
on todella hankala, kun markkina
sopeutuu edelleen kohonneeseen
korkotasoon. Rahaston myynti
onkin ollut erittäin tahmeaa ja
sen ensimmäistä sulkemista on
jouduttu lykkäämään useampaan
otteeseen. Uskomme kuitenkin,
että Pohjoismainen kiinteistö-
markkina yhdistettynä CapManin
vahvaan tiimiin riittää saamaan
rahaston kasaan tavoitellussa
kokoluokassa (~750 MEUR), mutta
luonnollisesti epävarmuus on
kasvanut selvästi markkinan
heikkouden ja tahmean varain-
keruun edistymisen myötä.

CAERUSin uuden kiinteistövelka-
rahas-
ton osalta markkinatilanne on
mielestämme kohtuullinen, mutta
suurempi kysymysmerkki on se,
ettei CAERUS ole ollut pitkään
aikaan varainkeruumarkkinassa
mukana. Lähtökohtaisesti tiimin
track-recordin pitäisi olla
kunnossa, mutta pidempi tauko
varainkeruumarkkinalta kasvattaa
luonnollisesti riskiä seuraavan
rahaston myynnistä. Emme ole
erityisen huolissamme, etteikö
CAERUS saisi kerättyä uutta
rahastoa kasaan, vaan suurempi
riski liittyy rahaston kokoluokkaan.
CapManin tavoitekoko seuraavalle
rahastolle on 500 MEUR, joka on
mielestämme hyvin kunnianhimoisen

ja siihen yltäminen olisi erinomainen
suoritus. Huomautamme, että
rahaston koon jääminen esimerkiksi
300 MEUR:oon, johtaisi silti
CAERUSin kääntymiseen vahvaan
kasvuun, ja mielestämme jo tämä
kokoluokka olisi hyvä taso ja se
laskisi CAERUSin näkymiin
liittyvää epävarmuutta.

Pienemmistä tuotteista pidämme
Nestin ja Growthin varainkeruun
onnistumista todennäköisenä,
sillä rahastot ovat suhteellisen
pieniä ja niiden track-recordit
ovat hyvät. Huomautamme myös,
että yksittäisen pienemmän
tuotteen merkitys CapManille on
hyvin rajallinen.

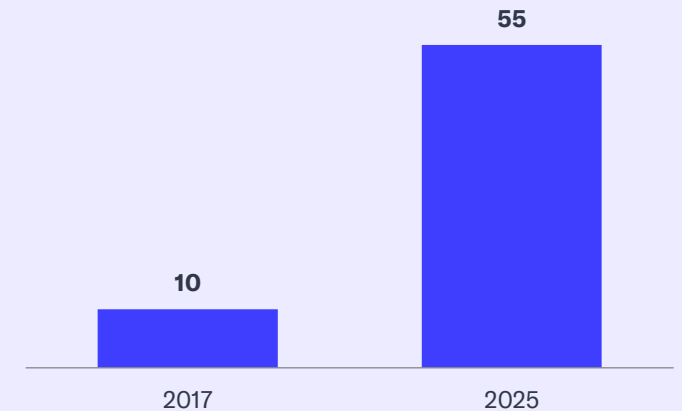
Wealthin osalta näkymä on
mielestämme hyvä, ja CapManilla
pitäisi olla edellytykset myydä
sitä nykyistä selvästi isommalla
volyyymillä. Tässä kysymys on
lähinnä yhtiön kyvystä laajentaa
asiakaskuntaansa Suomessa, mikä
on arviomme mukaan keskeinen
kasvun hidaste.

Hahmottelemallamme yli 700
MEUR:n vuosittaisella nettomyynti-
potentiaalilla jatkuvien palkkioiden
kasvu olisi 5–6 MEUR:n tuntumassa,
joka tarkoittaisi puolestaan noin
10–15 %:n jatkuvien palkkioiden
kasvua vuodessa. Luonnollisesti
reipas uusmyynti kasvattaisi myös
tuottopalkkioiden potentiaalia.
CapMan tavoittelee itse yli 15 %:n
vuotuista jatkuvien palkkioiden
kasvua, mikä tarkoittaa karkeasti
yli miljardin euron nettomyyntiä.

Huomautamme sijoittajille, että
markkinan koko ei rajoita CapManin
kasvupotentiaalia, sillä valtaosa sen
pääomista kerätään kansainvälisiltä
sijoittajilta. Kysymys onkin
mielestämme ennen kaikkea yhtiön
kyvystä saada sen myyntikone
jälleen pyörimään sen potentiaal-
in mukaisella tasolla. Luonnollisesti
tässä auttaa myös vaihtoehtora-
has-
tojen markkinatilanteen elpyminen.

Tuoteryhmien myyntinäkömät	Lyhyt aikaväli	Pitkä aikaväli
Kiinteistöt	2	3
Metsä	3	5
Infra	4	5
Kiinteistövelka	2	4
PE & credit	2	3
Wealth	3	4

Pohjoismaiden ulkopuolisten sijoittajien osuus (%)



Hallinnointiliiketoiminta 8/9

Varainhoidon kannattavuusvertailu

CapManin Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus on historiallisesti ollut hyvin heikko ja vuoden 2017 strategiauudistuksen aikaan CapManin palkkiotulos oli laskelmiemme mukaan reippaasti tappiolla. Huomautamme, että CapManin raportoimat historialliset konserninumerot näyttävät selvästi paremmilta, sillä erittäin kannattava Palvelut-liiketoiminta peitti alleen Hallinnointiliiketoiminnan tappiot. Myös konsernikulujen osuus oli tähän aikaan todella suuri, ja Hallinnointiliiketoiminnan mukainen segmenttiraportointi näytti tämän johdosta selvästi todellisuutta paremmalta. 2020 voimakkaan kasvun ja aiemmin tehtyjen kulusäästöjen seurauksena palkkiotulos nousi vihdoin plussalle, joskin hyvin vaatimattomalle tasolle. 2020–2023 kannattavuus ei oleellisesti skaalautunut, mutta 2024 nähtiin pieni tasokorjaus +10 %:iin Dasosin oston seurauksena.

Jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin edelleen hyvin vaatimaton ja reippaasti alle yhtiön omien tavoitteiden tai keskeisten verrokkien. CapMan ei ole antanut hallinnointiliiketoiminnalle tarkkaa tavoitetasoa, vaan puhunut kannattavuuden skaalautumisesta liikevaihdon kasvua nopeammin. 2022 CMD:llä yhtiö kertoi tavoittelevansa yli 40 %:n palkkiotulosmarginaalia, mutta tämä sisälsi myös hyvin kannattavan palveluliiketoiminnan, ja tästä oikaistuna taso olisi laskelmiemme mukaan ~30 %. Vaikka tämä tavoite ei olekaan enää voimassa, niin se antaa mielestämme oikean kuvan yhtiön tavoitetasosta.

Kun tarkastellaan kansainvälisten vaihtoehdmanagerien liikevoittomarginaaleja, niin ne ovat systemaattisesti olleet 50–70 %:n tasoilla. Huomautamme, että vertailun globaalit managerit ovat kaikki merkittävästi CapMania suurempia ja pienimmän Mid-cap-kategorian managerien AUM:t

lasketaan kymmenissä miljardeissa. Kuvaajasta näkee myös hyvin, miten selkeät skaalaedut varainhoidossa ovat tarjolla.

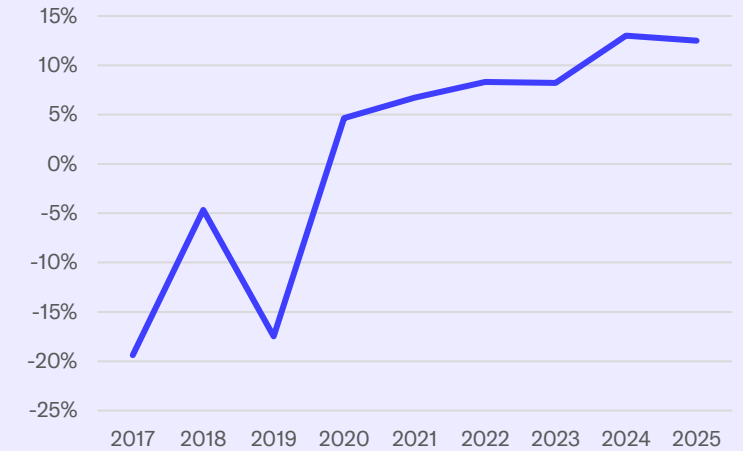
Myös suhteessa kotimaisiin varainhoitoverrokkeihin CapManin kannattavuustaso on vaatimaton (vertailu seuraavalla sivulla). Huomautamme, että CapManin liiketoiminta sitoo selvästi perinteistä varainhoitajaa enemmän resursseja, ja tämän johdosta yhtiöllä ei mielestämme ole nykyrakenteella tai kokoluokassa edellytyksiä yltää kotimaisten kärkivarainhoitajien kannattavuustasolle. Vastaavasti kuitenkin CapManin tuottopalkkioiden potentiaali on useita verrokkeja suurempi ja tämän pitäisi nostaa kannattavuus lähemmäs verrokkeja.

Hallinnointitoiminnan kulurakenne

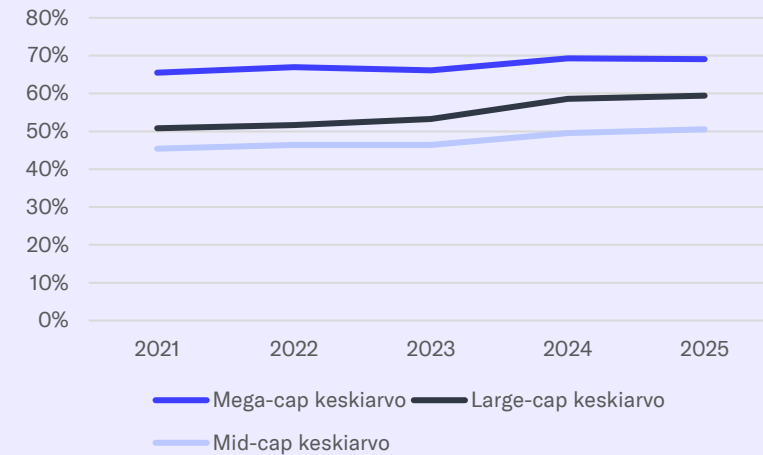
Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. CapManin palveluksessa oli 2025 lopussa 230 työntekijää ja käytännössä koko henkilöstö työskentelee Hallinnointiliiketoiminnassa. Vuonna 2025 henkilöstökulut olivat yhteensä 39 MEUR, ja arviomme mukaan keskimääräinen henkilöstökulu on noin 183 TEUR/vuosi. Taso on kotimaisten verrokkien korkeimpia, mikä heijastelee yhtiön kansainvälistä henkilöstöjakaumaa sekä avokätistä palkitsemispolitiikkaa. Huomautamme, että CapManilla sijoitustiimit saavat lisäksi merkittävän osuuden hoitamiansa rahastojen voitonjako-osuustuotoista ja lisäksi tiimien avainhenkilöillä on tyypillisesti vähemmistöomistus hoitamastaan liiketoiminnasta. Nämä tekijät huomioiden olisi CapManin henkilöstökulu per henkilö kotimaisten varainhoitajien korkein.

Muut kulut olivat 13,3 MEUR ja ne koostuvat pääasiassa ulkopuolisista palveluista, IT:stä sekä toimitilakuluista.

Palkkiotulos (2017–2020 Inderes arvio)*



Kansainvälisten vaihtoehdmanagerien palkkiotulosmarginaalit**



*2017–2020 palkkiotulos laskettu oikaisemalla konsernin numeroista Palvelut-segmentin luvut pois.

**Mega-cap: Blackstone, Brookfield, Apollo, KKR ja ARES
Large-cap: Carlyle, EQT, Blue Owl, TPG, CVC, Man Group, Partners Group, ICG, Hamilton Lane ja StepStone
Mid-Cap: Tikehau, Bridgepoint, Eurazeo ja Antin

Hallinnointiliiketoiminta 9/9

Poistot olivat 2025 3 MEUR ja tämä jakautuu suunnilleen puoliksi aineettomien yrityskaupoista syntyneiden PPA-poistojen sekä IFRS16 vuokriin liittyvien poistojen kesken. PPA-poistot ovat kassavirtavaikuttamattomia ja näin ollen ne tulee oikaista pois CapManin tulosta laskettaessa.

Kannattavuuspotentiaali

Vaikka CapManin Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus onkin parantunut selvästi, on se edelleen hyvin vaatimaton, eikä se ole skaalautunut odottamallamme tavalla. Etenkin henkilöstökulujen kasvu on jatkuvasti ollut odotuksiamme nopeampaa ja haudannut palkkiotuottojen kasvun osittain alleen. Lisäksi viime vuosina yhtiön orgaaninen kasvu on ollut odotuksia heikompaa, ja kasvu on tullut isolta osin yritysjärjestelyistä (Dasos ja CAERUS). Näin ollen kannattavuus ei ole päässyt skaalautumaan.

On selvää, että CapManin liiketoiminnassa on merkittävää skaalautumispotentiaalia nykytasolta, ja myös yhtiön omat strategiset tavoitteet indikoivat tätä. Kun kasvu vihdoin lähtee, olisi yhtiön ensiarvoisen tärkeää onnistua kulukontrollissa, jotta kasvu valuisi mahdollisimman tehokkaasti viivan alle.

Viimeisen 4 vuoden aikana CapManin palkkiotuloksen tulosvipu on ollut hyvin vaatimaton ja vain noin 20 %. Taso on heikko, sillä tyypillisesti sektorin yhtiöt yltyvät kaikki yli 50 %:n tasoon ja parhaimmat 70–100 %:n tulosvipuun.

Ennustamme CapManin palkkiotulosmarginaalin nousevan noin 20 %:iin seuraavan kahden vuoden aikana. Taso ei edelleenkään ole päätä huimaava ja pidämme sitä eräänlaisena minimitasona mihin yhtiön pitäisi yltyä.

Mielestämme on selvää, että yhtiön tavoittelemalla yli 10

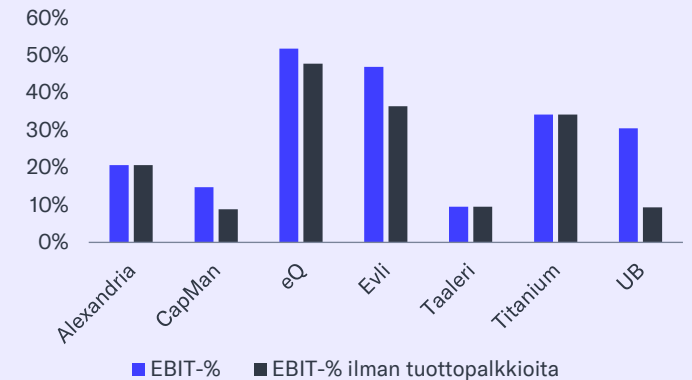
miljardin AUM:lla palkkiotulosmarginaalin pitäisi olla +30 %.

Sijoittajien on myös hyvä huomioida, että voitonjako-osuustuotot ovat CapManille merkittävä tuottojen lähde. Voitonjako-osuustuotot huomioiden yhtiön kannattavuuspotentiaali onkin selvästi jatkuviin palkkioihin perustuvaa liiketoimintaa korkeampi. Hahmottelemallamme normalisoidulla voitonjako-osuustuottojen tasolla voitonjako-osuustuottojen vaikutus CapManin liikevoittomarginaaliin on yli 10 %, ja tämä nostaa kokonaismarginaalin ennusteissamme noin 30 %:iin. Taso alkaa olla jo kohtuullisesti linjassa kotimaisten varainhoitoverrokkien kanssa, mutta vielä kaukana kansainvälisistä toimijoista.

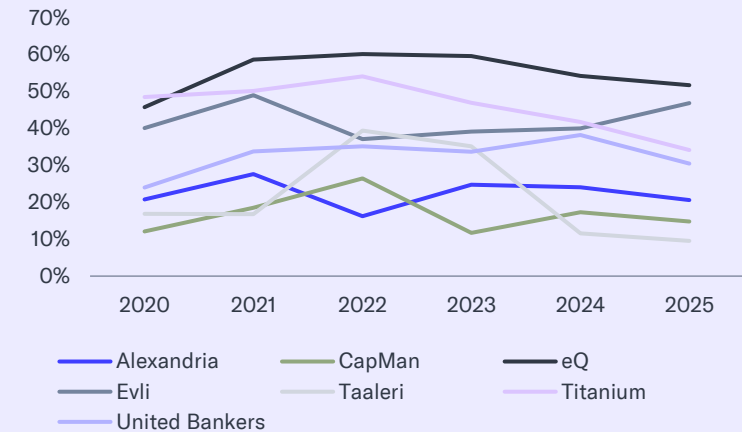
Vähemmistöjen osuus on merkittävä

CapManin varainhoidon tulosta analysoitaessa on mielestämme syytä huomioida myös vähemmistöille kuuluvat tulososuudet. CapManilla on useita merkittäviä vähemmistöjä (esim. Infrasta CapMan omistaa 60 %), ja vähemmistöjen tulososuus suhteessa palkkiotulokseen on merkittävä. 2025 vähemmistöille kuuluva tulososuus oli 2,6 MEUR ja tämä tuli täysimääräisesti operatiivisesta tekemisestä. Kun CAERUS:n vaikutus huomioidaan täysimääräisesti, niin vähemmistöille kuuluva tulososuus on arviomme mukaan jonkin verran yli 3 MEUR. Tämä on 30–40 % verojen jälkeisestä palkkiotuloksesta. Koska näinkin merkittävä osa CapManin arvokkaimmasta tuloksesta valuu vähemmistöille, tulee se huomioida etenkin arvonnäärityksessä.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2025e)*



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%



*Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiattu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium, CapMan & Alexandria konsernitasolla ilman liikearvoa sekä PPA-poistoja
- CapManilla huomioitu konsernikulut
- eQ:n Varainhoitoa rasiattu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot
- Taalerin kannattavuus rasiattu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

CapManin rahastot ja ohjelmat

Private equity -rahastot	Perustettu	Kerätty (MEUR)	Voitonjako-osuustuotot	IRR-%*
CapMan Buyout VIII	2006	440	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout IX	2009	295	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout X	2013	244	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Growth I	2017	86	Voitonjaon piirissä	> 20 %
CapMan Buyout XI	2019	190	Todennäköisesti saavuttaa	10–15 %
CapMan Growth II	2020	97	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Special Situations	2021	70	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Growth III	2024	130	Sijoitusvaiheessa	-

Velkarahastot

Nest Capital 2015	2016	100	Voitonjaon piirissä	5–10 %
Nest Capital III Fund	2021	82	Sijoitusvaiheessa	-

Kiinteistörahastot

CapMan Nordic Real Estate I	2013	273	Voitonjaon piirissä	~10 %
BVK Nordic Residential mandaatti	2016	820	Mandaatti	-
Kokoelmakeskus	2016	47	Saavutti	> 10 %
CapMan Nordic Property Income	2017	72	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate II	2017	425	Todennäköisesti saavuttaa	> 10 %
CapMan Hotels II	2019	800*	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate III	2020	564	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Residential Fund	2021	803	Avoin rahasto	-
CapMan Social Real Estate	2024	200*	Avoin rahasto	-

Luontopääomarahastot

Dasos Timberland Fund I	2009	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Timberland Fund II	2014	-	Koko voitonjako tiimille	-
The Foraois Ltd Partnership	2016	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos FS Partnership	-	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos LT Partnership	-	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Habitat Fund Ky	2019	-	Koko voitonjako tiimille	-
Dasos Sustainable Forest and Wood III	2021	295	Avoin rahasto	-

Infrarahastot

CapMan Nordic Infrastructure I	2018	190	Todennäköisesti saavuttaa	> 10 %
CapMan Nordic Infrastructure II	2022	375	Sijoitusvaiheessa	-

Kiinteistövelka

CAERUS Real Estate Debt Fund I	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund II	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund III	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund IV	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund V	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund VI	-	Koko voitonjako tiimille	-
CAERUS Real Estate Debt Fund VII	-	Koko voitonjako tiimille	-

Ohjelmarahastot

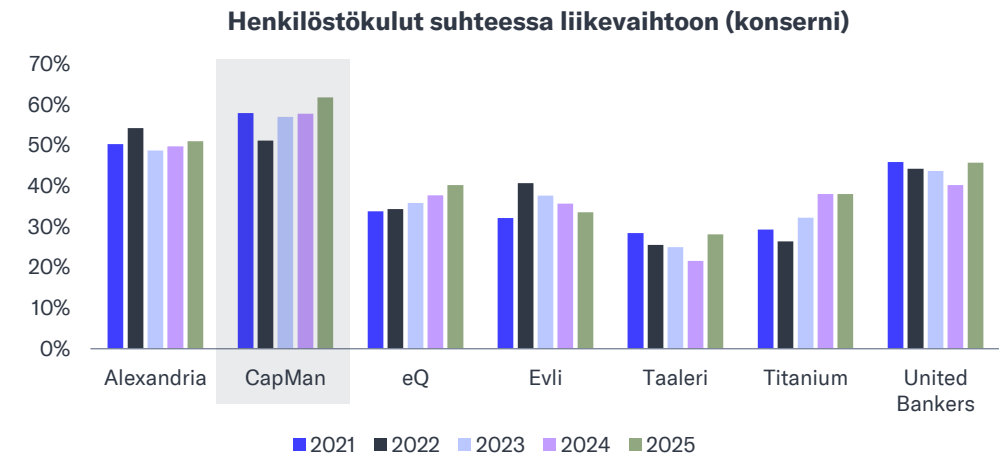
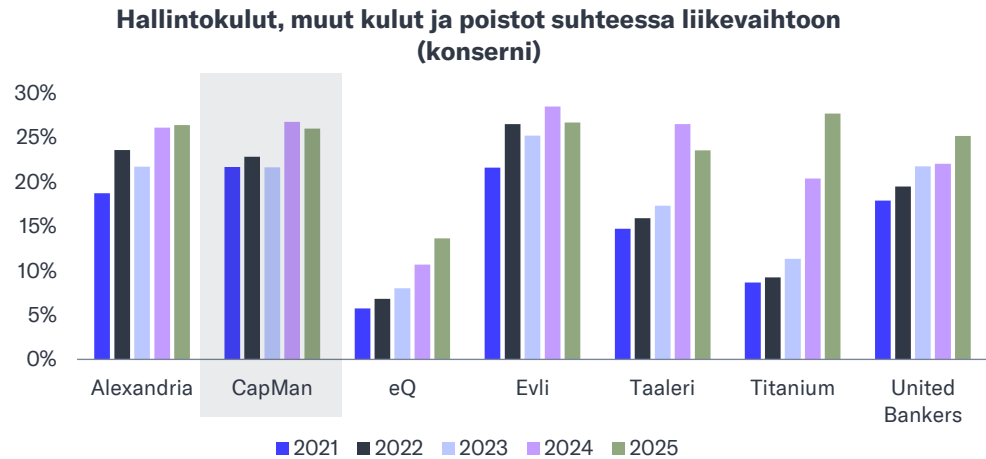
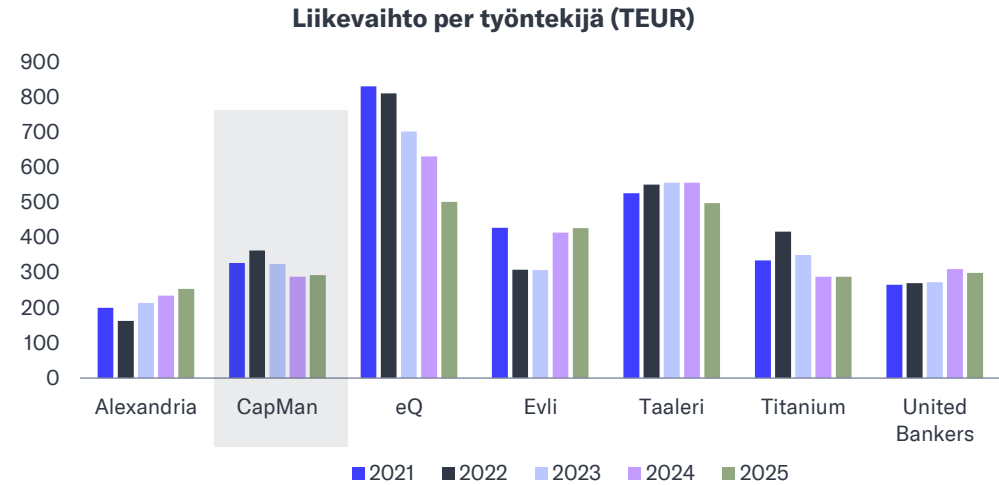
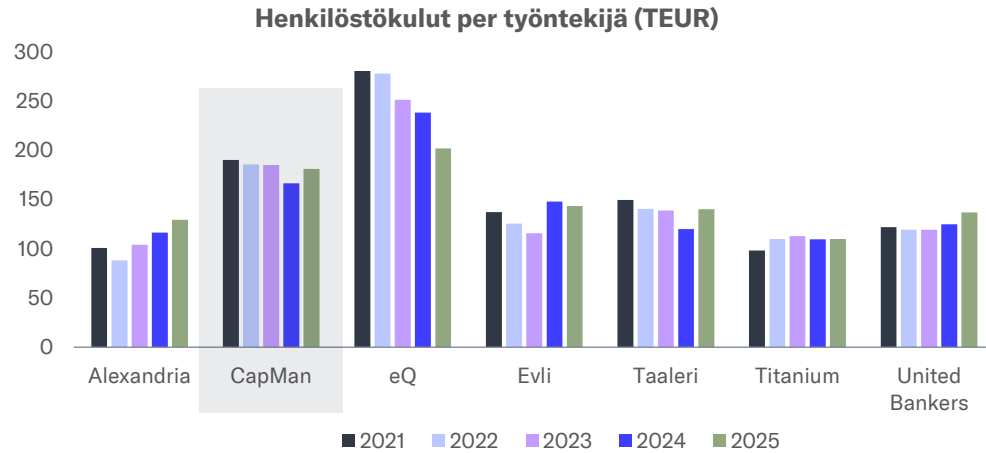
CW Investment Partners Fund I	2021	90	Ei voitonjakokomponenttia	-
CW Investment Partners Fund II	2022	60*	Ei voitonjakokomponenttia	-
CW Investment Partners Fund III	2023	60*	Ei voitonjakokomponenttia	-
CW Investment Partners Fund IV	2024	120	Ei voitonjakokomponenttia	-

Varainkeruussa / tulossa varainkeruuseen

		Tavoitekoko
European Forest Fund IV	2025	300–400*
Infra III	2026	750
Nordic Real Estate IV	2026	750
CAERUS VIII	2026	500
Nest IV	2026	100*
Special Situation II	2026	100*
Growth IV	2027	150*
CW Investment Partners Fund V	2026	150*

* Inderesin arvio

CapMan suhteessa listattuihin kotimaisiin varainhoitajiin 1/2

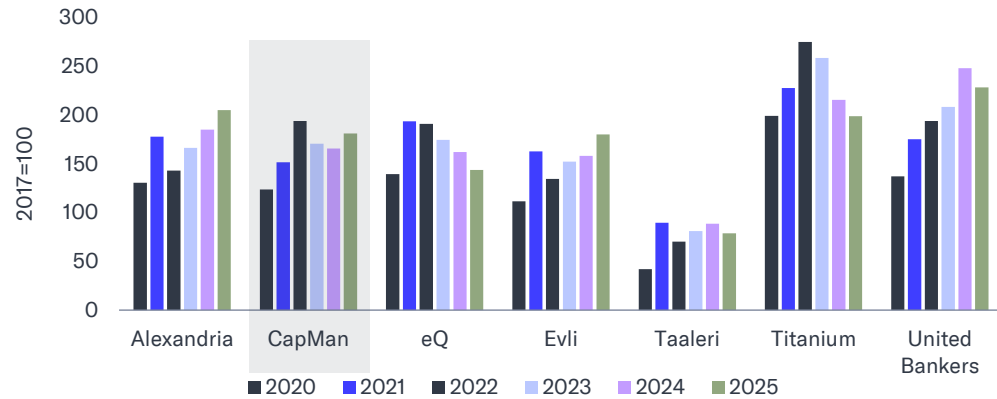


Inderesin huomiot:

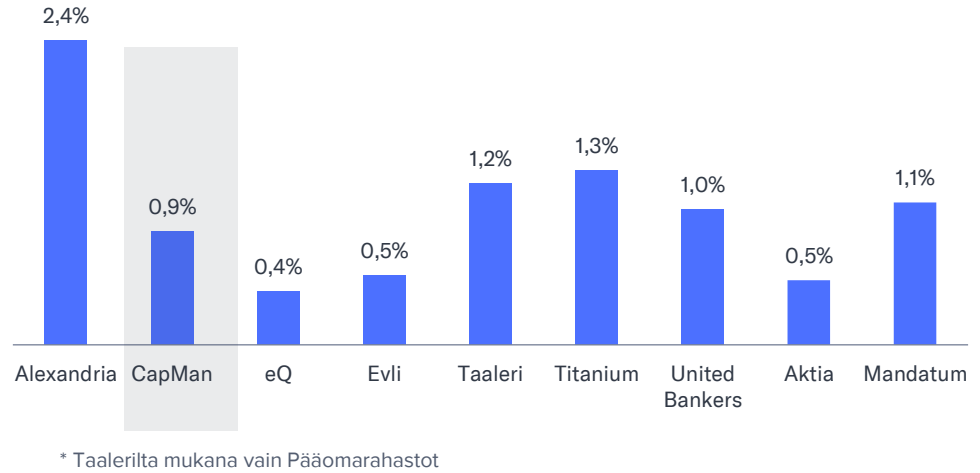
- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

CapMan suhteessa listattuihin kotimaisiin varainhoitajiin 2/2

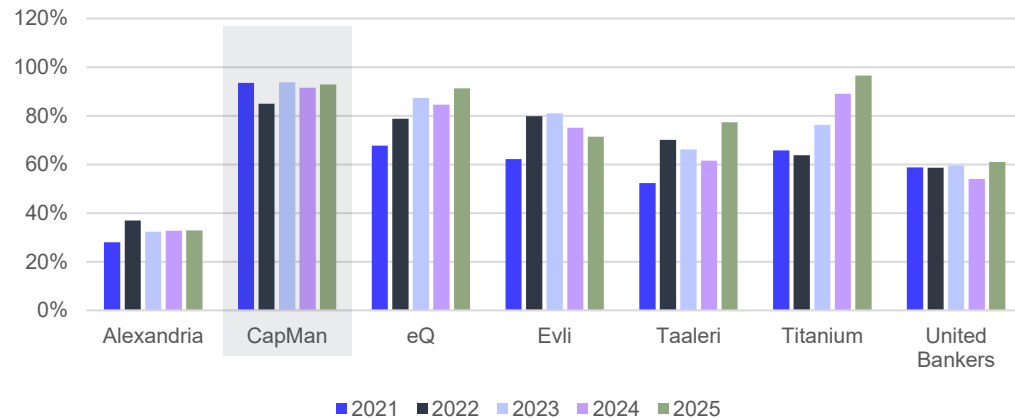
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



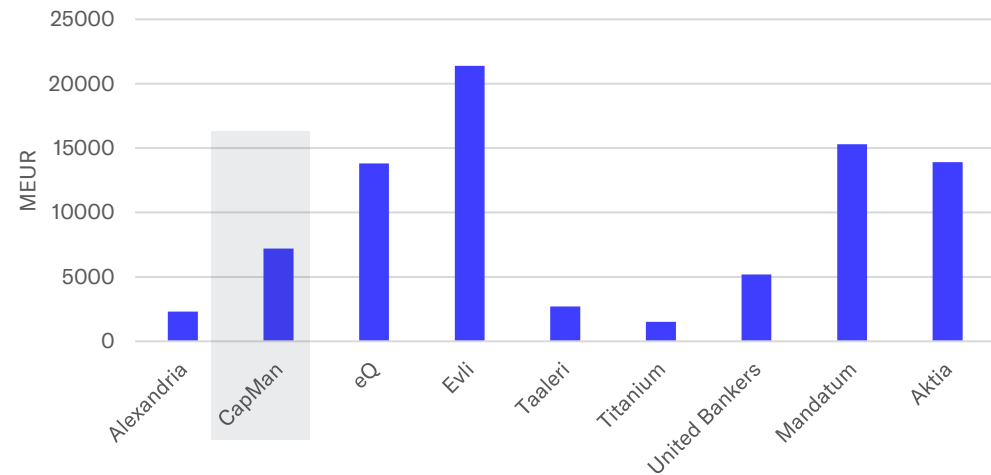
Varainhoitoliiketoiminnan liikevaihto/AUM-% (2025)



Jatkuvien palkkioiden osuus liikevaihdosta-%



Hallinnoitava varallisuus 2025 (AUM)



Sijoitukset 1/2

Omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta näyttelee keskeistä roolia CapManin liiketoiminnassa ja omat tasesijoitukset ovat muodostaneet viime vuosina valtaosan koko konsernin tuloksesta. Strategiansa mukaisesti CapMan tekee sijoituksia pääosin omiin rahastoihinsa, joten sijoitustoiminnan tulos on vahvasti sidoksissa hallinnointiliiketoimintaan.

Sijoitussalkun rakenne

CapManin sijoitusomaisuudesta noin 135 MEUR (~75 %) oli Q1'26 lopussa sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Muut sijoitussalkun rahastosijoitukset (noin 42 MEUR) koostuvat ulkopuolisiin pääomarahastoihin tehdyistä sijoituksista.

2017 alkaneella strategiakaudellaan CapMan joutui sijoittajaluottamuksen vahvistamiseksi toimimaan ankkurisijoittajana lähes kaikissa sen uusimmissa rahastoissa, kun se kävi läpi huomattavan muodonmuutoksen ja uudisti sijoitustiimejään. Esimerkiksi Buyout XI- ja Infra I -rahastojen kohdalla CapMan joutui tekemään yli 30 MEUR:n sijoitussitoumukset, jotka ovat selvästi yhtiön oman pitkän aikavälin tavoitetason (1–5 % rahastosta) yläpuolella. Vaikka uudemmat rahastoluokat vaativat yhä merkittäviä sijoitussitoumuksia, eivät tasesijoitukset näyttele enää kokonaisuuden kannalta yhtä merkittävää roolia. CapMan teki 10 MEUR:n sitoumuksen uusimpaan metsärahaan ja tämä antaa mielestämme indikaatiota yhtiön tulevien lippulaivarahastoihin tehtävien sijoitusten kokoluokista.

CapManilla oli Q1'26 lopussa kassavaroja ja muita likvidejä omaisuuseriä noin 69 MEUR:n edestä. Poikkeuksellisen korkeaa käteispainoa selittävät muun muassa yhtiön suuret sijoitussitoumukset (Q1'26: noin 56 MEUR) sen omiin rahastoihin, sekä todennäköiset uudet sitoumukset uusiin rahastoihin.

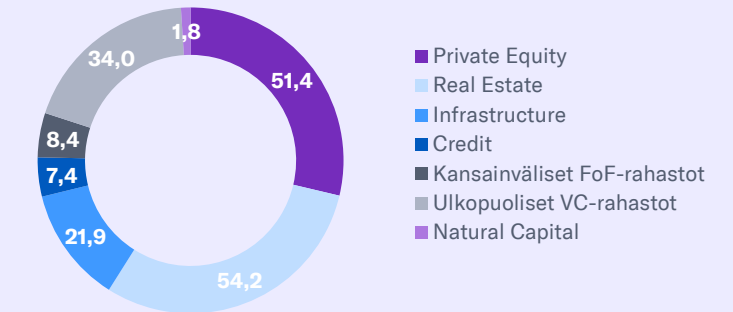
Laskelmiemme mukaan CapManilta pitäisi vapautua merkittävästi pääomia tasesijoituksista seuraavan parin vuoden aikana. Keskeiset ajurit tässä ovat ulkopuolisten rahastosijoitusten asteittaisesta palautumisesta sekä yhtiön aiemman sukupolven suurten rahastojen siirtyminen irtaantumisvaiheeseen. Laskelmiemme mukaan pääomia vapautuu vähintään 80 MEUR ennen vuosikymmenen loppua ja meidän on vaikea nähdä, että CapMan sijoittaisi nämä pääomat täysimääräisesti omiin rahastoihinsa takaisin.

Arviomme mukaan CapManin sijoitussalkun kokoluokka tulee laskemaan nykyisestä 180 MEUR:sta vähintään 160 MEUR:n tasolle vuosikymmenen loppuun mennessä. Mielestämme tämä on hyvin tervetullutta, sillä sijoitussalkun kokoluokka suhteessa CapManin markkina-arvoon on todella suuri. Sijoitustarinan kannalta olisi mielestämme loogista, että sijoitussalkun rooli ei olisi näin dominoiva yhtiön arvosta.

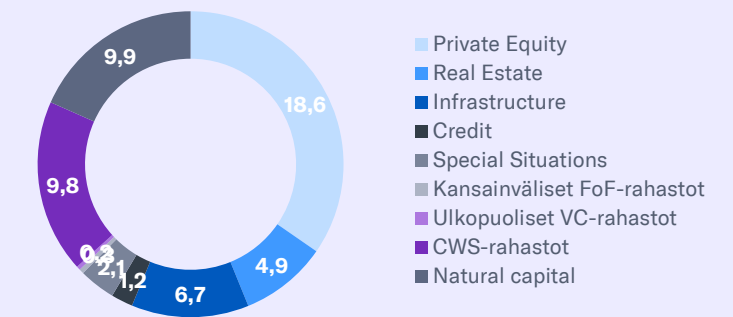
Salkun osuus tuloksesta on huomattava

CapManin sijoitussalkussa PE-rahastojen arvonluontipotentiali on korkein, ja yhtiön oma tavoite on yltää näiden rahastojen osalta 15 %:n vuosituottoon. Skaalan toisessa päässä ovat infrarahastot, metsäraha ja matalamman tuottotason kiinteistörahastot, joiden tavoite vuosituotolle on käsityksemme mukaan noin 7–10 %:n luokkaa. Emme huomioi laskelmissamme käteispainoa, joten tarkastelemme tuotto-odotusta vain sijoitetulle pääomalle. CapManin omana tavoitteena on saavuttaa sijoitussalkulle yli 10 %:n tuotto ja pidämme tätä realistisena tasona. Vuodesta 2016 CapManin sijoitussalkun käyvän arvon muutokset ovat keskimäärin olleet vuositasolla noin 10 %.

Rahastosijoitusten jakauma Q1'26 (MEUR)

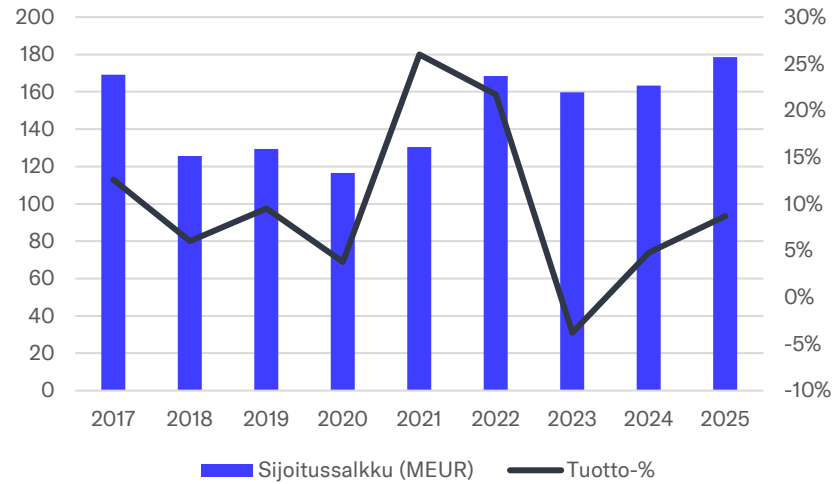


Sijoitussitoumusten jakauma Q1'26 (MEUR)

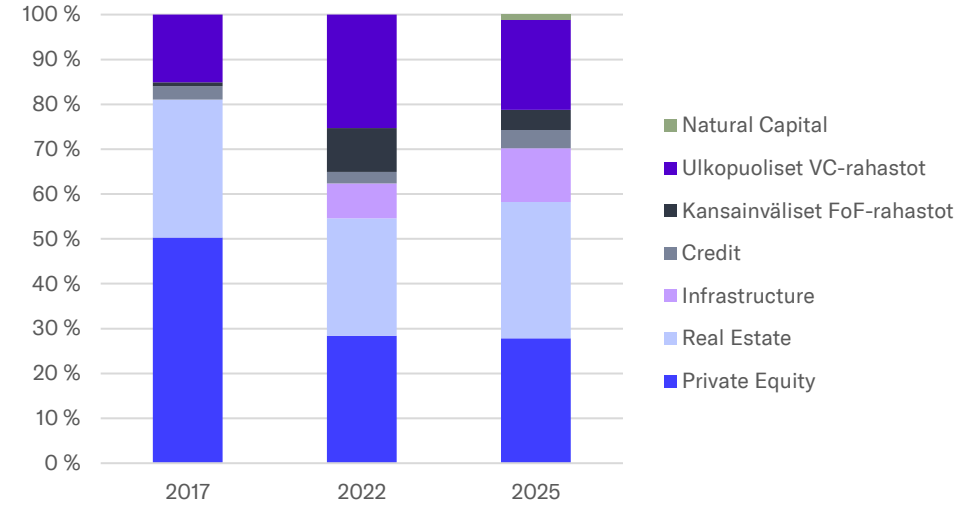


Sijoitukset 2/2

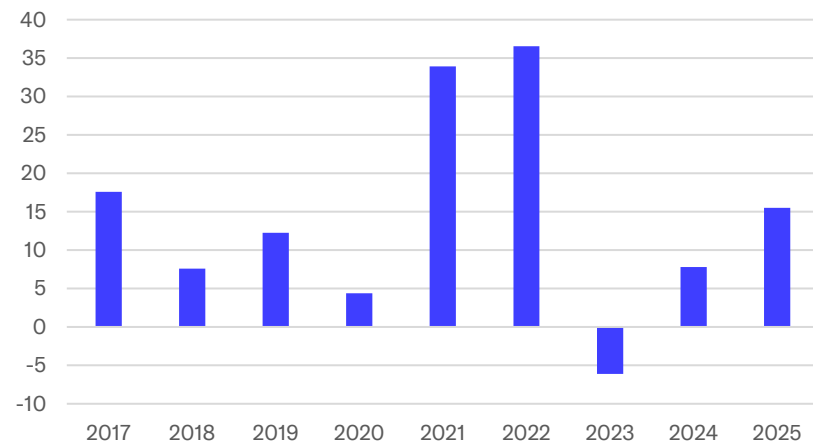
Sijoitussalkun tuotto ja koko



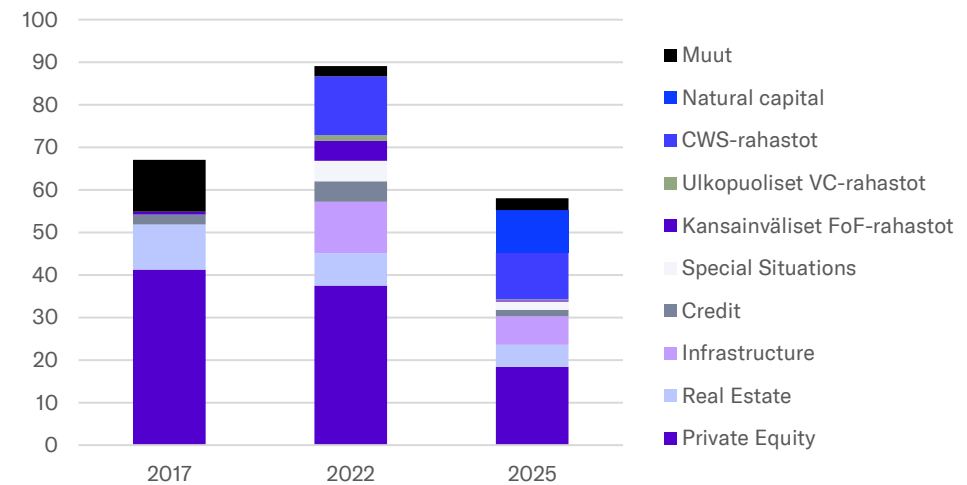
Sijoitussalkun painopisteen muutos



Sijoitussalkun tuotto (MEUR)



Sijoitussituumusten määrä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/5

Strategian edistyminen

Realiomaisuus keskiössä

Realiomaisuuden osuus ~80 %
AUM:sta

Kansainvälinen kasvu

Sijoittajapohjan systemaattinen
laajentaminen etenkin
kansainvälisesti

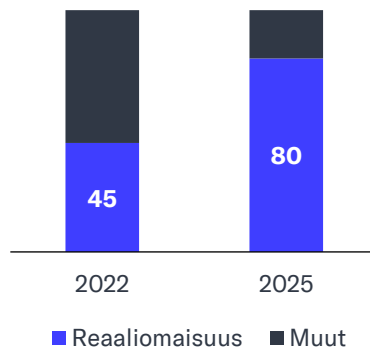
Tuotetarjonnan laajennus

Uudet sijoitusalueet ja laajentunut
tuotetarjonta

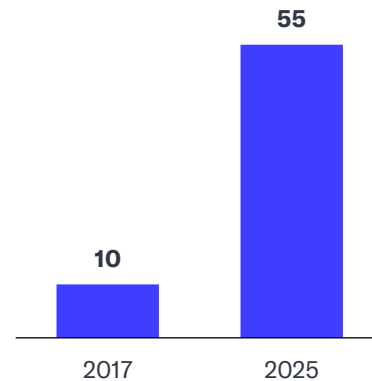
Konsernirakenteen terävöittäminen

Yritysostot uusille sijoitusalueille
(Dasos, CAERUS) ja
ydinliiketoiminnan ulkopuolisten
yksiköiden myynnit (JAY, CaPS)

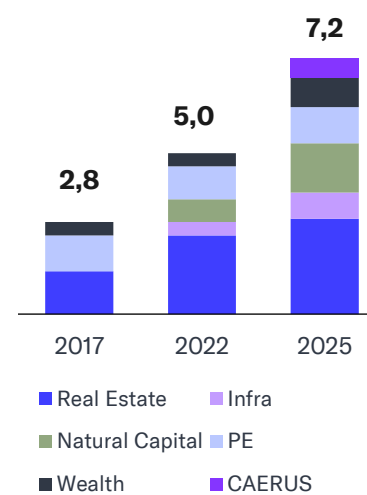
Realiomaisuuden osuus
AUMista (%)



Pohjoismaiden
ulkopuolisten sijoittajien
osuus (%)



AUMin kehitys
sijoitusalueittain (mrd €)



+ Yritysostot

Dasos Capital

Metsä- ja luontopääoma

2024

CAERUS Debt Investments

Realiomaisuusvelka, DACH

2025

- Myynnit

JAY Solutions

Reporting & analytics

2023

CaPS

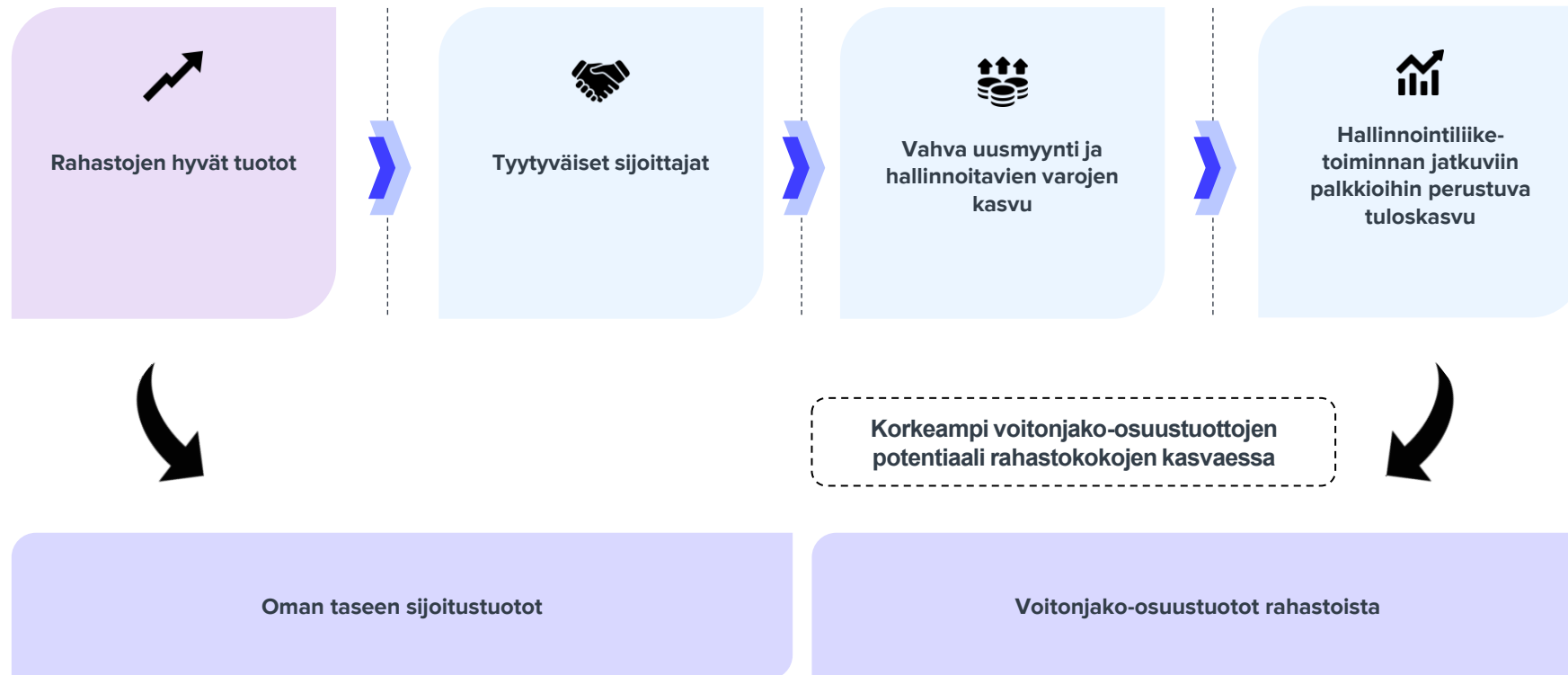
Hankintapalvelut

2024

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/5

CapMan

CapManin hallinnoimien rahastojen tuotot ovat pitkän aikavälin arvonluonnin keskiössä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/5

Taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoiset

CapMan antoi nykyiset pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet alun perin CMD:llä 2022 ja se toisti ne 2025 CMD:llä. Lisäksi 2025 CMD:llä yhtiö antoi myös nipun 2027 strategiakauteen sidottuja tavoitteita.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

Jatkuvien palkkioiden kasvu keskimäärin +15 %/v on mielestämme järkevä tavoite, sillä koko CapManin sijoitustarina on hyvin riippuvainen liikevaihdon kasvusta. 15 %:n tavoite on kuitenkin kunnianhimoisen ja nykyisellä keskimääräisellä palkkiotasolla se tarkoittaisi vuositasolla yli miljardin euron nettomyyntiä. Tavoite sisältää myös yrityskaupat ja todennäköisesti CapMan on omissa laskelmissaan orgaanisen kasvun osuus on +10 %, mikä tarkoittaisi realistisempaa +700 MEUR:n nettomyyntiä per vuosi.

Oman pääoman tuottotavoite +20 % on liiketoiminnan nykyrakenteella haasteellinen, johtuen sijoitussalkun hallitsevasta roolista. Taso on toki mahdollinen, mutta tämä vaatisi kaikkien kolmen tuloskomponentin (hallinnointiliiketoiminta, sijoitustuotot ja voitonjako) vahvaa myötävaikutusta. CapMan on viime vuosina jäänyt tavoitteesta (keskiarvo 2018–2025: ~14 %).

Omavaraisuusaste oli 2025 lopussa 58 % ja linjassa yhtiön tavoitteleman yli 50 %:n tason kanssa. Riittävän omavaraisuusasteen sekä likviditeetin ylläpito on perusteltua, sillä CapManilla on merkittäviä sijoitussitoumuksia sen rahastoihin, minkä lisäksi tulos ja kassavirrat heiluvat reippaasti sijoitustuottojen mukana.

Voitonjakopolitiikkaansa CapMan päivitti 2024. Uuden politiikan mukaan yhtiö aikoo jakaa osinkona vähintään 70 % tilikauden tuloksesta vähennettynä käyvän arvon

muutoksilla. Lisäksi yhtiö voi jakaa lisäosinkoa sijoituksista tulevista tuotoista. Osingon on myös tarkoitus kasvaa yli ajan. Muutoksen myötä voitonjako on paremmin linjassa liiketoiminnan kassavirtojen kanssa, mikä ehkäisee likviditeettihaasteiden syntymistä. Merkittäviä investointitarpeita yhtiöllä ei sijoitussitoumusten ohella ole. Osinkojen määrä voi kuitenkin vaihdella merkittävästi tilikausien välillä sijoitustuottojen kassavirtojen ajoittumisesta riippuen. Pidämme voitonjaon ohjeistusta varsin sekavana ja se antaa huonosti kiintopisteitä, sillä ohjeistuksen alalaita on erittäin alhainen (2025 numeroilla 0,03e). Tulkintamme mukaan CapMan haluaa seuraavan parin vuoden aikana jättää itsellensä riittävää taloudellista liikkumavaraa varmistaakseen tavoitteidensa saavuttamisen, jonka vuoksi osinko on se komponentti joka laskelmissa joustaa. Mikäli yhtiö yltää edes lähelle strategiakauteensa tavoitteita, olisi sillä seuraavalla strategiakaudella merkittävästi enemmän liikkumavaraa voitonjakonsa kanssa, ja tässä skenaariossa yhtiö todennäköisesti palaisi takaisin aiempaan ”tasaisesti kasvava osinko” -linjalleen.

2027 ulottuvan strategiakauden tavoitteet:

Hallinnoitavien varojen osalta CapMan toisti 2025 CMD:llä 2022 antamansa 10 miljardin tavoitteen 2027 loppuun mennessä. Tavoite on mielestämme äärimmäisen kunnianhimoisen, ja meidän on vaikea nähdä että tähän voitaisiin yltää ilman uusia yrityskauppoja. Yhtiöllä on tulossa keräykseen lähes kaikki sen rahastot seuraavan 2v aikana ja mikäli varainkeruussa onnistutaan erinomaisesti, voi AUM nousta 2027 mennessä lähes 9 miljardiin euroon. Mielestämme tämä taso olisi itsessään jo erinomainen suoritus ja tarkkaa absoluuttista tavoitetta huomattavasti tärkeämpää on se, että CapMan pääsisi takaisin kiinni reippaaseen orgaaniseen kasvuun.



Taloudelliset tavoitteet

CapManin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

- Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu >15 % p.a.
- Oman pääoman tuotto >20 %
- Omavaraisuusaste >50 %
- Osinkotavoite vähintään 70 % tilikauden tuloksesta vähennettynä käyvän arvon muutoksilla

Inderesin ennusteet 2026–2028e:

- Hallinnointipalkkioiden kasvu: 10 % p.a.
- Oman pääoman tuotto keskimäärin: 13 %
- Omavaraisuusaste keskimäärin: 58 %
- Osinko tuloksesta keskimäärin: +90 %

2025 CMD:n tallenne katsottavissa oheisesta linkistä:



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/5

Hallinnoitavien varojen osalta CapMan toisti 2025 CMD:llä 2022 antamansa 10 miljardin tavoitteen 2027 loppuun mennessä. Tavoite on mielestämme äärimmäisen kunnianhimoinen, ja meidän on vaikea nähdä että tähän voitaisiin yltää ilman uusia yrityskauppoja. Yhtiöllä on tulossa keräykseen lähes kaikki sen rahastot seuraavan 2v aikana ja mikäli varainkeruussa onnistutaan erinomaisesti, voi AUM nousta 2027 mennessä yli 9 miljardiin euroon. Mielestämme tämä taso olisi itsessään jo erinomainen suoritus ja tarkkaa absoluuttista tavoitetta huomattavasti tärkeämpää on se, että CapMan pääsisi takaisin kiinni reippaaseen orgaaniseen kasvuun.

Hallinnointipalkkioiden kasvu linjassa AUMin kasvun kanssa. Tämä tavoite on looginen ja se kertoo ettei yhtiö näe oleellista painetta sen rahastojen palkkioissa.

Palkkiotulos kasvaa hallinnointipalkkioita nopeammin, on kasvun jälkeen yhtiön tärkein tavoite. Kuten olemme aiemmin käsitelleet, on yhtiön palkkiotulosmarginaali hyvin vaatimattomalla tasolla ja siinä on väistämättä merkittävää skaalautumispotentiaalia. Yhtiön kurssikehityksen kannalta onkin ensiarvoisen tärkeää, että palkkiotulosmarginaali alkaa kunnolla skaalautua kasvun mukana.

Voitonjako-osuustuottojen osalta yhtiö ohjeistaa kasvun olevan linjassa suljettujen rahastojen kasvun kanssa. Lähtöpisteenä on 2022-2024 keskimääräinen 6 MEUR/v voittonjako-osuustuotot. Laskelmiemme mukaan se tarkoittaisi 10 miljardin euron AUM:illa noin 8-10 MEUR:n voittonjako-osuustuottoja. Suhteessa AUM:iin vastaava luku on ~0,1 % ja suhteessa AUM:iin jossa on CapManille voittonjakotuottopotentialia, on vastaava luku 0,2 %. Kansainvälisillä vaihtoehdomanagereilla viimeisen 10v

keskiarvo on 0,2 % ja viimeiset 3v ollaan oltu tasolla ~0,1 %.

Taseen tuotto ~10 % ja vahva kassavirta. CapMan ohjeisti aiemmin sijoitussalkun tuotoksi 10–15 %, mutta nykyinen ~10 %:n taso heijastelee mielestämme paremmin salkun muutosta kohti reaaliomaisuutta. Sijoitussalkun paino on tällä hetkellä hyvin erilainen mitä CapManin hallinnoitava varallisuus on, ja pidemmällä aikavälillä odotamme näiden olevan linjassa keskenään. Huomautamme kuitenkin samalla, että 10 %:n tasoa voi pitää eräänlaisena miniminä omille sijoituksille, sillä jos rahastojen tuotot jäävät systemaattisesti alle tämän tason, alkaa uusmyynti vaikeutua tuottojen jäädessä alle aitakoron yhä useammassa tuotteessa.



Taloudelliset tavoitteet

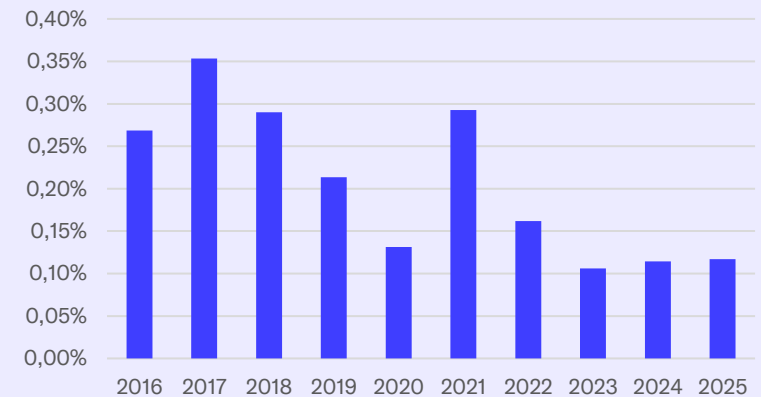
Strategiakauden tavoitteet 2027:

- AUM **+10 miljardia**
- Hallinnointipalkkioiden kasvu **linjassa AUMin kanssa**
- Palkkiotuloksen **skaalautuminen**
- Voitonjako-osuustuotot **kasvaa linjassa AUMin kanssa**
- Taseen tuotto **~10 % ja vahva kassavirta**

Inderesin ennusteet:

- Hallinnointipalkkiot suhteessa AUM: **vakaa ~0,8 %**
- AUM 2027 lopussa: **~9 miljardia**
- Voitonjako-osuustuotot per AUM: **vakaa 0,1 %**
- Taseen tuotto: **~10 %**

Voitonjako-osuustuotot/AUM % kv-vaihtoehdomanagerit*



* Blackstone, Brookfield, Apollo, KKR, ARES, Carlyle, EQT, Blue Owl, TPG, CVC, Man Group, Partners Group, ICG, Hamilton Lane, StepStone, Tikehau, Bridgepoint, Eurazeo ja Antin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/5

Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Yrityskaupat ovat oleellinen osa CapManin kasvustrategiaa, ja johto on avoimesti kertonut kiinnostuksestaan järjestelyihin sopivien kohteiden osuessa kohdalle ja yhtiö on toteuttanut nykyisellä strategiakaudella kaksi järjestelyä (CAERUS ja Dasos). Yhtiön 10 mrd. euron hallinnoitavan varallisuuden tavoite vuoden 2027 loppuun mennessä on mielestämme orgaanisesti turhan kunnianhimoisen, ja uskomme yhtiön etsivän edelleen aktiivisesti uusia ostokohteita.

Kotimaisen finanssisektorin konsolidaatio tulee arviomme mukaan jatkumaan vilkkaana ja näemme markkinalla edelleen tarvetta järjestelyille. Vaikeimmassa tilanteessa ovat pienet rahastoyhtiöt ja varainhoitajat, joille kasvava regulaatio ja raportointivaatimukset muodostavat toiminnan kokoluokkaan nähden liian suuren kustannuksen ja investointitarpeen. Järjestelyjen merkittävimpinä haasteina taas ovat todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät. Pidemmällä aikavälillä yritysjärjestelyt tarjoavat kuitenkin CapManille kiinnostavan mahdollisuuden arvonaluontiin.

Arviomme mukaan loogisia kohteita CapManille olisivat erityisesti erikoistuneet tuotetalot, joiden osaamista yhtiö voisi skaalata oman myyntikoneistonsa avulla. Emme myöskään sulje pois vaihtoehtoa, jossa yhtiö olisi osa suurempaa, todennäköisesti kotimaista fuusiota.

Erikoistuneet tuotetalot

Mielestämme loogisin polku CapManin laajentumiselle yritysostoin olisi tuotetarjonnan laajentaminen yksittäisten sijoitustiimien hankinnoilla. Tämänäyttypisessä yritysostossa CapMan voi kiihdyttää ostokohteen kasvua laajentamalla jakelua omien myyntikanaviensa kautta kansainvälisille sijoittajille. Tämä johtuu siitä, että

pienemmillä paikallisilla rahastotaloilla ei välttämättä ole resursseja myydä tuotteitaan suurille kansainvälisille sijoittajille, sillä tämä vaatii uskottavaa brändiä (kuten CapMan) sekä riittävän kokoista taustakoneistoa muun muassa potentiaalisten sijoittajien due diligence - tarkastuksia ja raportointivaatimuksia varten.

Esimerkkinä tällaisesta kaupasta voidaan pitää Dasos Capitalin hankintaa. Tämä tarjosi CapManille täysin uuden sijoitusalueen ja samalla pääsyn kiinnostavaan sekä kasvavaan omaisuusluokkaan. Merkittäviä kustannussynergioita järjestely ei tarjoa, mutta kasvun kiihdyttämiseen CapManilla on hyvät edellytykset.

Tulevaisuutta silmällä pitäen CapManin tuotetarjonnassa kiinnostava aukko tuotevalikoimassa on ainakin energia. Kotimaisista toimijoista esimerkiksi Taalerin Uusiutuvan energian rahastoliiketoiminta voisi sopia CapManille, sillä rahastot ovat menestyneet erittäin hyvin ja tiimi on Euroopan mittakaavassa kohtalaisen suuri. Järjestely vaatisi kuitenkin isoja muutoksia Taalerin strategiassa, sillä Energia on konsernin nykyisen liiketoiminnan keskiössä.

Lisäksi velkapuolen laajentaminen yritysostolla voisi olla realistinen vaihtoehto, sillä nykyinen Credit-liiketoiminta on kokoluokaltaan pientä ja sen orgaaninen skaalaaminen hidasta.

Tuotetalo voi myös hyvin, jopa todennäköisesti, löytyä muista Pohjoismaista, mutta näiden markkinoiden pelureita emme tunne riittävän hyvin, jotta voisimme yksittäisiä nimiä arvuutella.

Isompi järjestely

CapMan on käsityksemme mukaan avoin myös suuremmille fuusiojärjestelyille. Kotimaisista toimijoista CapMan voisi olla kiinnostava kumppani mm. eQ:lle. Lisäksi fuusio Taalerin kanssa olisi ainakin paperilla järkevä, joskin se vaatisi Garantian eriyttämistä omaksi

pörssiyhtiökseen. Luonnollisesti myös muista Pohjoismaista voisi löytyä CapManille kiinnostavia kumppaneita, joiden kanssa uusi yhtiö nousisi seuraavaan kokoluokkaan. Esimerkiksi ruotsalainen Catella voisi ainakin paperilla olla kiinnostava kumppani.

Ostotarjous

CapManin omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa CapManin osakkeista tehtävässä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Pohjoismaihin, sillä kotimaasta emme Mandatumin lisäksi tunnista muita tahoja kenelle CapMan voisi sopia edes paperilla.

Sijoittajakunnan laajentaminen

Sijoittajakunnan laajentamisessa emme näe yhtiölle kotimaassa relevantteja ostokohteita, joten katse kääntyy automaattisesti muihin Pohjoismaihin. Tämänäyttypisten järjestelyiden arvonaluonnin logiikkaa voidaan kuitenkin mielestämme pitää kyseenalaisena, sillä CapMan on tuotetalo eikä varainhoitaja, joten pidämme sijoittajakunnan laajentamista yritysostolla varsin epätodennäköisenä. Jakelun vahvistaminen kannattaisikin ennemmin hoitaa esimerkiksi kumppanuuksien kautta.

Sijoitusprofiili

1 Keskeisten tuotteiden kasvunäkymä on vahva

2 Kannattavuudessa merkittävää skaalautumispotentiaalia

3 Palkkiotulos on edelleen hyvin vaatimattomalla tasolla

4 Korkea voitonjakopotentiaali

5 Yritysjärjestelyoptio

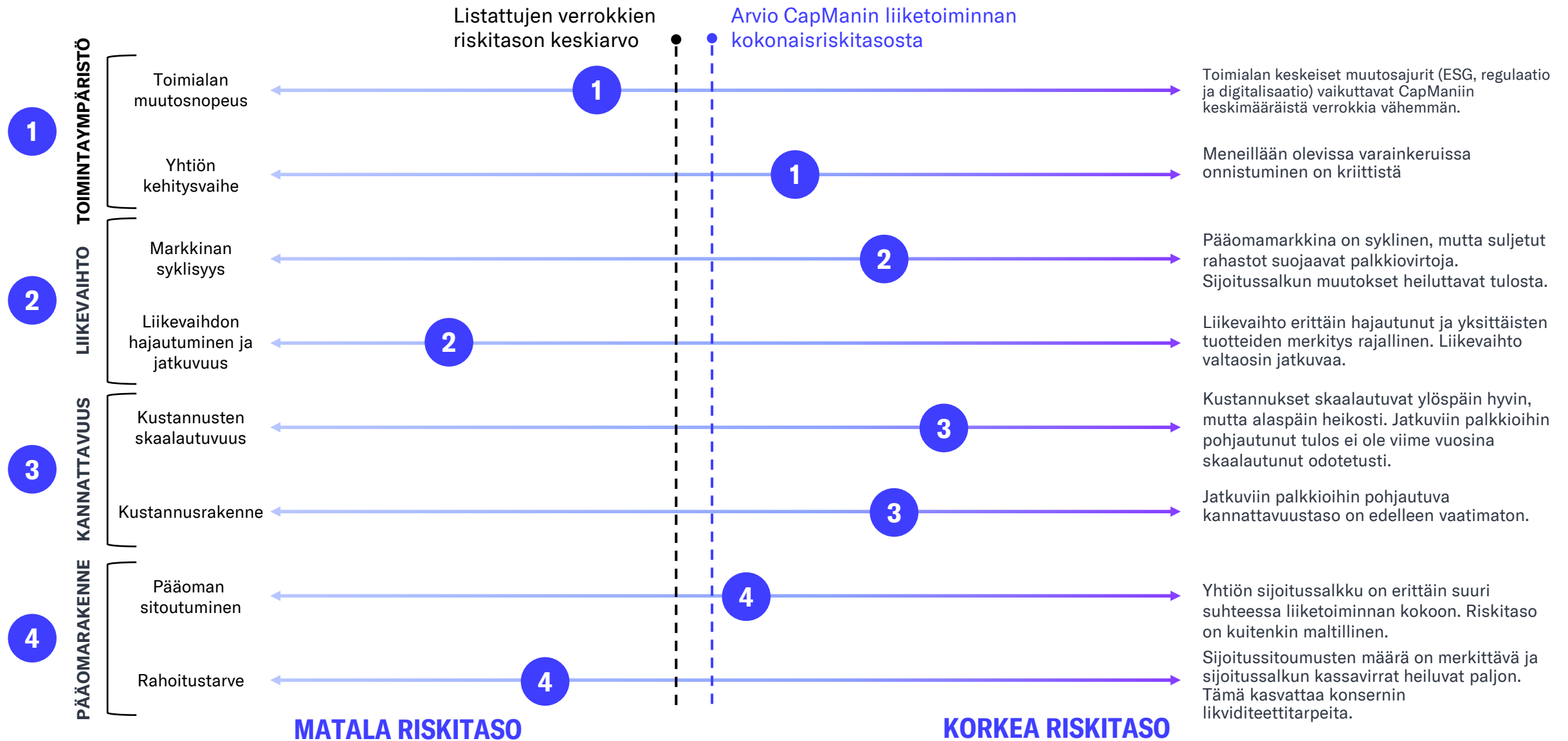
Potentiaali

- Tuotekokojen kasvu ydinstrategioissa ja uudet tuotteet
- Kansainvälinen uusmyynti
- Kannattavuuden skaalautuminen kasvun myötä
- Kulutehokkuuden parantaminen
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Yritysjärjestelyt

Riskit

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulukontrollin pettäminen
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Vaihtoehtoiset omaisuuslajit ovat olleet varainhoidon selkein voittaja

Globaalit vaihtoehtoisemarkkinat ovat kasvaneet viimeisen reilun vuosikymmenen ajan huomattavasti nopeammin kuin perinteiset omaisuuslajit. Preqnin tuoreimman Private Markets in 2030 -raportin (10/2025) mukaan vaihtoehtoisen varainhoidon AUM:n odotetaan saavuttavan noin 32 biljoonaa dollaria vuoteen 2030 mennessä, kun vertailukohtana oli vuoden 2023 lopussa noin 17 biljoonaa. Arvioimme kasvun säilyvän toimialan keskimääräistä kasvua selvästi nopeampana myös tulevina vuosina. PwC:n 2025 Global Asset & Wealth Management -raportin (11/2025) mukaan private markets tuottavat vuoteen 2030 mennessä yli puolet koko globaalien varainhoidon palkkiotuotoista, yhteensä noin 432 miljardia dollaria.

Rakenteellinen siirtymä näkyy selvimmin varainhoitajien tuloksessa. BCG:n mukaan vaihtoehtoiset omaisuuslajit muodostavat alle neljänneksen globaalista AUM:sta, mutta yli puolet toimialan palkkiotuotoista, ja osuus on noussut vuosi vuodelta. Nollakorkokauden jälkeenkin vaihtoehtoismanagerit ovat kyenneet puolustamaan palkkiomarginaalinsa selvästi paremmin kuin aktiivisia rahastoja hallinnoivat toimijat, joilla palkkiopaine on ollut jatkuvaa passiivituotteiden voittokulusta johtuen.

Kasvun ajurit

Kasvun taustalla vaikuttaa useita toisiaan vahvistavia trendejä, jotka eivät mielestämme ratkaisevasti heikkene edes kohonneiden korkojen ympäristössä.

Instituutiosijoittajilla on edelleen isossa kuvassa halua nostaa allokaatioitaan vaihtoehtoiselle puolelle. Motiiveina ovat parempi tuotto-odotus, hajautushyöty ja pitkäaikaiselle vastuuvälille soveltuva duraatio.

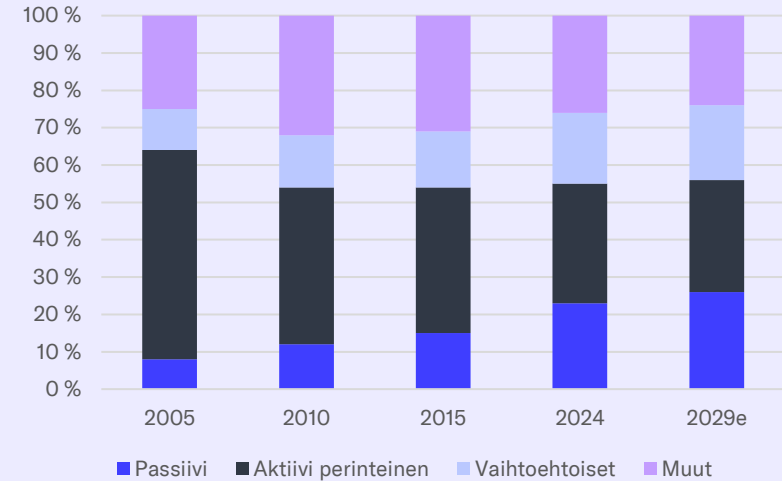
Yksityissijoittajakanavan avautuminen on myös yksi pidemmän aikavälin kasvuajuri vaihtoehtoisille tuotteille. Private wealth -kanava on vielä vaiheessa, jossa yksityissijoittajien allokaatio vaihtoehtoisiin on alhainen verrattuna institutionaalisiin. Puoliavoimet evergreen-rakenteet ja muut uudet tuotemuodot laskevat vähitellen sijoittamisen kynnystä.

Listamattomien yhtiöiden määrä kasvaa, listattujen vähenee. Pörssi-yhtiöiden lukumäärä on supistunut kehittyneillä markkinoilla jo kahden vuosikymmenen ajan, Yhdysvalloissa noin 40 % ja Lontoon päälistalla noin 60 % vuodesta 1996. Samalla pörssi-indeksit ovat keskittyneet yhä harvempaan suuryhtiöön. Listaamaton markkina on ottanut kasvavan osan yritysmaailman arvонуonnista, mikä pakottaa sijoittajat hakemaan altistusta listaamattomien puolelta.

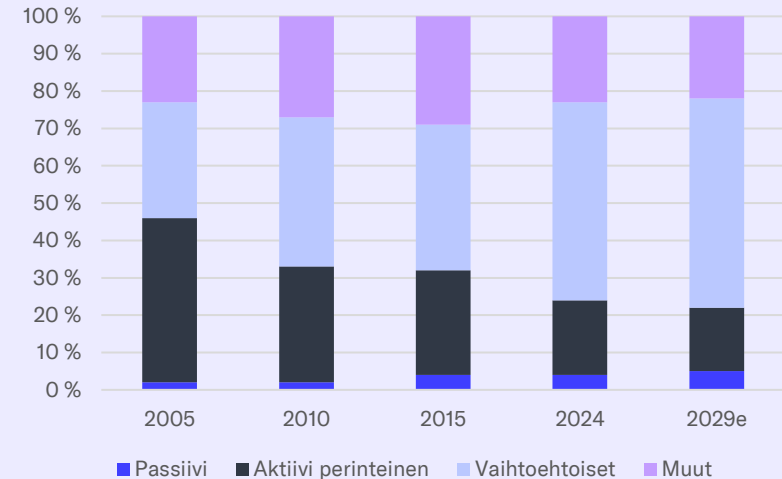
Energiasiirtymä ja reaali-investointien rahoitustarve ovat rakenteellinen pitkän aikavälin ajuri erityisesti infrastruktuurille. Julkisen sektorin rajallinen tasekapasiteetti ja rakenteelliset budjettialijäämät tarkoittavat väistämättä sitä, että nämä investoinnit on rahoitettava yksityisellä pääomalla. Tämä tarkoittaa mm. sähkö-, tietoliikenne- ja vihreän siirtymän investointeja.

Sekondääri- ja jatkomarkkinat ovat nousseet omaksi kasvualueekseen. Likviditeettipaineet ja pitkittyneet irtautumiset ovat luoneet rakenteellisen kysynnän sekondäärirahastoille, joiden kasvuvauhti on Preqnin arvion mukaan nopein koko vaihtoehtoissegmentissä (yli 13 % p.a. 2023–2029).

Globaali AUM jakauma (Lähde: BCG)



Globaalit palkkiotuotot tuotteittain (Lähde: BCG)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

Omaisuusluokkien näkymät

Vaikka vaihtoehtomarkkinan kokonaiskasvu näyttää rakenteellisesti vahvalta, eri omaisuusluokkien näkymissä on merkittäviä eroja. Kokoluokaltaan private equity säilyy edelleen markkinan selkärankana ja suurimpana yksittäisenä luokkana, mutta lyhyen aikavälin haasteet ovat ilmeisiä: exit-markkina on ollut hiljainen vuodesta 2022 lähtien, ja irtautumisten käynnistyminen on edellytys myös varainkeruun normalisoitumiselle. Mielestämme vahvimman rakenteellisen näkymän tarjoavat infrastruktuuri ja luontopääomasijoittaminen. Infrassa pitkän aikavälin ajurit: energiasiirtymä, AI, digitaalinen infra ja puolustus sekä julkisen rahoituksen rajallisuus takaavat vahvat kasvunäkymät pitkälle aikavälille.

Luontopääomasijoittaminen on puolestaan oleellinen rooli ilmastonmuutoksen torjunnassa ja sijoittajien allokaatiot tähän omaisuusluokkaan ovat keskimäärin vielä hyvin alhaiset. Huomautamme kuitenkin, että luontopääomasijoittaminen on kokonaisuutena selvästi esimerkiksi infrastruktuuria pienempi omaisuusluokka.

Kiinteistöjen osalta ollaan hyvin lähellä syklin pohjia, mutta toipuminen tulee olemaan hidasta johtuen aiempaa korkeammasta korkotasosta.

Kilpailutilanne kiristyy ja polarisaatio syvenee

Markkinan kasvun käänköpuoli on kiristynyt kilpailutilanne. Pääomaa virtaa vaihtoehtoluokkiin edelleen historiallisen paljon, uusia toimijoita tulee markkinoille sekä perinteisistä varainhoitajista että uusista erikoistuneista tiimeistä, ja samalla kohdemarkkinoiden tuottopotentiaali normalisoituu. Nollakorkokauden tarjoama velkavipuvoima on poistunut, arvostustasot eivät enää tue tuottoa samaan tapaan kuin 2010-luvulla, kun kilpailu hyvistä kohteista on kiristynyt kauttaaltaan. Yhdistelmänä tämä tarkoittaa, että ylituottojen

saavuttaminen on olennaisesti aiempaa vaikeampaa ja tuottojen keskiarvot laskevat.

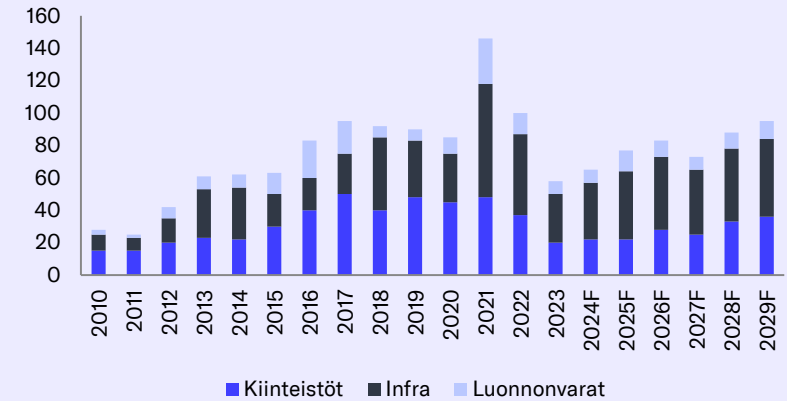
Tämä ajaa luokkaa väistämättä kohti selkeämpää polarisaatiota hyvien ja heikkojen managerien välillä. Kun markkinalta ei saada oleellista vetoapua, korostuu managerin oma kyky luoda arvoa. Parhaille managereille ei tule jatkossakaan olemaan ongelmia varainkeruussa tai puolustaa palkkiomarginaalejaan. Heikompi keskikasti sen sijaan kohtaa kasvavia vaikeuksia: varainkeruu hidastuu, instituutiosijoittajat keskittävät allokaatiotaan harvempiin kumppaneihin, ja kilpailu leikkaa palkkiomarginaalit.

Vaikka toimialan palkkiotasot ovat toistaiseksi kestäneet erittäin hyvin, on mielestämme selvää että kilpailun kiristyminen tulee heijastumaan alan marginaaleihin.

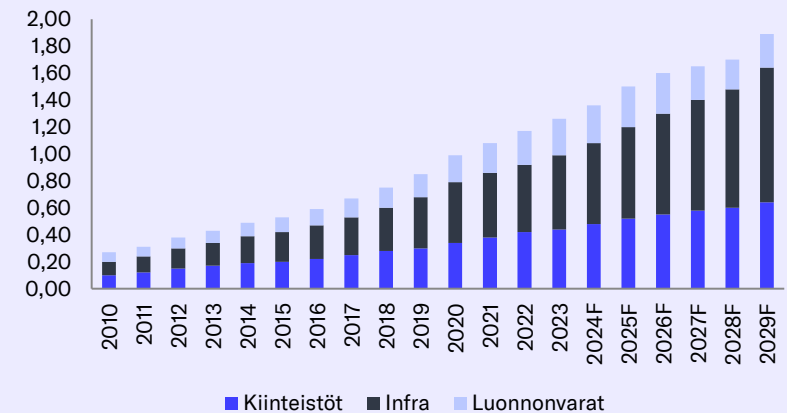
Toimialan kasvunäkymä on vahva, mutta aalto ei enää nosta kaikkia veneitä

Yhteenvetona näemme, että toimialan kasvu ympäristö on edelleen vahva, mutta polarisaatio managerien välillä kasvaa. Ylituottoja on aiempaa vähemmän tarjolla ja pelkkä allokaatio vaihtoehtoisin tuskin tarjoaa enää itsessään ylituottoa, vaan sijoittajan pitää kyetä poimimaan oikeat managerit sekä tuotteet. Pääoma keskittyykin yhä vahvemmin vahvan track-recordin toimijoihin, ja keskinkertaisuus johtaa väistämättä liiketoiminnan supistumiseen pidemmällä aikavälillä.

Eurooppaan fokuoituneiden rahastojen varainkeruu (mrd. euroa)



Eurooppaan keskittyneiden rahastojen AUM (biljoonaa euroa)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita Suomessa

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

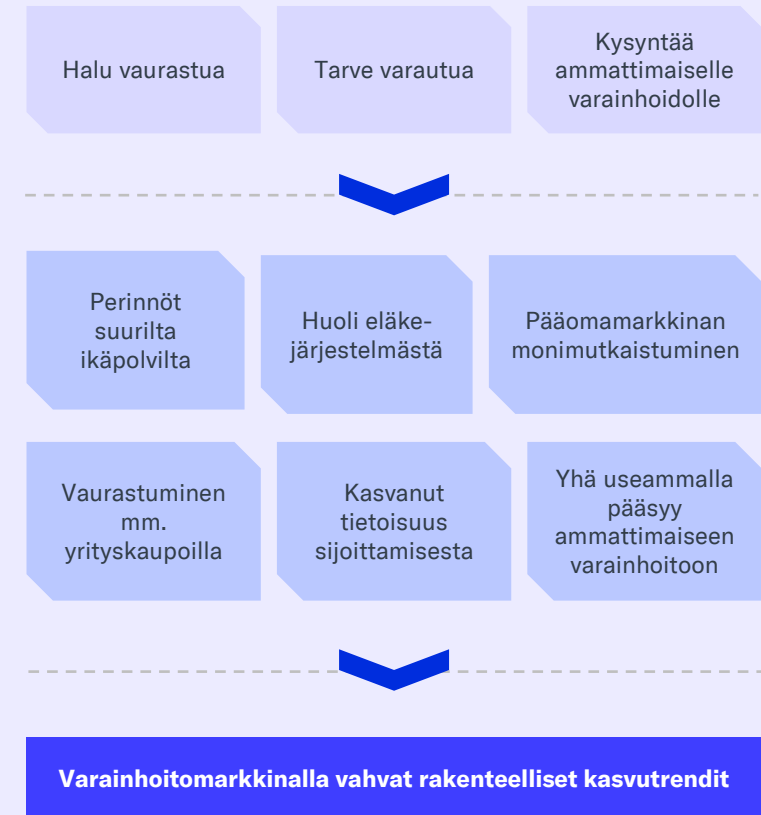
- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päättyy varainhoidon piiriin (+1 % AUMista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päättyy varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaamat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailluna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien

pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkyminen taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat aina rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeää kasvua.

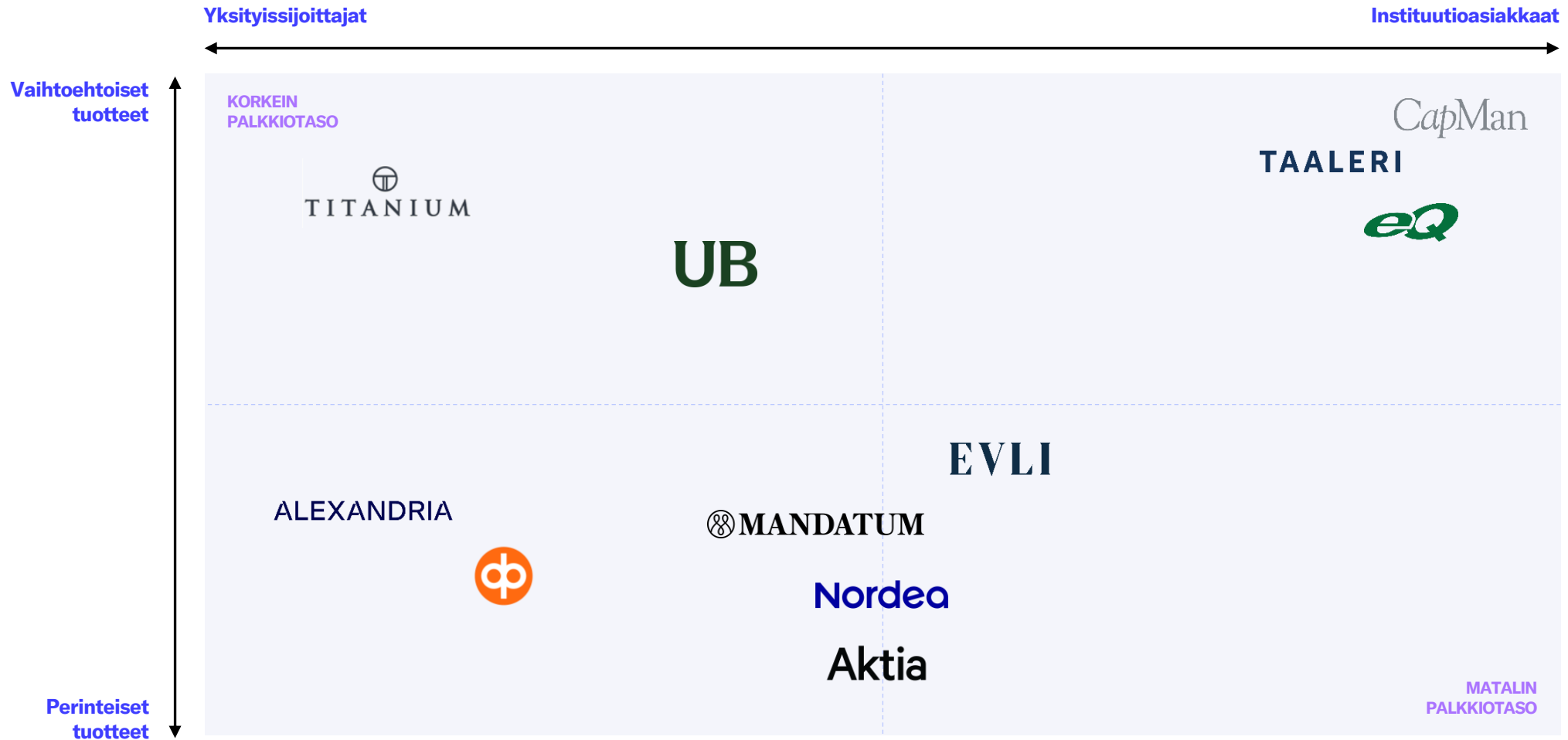
Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkinnot suhteeseen pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi kumota tämän vaikutuksen.

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5


Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella




Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit

Nordea  PANKKI


ÅLANDSBANKEN SEB Aktia

Danske Bank  omasp
Lähellä ja läsnä

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt

MANDATUM EVLI CapMan

LÄHITAPIOLA UB TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL FINLANDIA

PYN PYN ELITE FONDITA

Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio

Regulaatio

Korkotuottojen paluu

Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen

Kasvava jakeluvoima

Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut

Hallintokulut

Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

UB  **FOURTON**

CapMan   

TITANIUM 

TAALERI 

Aktia 

Taloudellinen tilanne 1/2

CapManin tase on merkittävän kokoinen ja selvästi suurempi kuin listatuilla sijoituspalveluyhtiöillä keskimäärin. Tätä selittää yhtiön merkittävä sijoitussalkku, ja tästä oikaistuna tase on muiden toimialan yhtiöiden tapaan selkeä ja yksinkertainen.

Sijoitukset muodostavat valtaosan taseesta

CapManin taseen loppusumma oli Q1'26 lopussa noin 342 MEUR. Taseen varoista suurimman osan muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka arvo oli 180 MEUR, eli yli puolet taseen loppusummasta. Olemme käsitelleet näitä sijoituksia tarkemmin raportin aiemmissa osioissa.

CapManilla oli sijoitussalkun lisäksi 2025 lopussa erittäin vahva noin 69 MEUR:n kassa. Lisäksi yhtiöllä on likviditeetin turvana käyttämätön 20 MEUR:n rahoituslimiitti. Korkeaa käteistasoa selittää meneillään oleva varainkeruusykli, jossa CapMan joutunee tekemään merkittäviä sijoitussitoumuksia perustettaviin rahastoihin. Normaalisissa tilanteissa CapMan pystyy arviomme mukaan operoimaan reippaasti pienemmällä kassalla, ja arviomme mukaan yhtiön liiketoiminnan vaatima kassa on noin 20–30 MEUR.

Aineettomat erät ovat peruja yrityskaupoista

Yhtiöllä on taseessaan 33 MEUR:n edestä liikearvoa, josta valtaosa koostuu alkuvuonna 2024 toteutetusta Dasos Capitalin hankinnasta. Lisäksi taseessa on noin 17 MEUR:lla muita aineettomia omaisuuseriä, jotka liittyvät niin ikään pitkälti yrityskauppoihin. Yhtiö tekee näistä aineettomia PPA-poistoja noin 2 MEUR/v, millä ei ole kassavirtavaikutusta.

Muut taseessa olevat varat koostuvat pääasiassa operatiiviseen toimintaan liittyvistä käyttöpääoman eristä kuten palkkiosaamisista rahastoilta sekä laskennallisista verosaamisista. Taseessa olevat aineelliset

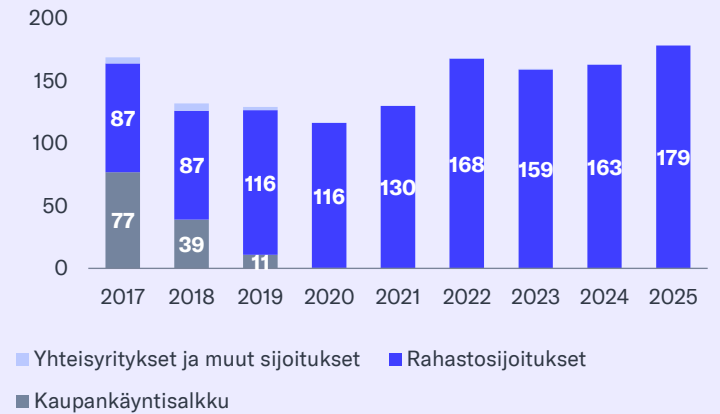
käyttöomaisuushyödykkeet (6 MEUR) koostuvat pääasiassa IFRS 16 -vuokravastuista.

Yhtiö käyttää velkavipua

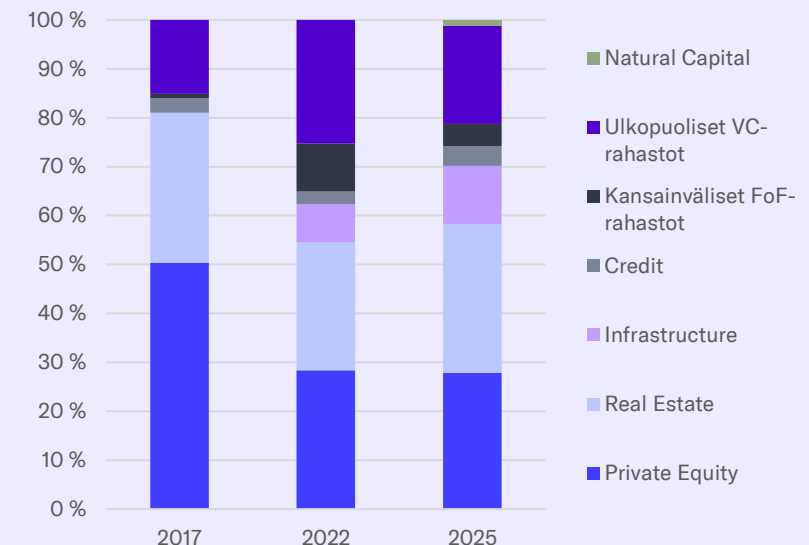
CapManin oma pääoma oli Q1'26 lopussa 187 MEUR ja korollista velkaa (ilman IFRS 16 -vuokravastuita) yhtiöllä oli taseessaan 106 MEUR. Toisin kuin valtaosa muista Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöistä, on CapMan käyttänyt velkavipua läpi historiansa. Tämä selittyy näkemyksemme mukaan sillä, että yhtiöllä on merkittävä sijoitussalkku, johon suhteessa velan tuoma riskitaso on hyvin hallittavissa. Myös yhtiön nykyinen oman pääoman tuottotavoite (>20%) vaatii käytännössä velkavivun käyttöä. Yhtiöllä on tällä hetkellä ulkona 40 MEUR ja 60 MEUR:n joukkovelkakirjalainat. Nämä erääntyvät Q2'27 ja Q2'29 ja niille maksetaan kiinteää korko 4,5 % ja 6,5 %.

CapManin nykyistä velkamäärää voidaan mielestämme pitää vielä järkevänä sijoitussalkun kokoon nähden (korollinen velka on noin 57 % sijoitusten käyvästä arvosta ja vain 25 % nettovelasta). Yhtiö pystynee maksamaan pois Q2'27 erääntyvän lainansa sen eräpäivänä, sillä siihen mennessä näkyvyys tuleviin sijoitussitoumuksiin on parantunut kuin myös rahastoista saataviin pääoman palautuksiin. Mielestämme olisi toivottavaa, että yhtiö maksaisi lainan pois, sillä rahoituskustannukset ovat tällä hetkellä varsin korkeat ja yhtiön tulisi tavoitella käteispainon painamista kohti normaalimpaa tasoa.

Sijoitussalkun kehitys (MEUR)



Sijoitussalkun painopisteen muutos



Taloudellinen tilanne 2/2

Omavaraisuusaste antaa parhaan kuvan velkaisuudesta

Vaikka yhtiön omavaraisuusaste 56 % on korkea ja tase vahva, ei korollisen velan määrää voida pitää merkityksellisenä yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna. Esimerkiksi sijoitustuotoista ja voitonjako-osuustuotoista oikaistuun käyttökatteeseen peilattuna velkamäärä on hyvin korkea. Sijoitussitoumusten luoma kassatarve huomioiden tunnuslukua on mielestämme syytä tarkastella bruttoveloin, jolloin veloista ei vähennetä kassaa. Nykyistä velkamäärää ei voidakaan perustella operatiivisen toiminnan tuloksella ja kassavirroilla, joten CapManin luottokelpoisuus on pitkälti sidottu yhtiön sijoitussalkkuun.

CapManin taseen vahvuutta arvioitaessa paras yksittäinen luku on omavaraisuusaste, sillä taseen varat koostuvat pääosin sijoituksista, joiden realisointiarvon voi olettaa olevan ainakin kohtalaisen lähellä niiden kirja-arvoja ja turvaavan siten velanmaksukykyä. Omavaraisuusasteeseen on sidottu myös CapManin oma velkaisuustavoite (>50 %) sekä rahoitusvelkojen lainanantajia suojaavat kovenantit. Kovenanttitasot eivät ole julkista tietoa, mutta arvioimme näiden olevan jonkin verran yhtiön oman tavoitetason alapuolella. Kovenantit koskevat omavaraisuusteen ohella CapManin nettovelkaantumisasetta, mikä osaltaan selittää taseen suurta kassaa.

Taseen ulkopuoliset vastuut ovat merkittävät

Korollisten velkojen lisäksi CapManilla oli Q1'26 lopussa taseen ulkopuolisia sijoitussitoumuksia yhteensä noin 56 MEUR:n edestä. Sitoumukset ovat hajautuneet laajasti eri rahastoihin sekä strategioihin. Sitoumukset tarkoittavat käytännössä sitä, että CapMan on sitoutunut sijoittamaan myös omia varojaan varainkeruvaiheessa oleviin

rahastoihinsa. Omiin rahastoihin tehtävät sijoitukset ovat linjassa CapManin strategian kanssa ja yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tehdä sijoituksia, jotka ovat kokoluokaltaan 1–5 % uuden rahaston alkupääomista.

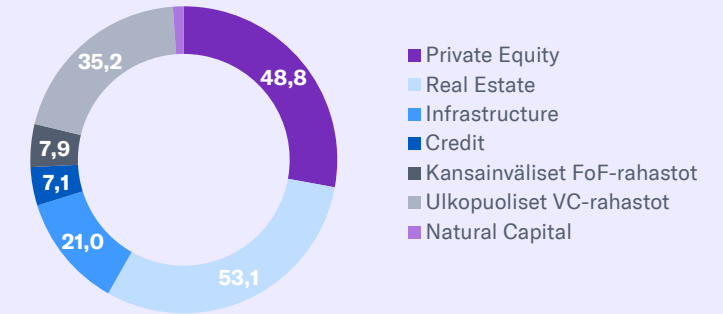
Muut taseen velat koostuvat pääasiassa operatiiviseen liiketoimintaan kuuluvista ostovelosta ja muista korottomista veloista.

Sijoitustuottojen ajoitus heiluttaa kassavirtaa

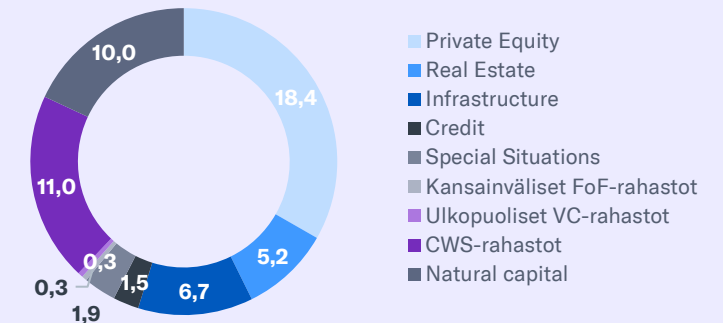
CapManin liiketoiminnan kassavirtoja tarkastellessa on syytä huomioida, että käypään arvoon kirjattavat sijoitustuotot eivät välttämättä vastaa lyhyellä aikavälillä niiden kassavirtoja. Tämä johtuu siitä, että rahastot arvotetaan kvartaaleittain käypään arvoon ja muutos kirjataan tuloslaskelmalle joko tuotoksi tai tappioksi. Kassavirraksi sijoitukset muuttuvat vasta, kun rahaston sijoituskohteet lopulta myydään rahaston elinkaaren lopussa ja varat palautetaan sijoittajille.

Tyypillisesti tuloskirjauksen ja kassavirtojen kotiutumisen välillä ei kuitenkaan ole merkittävää viivettä, sillä suurimmat arvonkorotukset tehdään pääsääntöisesti rahaston jo myydessä sijoituksiaan sen elinkaaren loppuvaiheessa. Näin ollen sijoitustuottojen kassakonservatio on reilun vuoden aikajännteellä jo kohtalaisen hyvä. Poikkeuksen tähän muodostavat viime vuosien kaltaiset ajanjaksot, jossa sijoituskohteiden myynnit viivästyvät markkinan transaktioaktiiviteetin jäähtyessä.

Rahastosijoitusten jakauma 2025 (MEUR)



Sijoitussitoumusten jakauma 2025 (MEUR)



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Globaalit pääomamarkkinat ovat jatkaneet vahvaa kehitystään geopolittisista jännitteistä huolimatta. Tämä on kuitenkin heijastunut vain rajallisesti vaihtoehtoihin sijoitusluokkiin, missä sulatellaan edelleen edellisen noususyklin ylikuumentumista. Keskeiset haasteet vaihtoehtoisilla omaisuusluokilla ovat jatkuvasti odotuksista jääneet pääoman palautukset, jonka seurauksena allokaatiot ovat edelleen korkealla tasolla. Lisäksi korkojen nousu relevantiksi omaisuusluokaksi on rokottanut vaihtoehtoisten sijoitusten kiinnostavuutta sijoituskohteena. Vaikka vaihtoehtoiset tuotteet ovat keskeinen osa sijoitussalkkua, korkojen nousu kiristää kilpailua ja korostaa tuotteiden laatua. Korkotuotteiden merkitys CapManille on hyvin rajallinen, ja näin ollen korkojen nousu on painanut CapManin lyhyen aikavälin kasvunäkymiä vaihtoehtoisten tuotteiden heikentyneen kysynnän johdosta. Mielestämme on selvää, että pahin on jo takana vaihtoehtoisten osalta ja kysymys onkin enemmän elpymisen kulmakertoimesta.

Ennustemuutokset ja yhteenveto

Emme ole tehneet ennustemuutoksia laajan raportin yhteydessä. Isossa kuvassa tulosparannusennusteemme ovat viime vuosina jatkuvasti siirtyneet eteenpäin johtuen varainkeruun tahmeudesta sekä voitonjako-osuustuottojen lykkääntymisestä. Liikevoittotasolla odotamme edelleen CapManin kestävän tulospotentialin olevan yli 40 MEUR:ssa, kun seuraava varainkeruusykli saadaan onnistuneesti maaliin. Kuitenkin osakekohtaisen tuloksen osalta ennusteemme ovat viimeisen parin vuoden aikana laskeneet reippaasti, kun rahoituskulut ovat nousseet, osakemäärä on kasvanut (Dasos) ja vähemmistöjen tulososuus on noussut (CAERUS). Kokonaisuutena näkemyksemme tulospotentialista onkin laskenut viime vuosina.

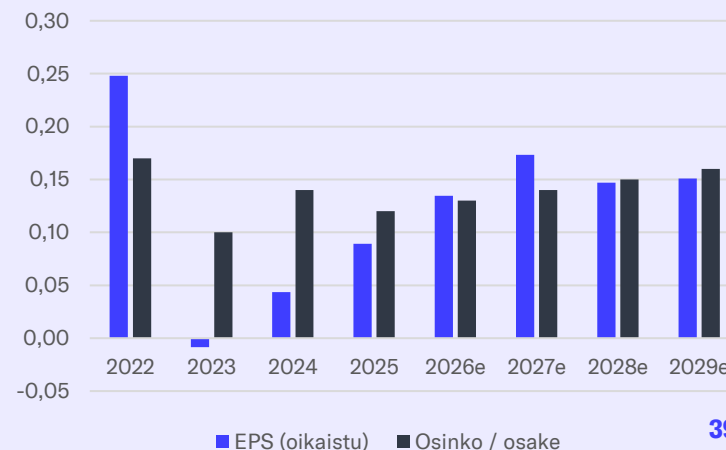
Odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta lähivuosilta onnistuneen uusmyynnin ja voitonjako-osuustuottojen realisoitumisen seurauksena. Huomautamme, että vaikka varainkeruu on ollut odotuksia tahmeampaa, on yhtiö tehnyt jatkuvasti toimenpiteitä vahvistaakseen omaa

kansainvälistä varainhankintakyvykkyyttään. Näin ollen yhtiön pitäisi olla hyvissä asemissa, kun markkinatilanne alkaa vihdoin helpottaa.

Sijoittajien kannalta tärkein tuloskomponentti on lähivuosina hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus eli palkkiotulos. Palkkiotulos on tällä hetkellä varsin vaatimaton, ja siinä on merkittävää skaalautumispotentiaalia. Useamman sijoitusalueen siirtyessä kypsempään vaiheeseen hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden pitäisi skaalautua nykytasoltaan. 2025–2028 välillä jatkuvien palkkioiden kasvusta valuu tulokseen keskimäärin ~50 %. Mielestämme rima ei tässä ole erityisen korkealla, kunhan myynti vetää. Luonnollisesti myös kulukontrollissa pitää jossain määrin onnistua, mutta vielä vahvemmalla kulukontrollilla yhtiöllä olisi edellytykset tätäkin parempaan skaalautuvuuteen. Historiallisesti kulukontrolli ei ole ollut CapManin suurimpia vahvuuksia, ja tämä sekä uusmyynnin lähivuosien kulmakerroin ovatkin keskeiset epävarmuudet ennusteissamme.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2026e	2026e	Muutos %	2027e	2027e	Muutos %	2028e	2028e
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi
Liikevaihto	73,3	73,3	0 %	88,6	88,6	0 %	85,0	85,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	34,4	34,4	0 %	46,5	46,5	0 %	40,7	40,7
Liikevoitto	32,1	32,1	0 %	44,1	44,1	0 %	38,3	38,3
Tulos ennen veroja	27,6	27,6	0 %	39,7	39,7	0 %	34,2	34,2
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,13	0 %	0,17	0,17	0 %	0,15	0,15
Osakekohtainen osinko	0,13	0,13	0 %	0,14	0,14	0 %	0,15	0,15

Osakekohtainen tulos ja EPS:n kehitys (EUR)



Ennusteet 2/4

2026 pitää onnistua monella rintamalla

CapManin 2026 lähtökohdat ovat harvinaisen selkeät: yhtiöllä on käynnissä sen historian laajin varainkeruu, kun se kerää seuraavan kahden vuoden aikana rahaa kaikkiin rahastoihinsa. Tässä varainkeruussa onnistuminen määrittää CapManin onnistumisen lähivuosina.

2026 tärkeimmät varainkeruut ovat kolme omaa lippulaivarahastoa: European Forest Fund IV, Infra III ja Nordic Real Estate IV. CAERUS:in uusimman 8. rahaston varainkeruussa onnistuminen on plussaa, mutta sen merkitys koko tarinan kannalta on kuitenkin vähäisempi, sillä CapMan omistaa vain 51 % CAERUS:sta. Lisäksi pääomaa kerätään PE-ohjelmiin, teemarahastoihin ja avoimiin kiinteistörahastoihin.

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että yhtiö onnistuu näissä varainkeruissa vähintään kohtuullisesti ja tämän seurauksena AUM kasvaa noin 8 miljardiin. Suurin epävarmuus liittyy CAERUS:iin ja NRE4:ään kiinteistösektorin hankalan tilanteen vuoksi. CAERUS on ollut pidempään pois markkinalta, mikä kasvattaa varainkeruun riskiä. Infrassa ja metsässä emme ole huolissamme varainkeruun onnistumisesta johtuen suotuisasta markkinatilanteesta sekä rahastojen vahvasta suorittamisesta. Myös Dasosilla varainkeruun näkymä on mielestämme hyvä.

Hallinnointipalkkiot kasvavat ennusteissamme 14 %:lla. Osa kasvusta selittyy CAERUS:n mukaantulolla ja konsernin 2025 varainkeruilla. 2026 varainkeruu näkyykin 2026 numeroissa vain rajallisesti, sillä varainkeruu painottuu loppuvuoteen.

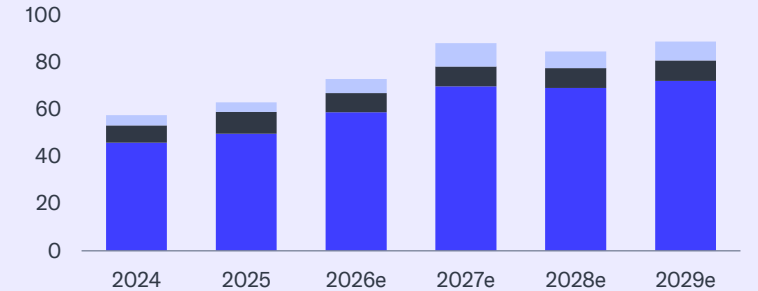
CapMan ohjeistaa AUMin ja palkkiotuloksen kasvavan 2026. Ohjeistuksen informaatioarvo on alhainen, sillä AUM:n lasku olisi katastrofi ja se kertoisi varainkeruun totaalista epäonnistumisesta.

Voitonjako-osuustuottojen osalta vuoden näkymä on binäärinen. Infra I -rahasto tulee käytännössä varmuudella menemään voittonjakoon ja sen potentiaali on huomattava. Rahastossa on jäljellä 3 kohdetta, ja voittonjaon ajankohta riippuu irtaantumisten ajoituksista. Ennustamme tälle vuodelle 6 MEUR:n voittonjako-osuustuottoja, mistä infran osuus on huomattava. Ilman infraa jäävät 2026 voittonjako-osuustuotot hyvin laihoiksi muutamiin miljooniin.

Mikäli kasvu tulee ennusteidemme mukaisesti läpi, tulee palkkiotulos varmuudella parantumaan. Tuhannen taalan kysymys on parantumisen kulmakerroin. CapManin palkkiotulos on parantunut viime vuosina vain vaatimattomasti ja historiassa kulutehokkuus ei ole ollut sen suurimpia vahvuuksia. Palkkiotulosmarginaalin parantuminen olisi ensiarvoisen tärkeää, sillä se on osakkeen yksittäinen tärkein ajuri. Ennustamme palkkiotuloksen parantuvan kasvun myötä selvästi ja kasvun valuvan viivan alle noin 50 %:n suhteella. Taso on kohtalainen suhteessa pörssin muihin varainhoitajiin, ja sektorin parhailla toimijoilla tulosvipu on selvästi kovempi. Myös vähemmistöjen tulososuuden pitäisi kasvaa hitaammin kuin palkkiotulos.

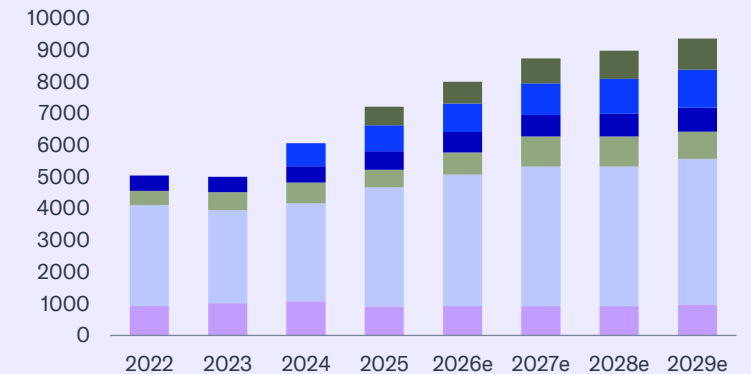
Sijoitussalkulta odotamme noin 10 %:n tuottoa ja kokonaisuutena ennustamme CapManilta 34 MEUR:n oikaistua liikevoittoa (oikaisut lähinnä PPA-poistoja). Tämä tarkoittaa 0,14 euron osakekohtaista tulosta, mikä puolestaan mahdollistaa osingon korottamisen sentillä 0,13 euroon. Näkemyksemme mukaan CapManin sijoitussalkku tulee asteittain pienenemään nykyisestä vuosikymmenen loppua kohti mentäessä, ja näin ollen yhtiö kykenee jakamaan koko tuloksensa helposti ulos osinkoina. 2026 lopussa yhtiöllä pitäisi olla myös varsin hyvä käsitys sen tarvittavien sijoitussitoumusten määrästä nyt kerättäviin rahastoihin, mikä kasvattaa liikkumavaraa taseen osalta.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



■ Hallinnointipalkkiot ■ Palkkiot varainhoitopalveluista ■ Voitonjako-osuustuotot

AUMin kehitys (MEUR)



■ Private Equity ■ Wealth ■ Real Estate ■ Natural Capital ■ Infra ■ CAERUS

Ennusteet 3/4

2027 uusmyynti jatkuu vahvana

Ennustamme 2027 jatkavan onnistunutta varainkeruusyksiään lippulaivarahastojen lopullisilla sulkemisilla. Varainkeruun lopullinen onnistuminen mitataan vasta näissä sulkemisissa. Vahvan uusmyynnin seurauksena ennustamme AUM:n kohoavan noin 8,7 miljardiin. Edellisvuoden kasvu näkyy täysimääräisesti luvuissa, ja kasvua tukevat rahastojen viimeiset sulkemiset takautuvine palkkioineen. Jatkuvat palkkiot kasvavat ennusteissamme 21 %:lla.

Voitonjako-osuustuottojen osalta 2027 pitäisi olla erinomainen vuosi, kun Infra 1:den lisäksi myös Buyout 11 siirtyy voitonjaon piiriin. Myös muutama pienempi rahasto tuottaa voitonjakoa ja kokonaisuutena ennustamme voitonjaon kohoavan 10 MEUR:oon.

Kasvun realisoituessa palkkiotulos paranee merkittävästi ja kohoaa ennusteissamme 24 %:iin, mikä on CapManille jo kohtuullinen taso. 2026 tapaan suunnilleen puolet jatkuvien palkkioiden kasvusta valuu viivan alle. 2027 tulos saa kuitenkin tukea takautuvista palkkioista isojen rahastojen sulkemisista, ja tästä oikaistuna palkkiotulos on lähempänä 20 %.

Varainkeruiden onnistuessa laskee CapManin riskitaso oleellisesti: epävarmuus rahastojen houkuttelevuudesta ja kannattavuusparannuksesta vähenee.

Sijoitussalkulta odotamme noin 10 %:n tuottoa ja kokonaisuutena ennustamme CapManilta 46 MEUR:n oikaistua liikevoittoa (oikaistus lähinnä PPA-poistoja). Taso heijastelee CapManin nykyisen tulospotentiaalini ylälaitaa, ja 2027 ennusteessa lähes kaikki onnistuu. EPS kohoaa 0,17 euroon, ja yhtiö korottaa osinkoaan varmuudella. Ennustamme

osingon kasvua sentillä 0,14 euroon, mutta korkeampikin osinko on mahdollinen. Tässä vaiheessa CapManilla on tarkka käsitys uusien rahastojen sijoitussitoumuksista ja parantunut näkyvyys vanhempien rahastojen pääoman palautuksiin. Yhtiöllä on selkeä käsitys sijoitussalkun mittakaavasta, mikä mahdollistaa taseen likviditeetin ohentamisen. Mielestämme yhtiön olisi järkevää maksaa ainakin osa veloista pois, samalla kun sijoitussalkku supistuu. Yhtiön likviditeettiasema on todennäköisesti erittäin hyvä 2027 lopussa, mikä kasvattaa liikkumavaraa myös voitonjaossa.

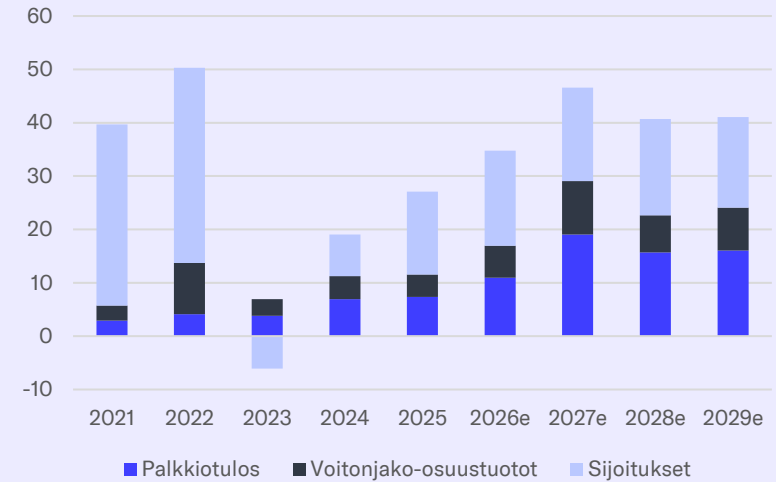
Pitkän aikavälin ennusteet

2028 on ennusteissamme välivuosi: lippulaivarahastot on kerätty, ja 2027 takautuvat palkkiot tuovat vastatuulta liikevaihtoon. Ennustammekin liikevaihdon säilyvän suunnilleen ennallaan. Voitonjako-osuustuotot normalisoituvat, ja ennustamme ~40 MEUR:n liikevoitto kuvastaa CapManin sen hetken tulospotentiaalia. Tuloksen mix on tässä vaiheessa parantunut merkittävästi ja palkkiotuloksen osuus tuloksesta on noin 40 %.

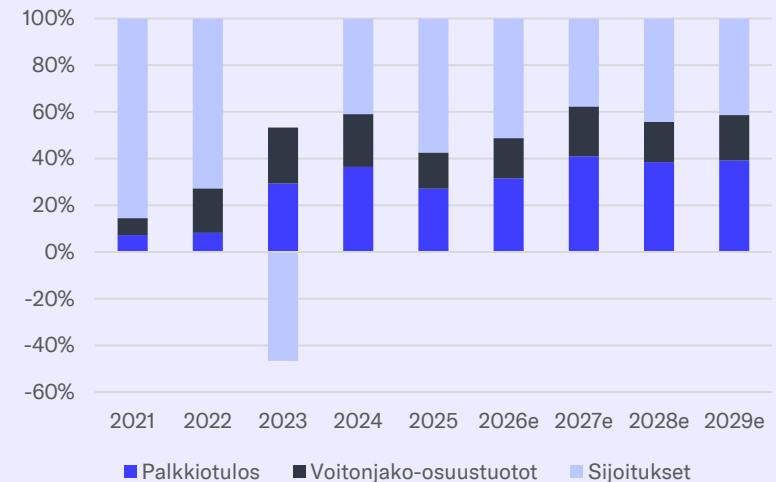
Pidemmällä aikavälillä uusmyyntipotentiaalimme tukee CapManin 5–6 MEUR:n vuotuista jatkuvien palkkioiden kasvua, mikä vastaa noin 10 %:n vuosikasvua. Jos tulosvipu säilyy ~50 %:ssa, palkkiotulos kasvaisi vuositason 15–20 %. Konsernin liikevoittoon vaikutus on huomattavasti pienempi sijoitussalkun ison roolin vuoksi.

Taseen puolesta CapManilla on merkittävää liikkumavaraa vuosikymmenen loppua kohti mentäessä, kun sijoitussalkku supistuu. Tämä antaa yhtiölle mahdollisuuden investoida investoida lisää kasvuun tai vaihtoehtoisesti alkaa maksaa voitonjakoa yli tuloksen.

Liikevoiton kehitys (MEUR)



Liikevoiton jakauma (MEUR)



Ennusteet 4/4

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	49,3	57,6	63,0	73,4	88,6	85,0	89,3
Palkkiotuotot	39,0	45,9	49,7	58,9	69,9	69,1	72,1
Voitonjako-osuustuotot	3,1	4,3	4,1	6,0	10,0	7,0	8,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	7,1	7,4	9,2	8,5	8,7	8,9	9,2
Henkilöstökulut	-31,0	-33,3	-39,0	-41,5	-44,0	-46,1	-48,2
Muut kulut	-12,0	-13,0	-13,3	-14,1	-14,8	-15,5	-16,3
Poistot	-1,5	-2,4	-3,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Käyvän arvon muutokset	-6,1	7,8	15,5	17,5	17,5	18,0	17,0
Liikevoitto	-1,2	16,7	23,2	32,1	44,1	38,3	38,7
Liikevoitto oik.	0,8	19,0	25,8	34,4	46,5	40,7	41,1
Palkkiotulos	3,8	6,9	7,4	11,0	19,0	15,7	16,1
Sijoituksista oikaistu tulos	4,9	8,9	7,7	14,7	26,6	20,3	21,7
Vähemmistöjen tulososuus	-2,0	-4,9	-2,6	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1
Vähemmistöjen osuus palkkiotuloksesta	54 %	71 %	36 %	32 %	19 %	25 %	25 %
Jatkuvien palkkioiden kasvu -%	-1 %	15 %	10 %	14 %	17 %	-1 %	4 %
AUM kasvu-%	-1 %	21 %	19 %	11 %	9 %	3 %	4 %
Hallinnointipalkkiot/AUM (%)	0,78 %	0,83 %	0,75 %	0,77 %	0,80 %	0,77 %	0,77 %
Jatkuvat palkkiot/AUM -%	0,92 %	0,96 %	0,89 %	0,89 %	0,99 %	0,94 %	0,96 %
Palkkiotulosmarginaali -%	8 %	13 %	12 %	16 %	24 %	20 %	20 %
Henkilöstömäärä	183	200	230	240	246	252	258
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	5005	6062	7210	7998	8738	8978	9368
Private Equity	1 022	1 080	918	930	930	930	980
Real Estate	2 933	3 090	3 754	4 144	4 394	4 394	4 594
Infra	562	648	554	700	950	950	850
Natural Capital	0	726	816	900	1 000	1 100	1 200
CAERUS	0	0	585	685	785	885	985
Varainhoito	488	518	583	639	679	719	759
EPS (kertaeristä oikaistu)	0,02	0,04	0,09	0,13	0,17	0,15	0,15
Osinko/osake	0,10	0,14	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16
Voitonjakosuuhde-%	468 %	322 %	135 %	97 %	81 %	102 %	106 %
Oman taseen sijoitukset	159	163	179	175	180	170	160
Omien tasesijoitusten tuotto-%	-3,6 %	4,8 %	8,7 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme käyttäneet osien summa -analyysiä CapManin arvonmäärityksen lähtökohtana. Mielestämme osien summa on CapManille paras menetelmä, sillä se huomioi parhaiten yhtiön verrokeista poikkeavan rakenteen sekä yhtiön osien erilaiset luonteet. Lisäksi olemme tarkastelleet arvonmääritystä myös suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen kautta. Tukevina menetelminä olemme tarkastelleet arvoa myös AUM-pohjaisen hinnoittelun sekä DCF-mallin kautta.

CapManin kurssikehitys on ollut vaisua viimeiset kolme vuotta. Heikkoa kurssikehitystä selittää yhtiön uusmyynnin merkittävä hidastuminen, missä keskeisenä ajurina ovat olleet korkojen nousun aiheuttamat haasteet vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa. Vaikeutunut markkina on hidastanut merkittävästi CapManin orgaanista kasvua sekä palkkiotuloksen skaalautumista. Exit-markkinan tahmeus on myös heijastunut voitonjako-osuustuottoihin, jotka ovat olleet viime vuodet vaisulla tasolla. Lopuksi myös yhtiön oman taseen sijoitustuotot ovat kärsineet vaihtoehtomarkkinan vastatuulesta. Kokonaisuutena yhtiön tuloskehitys onkin 2023–2025 välillä ollut vaatimatonta ja jäänyt selvästi odotuksista.

Arvostuskuva on selkeä

Kokonaisuutena eri menetelmät puhuvat mielestämme hyvin samaa kieltä. Nykyisellä tulostasolla CapManin osake näyttää hintavalta ja osakkeessa ei ole nousupotentiaalia. Vastaavasti, mikäli tulos paranee lähivuosina odotetusti, on osake edullinen oikeastaan mistä tahansa kulmasta tarkasteltuna. Keskeisenä ajurina on luonnollisesti yhtiön palkkiotulos, joka on ylivoimaisesti CapManin arvokkain tuloskomponentti.

Palkkiotuloksen kehitys onkin yksittäinen tärkein sijoittajien seuraama mittari. Palkkiotuloksen keskeinen ajuri on luonnollisesti uusmyynti ja uusmyynnin onnistuessa on palkkiotuloksella hyvät edellytykset skaalautua merkittävästi.

Pidemmällä aikavälillä osakkeen keskeisimmän ajurin muodostavat CapManin rahastojen tuotot, sillä onnistunut sijoitustoiminta tukee uusmyyntiä ja kasvattaa voitonjako-osuustuottoja sekä taseen sijoitustuottoja.

Sijoittajien on hyvä myös huomata, että palkkiotuloksen kasvun myötä CapManin tulostulokset paranisi oleellisesti nykyisestä ja tämä nostaisi sen hyväksyttävää arvostustasoa.

Tuotto-odotus nojaa tuloskasvuun

Osakkeen tuotto-odotus nojaa valtaosin tuloskasvuun. Arvostuskertoimet ovat nykytuloksella korkeat ja osa tuloskasvusta tuleekin menemään niiden sulattelussa. Osinkotuotto on CapManille tyypillisesti korkea ja se tarjoaa selkeää tukea osakkeen kokonaistuotto-odotukselle. Huomautamme kuitenkin, että myös osinko on osittain riippuvainen palkkiotuloksen kasvusta ja voitonjako-osuustuottojen realisoitumisesta. Kokonaisuutena näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan 10–20 % riippuen pitkälti tuloskasvun realisoitumisesta.

Osaketuoton ajurit 2025-2029e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvonmääritys 2/4

Osien summa arvonmäärityksen selkärangana

Osien summa on mielestämme paras lähtökohta CapManin arvonmääritykselle, sillä yhtiön eri tulokomponentit poikkeavat toisistaan muun muassa riskiprofiileiltaan.

Jatkuvia palkkioita tuovan hallinnointiliiketoiminnan palkkiotuloksen olemme arvottaneet 15x EV/EBIT-kertoimella, sillä liiketoiminta on todella ennustettavaa ja pääoman pysyvyys on korkea (rahastot pääosin suljettuja). Näkemyksemme mukaan palkkiotuloksesta on syytä vähentää myös vähemmistöille kuuluvan tulososuuden, sen kuuluessa täysimääräisesti hallinnointiliiketoimintaan. Vähemmistöjen tulososuus oikaistuna olisi 2025 toteutunut palkkiotulos vain noin 5 MEUR ja tästä laskettuna hallinnointitoiminnan arvo olisi ainoastaan 70 MEUR.

Vastaavasti mikäli yhtiö onnistuu skaalaamaan toimintaansa odotuksiemme mukaisesti tulevina vuosina, nousee palkkiotulos 10–15 MEUR:n tasolle. Koska 2027 palkkiotulos on näkemyksemme mukaan liian hyvä johtuen isojen rahastojen sulkeutumisesta saatavista takautuvista palkkioista, käytämme arvostuksessa poikkeuksellisesti 2028 ennustetta, joka on alhaisempi kuin 2027. 2028 palkkiotuloksella hallinnointiliiketoiminnan arvo olisi yli 180 MEUR.

Voitonjako-osuustuottoihin olemme soveltaneet 7x-kerronta, heijastellen niiden heikkoa ennustettavuutta. CapManin tapauksessa heikko ennustettavuus korostuu, sillä voitonjako-osuustuotot nojaavat, ainakin lähivuosina, vain yksittäisiin rahastoihin. Edeltävän 5v keskiarvo tuottosidonnaisille on ollut 5 MEUR ja ennustamamme keskiarvo 2026–2029 on noin 8 MEUR. Soveltamalla näitä lukuja saamme tuottosidonnaisten palkkioiden arvoksi 34–54 MEUR. Näkemyksemme mukaan soveltamassamme kertoimessa olisi nousuvaraa, mikäli CapMan kykenisi

lähivuosina todistamaan, että sen rahastot alkavat tuottaa voitonjakoa laajalla rintamalla, kun niiden ennustettavuus paranisi.

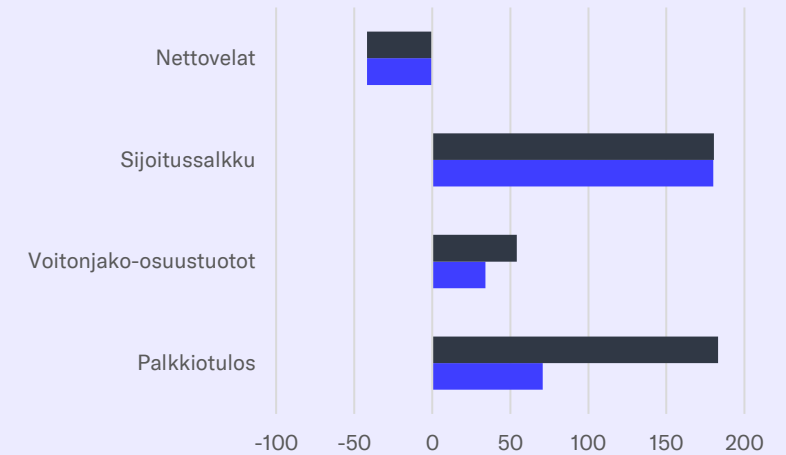
Koko hallinnointiliiketoiminnan EV/EBIT-kerroin on siten laskelmissamme noin 11–12x, ja sen arvo 105–237 MEUR. Haarukka on poikkeuksellisen leveä johtuen palkkiotuloksen vaisusta tasosta ja merkittävästä tuloskasvuodotuksesta.

CapManilla on merkittävät tasesijoitukset, jotka olemme arvottaneet omaisuuserien tasearvoon yhtiön soveltaessa kirjanpidossaan käyvän arvon menetelmää. Keskeinen oletuksemme on, että sijoitussalkun tuotto vastaa pitkässä juoksussa suunnilleen sen tuottovaatimusta. Sijoitussalkun arvo oli Q1'26 lopussa 180 MEUR.

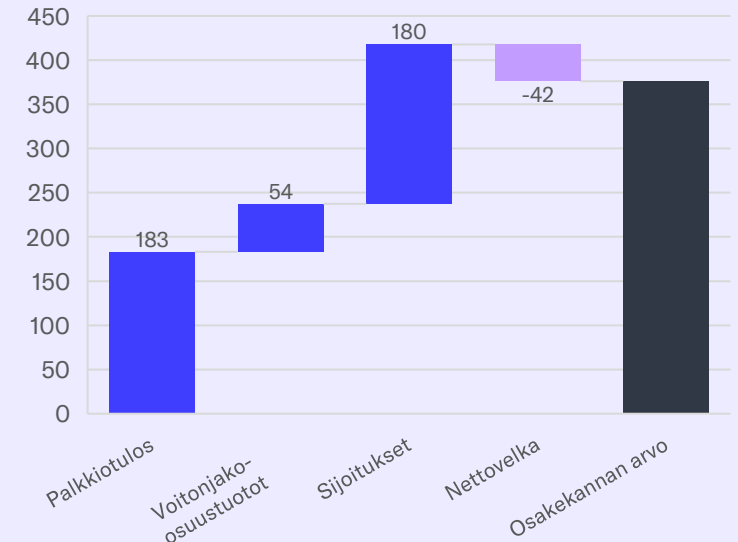
CapManilla oli Q1'26 lopussa 109 MEUR:n korollista velkaa sekä 69 MEUR:n kassa. Tämän lisäksi yhtiöllä on muita varoja 5 MEUR:lla (pääosin osakaslainoja) sekä verovelkaa 7 MEUR:lla (liittyy pääosin sijoitussalkkuun). Nämä erät huomioiden CapManilla olisi nettovelkaa noin 40 MEUR.

Kokonaisuutena saamme näillä oletuksilla CapManin osakekannan arvoksi 240–380 MEUR tai 1,4–2,1 euroa. Huomautamme, että mikäli palkkiotuloksen skaalautuminen tapahtuisi seuraavan kahden vuoden aikana odotetusti, olisi CapManin hallinnointiliiketoiminta suurella todennäköisyydellä tätä nykyistä arvokkaampi, sillä sen hyväksyttävä kerroin olisi noussut etenkin voitonjako-osuustuottojen osalta. Vastaavasti mikäli palkkiotuloksen kasvu ei realisoituisi osakkeenomistajille asti, on osakkeessa vaikea nähdä oleellista nousuvaraa nykytasoilta. Pidämme perusteltuna hinnoitella CapMania haarukan ylälaidalla, sillä ajurit tulosparannuksen realisoitumisen taustalla ovat hyvin selkeät.

Osien summan haarukat (MEUR)



Osien summa laskelma (MEUR)



Arvonmääritys 3/4

Absoluuttiset arvostuskertoimet

CapMan poikkeaa rakenteeltaan merkittävästi keskimääräisestä listatusta varainhoitoverrokista. Keskeisimpänä erona on CapManin taseen suuri sijoitusomaisuus, joka vaikuttaa oleellisesti yhtiön tuloksen mixiin. Tästä huolimatta uskomme sektorin mediaanien tarjoavan kohtalaisen pohjan CapManin arvonmääritykselle, sillä Helsingin listattu varainhoitajajoukko on hyvin laaja.

CapMania on viimeisen 10v ja 5v aikana hinnoiteltu keskimäärin P/E 14x kertoimella, mikä on linjassa verrokkiryhmän pitkän aikavälin tasojen kanssa (graafit sivulla 47). Keskeinen CapManin arvostusta painava tekijä on sen tuloksen heikko mix. Tulos on edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista ja palkkiotuloksen osuus on alhainen. Myös arvostuskertoimien osalta palkkiotuloksen voimakas skaalautuminen olisi erittäin tärkeää, sillä tuloksen mixin parantuminen nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Mikäli tuloksen mix säilyisi nykyisellä

tasolla, olisi CapManille vaikea perustella verrokkiryhmän historiallista tasoa korkeampaa valuaatiota. Vastaavasti tuloksen mixin parantuessa olisi CapManille perusteltavissa preemio suhteessa verrokkeihin, ja samalla CapManin omiin historiallisiin tasoihin nähden.

2025 toteutuneella varsin vaatimattomalla tuloksella CapManin P/E-kerroin on yli 20x, mikä on tuloksen heikko mix huomioiden korkea. Mielestämme onkin selvää, että nykyisissä kertoimissa ei ole nousuvaraa, ja osakkeenomistajien tuoton pitää tulla tuloskasvusta. Tuloskasvun käynnistyessä kertoimet painuvat nopeasti hyvinkin houkutteleviksi, ja jo 2026 tulosparannuksella P/E laskee 13x tasolle. 2027 huipputuloksella P/E on 10x tuntumassa, eli hyvinkin edullinen. Myös osinkotuotto on korkea 7–8 % ja se on linjassa CapManin historiallisten tasojen kanssa.

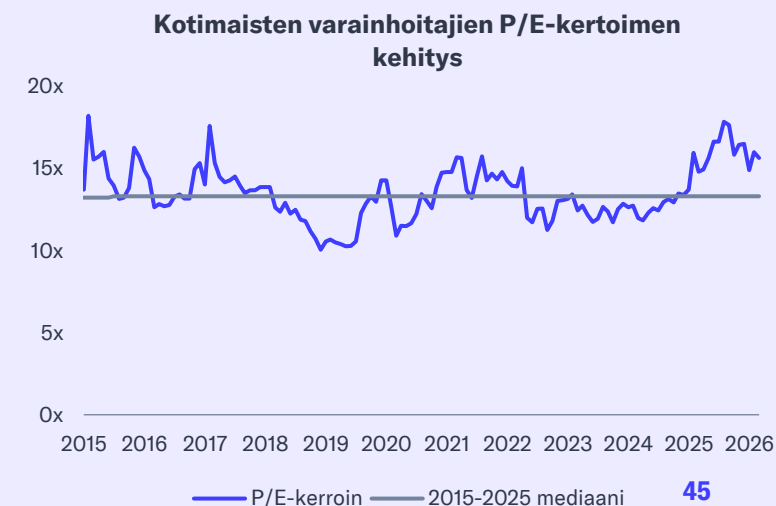
Verrokkiryhmä

Suhteellista arvostusta haarukoidessa painotamme P/E-kertoimia ja osinkotuottoa. EV-pohjaiset kertoimet eivät toimi hyvin monille verrokeille (mm. vähemmistöjen tulososuudet, erot taserakenteissa yms.), emmekä pidä niiden käyttöä järkevänä.

CapMania hinnoitellaan 2025 tuloksella reippaalla preemiolla, mutta 2026–2027 kertoimilla arvostus valahtaa alennuksen puolelle. Mielestämme alennus ei ole perusteltu, ja verrokkiryhmän arvostus puhuukin täysin samaa kieltä kuin absoluuttiset kertoimet sekä osien summa -laskelma: osake on halpa, kunhan tulosparannus realisoituu.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Alexandria	126	112	8,0	7,6	12,4	11,9	7,5	7,9	3,2
Aktia	877	877			11,1	10,0	5,9	6,3	1,3
eQ	404	377	11,8	11,7	16,0	15,7	6,3	6,6	5,6
Evli	635	607	11,0	10,0	16,2	14,4	5,5	5,9	3,8
Taaleri	214	171	7,2	5,5	14,0	9,4	5,3	5,8	0,9
Titanium	65	52	8,7	11,5	13,2	16,5	7,3	5,9	4,3
United Bankers	221	221	12,5	10,4	16,8	13,8	6,0	6,5	3,4
Mandatum	2901	2827	22,1	16,6	26,2	18,9	14,8	9,9	3,5
CapMan (Inderes)	312	315	9,1	6,8	13,1	10,1	7,4	8,0	1,7
Keskiarvo			11,6	10,5	15,7	13,8	7,3	6,8	3,2
Mediaani			11,0	10,4	15,0	14,1	6,1	6,4	3,5
Erotus-% vrt. mediaani			-16 %	-35 %	-13 %	-28 %	20 %	24 %	-52 %

Lähde: Refinitiv / Inderes



Arvonmääritys 4/4

DCF-malli

Konsernitason kassavirtamalli sopii mielestämme CapManille kohtalaisen huonosti. Yhtiön tuloksesta merkittävä osa muodostuu sijoitussalkun ja tuottopalkkioiden kautta, joiden kassavirrat ovat luonteeltaan epätasaisia ja vaikeasti ennustettavia. Lisäksi näiden tuottolähteiden riskiprofiilit poikkeavat selvästi vakaammasta hallinnointiliiketoiminnasta, mikä tekee yhden tuottovaatimuksen soveltamisesta koko konserniin epätarkkaa. Tästä syystä pidämme osien summa -laskelmaa selvästi käyttökelpoisempana arvonmääritysmenetelmänä ja DCF-mallin tulokseen tulee suhtautua lähinnä sitä tukevana.

Kassavirtamallimme (s. 52) nojaa oletukseen siitä, että CapManin kestävä liikevoittotaso on tästä eteenpäin reilu 40 MEUR vuodessa. Tuottovaatimus (WACC) 9,2 % on hieman keskimääräisen kotimaisen verrokin alapuolella. Myös DCF-mallissa heijastuu aiempi teema: mikäli tuloksen mix olisi parempi, voisi WACC olla helposti alhaisempi.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo

Viimeisenä arvostusmenetelmänä olemme käyttäneet CapManin hallinnoitavaa varallisuutta (AUM). AUM:n arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioitasosta ja pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Karkeana yleistykseen valtaosa AUM:sta hinnoitellaan 1–5 %:n arvoiseksi, mikä on linjassa historiallisten yrityskauppojen kanssa.

CapManin AUM on lähtökohtaisesti erittäin korkealaatuista, sillä se on huomattavilta osin suljetuissa rahastoissa, sen palkkiotaso on hyvä ja valtaosassa sen AUM:ista on

mukana tuottosidonnainen palkkio. Selkeänä miinuksena on se, että vaikka CapManin AUM tuottaakin paljon liikevaihtoa, jää siitä edelleen hyvin rajallisesti palkkiotulosta omistajille.

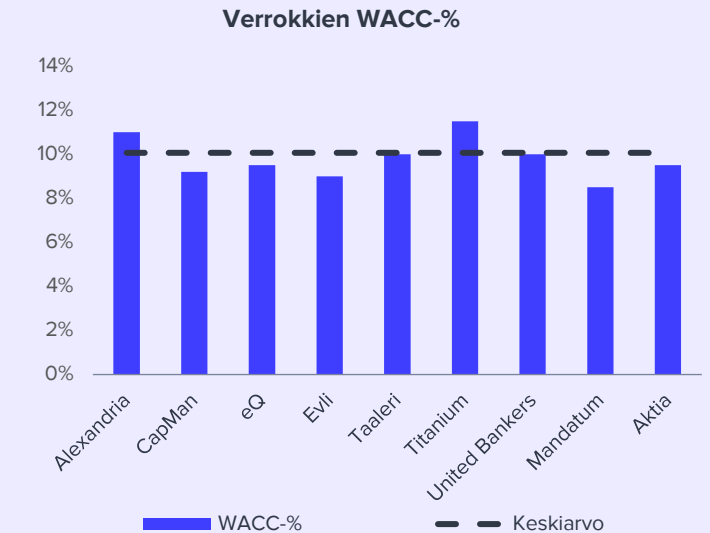
Nykyisellä noin 310 MEUR:n markkina-arvolla markkina antaa laskennallisesti noin 170 MEUR:n arvon hallinnointiliiketoiminnalle. Suhteessa 7,2 miljardin euron hallinnoitavaan varallisuuteen tämä on alle 2,5 %. Taso on mielestämme alhainen, kun se suhteutetaan pääoman korkeaan laatuun. Näkemyksemme mukaan CapManin AUM:lle voitaisiin perustella tätä korkeampi arvo, mikäli yhtiö saisi AUM:sta enemmän palkkiotulosta vähemmistöjen tulososuuksien jälkeen.

Puhtaasti AUM:n laadun kannalta tarkasteltuna CapManin AUM:lle voitaisiin perustella arviolta 4–5 %:n arvo. Näin laskettuna hallinnointiliiketoiminnan arvo olisi 290–360 MEUR. Tämä kuitenkin vaatisi, että hallinnointiliiketoiminnan tulos olisi merkittävästi nykyistä korkeampi.

Asiaa voi myös tarkastella toisesta kulmasta: vaikka CapMan ei tällä hetkellä saakaan AUM:sta irti merkittävää palkkiotulosta, voisi tähän AUM:iin sitoutuneen arvon saada esille yrityskaupalla. Mielestämme on selvää, että ostokohteena CapMan tarjoaisi merkittävää kulusynergia potentiaalia ostajalle, ja tämän kautta AUM:ssa oleva arvo olisi mahdollista saada esiin. Mielestämme laskelman ylälaita kuvastaa juurikin tätä potentiaalia.

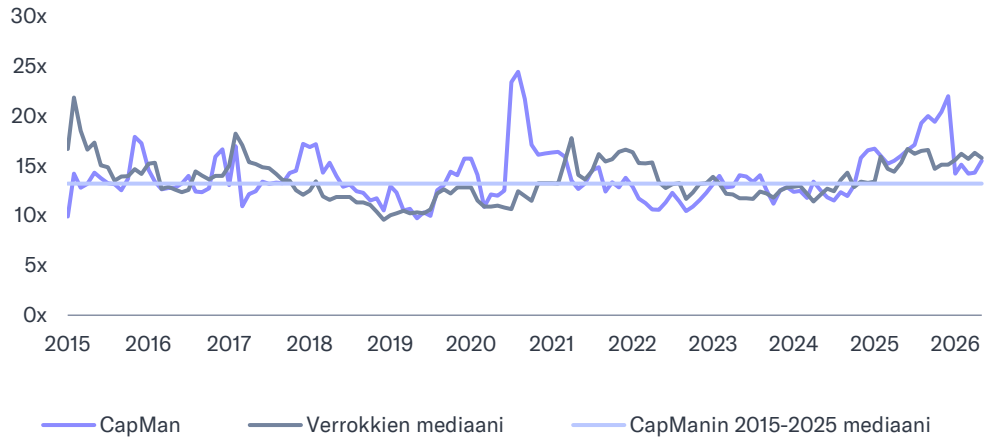
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	312	313	314
Yritysarvo (EV)	315	316	306
P/E (oik.)	13,1	10,1	12,0
P/E	14,5	11,0	13,2
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,3	3,6	3,6
EV/EBITDA	8,9	6,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	9,1	6,8	7,5
Osinko/tulos (%)	107 %	88 %	112 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,0 %	8,5 %

Lähde: Inderes

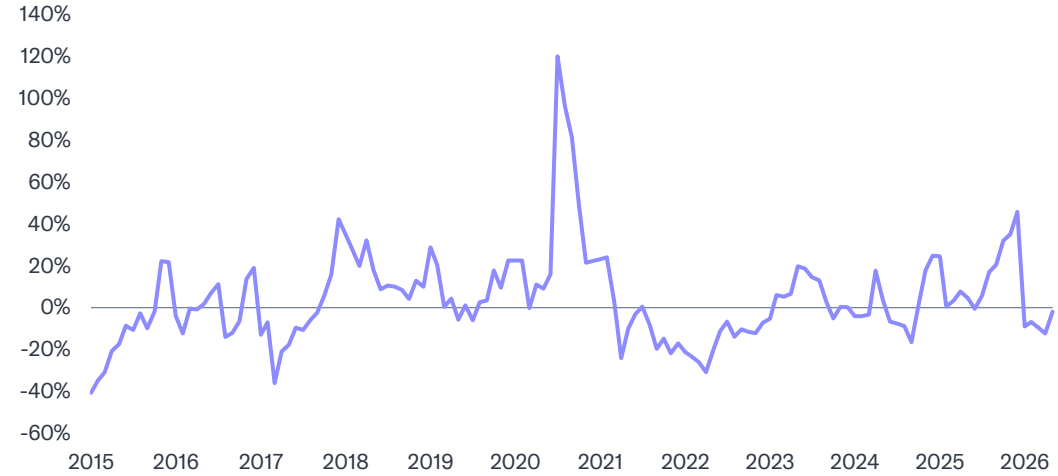


CapManin historiallinen arvostus

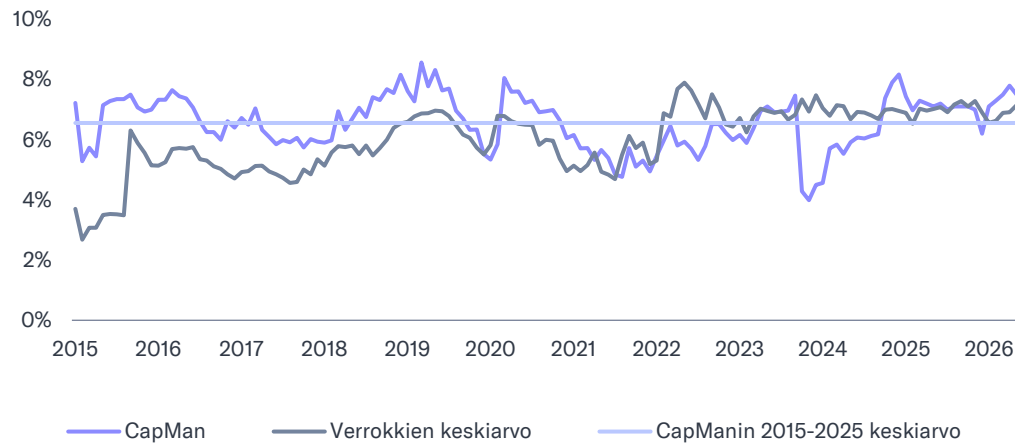
CapManin ja verrokkien P/E-kerroin



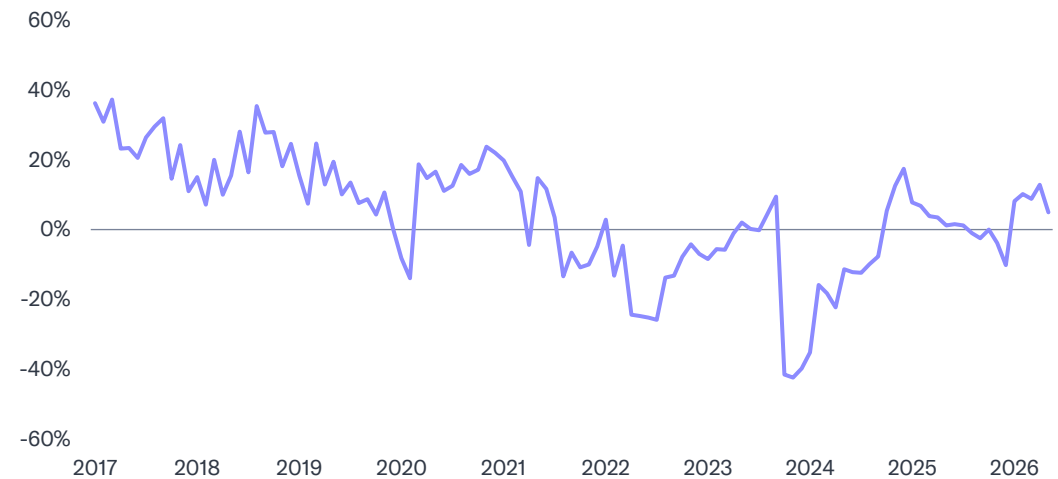
CapManin P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



CapManin ja verrokkien osinkotuotto-%



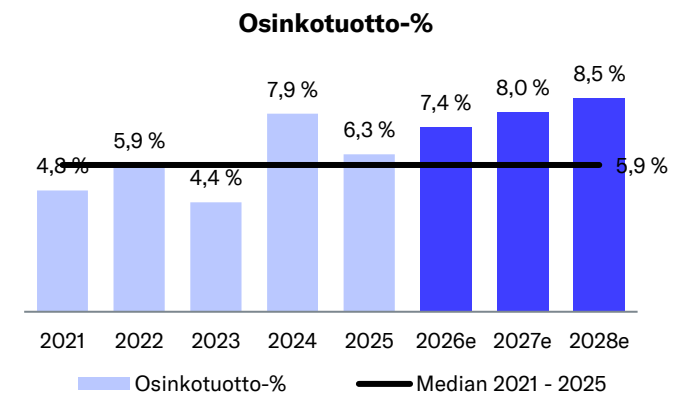
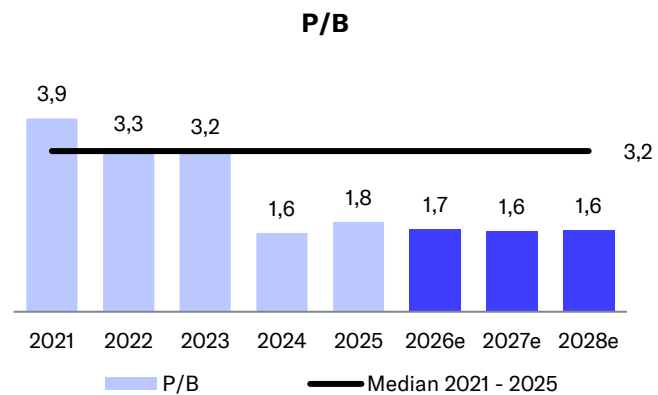
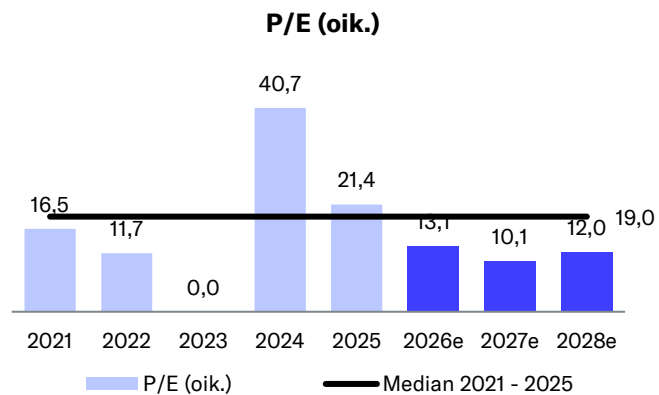
CapManin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	3,10	2,90	2,29	1,77	1,91	1,76	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	156,6	158,1	158,6	176,9	176,9	177,4	177,9	178,4	178,9
Markkina-arvo	486	458	363	313	338	312	313	314	315
Yritysarvo (EV)	513	506	426	289	347	315	316	306	299
P/E (oik.)	16,5	11,7	neg.	40,7	21,4	13,1	10,1	12,0	11,7
P/E	16,5	12,5	neg.	4,6	25,6	14,5	11,0	13,2	12,6
P/B	3,9	3,3	3,2	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
P/S	10,6	7,8	7,4	5,4	5,4	4,3	3,5	3,7	3,5
EV/Liikevaihto	11,2	8,6	8,6	5,0	5,5	4,3	3,6	3,6	3,3
EV/EBITDA	12,5	9,3	>100	15,2	13,2	8,9	6,7	7,4	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,9	9,6	>100	15,2	13,4	9,1	6,8	7,5	7,3
Osinko/tulos (%)	80,1 %	73,4 %	neg.	36,0 %	161,0 %	106,9 %	87,5 %	112,2 %	114,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,9 %	6,3 %	7,4 %	8,0 %	8,5 %	9,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	125	111	7,9	7,5	12,3	11,8	7,6	8,0	3,2
Aktia	860	860			10,9	9,8	6,0	6,4	1,2
eQ	394	367	11,4	11,3	15,6	15,3	6,4	6,8	5,4
Evli	619	591	10,7	9,7	15,8	14,0	5,6	6,0	3,7
Taaleri	216	173	7,3	5,6	14,1	9,5	5,3	5,8	0,9
Titanium	64	52	8,6	11,4	13,1	16,4	7,3	5,9	4,2
United Bankers	215	215	12,2	10,2	16,4	13,5	6,2	6,7	3,4
Mandatum	2939	2865	22,4	16,8	26,6	19,2	14,6	9,8	3,5
CapMan (Inderes)	312	315	9,1	6,8	13,1	10,1	7,4	8,0	1,7
Keskiarvo			11,5	10,4	15,6	13,7	7,4	6,9	3,2
Mediaani			10,7	10,2	14,8	13,8	6,3	6,5	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	-33 %	-12 %	-26 %	17 %	22 %	-52 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	57,6	13,0	14,1	15,4	20,5	63,0	16,3	18,0	16,4	22,6	73,3	88,6	85,0	89,3
Hallinnointiliiketoiminta	56,8	13,0	14,1	15,4	20,5	63,0	16,3	18,0	16,4	22,6	73,3	88,6	85,0	89,3
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	19,1	7,6	3,1	8,6	6,9	26,2	6,4	9,5	8,2	11,3	35,3	47,4	41,4	41,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,0	7,3	3,3	8,5	6,7	25,8	6,1	9,3	8,0	11,1	34,4	46,5	40,7	40,7
Liikevoitto	16,7	6,9	2,4	7,8	6,1	23,2	5,6	8,7	7,4	10,5	32,1	44,1	38,3	38,7
Hallinnointiliiketoiminta	17,2	1,2	0,5	3,1	2,9	7,7	2,0	3,3	3,1	6,3	14,7	26,6	20,3	21,7
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitustoiminta	6,9	5,7	1,9	4,8	3,1	15,5	3,6	5,4	4,3	4,3	17,5	17,5	18,0	17,0
Muut	-7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,3	-1,4	-1,6	-1,3	-1,9	-6,1	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-4,5	-4,5	-4,1	-2,8
Tulos ennen veroja	76,6	5,6	0,8	6,6	4,2	17,1	4,7	7,5	6,2	9,3	27,6	39,7	34,2	35,9
Verot	-3,0	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-1,3	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-2,6	-7,5	-6,5	-6,8
Vähemmistöosuudet	-4,9	-0,8	-0,5	-0,8	-0,5	-2,6	-0,9	-0,9	-0,7	-1,0	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1
Nettotulos	68,8	4,1	0,1	5,4	3,5	13,2	3,3	5,9	4,9	7,5	21,6	28,5	23,8	25,0
EPS (oikaistu)	0,04	0,03	0,01	0,03	0,02	0,09	0,02	0,04	0,03	0,05	0,13	0,17	0,15	0,15
EPS (raportoitu)	0,39	0,02	0,00	0,03	0,02	0,07	0,02	0,03	0,03	0,04	0,12	0,16	0,13	0,14

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-16,8 %	-8,2 %	20,6 %	48,2 %	9,4 %	25,2 %	27,3 %	6,7 %	10,4 %	16,3 %	20,9 %	-4,1 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2330,9 %	7,8 %	24,8 %	400,0 %	-14,2 %	36,2 %	-16,5 %	182,5 %	-6,5 %	64,7 %	33,3 %	35,2 %	-12,6 %	0,0 %
Käyttökate-%	33,1 %	58,5 %	21,9 %	56,0 %	33,7 %	41,6 %	39,4 %	52,7 %	49,6 %	50,0 %	48,2 %	53,4 %	48,7 %	46,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,9 %	56,2 %	23,3 %	55,1 %	32,9 %	41,0 %	37,5 %	51,6 %	48,3 %	49,1 %	47,0 %	52,5 %	47,8 %	45,5 %
Nettotulos-%	119,4 %	31,9 %	1,0 %	35,0 %	17,1 %	20,9 %	20,4 %	32,8 %	29,7 %	33,0 %	29,4 %	32,1 %	28,0 %	28,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	215	237	231	235	224
Liikearvo	30,1	32,5	32,5	32,5	32,5
Aineettomat hyödykkeet	12,4	16,7	15,1	13,6	12,2
Käyttöomaisuus	2,9	6,4	6,8	7,2	7,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	168	179	175	180	170
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	128	101	115	111	89,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	7,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Myyntisaamiset	27,4	31,0	35,9	43,4	41,7
Likvidit varat	93,9	64,5	73,3	62,1	42,5
Taseen loppusumma	343	338	346	346	314

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	203	194	195	200	199
Osakepääoma	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2
Kertyneet voittovarot	104	93,3	93,7	99,1	98,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Muu oma pääoma	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Vähemmistöosuus	3,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Pitkäaikaiset velat	110	116	120	108	78,7
Laskennalliset verovelat	8,5	9,3	9,3	9,3	9,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	101	105	109	97,1	67,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Lyhytaikaiset velat	30,4	27,1	31,5	37,8	36,1
Korolliset velat	1,3	1,1	0,1	0,4	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,4	23,2	28,6	34,6	33,2
Muut lyhytaikaiset velat	9,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	343	338	346	346	314

DCF-laskelma

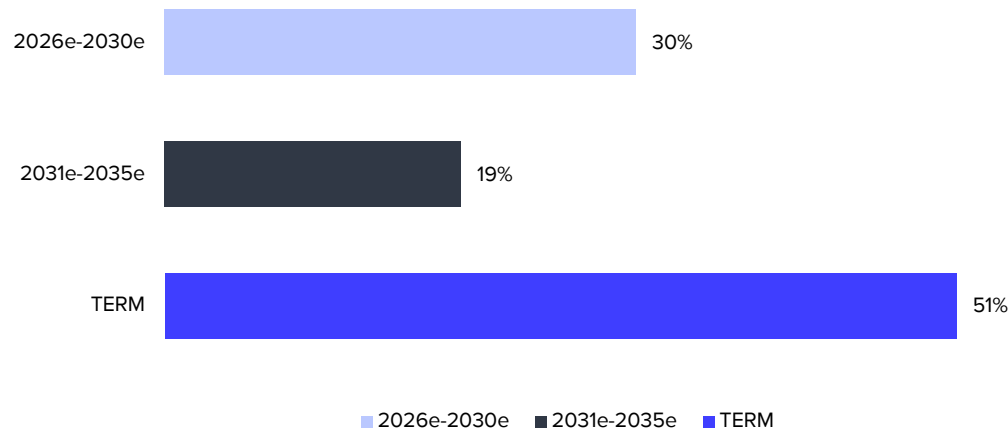
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	16,3 %	20,9 %	-4,1 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	36,9 %	43,8 %	49,8 %	45,0 %	43,3 %	43,0 %	42,0 %	41,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Liikevoitto	23,2	32,1	44,1	38,3	38,7	40,3	41,3	41,6	41,8	43,0	44,1	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,6	-2,6	-7,5	-6,5	-6,8	-7,2	-7,3	-7,4	-7,5	-7,8	-8,0	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-1,2	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	0,5	-1,5	0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	20,0	32,8	37,4	34,5	34,0	35,3	36,1	36,5	36,6	37,7	38,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,5	2,2	-7,1	7,8	7,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,3	35,0	30,3	42,3	41,7	32,9	33,6	33,9	33,9	34,9	36,0	
+/- Muut	3,0	-3,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	32,0	28,3	42,3	41,7	32,9	33,6	33,9	33,9	34,9	36,0	551
Diskontattu vapaa kassavirta		30,4	24,6	33,7	30,4	22,0	20,5	19,0	17,4	16,4	15,5	237
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		467	436	412	378	348	326	305	286	269	252	237
Velaton arvo DCF		467										
- Korolliset velat		-106,1										
+ Rahavarat		64,5										
+ Osakkuusyhtiöt		64,1										
-Vähemmistöosuus		-31,5										
-Osinko/pääomapalautus		-21,2										
Oman pääoman arvo DCF		436										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

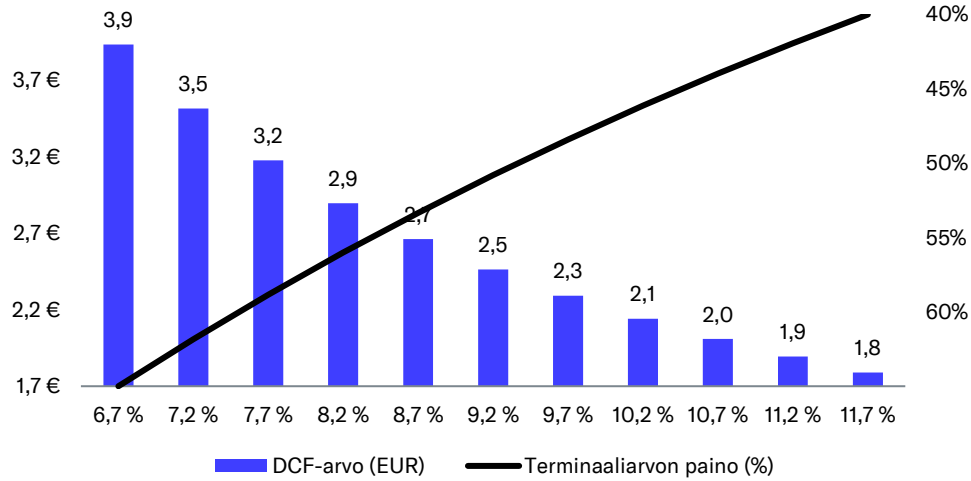
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

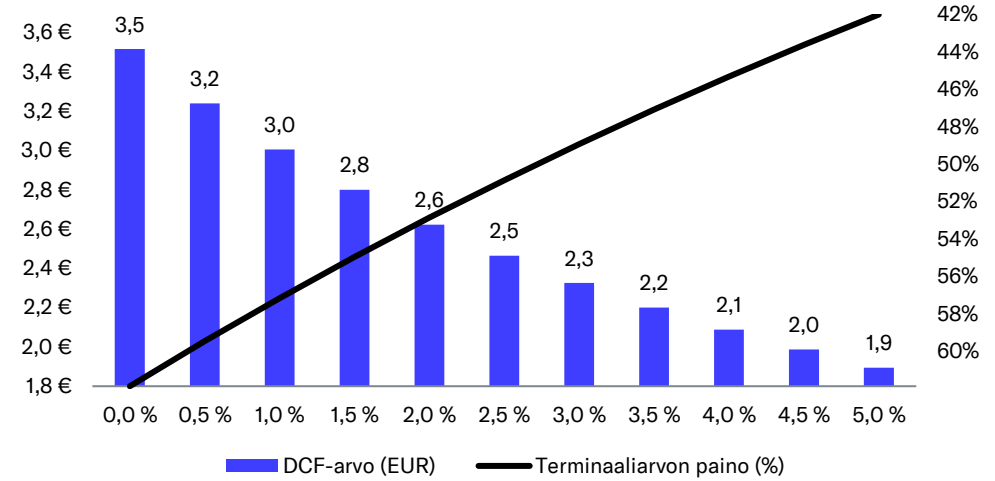


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

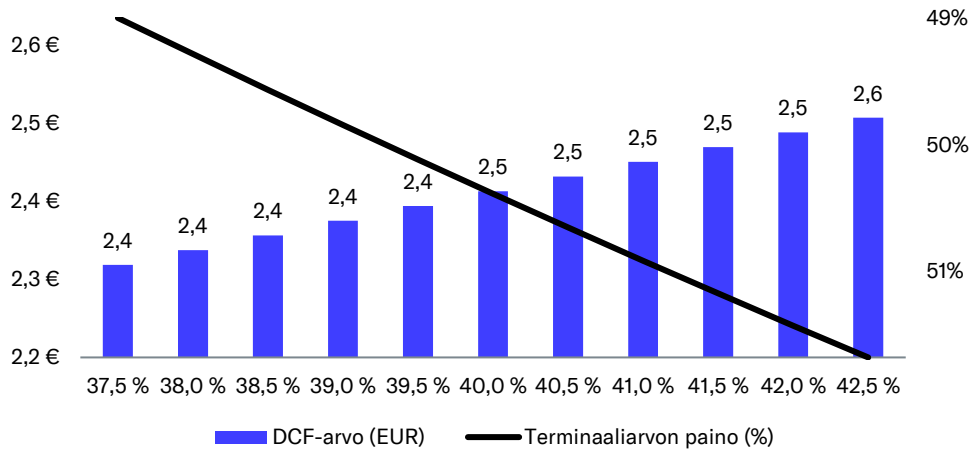
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



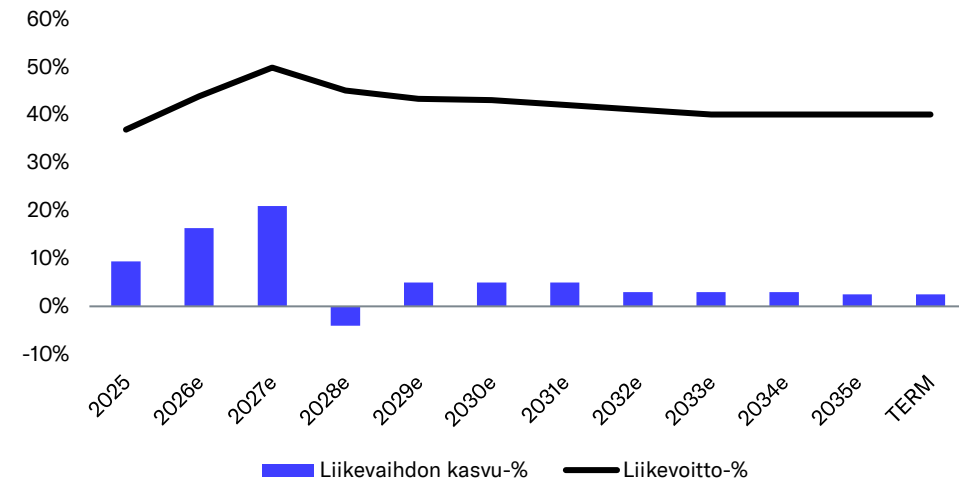
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	49,3	57,6	63,0	73,3	88,6
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	35,3	47,4
Liikevoitto	-1,3	16,7	23,2	32,1	44,1
Voitto ennen veroja	-2,0	76,6	17,1	27,6	39,7
Nettovoitto	-3,4	68,8	13,2	21,6	28,5
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,3	-2,6	-2,3	-2,4

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	241,4	343,3	337,6	345,9	346,0
Oma pääoma	115,1	202,7	194,4	194,7	200,1
Liikearvo	7,9	30,1	32,5	32,5	32,5
Nettovelat	52,8	8,6	41,6	35,4	35,4

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	35,3	47,4
Nettokäyttöpääoman muutos	11,5	-4,3	-5,2	0,5	-1,5
Operatiivinen kassavirta	9,6	13,4	20,0	32,8	37,4
Investoinnit	8,1	-44,2	-24,5	2,2	-7,1
Vapaa kassavirta	10,9	52,3	-0,3	32,0	28,3

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	8,6	5,0	5,5	4,3	3,6
EV/EBITDA	>100	15,2	13,2	8,9	6,7
EV/EBIT (oik.)	>100	15,2	13,4	9,1	6,8
P/E (oik.)	neg.	40,7	21,4	13,1	10,1
P/B	3,2	1,6	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	4,4 %	7,9 %	6,3 %	7,4 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,02	0,39	0,07	0,12	0,16
EPS (oikaistu)	-0,01	0,04	0,09	0,13	0,17
Operat. Kassavirta / osake	0,06	0,08	0,11	0,19	0,21
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,07	0,30	0,00	0,18	0,16
Omapääoma / osake	0,71	1,12	1,06	1,06	1,09
Osinko / osake	0,10	0,14	0,12	0,13	0,14

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-16 %	17 %	9 %	16 %	21 %
Käyttökateen kasvu-%	-100 %	7943 %	38 %	35 %	34 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-99 %	2331 %	36 %	33 %	35 %
EPS oik. kasvu-%	-103 %	-604 %	105 %	51 %	29 %
Käyttökate-%	0,5 %	33,1 %	41,6 %	48,2 %	53,4 %
Oik. Liikevoitto-%	1,6 %	32,9 %	41,0 %	47,0 %	52,5 %
Liikevoitto-%	-2,6 %	28,9 %	36,9 %	43,8 %	49,8 %
ROE-%	-2,7 %	44,1 %	6,8 %	11,5 %	14,9 %
ROI-%	-0,6 %	31,5 %	7,7 %	10,6 %	15,3 %
Omavaraisuusaste	47,7 %	59,0 %	57,6 %	56,3 %	57,8 %
Nettovelkaantumisaste	45,9 %	4,2 %	21,4 %	18,2 %	17,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatuinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.4.2020	Lisää	1,90 €	1,76 €
7.8.2020	Lisää	2,10 €	1,96 €
30.10.2020	Lisää	2,10 €	1,93 €
5.2.2021	Lisää	2,80 €	2,63 €
22.2.2021	Lisää	2,80 €	2,68 €
30.4.2021	Lisää	3,00 €	2,78 €
6.8.2021	Lisää	3,30 €	3,04 €
28.10.2021	Lisää	3,30 €	2,98 €
5.1.2022	Lisää	3,30 €	3,10 €
4.2.2022	Lisää	3,30 €	3,00 €
21.3.2022	Lisää	3,10 €	2,81 €
29.4.2022	Osta	3,10 €	2,62 €
5.8.2022	Lisää	3,30 €	3,09 €
28.10.2022	Lisää	3,00 €	2,60 €
14.11.2022	Lisää	3,00 €	2,58 €
3.2.2022	Lisää	3,10 €	2,89 €
2.5.2023	Lisää	2,90 €	2,59 €
4.8.2023	Lisää	2,70 €	2,57 €
27.10.2023	Lisää	2,40 €	2,06 €
8.2.2024	Lisää	2,20 €	1,96 €
6.3.2024	Lisää	2,20 €	1,94 €
6.5.2024	Vähennä	2,20 €	2,10 €
3.6.2024	Lisää	2,20 €	1,91 €
8.8.2024	Lisää	2,10 €	1,78 €
7.10.2024	Lisää	2,10 €	1,92 €
14.10.2024	Lisää	2,10 €	1,89 €
8.11.2024	Lisää	2,10 €	1,77 €
14.2.2025	Lisää	2,10 €	1,87 €
12.5.2025	Lisää	2,10 €	1,83 €
8.8.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
7.11.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
13.2.2026	Lisää	2,10 €	1,79 €
7.5.2026	Lisää	2,10 €	1,80 €
29.5.2026	Lisää	2,10 €	1,76 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**