

CapMan

Laaja raportti

13.11.2022 13:20



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



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

Strategia etenee mallikkaasti

Toistamme CapManin 3,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen. Odotamme yhtiöltä vahvaa tulosekehitystä haastavasta markkinatilanteesta huolimatta ja suhteessa tähän osakkeen arvostus ei ole korkea. Ennusteidemme realisoituessa matalat kertoimet sekä korkea osinkotuotto tarjoavat jo vahvan tuotto-odotuksen.

Vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittyvä varainhoitotalo

CapManilla on kolme liiketoiminta-alueita: 1) Hallinnointiliiketoiminta, 2) Palvelut ja 3) omasta taseesta tehtävät sijoitukset. Muut-segmentti pitää sisällään CapManin konsernihallinnon. Hallinnointiliiketoiminta muodostaa CapManin liiketoiminnan kovan ytimen ja yhtiöllä oli hallinnoitavaa varallisuutta Q3'22 lopussa 4927 MEUR. Hallinnoitavista pääomista noin 67 % on kiinteistöissä, noin 21 % private equityssä, noin 10 % infrassa ja 2 % muissa pääomissa. Yhtiö on fokusoinut vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin ja monista listautuista varainhoitajista poiketen enemmistö sen AUM:sta tulee kansainvälisiltä sijoittajilta.

Strategiaa toteutettu onnistuneesti

2016 lanseeratun kasvustrategian jälkeen yhtiön omistajapohja ja avainhenkilöstö ovat isolta osin vaihtuneet ja tuotetarjonta sekä asiakaskunta ovat laajentuneet. Kaikista tärkeimpänä tekijänä on yhtiön rahastojen parantunut performanssi. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön liiketoiminta on kääntynyt vahvaan kasvuun ja kannattavuustaso on parantunut selvästi. Yhtiön strategia onkin kiistatta viennyt yhtiötä oikeaan suuntaan ja sen toteuttamisessa on onnistuttu hyvin, mistä kertoo myös strategiakauden aikainen osakkeen vuotuinen 18 %:n tuotto. Yhtiö päivitti strategiansa syksyllä 2022. Sen keskeisenä tavoitteena on jatkaa vahvaa kasvua ja jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuusparannus on myös aiempaa keskeisemmässä roolissa. Tämä on tärkeää, sillä tuloksen mix on edelleen verrattain heikko sen painoutuessa pitkälti sijoituksiin sekä voitonjako-osuustuottoihin.

Lähivuosien tulos ei kasva, mutta laatu paranee huomattavasti

CapMan on mielestämme positioitunut sektorillaan erinomaisesti (varainhoito + vaihtoehtoiset omaisuusluokat), ja yhtiön strategian toteutus on viime vuosina ollut hyvin vakuuttavaa. Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia ja odotamme yhtiön tuloksen pysyvän lähivuodet 40–50 MEUR:ssa. Tulos ei lähivuosina kasva johtuen 2022 poikkeuksellisen kovista sijoitustuotoista. Tuloksen mix kuitenkin paranee merkittävästi, kun Hallinnointiliiketoiminnan tulos kasvaa voimakkaasti. Sijoittajien tulee kiinnittää tuloksen laatuun erityistä huomiota, sillä tuloksen mixillä on ratkaiseva merkitys CapManin arvolle. Yhtiöllä ei ole ongelmia jatkaa tasaista osingon kasvattamista ja osinkoennusteisiin liittyvä riski on hyvin maltillinen.

Arvostus ei ole korkea ja osinkotuotto tukee kokonaistuottoa

Olemme haarukoineet CapManin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen kerroinpohjaisen arvostuksen sekä kassavirtalaskelman kautta. Eri arvonmääritysmenetelmämme ovat kohtalaisen hyvin linjassa keskenään ja niiden mukainen käypä arvo on 2,6–3,2 euroa. Osakkeen tulospohjainen arvostus ei ole korkea ja tuloksen mixin jatkaessa parantumistaan on kertoimissa mielestämme selvääkin nousuvaraa. Yli 6 %:n erittäin turvallinen osinkotuotto tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa. Näkemyksemme mukaan matalien kertoimien ja osingon yhdistelmällä voisi perustella vahvemman näkemyksen. Haluamme kuitenkin nähdä lisää merkkejä navigoinnista vaikeassa markkinaympäristössä etenkin uusmyynnin ja voitonjakotuottojen realisoitumisen myötä.

Suositus

Lisää

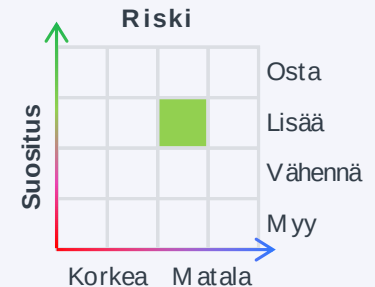
(aik. Lisää)

3,00 EUR

(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi:

2,58



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	52,8	66,8	79,5	83,5
kasvu-%	23 %	26 %	19 %	5 %
EBIT oik.	44,6	54,9	41,3	51,0
EBIT-% oik.	84,6 %	82,3 %	52,0 %	61,0 %
Nettotulos	34,3	41,8	29,5	35,6
EPS (oik.)	0,22	0,26	0,19	0,22

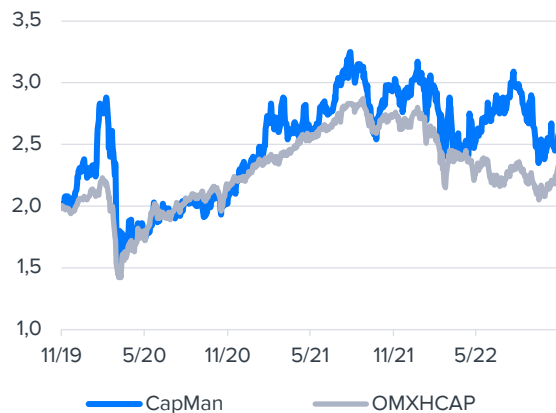
P/E (oik.)	14,1	9,8	13,9	11,6
P/B	3,9	2,8	2,8	2,6
Osinkotuotto-%	4,8 %	6,2 %	6,6 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	8,4	11,2	9,0
EV/EBITDA	11,1	8,1	10,8	8,7
EV/Liikevaihto	9,7	6,9	5,8	5,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

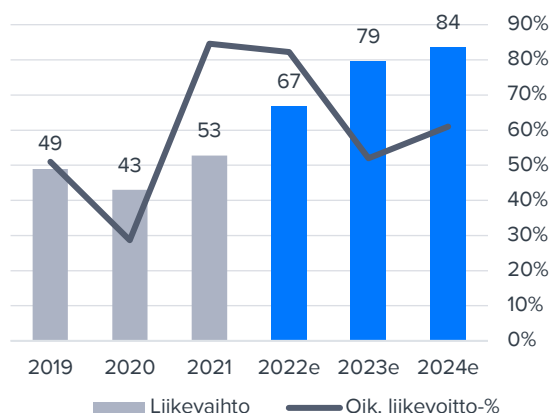
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi



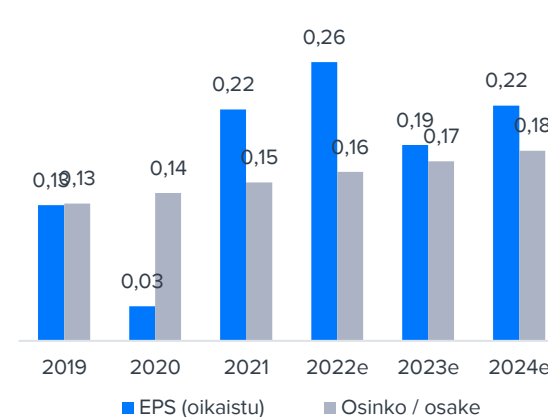
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uudet tuotteet
- Avoimien tuotteiden kasvu
- Voitonjako-osuustuottojen kasvu
- CWS:n ylösajo
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Parantuva kulutehokkuus



Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Rahastojen kyky tehdä hyviä tuottoja sijoittajille
- Sijoitussalkun osuus tuloksesta edelleen merkittävä
- Markkinatilanne

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Markkina-arvo	409	409	409
Yritysarvo (EV)	459	464	457
P/E (oik.)	9,8	13,9	11,6
P/E	9,8	13,9	11,6
P/Kassavirta	>100	16,6	10,1
P/B	2,8	2,8	2,6
P/S	6,1	5,1	4,9
EV/Liikevaihto	6,9	5,8	5,5
EV/EBITDA (oik.)	8,1	10,8	8,7
EV/EBIT (oik.)	8,4	11,2	9,0
Osinko/tulos (%)	61 %	92 %	81 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,6 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5–6
Segmentit: Hallinnointiliiketoiminta	7–15
Segmentit: Palvelut	16
Segmentit: Sijoitukset	17–19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20–23
Toimiala	24–32
Sijoitus- ja riskiprofiili	33–34
Taloudellinen tilanne	35–36
Ennusteet	37–42
Arvonmääritys	43–46
Liitteet	47–52
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	53

CapMan lyhyesti

CapMan on vuonna 1989 perustettu pohjoismainen listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja.

1989

Perustamisvuosi

2001

Listautuminen Helsingin pörssiin

52,8 MEUR

Liikevaihto 2021

44,6 MEUR

Liikevoitto 2021

4,5 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat 2021 lopussa

161

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin 2021

Laajentumisen vuodet (2000–2008)

CapMan laajenee Ruotsiin, Tanskaan ja Norjaan ja yhtiöstä tulee pohjoismainen toimija

CapMan laajentuu mm. Real Estate ja Public Market -sijoitusalueisiin

Yhtiö yltää erinomaisiin sijoitustuottoihin ja kerää ennätysmäärät uutta pääomaa "supersyklin" aikana

Finanssikriisi (2009–2015)

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

Supersyklin huipulla kerättyjen rahastojen tuotot jäävät heikoiksi

Yhtiö aloittaa isot uudelleenjärjestelyt

Uudelleenrakennus (2016–2020)

Norvestia-yritysoston myötä CapManin omistajarakenne muuttuu ja osakesarjat yhdistetään

Uusi toimitusjohtaja, uusi strategia ja uudet sijoitustiimit

Palveluliiketoiminta eriytetään omaksi yksikökseen

Yhtiö perustaa useita uusia sijoitusalueita, varainkeruu sujuu pääasiassa hyvin

Hallinnointiliiketoiminta väläyttelee ensimmäisiä merkkejä tulospotentialistaan

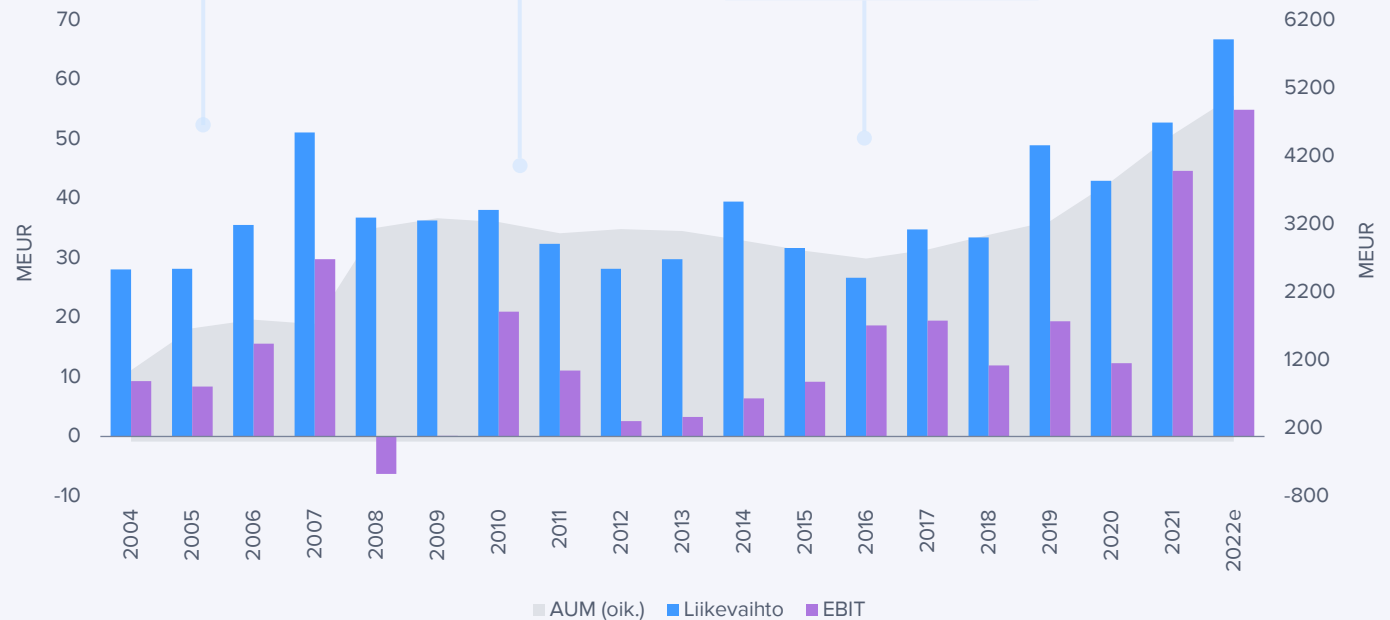
Sadonkorjuun aika (2021–)

Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja strategian systemaattinen toteutus

Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuusparannuksen jatkuminen

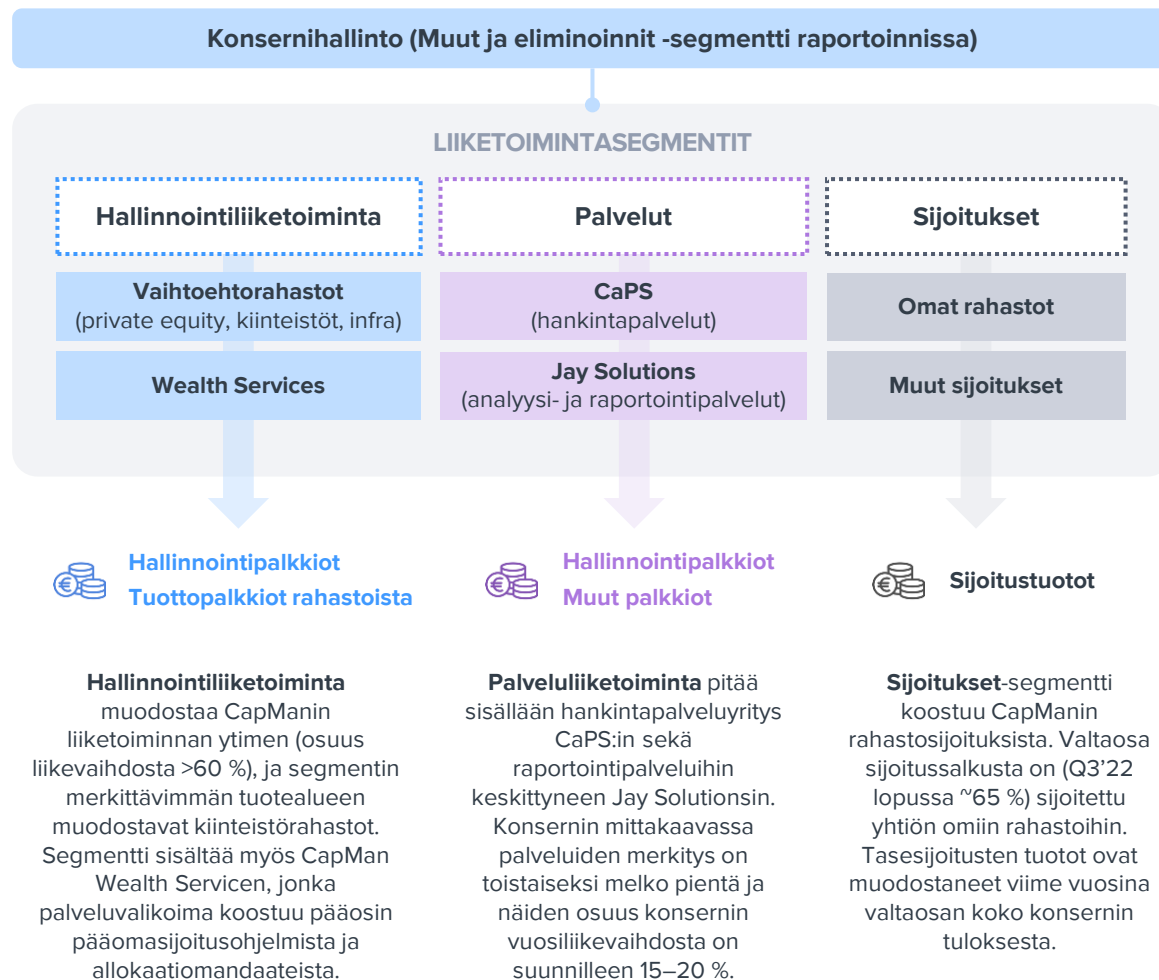
Voitonjako-osuustuotot nostavat tuloksen seuraavalle tasolle

Yritysjärjestelyt todennäköisiä keskipitkällä aikavälillä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

CapMan on yksi ensimmäisiä pohjoismaisia private equity -rahastomanagereita. Yhtiö on muista Helsingin pörssin varainhoitajista poiketen keskittynyt puhtaasti listaamattomiin omaisuuslajeihin, ja nämä sisältävät mm. private equity -rahastoja, kiinteistörahastoja, velkarahastoja ja infrarahastoja.



CapMan



Capmanin hallinnoitava varallisuus oli Q3'22 lopussa 4,9 mrd. euroa.



Asiakaskunta on vahvasti painottunut institutionaalsiin sijoittajiin.

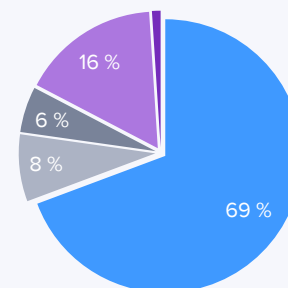


Yhtiöllä on tällä hetkellä 18 vaihtoehtoista rahastotuotetta ja useita sijoitusmandaatteja.



Liikevaihdon merkittävin komponentti on hallinnointipalkkiot, joista yhtiön kiinteistörahastot tuovat suurimman osan.

Liikevaihdon jakauma (2021)



- Hallinnointipalkkiot
- Palkkiot varainhoitopalveluista
- Voitonjako-osuustuotot
- Palveluliiketoiminta
- Muut palkkiot

Hallinnointiliiketoiminta 1/6

Konsernin ydin

CapManin hallinnointiliiketoiminta on keskittynyt täysin listaamattomiin omaisuusluokkiin sekä ammattimaisiin sijoittajiin. Q3'22 lopussa CapManin hallinnoitavat pääomat (AUM) olivat 4927 MEUR. Hallinnointiliiketoiminta sisältää kolme sijoitusalueetta, jotka ovat Private Equity, Real Estate ja Infra. Lisäksi varainhoitoyksikkö CapMan Wealth Services täydentää hallinnointiliiketoiminnan tarjontaa.

Puhtaasti listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittynyt varainhoitaja

Listaamattomiin omaisuuslajeihin sijoittaminen tarkoittaa käytännössä suorien, pääasiassa enemmistöomisteisten sijoitusten tekemistä esimerkiksi listaamattomiin osakeyhtiöihin tai kiinteistöihin. Sijoitukset tehdään tyypillisesti suljettujen pääomarahastojen kautta, jotka keräävät pääomaa eläkeyhtiöiden ja säätiöiden kaltaisilta instituutionaalisilta sijoittajilta. Suljetut rahastot ovat pääsääntöisesti yksityissijoittajien saavuttamattomissa suurista sijoitusvaatimuksista johtuen (tyypillisesti miljoonia). CapManin uuden CapMan Wealth Services -palvelualueen kautta myös muut kuin suuret instituutionaaliset sijoittajat voivat sijoittaa näihin tuotteisiin erilaisten varainhoito-ohjelmien kautta.

Rahastojen sijoitustiimit pyrkivät aktiivisesti kehittämään kohdesijoituksiaan yhdessä kohdeyhtiön johdon ja/tai kiinteistön vuokralaisten kanssa. Kohdeyhtiön arvoa pyritään kasvattamaan esimerkiksi strategiaa terävöittämällä, operatiivista tehokkuutta parantamalla ja kasvua kiihdyttämällä mm. yritysostoin. Myös velkavipu näyttelee sijoitustoiminnassa usein merkittävää roolia.

Rahastorakenne laskee markkinan vaikutusta

Uusmyynnin lisäksi arvomuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden AUM:n määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot (osake, korko), joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

Avoimien vaihtoehtorahastojen sisältämät omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena. Näiden osalta arviot arvonnekehityksestä perustuvat kansainvälisiin arvonnäärityksiperiaatteisiin, mutta sisältävät myös tietyissä osin johdon harkintaa, minkä myötä myös rahaston volatiliiteetti on tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi. Useat kiinteistörahostot toimivat tällä periaatteella.

Suljetut vaihtoehtorahastot (esimerkiksi private equity -rahastot) ovat toiminnassa vain tietyn aikaa (tyypillisesti 10 vuotta), eikä niistä tällöin ole pääsääntöisesti mahdollista lunastaa pääomia. CapMan ja useat muut toimijat kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käypiä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti sidottu rahastoon kerätyihin pääomiin. Näin ollen yleisellä markkinakehityksellä ei ole merkitystä rahastojen jatkuviin palkkioihin.

Karkeasti puolet CapManin AUMista on suljetuissa rahastoissa ja toinen puoli avoimissa vaihtoehtorahastoissa. Perinteistä rahastopääomaa CapManilla ei ole lainkaan, joten hallinnointipalkkioiden vaihtelu on pientä ja niiden tasoon liittyvä riski tulee käytännössä yhtiön uusmyynnistä, johon rahastojen performanssilla on toki pitkällä aikavälillä vaikutusta.



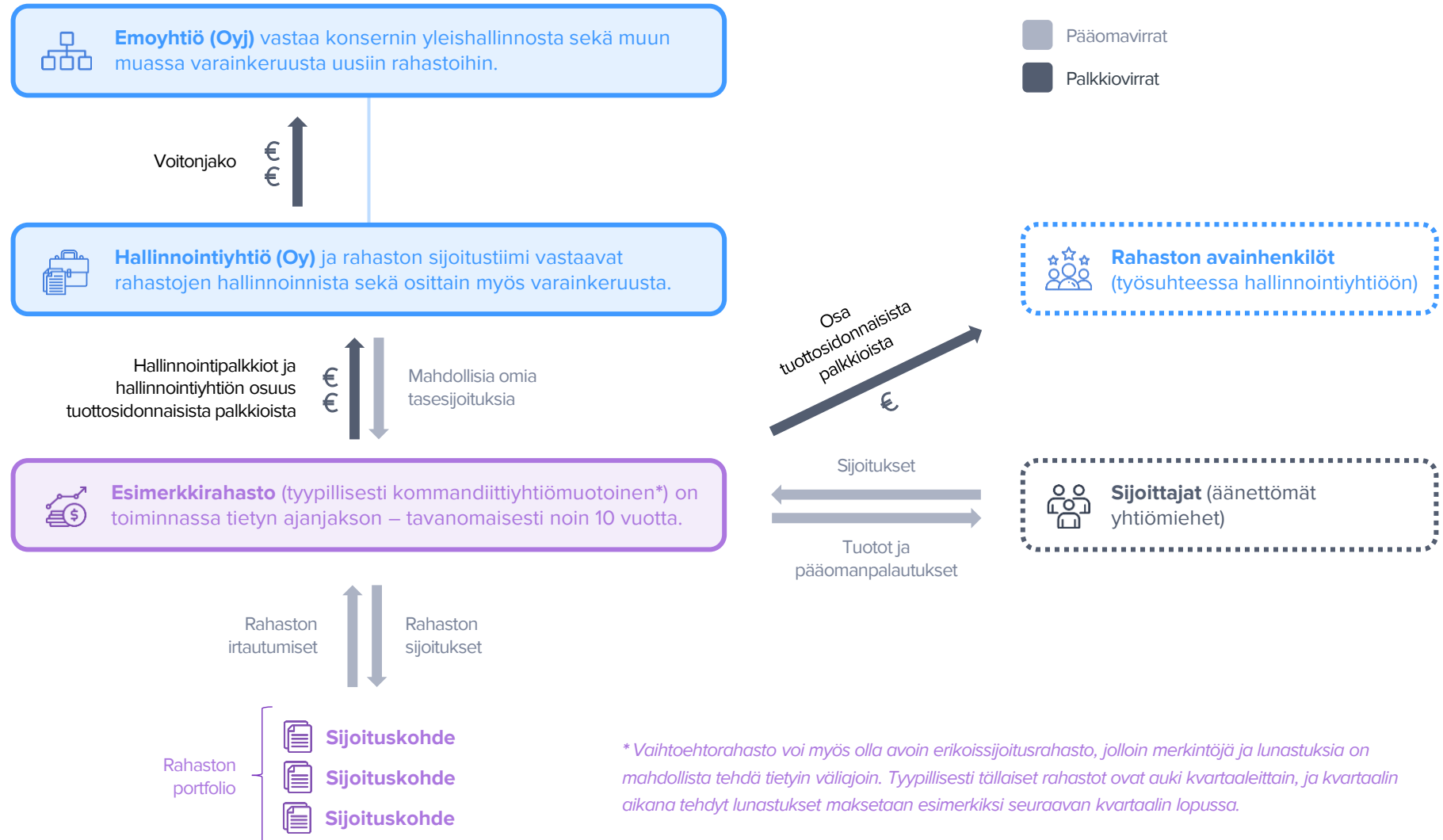
Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihdon komponentit

- **Hallinnointipalkkiot** ovat jatkuvia tuottoja, joita CapMan veloittaa asiakkailtaan rahastopääomien hallinnoinnista sekä varainhoidosta.
- **Voitonjako-osuustuotot**: CapMan saa rahastoistaan tuottosidonnaista palkkiota, mikäli tuotot ylittävät määritellyn aikakoron. Nämä ovat siis luonteeltaan palkkioita onnistuneesta sijoitustoiminnasta.
- **Palkkiot varainhoitopalveluista** sisältävät pääosin CapManin kiinteistörahostojen hallinnoimien kiinteistöjen hoitopalkkioita sekä CapMan Wealth Service -liiketoiminta-alueen transaktiopalkkioita.

Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Vaihtoehtorahaston liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Hallinnointiliiketoiminta 2/6

Private equity -rahastot

Private equity -rahastot (PE) käsittävät listaamattomiin yhtiöihin tehtävät sijoitukset. PE-rahastot jakautuvat neljään alueeseen: Buyout, Growth, Credit ja Special Situations. Hallinnoitavat varat PE-rahastoissa olivat Q3'22 lopussa 1040 MEUR. Kaikki yhtiön PE-rahastot ovat toimialalle tyypilliseen tapaan suljettuja vaihtoehtorahastoja.

Buyout-rahastot sijoittavat omaa pääomaa listaamattomiin yhtiöihin. Kohdeyhtiöt ovat tyypillisesti kannattavia ja kassavirtaa tuottavia, ja rahaston arvonaluonti perustuu mm. kohteiden operatiiviseen kehittämiseen. Myös velkavivun käyttö tuoton kasvattamisessa on tämän tyyppisissä rahastoissa tärkeässä roolissa. Growth-rahastot sijoittavat niin ikään oman pääoman ehtoisesti listaamattomiin yhtiöihin sillä erotuksella, että yhtiöt ovat tyypillisesti buyout-rahaston kohteita varhaisemmassa vaiheessa ja velkavivun käyttö on vähäisempää. Growth-rahastojen roolina onkin tukea yhtiöitä kasvutavoitteissaan. Credit-rahastot sijoittavat pääosin listaamattomiin yrityslainoihin. Special Situations -alue puolestaan sijoittaa oman tai vieraan pääoman ehtoisesti yhtiöihin, jotka läpikäyvät esimerkiksi muutosprosesseja, uudelleenjärjestelyjä tai yrityssaneerauksia.

CapManilla on tällä hetkellä yhdeksän aktiivista PE-rahastoa, joihin lukeutuu neljä Buyout-rahastoa, kaksi Credit-rahastoa, kaksi Growth-rahastoa sekä yksi Special Situations -rahasto. CapManin kohdeyhtiösijoituksiin lukeutui aiemmin myös Russia-sijoitusalue, mutta CapMan myi 2019 tämän liiketoiminnan toimivalle tiimille Venäjän haasteellisen varainkeruu- ja toimintaympäristön sekä heikon sijoitusmenestyksen myötä. CapManilla on ollut haasteita saada PE-puolta kasvuun ja AUM

on polkenut viime vuodet paikallaan.

PE-rahastojen hallinnointipalkkio on laskelmiemme mukaan keskimäärin terveellä 1,0–1,2 %:n tasolla. Sijoittajan on hyvä huomata, että palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi mm. sijoittajan ja sitoumusten kokoluokan sekä tuotteen profiilin mukaan. Hallinnointipalkkioiden lisäksi rahastot voivat tarjota CapManille merkittävän voitonjakopotentialin rahastojen sijoitustoiminnan onnistuessa. Private equity -sijoitukset ovat luonteeltaan pitkiä, sillä kohdeyhtiöitä kehitetään tyypillisesti 4–7 vuotta. Näin ollen rahaston keskimääräinen elinkaari on noin 10 vuotta (tätä kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla).

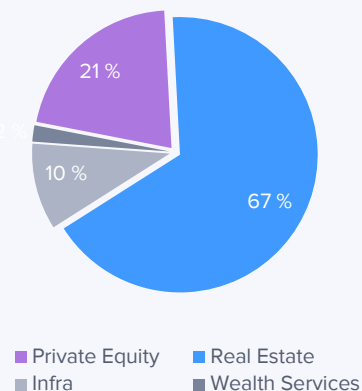
Real estate -rahastot

Kiinteistörahastojen ja -mandaattien osuus CapManin hallinnoitavasta varallisuudesta oli Q3'22 lopussa 3295 MEUR. Tällä hetkellä CapMan hallinnoi kuutta kiinteistörahastoa sekä BVK:n sijoitusmandaattia.

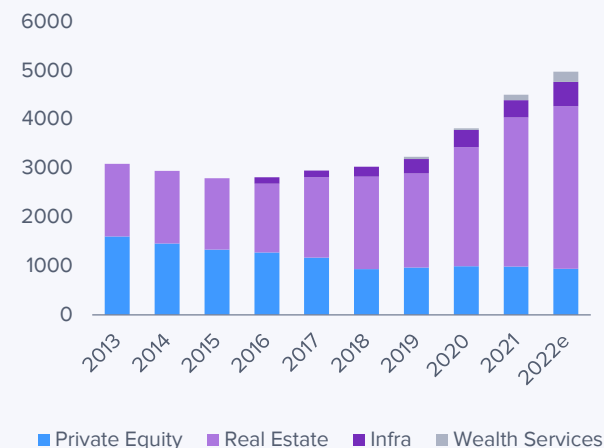
CapMan on onnistunut kasvattamaan kiinteistötuotetarjontaansa viime vuosina kiitettävästi ja yhtiö on kyennyt tuomaan perinteisten suljettujen kiinteistörahastojen (Nordic Real Estate -rahastot) rinnalle useita uusia avoimia kiinteistörahastoja (Hotels, Residential, Social, Nordic Property Income). Kiinteistöistä onkin tullut CapManille selvästi tärkein tuoteryhmä, ja sen osuus hallinnointipalkkioista on arviomme mukaan yli puolet.

Palkkiotasot vaihtelevat merkittävästi rahastojen välillä ja esimerkiksi Nordic Real Estate -rahastoissa (NRE) arvioimme hallinnointipalkkion olevan keskimäärin noin 1 %:n tasolla, kun taas BVK:n mandaatissa taso on arviomme mukaan alle 0,5 %.

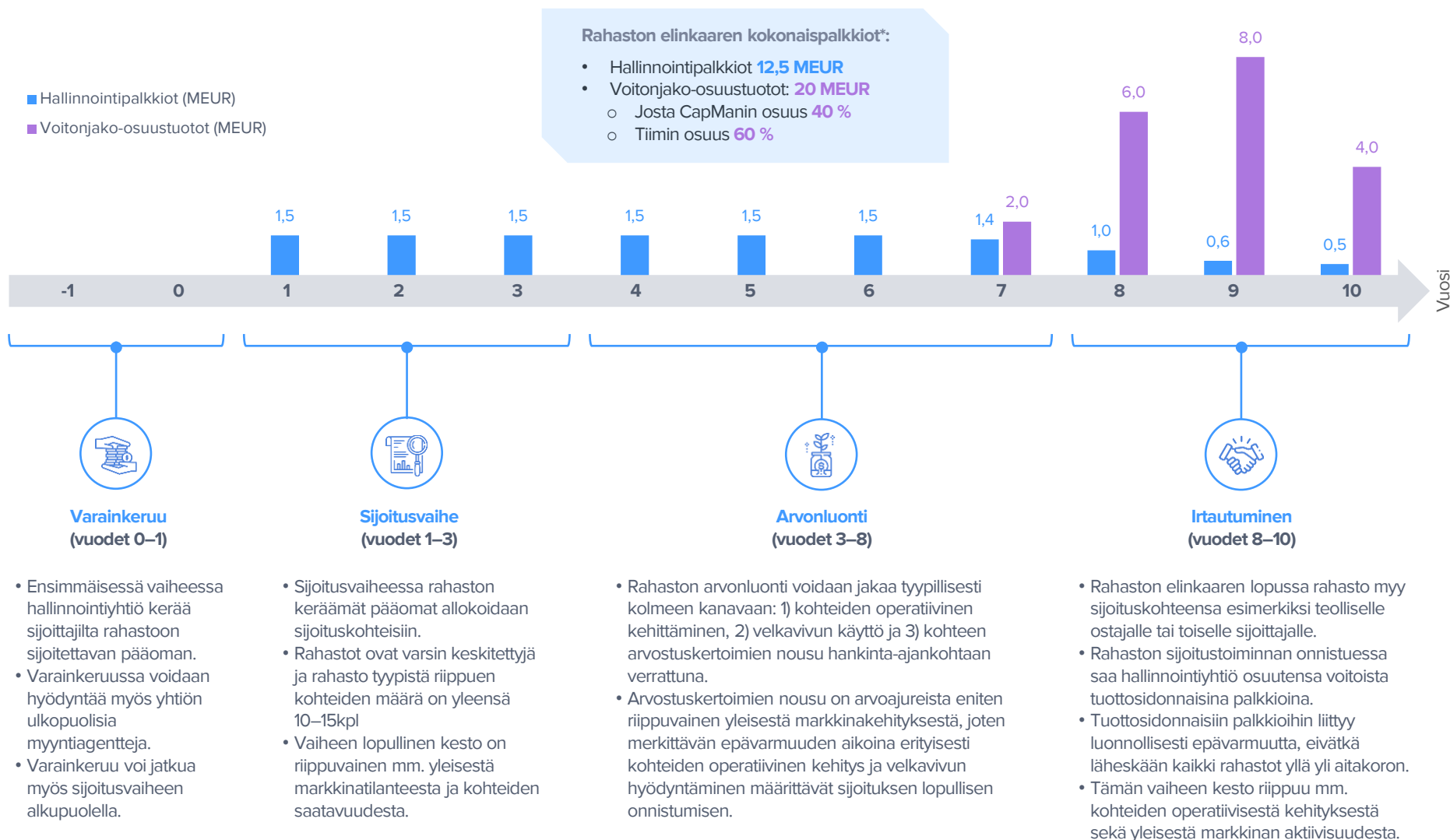
AUMin jakauma (Q3'22)



AUMin kehitys (MEUR)



Listaamattoman suljetun rahaston tyypillinen elinkaari



*Oletukset: Rahaston koko 100 MEUR, CapManin hallinnointipalkkio 1,5 %, aittakorko 8 %, IRR 15 %, rahaston osuus aittakoron yltävästä tuotosta 20 %.

Hallinnointiliiketoiminta 3/6

Infrastruktuurirahastot

CapManin vuonna 2017 perustama Infra on yhtiön uusiin sijoitusalue ja sen hallinnoitavat pääomat olivat Q3'22 lopussa 500 MEUR. Hallinnoitavat pääomat koostuvat kahdesta CapManin infrarahastosta (yhteensä ~340 MEUR), joista jälkimmäisen varainhankinta on yhä käynnissä sekä näiden lisäksi sijoitusmandaateista ja klubisijoituksista. Ensimmäisen rahaston varainkeruu sujui odotuksiamme heikommin ja rahasto jäi selvästi sille asetetusta 300 MEUR:n tavoitekoosta. Arviomme mukaan odotettua tahmeammin sujunutta varainkeruuta selittää se, että kyseessä oli CapManille täysin uusi tuotealue ja rahasto oli sijoitustiimin ensimmäinen.

Toisen rahaston varainkeruu on sujunut hankalasta markkinatilanteesta huolimatta hyvin ja pääomat olivat Q3'22 lopussa 150 MEUR. Infra II -rahaston tavoite koko on 400 MEUR ja pidämme tämän saavuttamista realistisena, kunhan markkina ei oleellisesti enää heikkene. Infrasta on kasvamassa lähivuosina CapManille yhä vahvempi tukijalka ja uskomme yhtiön pyrkivän laajentamaan infran tuotetarjontaa lähivuosina. Näemme infrastruktuurituotteissa selkeää kasvuvaraa, sillä markkinan koko mahdollistaa rahastokokojen kasvattamisen edelleen nykyisestä.

CapMan Wealth Services

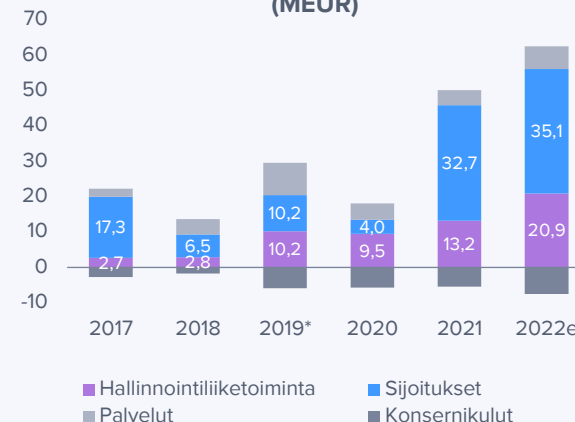
Hallinnointiliiketoiminta-segmentin sisällä oleva CapMan Wealth Services -palvelualue keskittyy varakkaiden yksityishenkilöiden, pienempien instituutioiden sekä perheiden sijoitusyhtiöiden palvelemiseen. CWS:n palveluvalikoiman ydin

koostuu pääomasijoitusohjelmista ja allokaatiomandaateista.

Pääomasijoitusohjelmissa CWS sijoittaa tällä hetkellä valikoituihin Yhdysvaltalaisiin keski-suuriin buyout-rahastoihin yhden maailman suurimman pääomasijoittajan, Alpinvestin, rinnalla. Jatkossa ohjelmat voivat sisältää myös Alpinvestin muunlaisia pääomarahastoja. Ohjelmat mahdollistavat CapManin tyypillistä asiakasta pienemmillekin ammattimaisille sijoittajille hajautetun private equity -salkun, sillä CWS:n sijoitusohjelmat yhdistelevät eri PE-rahastotyyppisiä. Arviomme mukaan rahastojen määrä per sijoitusohjelma on noin 8–10 luokkaa. Toisaalta ohjelmat tarjoavat kotimaisille sijoittajille pääsyn listaamattomaan markkinaan myös Pohjoismaiden ulkopuolella. Arviomme mukaan CWS:n kohderyhmään kuuluvat erityisesti sijoittajat, joiden sijoitusvarallisuus on noin 10–100 MEUR.

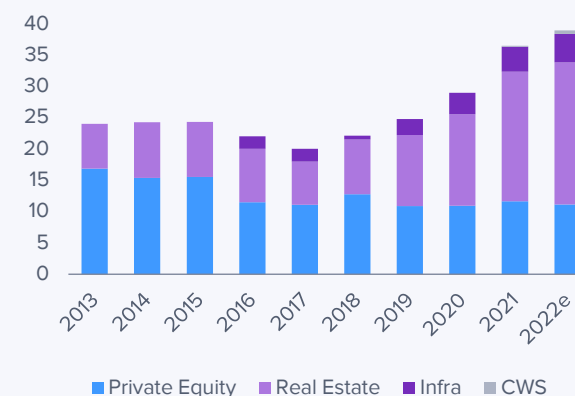
Ensimmäinen ohjelma lanseerattiin vuonna 2021 ja CapMan on ilmoittanut pyrkivänsä keräämään uuden ohjelman vuosittain. Arviomme mukaan pääomasijoitusohjelmat ovat avainasemassa CapManin strategiakauden private equity -liiketoiminnan kasvutavoitteen saavuttamisessa, sillä tämän saavuttaminen omien nykyisten rahastotuotteiden kokoluokkia kasvattamalla ei näkemyksemme mukaan ole realistista. Yhtiö on itse indikoinut tavoittelevansa PE-pääomien kasvattamista noin 1,5 mrd. eurolla vuoden 2026 loppuun mennessä. Ohjelmista CapMan veloittaa hallinnointipalkkiota, mutta tuottosidonnaista komponenttia näissä ei ole.

Liikevoiton kehitys segmenteittäin (MEUR)



* Ei sisällä 4,2 MEUR liikearvon alaskirjausta

Hallinnointipalkkioiden kehitys (Inderesin arvio)



Hallinnointiliiketoiminta 4/6

Pääomasijoitusohjelmien ohella CWS:n palveluihin kuuluvat allokaatiomandaatit ovat peruja JAM Advisorsin varainhoitoliiketoiminnasta. Allokaatiomandaateissa CapMan toteuttaa rahastonvalintaa asiakkaan puolesta. Palvelu on suunnattu asiakkaille, jotka haluavat sijoittaa listatuille markkinoille joko aktiivisesti hoidettujen rahastojen tai passiivisten rahastojen kautta. CapMan jatkuvasti seuraa ja analysoi suurta joukkoa rahastoamanagereita, joiden joukosta se valitsee asiakkailleen sopivimmat. Palvelualue sisältää myös konsultatiivista varainhoitoa.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että vaikka allokaatiomandaatit ja konsultatiiviset varainhoitosopimukset tuovat tällä hetkellä valtaosan CWS:n palkkiovirroista, tulee sijoitusohjelmien merkitys tulevaisuudessa olemaan näkemyksemme mukaan selvästi näitä suurempi. Odotamme CapManin keräävän vuosittain noin 150 MEUR edestä pääomia ohjelmiinsa. Näistä yhtiö veloittaa jatkuvaa hallinnointipalkkiota, jonka arvioimme olevan noin 0,7 % luokkaa hallinnoitavasta varallisuudesta.

Asiakaskunta painottuu suuriin instituutioihin

CapManin nykyinen ja potentiaalinen asiakaskunta voidaan karkeasti jakaa neljään kategoriaan: suuriin instituutioihin, keskikokoiisiin instituutioihin, pieniin instituutioihin sekä yksityisasiakkaisiin. Käsityksemme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavista rahastopääomista tulee suuriksi luokiteltavilta kotimaisilta ja ulkomaisilta instituutiosijoittajilta. Esimerkiksi eläkeyhtiöt sijoittavat vaihtoehtoisin tuotteisiin pääosin ulkopuolisten toimijoiden (kuten CapMan)

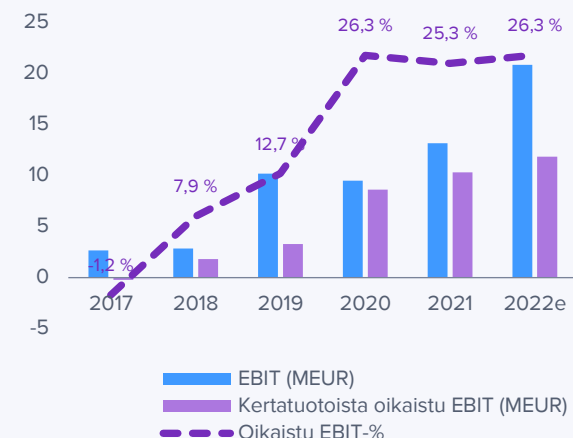
rahastojen kautta. Tämä eroaa esimerkiksi eläkeyhtiöiden korko- ja osakesijoituksista, jotka tyypillisesti hoidetaan alusta loppuun omien sijoitustiimien toimesta. Eläkeyhtiöiden lisäksi suuret instituutioasiakkaat sisältävät muun muassa kansainvälisiä sijoitusyhtiöitä. Käsityksemme mukaan nämä niin 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. Uuden CapMan Wealth Service - palvelualueen kohderyhmää ovat myös hyvin varakkaat yksityishenkilöt.

Varsinaisia yksityissijoittajia (retail) CapManilla ei asiakkaina juuri ole, ja tuotteiden jakelu näille asiakkaille on hoidettu kumppanien kautta. Käytännössä tämä tarkoittaa rahastoa (NPI) Nordean kautta. Tämän merkitys on yhtiön kokoluokassa kuitenkin pientä.

Asiakaskunnan maantieteellinen jakauma on painottunut vahvasti Suomen ulkopuolelle ja kansainvälisten asiakkaiden osuus rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta on tällä hetkellä noin 55 %. Osuus on noussut viime vuosina merkittävästi (kv-asiakkaiden osuus ~10 % vuonna 2016), ja yhtiö itse arvioi, että noin 75 % strategiakauden uusmyynnistä suuntautuu kotimaan ulkopuolelle. Arvioimme mukaan etenkin kiinteistöjen ja Infran myynti tulee painottuman pääosin kansainvälisille markkinoille, kun taas PE:n sekä CWS:n myynti painottuu Suomeen.

Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus



AUMin maantieteellinen jakauma



Lähde: CapMan CMD 2022

Hallinnointiliiketoiminta 5/6

Kasvu vaatii vahvaa uusmyyntiä

CapManin uusmyynti on tehnyt viimeisen viiden vuoden aikana selvän tasokorjauksen ylöspäin. Vuonna 2021 yhtiön varainkeruu teki uuden ennätyksen, kun rahastoihin kerättiin uutta pääomaa yhteensä 830 MEUR. Jatkuvassa uusmyynnissä onnistuminen on yhtiölle kriittistä, sillä suljettujen rahastojen elinkaaren mukaisesti näistä palautetaan jatkuvasti pääomia sijoittajille, mikä laskee hallintoitavaa varallisuutta.

Odotamme lähivuosina CapManin uusmyynnin jatkavan erinomaisella tasollaan ja jopa hieman kiihtyvän viime vuosista. Tämän taustalla ovat uudet tuote- ja palvelulanseeraukset, joista kasvun kannalta merkittävämät ovat infratuotteet sekä CWS:n pääomasijoitusohjelmat, joilla yhtiö hakee vahvemmin kasvua muun muassa Ruotsista. Kasvun tukijalkana toimii kuitenkin historian tapaan yhtiön kiinteistörahastoliiketoiminta.

Lähivuosina odotettavissa merkittäviä voitonjako-osuustuottoja

Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan CapManin omissa rahastoissa on mukana tuottosidonnainen komponentti (voitonjako-osuustuotot), jonka myötä hallinnointiyhtiölle tuloutuu sijoitustoiminnan onnistuessa merkittäviä palkkiota. Tyypillinen aikakorko vaihtelee rahastotyyppistä riippuen 7–10% välillä, ja tämän ylittävistä vuosituotosta yhtiö on oikeutettu voitonjako-osuustuottoihin.

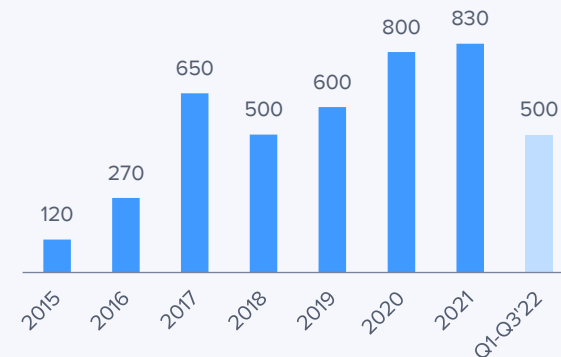
CapManin hallinnointiliiketoiminnan voitonjako-osuustuotot ovat viime vuosina olleet suhteellisen vaatimattomalla tasolla (vuotta 2019 lukuun ottamatta) rahastojen finanssikriisin jälkeisestä

heikosta performanssista johtuen. Rahastojen sijoitusmenestys on kuitenkin parantunut vuoden 2013 jälkeen merkittävästi. Ennen vuotta 2017 perustetuista rahastoista noin 40 % ylitti asetetun aikakoron, kun taas tämän jälkeen perustettujen rahastojen osalta luku on jo 80 %. Vaikka erittäin suotuisa sykli onkin osaltaan edesauttanut tuottotasojen nousua, näkyy luvuissa myös yhtiön tekemä strategiamuutos (paljon vaihtuvuutta tiimeissä yms.). Tällä hetkellä yhtiön omista rahastoista Nordic Real Estate sekä Growth I -rahastot ovat voitonjaon piirissä.

Huomautamme, että voitonjako-osuustuottojen osalta tarkan ajoituksen sekä määrän ennustaminen on mahdotonta usean eri tekijän vaikuttaessa lopullisten irtaantumisten ajankohtaan ja kokoluokkaan. Voitonjako-osuustuottoja tarkastellessa sijoittajien onkin syytä keskittyä isoon kuvaan, sillä CapManilla on vuosien 2022–2025 välillä useita rahastoja siirtymässä irtautumisvaiheeseen (mm. NRE 2, Buyout 10, Infra I). Näissä rahastoissa on vahvan performanssin myötä merkittävää voitonjakopotentialia, joten tulevana vuosina voitonjako-osuustuotot tulevat olemaan merkittävästi edeltävää 10 vuoden ajanjaksoa korkeammalla.

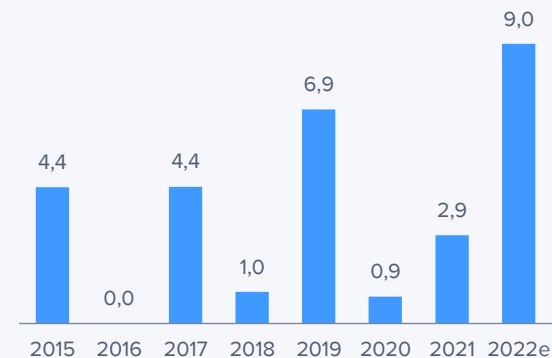
Samalla näiden palkkioiden luonne muuttuu satunnaisista tuotoista enemmän kohti jatkuvia tuottoja, sillä yhtiö hallinnoi samanaikaisesti useita rahastoja, jotka tulevat elinkaariensa päähän eri vuosina. Lisäksi eri strategioiden tuotot eivät täysin korreloi keskenään, minkä tulisi osaltaan tasata voitonjako-osuustuottojen vuosittaista vaihtelua. Tarkemmat ennusteet voitonjako-osuustuottojen kehityksestä löytyvät raportin ennusteita käsittelevästä osiosta.

Rahastojen uusmyynti (MEUR)



Lähde: CapMan, Inderesin arvio

Voitonjako-osuustuottojen kehitys (MEUR)



Hallinnointiliiketoiminta 6/6

Kulurakenne

Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne on sijoittajan kannalta hyvin yksinkertainen. Segmentin kulut muodostuvat henkilöstökuluista, muista liiketoiminnan kuluista, poistoista ja segmentille kohdistettavista yleiskuluista.

Hallinnointiliiketoiminnan kokonaiskulut olivat vuonna 2021 noin 31 MEUR.

Hallinnointiliiketoiminnan suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat vuonna 2021 noin 20 MEUR. Hallinnointiliiketoiminnassa työskenteli arviolta mukaan viime vuonna keskimäärin 95 henkilöä ja näin ollen keskimääräinen henkilöstökulu on karkeasti noin 200 TEUR/työntekijä. Taso on selvästi kotimaisia varainhoitajaverrokkeja korkeampi (2021: 150 TEUR/työntekijä). Verrokkeja korkeampi palkkataso selittyy pitkälti työntekijämixillä (senioriteetti ja suurempi osuus henkilöstöstä työskentelee ulkomailla, joissa palkkataso on Suomea korkeampi).

Odotamme Hallinnointiliiketoiminnan henkilöstövaihtuvuuden säilyvän matalana, emmekä odota lähivuosina merkittävää muutosta keskimääräisessä henkilöstökulussa (henkilöstökulut/työntekijä). Palkkainflaatiopaineita hillitsee osaltaan myös se, että keskimääräiset henkilöstökulut ovat jo valmiiksi vallitsevan markkinatason yläpuolella.

Hallinnointiliiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna noin 11 MEUR, joista konsernin yleiskulujen osuus oli 3,7 MEUR ja poistojen 0,9 MEUR. Emme näe muissa kuluissa oleellista nousupainetta ja odotamme muiden kulujen kasvavan liikevaihtoa hitaammin.

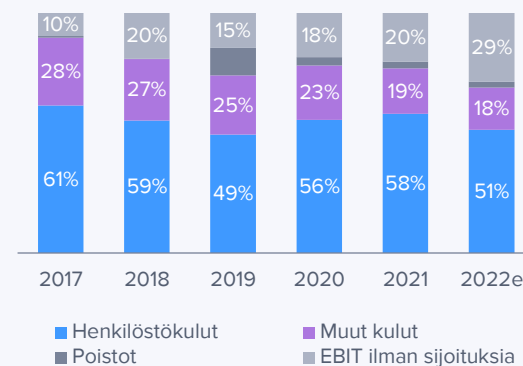
Kulurakenne on hyvin skaalautuva

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

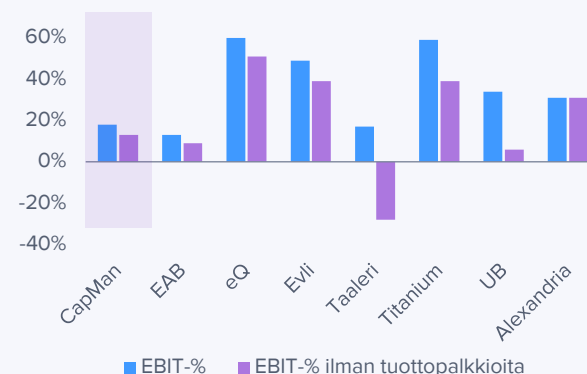
Vuosien 2013–2015 uudelleenjärjestelyillä ja saneerauksella kustannustasoa onnistuttiin kuitenkin laskemaan selvästi ja uuden johdon alaisuudessa (2017 lähtien) yhtiö on kokenut merkittävän muodonmuutoksen ja kyennyt parantamaan Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuvaa kannattavuutta selvästi. Jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin edelleen alle yhtiön keskeisten verrokkien (kts. graafi oikealla), eikä Hallinnointiliiketoiminta ole näkemyksemme mukaan näyttänyt vielä täyttä kannattavuuspotentiaaliaan. Etenkin palkkakulujen kasvu on jatkuvasti ollut odotuksiamme nopeampaa ja haudannut skaalautuvuuden osittain alleen. Huomautamme, että graafissa CapManin konsernikulut on huomioitu täysimääräisenä, minkä vuoksi kuvion kannattavuus on hieman todellista matalampi (palveluiden merkitys muita kilpailijoita suurempi). Nykyisellä strategiakaudella onkin ensiarvoisen tärkeää, että kulurakenne skaalautuu. Yhtiö on itse asettanut hallinnointi- ja palveluliiketoiminnalle +40 %:n jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuustavoitteen, mikä heijastelee toiminnan skaalautumispotentiaalia.

Sijoittajien on hyvä huomioda, että voitonjako-osuustuotot näyttelevät CapManilla verrokkeja suurempaa roolia, ja tuottosidonnaiset palkkiot huomioden yhtiön kannattavuuspotentiaali on selvästi jatkuviin palkkioihin perustuvaa liiketoimintaa korkeampi.

CapManin kulurakenteen kehitys



Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2021



Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuutta räsitetty konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta räsitetty kaikilla konsernitoimintojen kuluilla
- EAB konsernitasolla
- eQ:n Varainhoitoa räsitetty konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokatiot

Yhteenveto CapManin rahastoista*

Private equity -rahastot	Perustettu	Kerätty (MEUR)	Voitonjako*	IRR-%**
CapMan Buyout VIII	2006	440	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout IX	2009	295	Ei saavuta	< 8 %
CapMan Buyout X	2013	244	Todennäköisesti saavuttaa	10–15 %
CapMan Growth Equity Fund 2017	2017	86	Voitonjaon piirissä	>25 %
CapMan Buyout XI	2019	190	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Growth II Fund	2020	97	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Special Situations Fund	2021	70	Sijoitusvaiheessa	-

Velkarahastot

Nest Capital 2015	2016	100	Saavuttaa	~10 %
Nest Capital III Fund	2021	82	Sijoitusvaiheessa	-

Kiinteistörahastot

CapMan Nordic Real Estate I	2013	273	Voitonjaon piirissä	13–15 %
Kokoelmakeskus	2016	47	Todennäköisesti saavuttaa	>10 %
CapMan Nordic Property Income	2017	119	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate II	2017	425	Todennäköisesti saavuttaa	~15 %
CapMan Hotels II	2019	392	Avoin rahasto	-
CapMan Nordic Real Estate III	2020	564	Sijoitusvaiheessa	-
CapMan Residential Fund	2021	300	Avoin rahasto	-

Infrarahastot

CapMan Nordic Infrastructure I	2018	190	Saavuttaa	~10 %
CapMan Nordic Infrastructure II	2022	150***	Sijoitusvaiheessa	-

* Ei sisällä CapManin hallinnoimia sijoitusmandaatteja

** Inderesin arvio

*** Varainhankinta käynnissä, tavoitekoko 400 MEUR

Palvelut

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

CaPS (CapMan Procurement Services)

CaPS on vuonna 2010 perustettu hankintapalveluyritys, joka vastaa yli 300 jäsenyrityksensä ei-strategisten tuote- ja palveluhankintojen keskittämisestä. CaPS kilpailuttaa jäsenyritystensä hankinnat ja pyrkii näin saavuttamaan säästöjä mittakaavaetujen kautta.

CaPS on kehittynyt viime vuosina erinomaisesti, ja se on ollut Palvelut-segmentin merkittävin kasvumoottori. CaPS:n palveluksessa on tällä hetkellä 11 työntekijää ja viime vuonna sen liikevaihto oli noin 6,8 MEUR. CaPS on näkemysemme mukaan CapManin palveluliiketoiminnan arvokkain osa sen liiketoiminnan jatkuvasta luonteesta ja korkeasta kannattavuusprofiilista (normalisoitu EBIT-% arviomme mukaan noin 60–70 %) johtuen. CapManin omistusosuus yhtiöstä on 95 %.

Tällä hetkellä CaPS:illa on liiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa, jonne yhtiö tiedotti laajentuvansa 2020 pääomasijoittaja BaltCapin kanssa perustamallaan CaPS Baltics -yhteisyrityksellä. Liiketoiminnan kasvunäkymät ovat käsityksemme lähivuosille erinomaiset ja CapMan onkin kertonut kartoittavansa uusia markkina-alueita, jonne yhtiön liiketoimintakonsepti voitaisiin viedä.

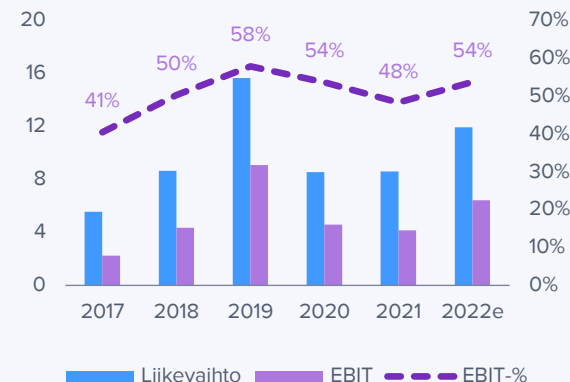
Jay Solutions

Jay Solutionsin juuret osana CapMania ulottuvat alkuvuoteen 2019, jolloin CapMan osti JAM Advisorsista 60 %:n omistusosuuden. Vuonna 2020 toteutetun uudelleenorganisoinnin myötä JAM Advisorsin raportointi- ja analytiikkaliiketoiminta muodostaa nykyisen Jay Solutionsin ja varainhoitoliiketoiminta on osa CWS:ää. Nykyisin Jay Solutions tarjoaa varainhoitaja- ja sijoittaja-asiakkaille raportointi- ja analyysipalveluita. Yhtiön ratkaisujen avulla asiakkaat saavat ajantasaisen kuvan mm. salkkunsu riskistä, tuloista ja kuluista.

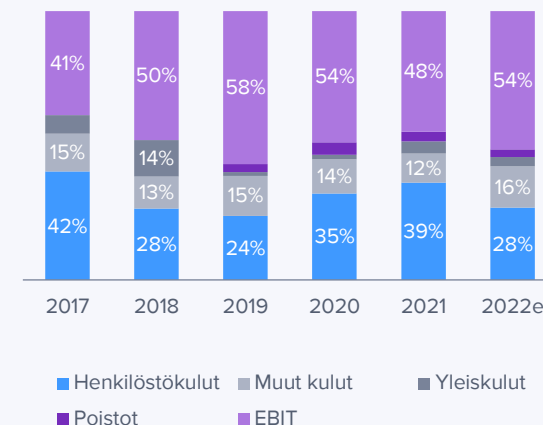
Jay Solutionsin raportointipalveluiden piirissä oleva hallinnoitava varallisuus ei ole omaisuudenhoitosopimusten alla, eikä se näin ollen tuota CapManille oleellista palkkiovirtaa. Jay Solutionsin ansainta perustuu käsityksemme mukaan kiinteään veloitukseen ja liikevaihto on täysin jatkuvaa. Yhtiön mukaan Jay Solutions on kehittynyt CapManin omistusaikana alun haasteiden jälkeen positiivisesti ja sen asiakasmäärä ja liikevaihto ovat kasvaneet merkittävästi (2021 liikevaihto 1,6 MEUR).

CapMan maksoi JAM Advisorsin hankinnasta vuonna 2019 noin 7,5 MEUR, mikä vastasi 13 MEUR:n velatonta hintaa. Kauppahinta oli korkea (EV/S 4x) ja yritystoston logiikka perustui käsityksemme mukaan strategisiin synergioihin sekä JAY:n teknologian arvoon. CapManilla on optio jäljellä olevan 40 % vähemmistöosuuden ostoon vuonna 2023 ja pidämme tämän toteutumista suhteellisen varmana.

Palveluiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR)



Palveluiden kulurakenne



Sijoitukset 1/2

Omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta näyttelee keskeistä roolia CapManin tuloksessa ja omat tasesijoitukset ovat muodostaneet viime vuosina valtaosan koko konsernin tuloksesta.

Sijoitussalkun rakenne

CapManin sijoitusomaisuudesta noin 107 MEUR (~65 %) oli Q3'22 lopussa sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Muut sijoitussalkun rahastosijoitukset (58 MEUR) koostuvat pääasiassa yhteistyökumppaneiden pääomarahastoihin tehdyistä sijoituksista.

Edellisellä strategiakaudellaan CapMan joutui sijoittajaluottamuksen vahvistamiseksi toimimaan ankkurisijoittajana lähes kaikissa sen uusimissa rahastoissa, kun se kävi läpi huomattavan transformaation ja uudisti sijoitustiimejään. Esimerkiksi Buyout XI ja Infra I -rahastojen kohdalla CapMan joutui tekemään yli 30 MEUR:n sijoitussitoumukset, jotka ovat selvästi yhtiön oman pitkä aikavälin tavoitetason (1–5 % rahastosta) yläpuolella. Jatkossa taseesta tehtävät sijoitukset eivät näkemyksemme mukaan näyttele enää olennaista roolia rahastojen lanseeraamisessa, joten odotamme sijoitussalkun kasvavan vain hieman nykyiseltä noin 170 MEUR:n tasolta.

CapManilla oli muutama vuosi sitten taseessaan Norvestia-yritysoston mukana tullut merkittävä pörssiosakkeista koostunut markkinasalkku (2017: 77,1 MEUR). Yhtiö on kuitenkin viime vuosina strategiansa mukaisesti myynyt pois kaupankäyntisalkkunsaa omistukset ja allokoitunut niistä saadut varat pääasiassa omiin rahastoihinsa. CapManilla oli aiemmin salkussaan myös pieni määrä sijoituksia Venäjälle (3,4 MEUR), mutta nämä alaskirjattiin täysimääräisesti Q1'22 aikana.

CapManilla oli Q3'22 lopussa kassaa noin 53 MEUR:n edestä. Suhteellisen korkeaa käteispainoa selittää yhtiön suuret sijoitussitoumukset (88 MEUR) sen omiin rahastoihin (käsitelty tarkemmin sivulla 35). Uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää riittävän likviditeettipuskurin myös mahdollisia yritysjärjestelyitä silmällä pitäen.

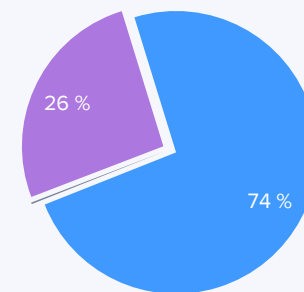
Odotamme salkulle noin 10 % tuottotasoa

CapManin sijoitussalkussa PE-rahastojen arvonluontipotentiaali on korkein, ja yhtiön oma tavoite on yltää näiden rahastojen osalta 15 % vuosituottoon. Skaalan toisessa päässä ovat infrarahastot ja matalamman tuottotason kiinteistörahistot, joiden tavoite vuosituotolle on käsityksemme mukaan noin 10 % luokkaa. Emme huomioi laskelmissamme käteispainoa, joten tarkastelemme tuotto-odotusta vain sijoitetulle pääomalle.

Yhtiön omien tavoitteiden mukainen haarukka sijoitustoiminnan vuosituotoille on siten 10–15 %, mutta omat ennusteemme odottavat CapManin sijoitustoiminnan jäävän ennustejaksolla keskimäärin noin 10 %:n vuosituottoon, joka vastaa asetetun tavoitetason alalaitaa.

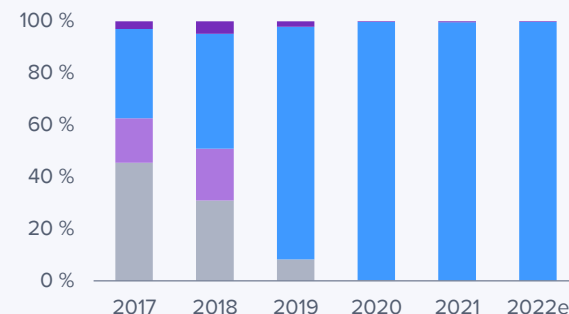
Vuodesta 2016 CapManin sijoitussalkun käyvän arvon muutokset ovat keskimäärin olleet vuositasona noin 12 %. Mielestämme konservatiivinen näkemyksemme on kuitenkin perusteltu varsinkin nykytilanteessa, jossa arvostustasot ovat viime vuosina nousseet voimakkaasti kautta eri omaisuusluokkien. Lisäksi sijoitusten jakauma painottuu jatkossa aiempaa vahvemmin infra- sekä kiinteistörahistoihin.

Sijoitussalkun jakauma



■ Käteinen ■ Rahastosijoitukset ■ Yhteisyritykset ja muut

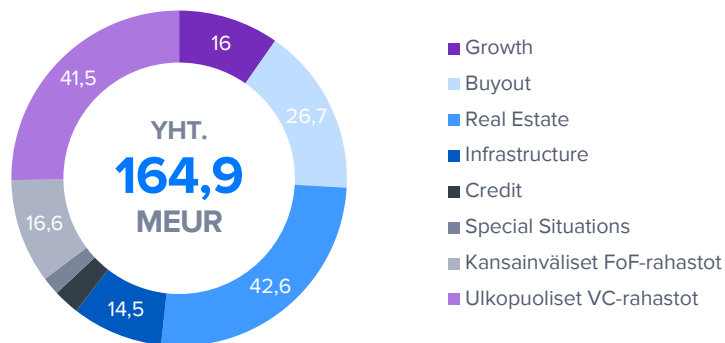
Sijoitussalkun allokaation kehitys (ilman käteistä)



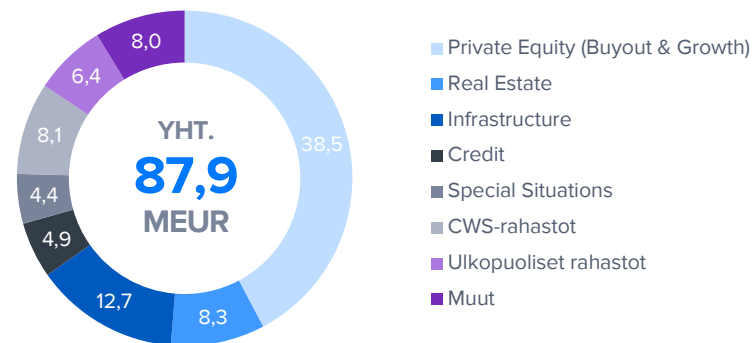
■ Kaupankäyntisalkku ■ Rahastosijoitukset ■ Kasvusijoitukset ■ Yhteisyritykset ja muut

Sijoitukset 2/2

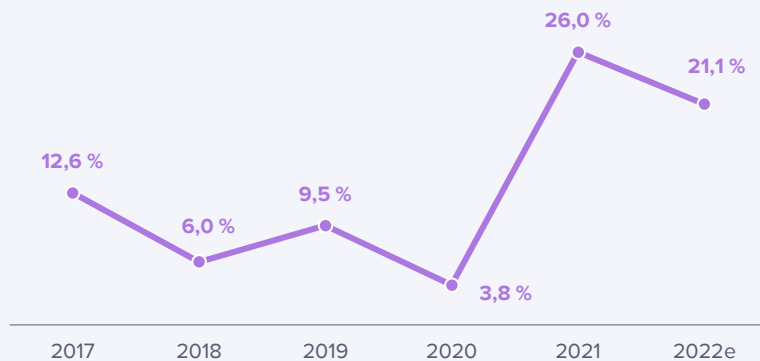
Rahastosijoitusten jakauma Q3'22 (MEUR)



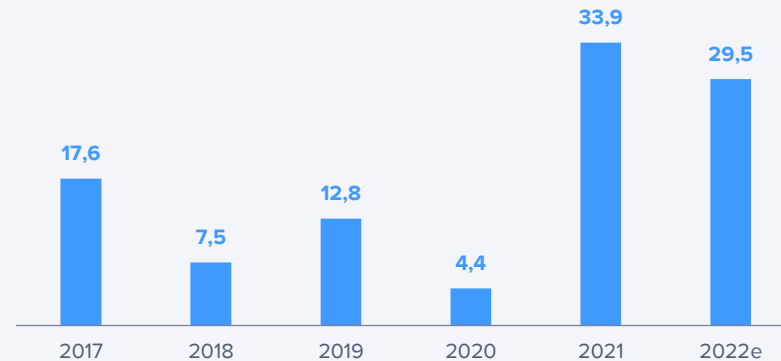
Sijoitussitoumusten jakauma Q3'22 (MEUR)



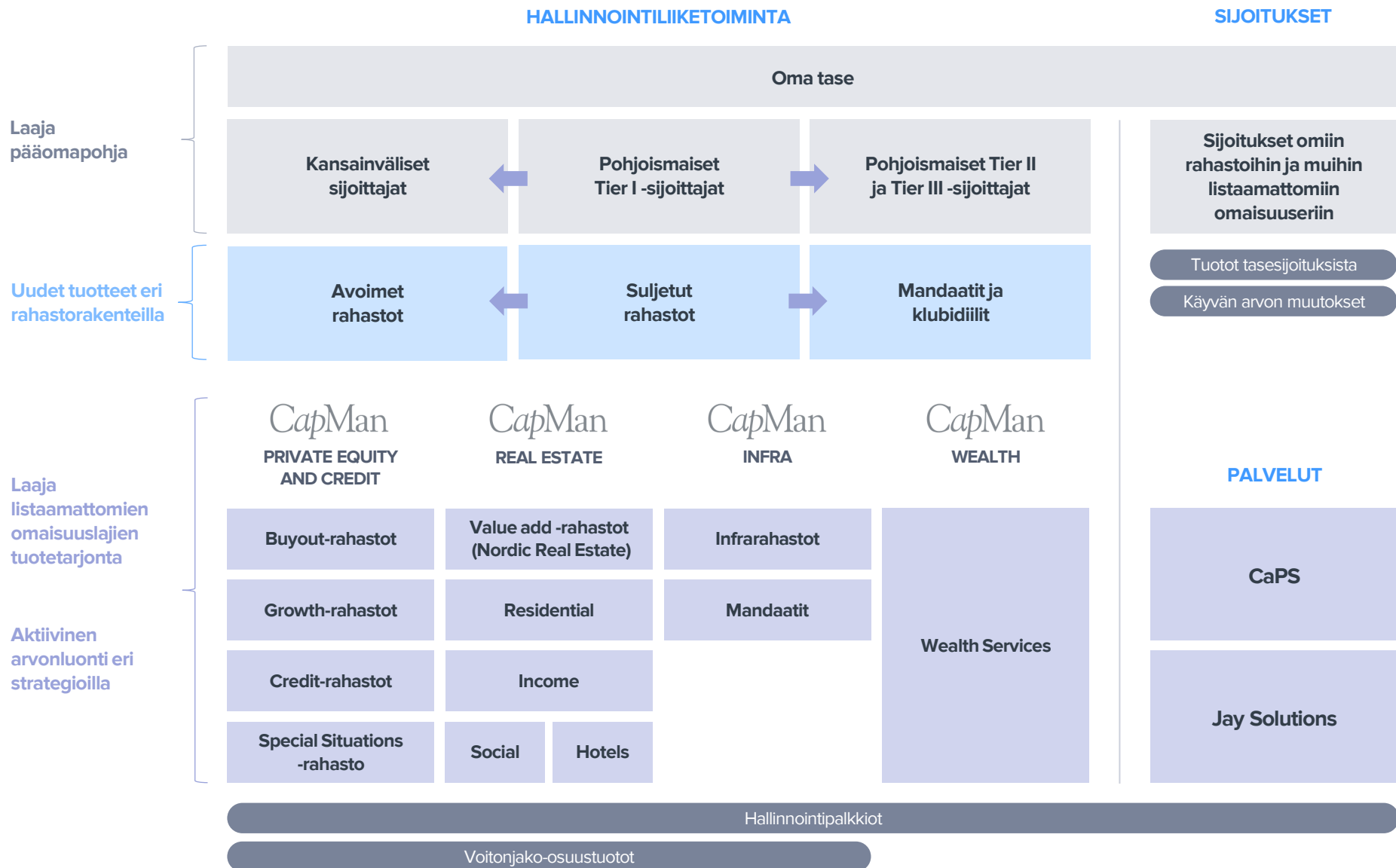
Sijoitustuottojen kehitys (%)



Taseen sijoitustuottojen kehitys (MEUR)



Liiketoimintamallin yhteenveto



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

	2017	2018	2019	2020	2021
Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu-%	-3 %	24 %	29 %	-1 %	20 %
ROE-%	11 %	7 %	11 %	4 %	29 %
Omavaraisuusaste-%	60 %	59 %	60 %	52 %	53 %
Kasvava osinko	0,11 € (+22 %)	0,12 € (+9 %)	0,13 € (+8 %)	0,14 € (+8 %)	0,15 € (+7 %)
Kommentti	Nykyinen tj. aloittaa ja yhtiö lanseeraa uuden strategian.	Yhtiö lanseeraa uusia tuotteita ja Palvelutoiminnan kasvu kiihtyy.	Strategia jatkaa edistymistään ja ensimmäiset merkit strategian onnistumisesta heijastuvat myös tulokseen.	Koronakriisin myötä laskeneet sijoitustuotot painavat tulosta, varainkeruu onnistuu hyvin ja AUM nousee ennätystasolle.	Tulos tekee merkittävän tasokorjauksen sijoitustuottojen vetämänä. AUMin kasvu vahvaa ja tuotetarjonta laajenee merkittävästi.

2011–2016

Yhtiö polkee paikallaan

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

2017–2021

Uudistumisen aika

- Omistuspohjan muutos ja osakesarjojen yhdistäminen Norvestia-transaktion yhteydessä
- Avainhenkilöstössä iso vaihtuvuus ja uusi toimitusjohtaja aloittaa
- Uuden kasvustrategian lanseeraus ja sen systemaattinen toteutus. Yhtiön tuotetarjonta laajenee ja monipuolistuu merkittävästi
- Rahastojen performanssi parantuu selvästi
- Yhtiön asiakaskunta kasvaa ja JAM Advisorsin hankinta avaa kanavan myös pienempiin instituutioihin ja varakkaisiin yksityishenkilöihin
- Tulos isolta osin sijoitustuottojen varassa

2022–

Tulospotentialin realisoiminen

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

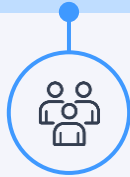
Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

CapManin nykyisen strategian kulmakivet



Tuotetarjonnan laajentaminen ja skaalaaminen

- Lähivuosien kasvun keskiössä ovat nykyisten tuotealueiden skaalaaminen ja uudet tuotteet. Myös yrityskaupat ovat aiempaa vahvemmin osana kasvua.



Laajempi sijoittajakunta

- Yhtiön sijoittajakunta on muuttunut merkittävästi ja nyt yli puolet pääomista tulee kansainvälisiltä sijoittajilta. Kansainvälinen varainhankinta on edelleen yhtiön keihäänkärki, vaikka kasvua haetaan myös Suomesta.



Erinomaiset sijoitustuotot

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



Kulutehokkuuden parantaminen

- CapManin kulutehokkuus on historiassa ollut heikkoa ja tätä yhtiö on myös viime vuodet pyrkinyt systemaattisesti parantamaan.

Inderesin kommentit CapManin strategisista painopistealueista

- Tuotteiden skaalaaminen on strategian kannalta kriittistä, sillä se parantaa selvästi tuotekohtaisia kannattavuuksia. Jotta tuotteita voidaan skaalata seuraavaan kokoluokkaan, tulee edellisten tuotteiden performanssi olla erittäin vahva.
- Tuotetarjonnan harkittu laajentaminen on edelleen perusteltua etenkin Infran ja Kiinteistöjen osalta. Suurempi tuotemäärä tasaa myös muuten varsin syklisiä voitonjako-osuustuottoja.
- Suhtaudumme yritysjärjestelyihin positiivisena optiona ja käsittelemme niitä tarkemmin sivulla [23](#).

- Asiakaskunnan laajentamisessa on onnistuttu hyvin ja kansainvälinen kasvu on ollut erittäin vahvaa. Mielestämme kansainvälinen fokus on oikea, sillä tuotteiden kokoluokan skaalaaminen kotimaisella pääomalla on vaikeaa.
- Kotimassa fokus on CWS:n kautta pienemmissä instituutioissa ja varakkaissa yksityishenkilöissä. Tämä on CapManille varsin uusi kenttä ja siellä onnistumiseen liittyy edelleen epävarmuutta.

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

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet ovat realistiset ja yhtiön track-record on hyvä

Hallinnointi ja palveluliiketoiminnan kasvu on CapManin sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä jatkuvien tuottojen kasvu on edellytyksenä Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kestäväälle tulosparannukselle. 15 %:n kasvatavoite on mielestämme kunnianhimoinen, sillä vaikka aiemmalla strategiakaudellaan yhtiö ylsi tavoitteeseensa (keskiarvo 2017–2021: +15 %), vaatii tämä uusmyynnin selvää kiihtymistä vertailulukujen kasvaessa. Uusmyynnin lisäksi yhtiön hintatason pitää kestää. Nämä tekijät ovat täysin riippuvaisia yhtiön kyvystä luoda kilpailukykyisiä tuotteita ja tuottoja. CapManin track-record on parantunut selvästi ja 2013 jälkeen perustetuista rahastoista valtaosa on tuottanut sijoittajille hyvin. Lisäksi yhtiö on jatkuvasti laajentanut tuotetarjontaansa sekä sijoittajakuntaansa, minkä seurauksena hallinnointipalkkioilla on hyvät edellytykset kasvaa selvästi myös jatkossa. Olemme kuitenkin omissa ennusteissamme alle yhtiön tavoitteiden, sillä uusmyynnin kiihtyminen vaatii todennäköisesti yhtiön vahvan oman suoriutumisen lisäksi suotuisaa markkinatilannetta sekä mahdollisesti myös yrityskauppoja.

Hallinnoitavien varojen kaksinkertaistaminen strategiakauden aikana 10 miljardiin euroon on linjassa yhtiön kasvatavoitteen kanssa. Orgaanisesti emme pidä tavoitetta realistisena ja yhtiö totesi myös itse, että osa tästä kasvusta tulee yrityskauppojen kautta. Oma ennusteemme on arviomme mukaan varsin lähellä yhtiön omaa tavoitetta, kun jätetään yrityskaupat huomioimatta.

Oman pääoman tuottotavoite on mielestämme realistinen, mutta se vaatii kaikkien kolmen tuloskomponentin (hallinnointiliiketoiminta, sijoitustuotot ja voitonjako) kontribuutiota. Yhtiö on viime vuosina jäänyt tavoitteesta (keskiarvo 2017–2021: 12 %) lähinnä vaisujen voitonjako-osuustuottojen johdosta. Voitonjako-osuustuottojen muuttuessa tulevana vuosina yhä jatkuvammiksi pitäisi yhtiöllä olla edellytykset yltää seuraavan viiden vuoden aikana keskimäärin oman pääoman tuottotavoitteeseensa.

Omavaraisuusaste oli Q3'22 lopussa 51 % ja linjassa yhtiön tavoitteleman 50 %:n tason kanssa. Yhtiö laski tavoitteen 60 %:sta 50 %:iin syksyn 2022 CMD:llä, mitä pidämme perusteltuna, sillä 60 %:n taso tarkoitti käytännössä nettovelatonta tasoa. 50 %:n tavoite antaa yhtiölle hieman enemmän liikkumavaraa taseensa osalta, mutta isossa kuvassa tase on kuitenkin edelleen erittäin vahva. Tämä on perusteltua, sillä yhtiöllä on merkittäviä sijoitussitoumuksia sen rahastoihin. Tämä heijastuu myös taseen korkeana likviditeettinä. Vaikka uusi tavoite antaakin yhtiölle hieman enemmän liikkumavaraa, ei nykyisellä taseella toteuteta esimerkiksi isompia yrityskauppoja, vaan se vaatii oman osakkeen käyttöä kauppatarvarana.

Osinkoan CapMan on kasvattanut nyt yhdeksän vuotta putkeen ja osingot ovat yhä oleellinen osa yhtiön sijoittajatarinaa. Alkuvuodesta 2021 CapMan siirtyi myös kaksi kertaa vuodessa jaettavaan osinkoon. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset ylläpitää osingonkasvua myös tulevana vuosina, sillä yhtiön tulos on arviomme mukaan tehnyt kestävästi tasokorjauksen selvästi yli nykyisen osinkotason.



Taloudelliset tavoitteet

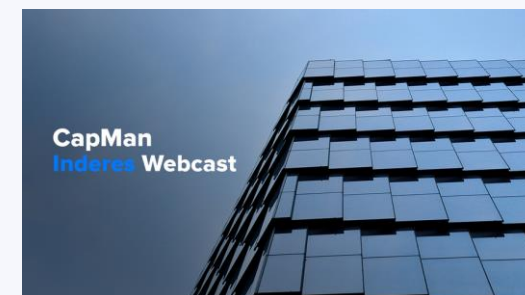
CapManin taloudelliset tavoitteet 2022–2026:

- Hallinnointi- ja palveluliiketoiminnan kasvu **>15 %**
- AUM **+10 miljardia**
- Oman pääoman tuotto **>20 %**
- Omavaraisuusaste **>50 %**
- Vuosittain **kasvava osinko**

Inderesin ennusteet 2022–2026:

- Hallinnointi- ja palvelutuottojen kasvu: **+10 % p.a.**
- Oman pääoman tuotto keskimäärin: **24 %**
- AUM 2026: **~8,2 miljardia**
- Omavaraisuusaste keskiarvo: **49 %**
- Osingon kasvu keskimäärin: **6 %**

CMD:n tallenne katsottavissa oheisesta linkistä:



Yrityskaupat osana kasvustrategiaa

Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista

Strategiapäivityksensä yhteydessä CapMan kertoi, että yrityskaupat ovat jatkossa oleellinen osa sen kasvustrategiaa. Yhtiön 10 mrd. euron hallinnoitavan varallisuuden tavoite nojaa myös epäorgaaniseen kasvuun ja pidämmekin erittäin todennäköisenä, että yhtiö toteuttaa yrityskauppoja nykyisen strategiakautensa aikana.

Kotimaisen finanssisektorin konsolidaatio tulee jatkumaan vilkkaana ja näemme markkinalla edelleen tarvetta seuraavan kokoluokan toimijalle. Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpina haasteina ovatkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät. Mielestämme on kuitenkin selvää, että pidemmällä aikavälillä yritysjärjestelyt tarjoavat CapManille kiinnostavan kanavan omistaja-arvon kasvun kiihdyttämiseksi.

Arviomme mukaan loogisia kohteita CapManille voisivat olla joko 1) tuotetalot, joiden osaamista yhtiö voisi skaalata ylös oman jakelukoneistonsa kautta tai 2) nykyistä sijoittajakuntaa laajentava yrityskauppa. Emme myöskään voi sulkea pois vaihtoehtoa, jossa yhtiö olisi osa suurempaa, todennäköisesti kotimaista, finanssitalofuusiota. Käsittelemme seuraavaksi kaikki relevantit vaihtoehdot yksitellen.

Tuotetalon hankinta

Mielestämme loogisin polku CapManin

laajentumiselle olisi laajentaa tuotetarjontaansa tuotetalon ostolla. Parhaassa tapauksessa tuotetalon ostaminen laajentaisi myös yhtiön asiakaskuntaa, mutta tämä ei ole pakollista, sillä yhtiö kykenee myös itse skaalaamaan uusia tuotteita. Näkemyksemme mukaan CapManin tuotetarjonnassa kiinnostavia aukkoja ovat ainakin metsä sekä energia. Lisäksi velkapuolen laajentaminen voisi olla realistinen vaihtoehto, sillä nykyinen Credit-liiketoiminta on kokoluokaltaan pientä ja sen orgaaninen skaalaaminen hankalaa.

Kotimaisista toimijoista Taalerin Energia sopisi CapManille erittäin hyvin ja ainakin omissa papereissamme kyseessä olisi monella tapaa unelmaliitto. Taalerin Energialla on ollut tiettyjä haasteita myynnissä, mutta samalla tuotteet ovat menestyneet erittäin hyvin ja tiimi on Euroopankin mittakaavassa suuri. Järjestely vaatisi kuitenkin isoja muutoksia Taalerin strategiassa, sillä Energia on yhtiön nykyisen strategian keskiössä. Kotimaisista toimijoista myös metsävarainhoitaja Dasos Capital voisi olla kiinnostava CapManin näkökulmasta asiakaskuntansa ja kansainvälisen sijoitustoimintansa ansiosta. Tuotetalo voi myös hyvin, jopa todennäköisesti, löytyä muista Pohjoismaista, mutta näiden markkinoiden pelureita emme tunne riittävän hyvin, jotta voisimme yksittäisiä nimiä arvuutella.

Sijoittajakunnan laajentaminen

Sijoittajakunnan laajentamisessa emme näe yhtiölle kotimaassa relevantteja ostokohteita,

sillä yhtiön haluamiin segmentteihin paras tapa laajentua on yksittäisten rekrytointien kautta. Isojen massojen tavoitteluun yhtiö ei tule lähtemään. Sijoittajakunnan laajentamisessa katse kääntyykin automaattisesti muihin Pohjoismaihin.

Isompi järjestely

CapMan on käsityksemme mukaan avoin myös suuremmille fuusiojärjestelyille. Kotimaisista toimijoista CapMan olisi kiinnostava kumppani ainakin paperilla mm. eQ:lle sekä Evlille. 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.

CapManin omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa CapManin osakkeista tehtävästä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Pohjoismaihin, sillä kotimaisia ostajia meidän on vaikea CapManille löytää.

Markkinakatsaus 1/2

Listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Globaali vaihtoehtosijoitusten datapalvelu Preqin arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen vuoden 2021 lopussa noin 10 000 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan poikkeuksellisen ripeää, odotetaan näiden kasvun jatkuvan vahvana myös tulevaisuudessa.

Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuoton lähteitä.

Koronaviruspandemia tai korkojen nousu eivät ole jarruttaneet listaamattomien omaisuuslajien kysyntää olennaisesti, ja Preqinin kesäkuussa 2022 toteuttaman sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (private equity, private debt, kiinteistöt, ja infra).

Private equity

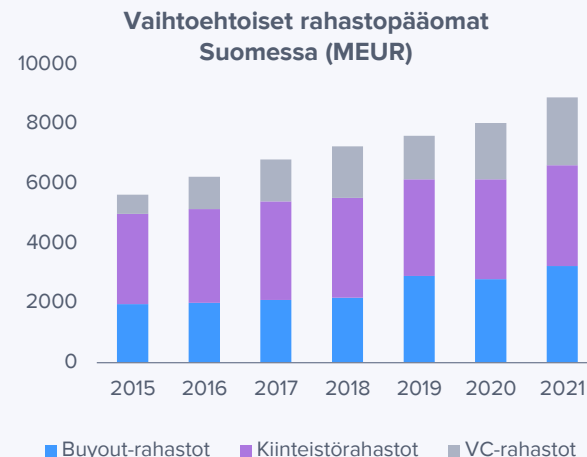
Private equity -rahastojen rooli osana instituutiosijoittajien portfoliota on viime vuosina kasvanut ja useat sijoittajat ovat saaneet nauttia erinomaisista tuotoista. Esimerkiksi suomalaisten työeläkeyhtiöiden PE-sijoitukset ovat tuottaneet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 16,1 % vuodessa, kun osakesijoitusten vuosituotto on vastaavalla ajanjaksolla ollut 12,5 %.

Private equity -sijoitukset ovat keränneet viime

vuosina valtavasti uutta sijoitettavaa pääomaa ja varainkeruussa nähtiin 2021 kaikkien aikojen ennätys, kun rahastoihin kerättiin globaalisti noin 900 mrd. dollaria (lähde: Preqin). Massiivisen pääomavyöryn myötä PE-rahastojen välinen kilpailu hyvistä sijoituskohteista on kiristynyt, mikä puolestaan on heijastunut myös esimerkiksi buyout-transaktioiden arvostustasoihin. Konsulttitalo McKinseyn mukaan yhdysvaltaisten buyout-transaktioiden keskimääräiset arvostustasot ovat viime vuosina olleet selvästi koholla viimeisen 15 vuoden keskiarvoon nähden. Kohonneet arvostustasot ovat heijastuneet myös rahastojen velkavipuihin, jotka kohosivat 2021 jo yli finanssikriisiä edeltäneen tason. Nämä tekijät ovat osaltaan tukeneet rahastojen erinomaisia tuottoja viimeisen vuosikymmenen aikana.

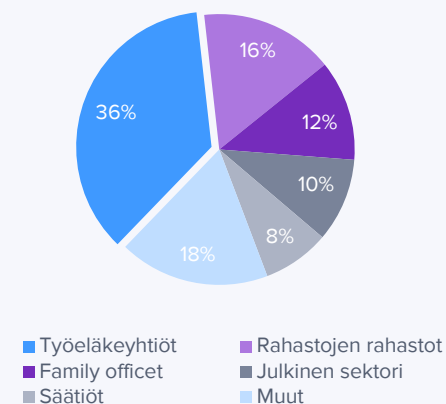
Näkemyksemme mukaan kohonneet arvostustasot tulevat todennäköisesti aiheuttamaan lyhyellä aikavälillä painetta rahastojen tuottotasolle ja lähivuosina kehitys hyvien ja huonojen rahastojen välillä tulee polarisoitumaan aiempaa voimakkaammin, kun riskittömien korkojen nousu nostaa sijoitusten vaihtoehtoiskustannusta ja heikentävä talous vaikeuttaa yritysten toimintaympäristöä. Sijoitusvaiheessa olevissa PE-rahastoissa on kuitenkin edelleen valtava määrä sijoitettavaa pääomaa, mikä osaltaan pitää markkinan aktiiviteettia yllä.

PE-rahastojen pitkän aikavälin kysyntänäkymät näemme kokonaisuudessaan edelleen valoisina, sillä uskomme sijoittajien kasvattavan näiden rahastojen osuutta sijoitusallokaatioissaan yhdessä muiden vaihtoehtoisten omaisuuslajien kanssa.



Lähde: Suomen Pankki

Buyout & Growth -rahastojen uusmyynnin jakauma (2021)



Lähde: Pääomasijoittajat ry

Markkinakatsaus 2/2

Pohjoismainen kiinteistömarkkina

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta ja transaktiovolyymit ovat Pohjoismaissa viimeisen vuosikymmenen aikana kaksinkertaistuneet. Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa on viime vuosina tukenut muiden vaihtoehtojen sijoituskohteiden tapaan historiallisen alhainen korkotaso, jonka myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin, mikä on myös nostanut sijoituskohteiden hintoja. Nollakorkoympäristö on siten kasvattanut kiinteistöjen sijoittajakysyntää sekä laskenut niiden tuottovaatimuksia. Pangea Property Partnersin 1/2022 julkaiseman markkinakatsauksen mukaan Pohjoismaiden kiinteistömarkkinan transaktiovolyymit nousivat vuonna 2021 jo ennätyskorkealle, ja toteutuneiden kauppajen yhteenlaskettu arvo nousi yli 72 mrd. euroon.

Kuluvana vuonna aktiiviteetti markkinalla on kuitenkin laskenut selvästi edellisvuodesta, kun Ukrainan sota ja nousevat korot ovat kasvattaneet epävarmuutta ja luoneet painetta kiinteistöjen arvostustasoihin. Jyrkästi muuttuneen korkonäkymän johdosta pidämmekin todennäköisenä, että kiinteistökauppa-aktiiviteetissa vilkkain vaihe on tältä erää takana päin ja arvelemme, että kauppamäärissä tullaan

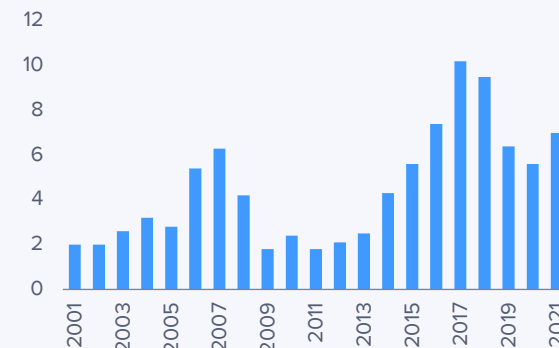
näkemään edelleen laskua seuraavan 12–18kk aikana.

Lyhyen aikavälin riskit koholla

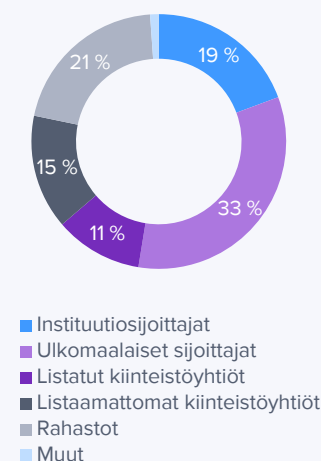
Pohjoismaiden kiinteistömarkkinalla valtaosa kauppavolyymista on sijoittajalähtöistä, mikä luo linkin transaktioaktiiviteetin ja CapManin näkökulmasta olennaisen sijoittajakysynnän välille. Näkemyksemme mukaan kiinteistömarkkinan merkittävä pirstyminen vaatisi joko 1) kohteiden uudelleenhinnoittelua, jotta tuotto-odotukset nousisivat vastaamaan nousseeseen korkotasoon tai 2) nykyisen koronnostosyklin osoittautumisen odotettua lyhytaikaisemmaksi syystä tai toisesta.

Huomautamme, että nykyinen nousevien korkojen ja korkean inflaation aika kohtelee eri kiinteistöluokkia hyvin eri tavalla, joten myös vaikutukset eri rahastojen kysyntään tulevat todennäköisesti vaihtelevaan merkittävästi. Vaikka makrotalous voikin selvästi heikentyessään jähdyttää sijoituskysyntää erityisesti lyhyellä aikavälillä, jatkavat isossa kuvassa sijoittajien allokaatiot kiinteistötuotteisiin näkemyksemme mukaan kuitenkin kasvuaan. Esimerkiksi Preqin arvioi kiinteistörahojen AUMin kasvavan vuosittain keskimäärin yli 8 % seuraavan viiden vuoden aikana varainkeruun hidastumisesta huolimatta. Näin ollen pidämme kiinteistörahojen pitkän aikavälin näkymiä edelleen hyvinä, vaikka lähiajan riskit hallinnoitavien pääomien kasvun maltillisuudesta ovat selvästi koholla.

Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. euroa)



Suomen kiinteistömarkkinan sijoittajajakauma (2021)



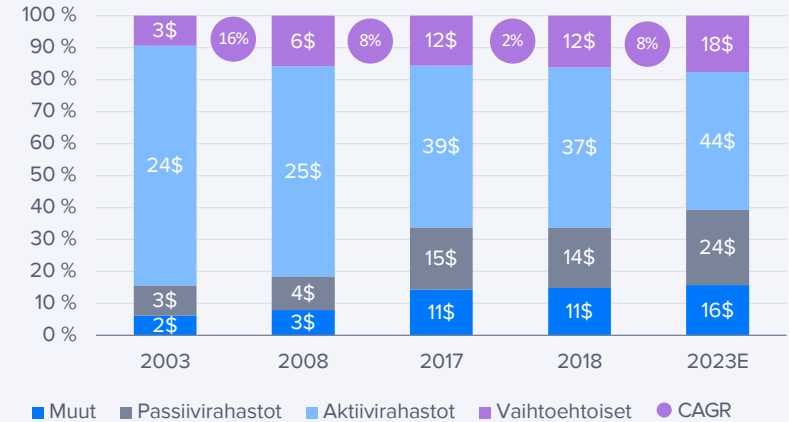
Lähde: KTI Finnish Property Market Report 2022

Toimialan ajurit ja trendit

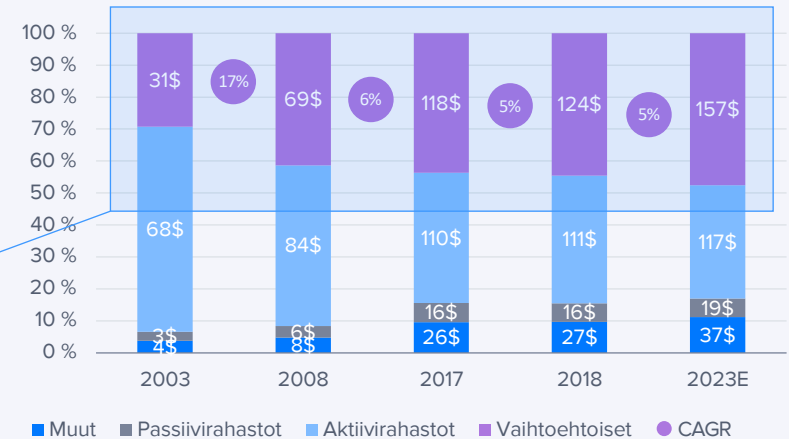
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.



Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.



Madaltunut reaalkoron taso

Reaalinen korkotaso (markkinakorko-inflaatio) on laskenut Euroopassa elvyttävän rahapolitiikan sekä kansantalouksien rakenteellisten haasteiden vuoksi (mm, työikäisen väestön supistuminen).



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät matalien reaalikorkojen luomaa tarvetta

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalle tulon kynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuotto-suhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.



Kasvava riskinotto

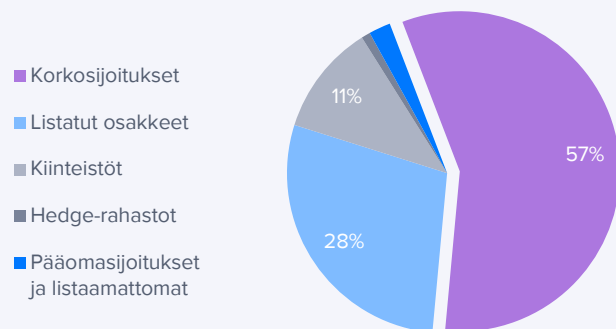
Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.



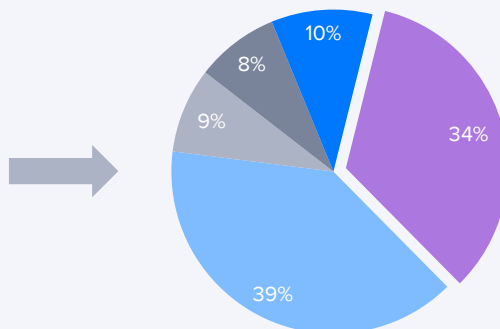
Kestävyysvaje uhkaa

Reaalisen korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

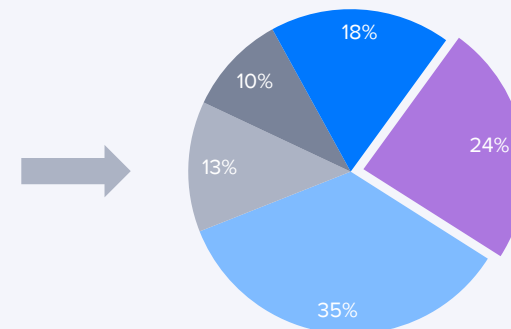
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala:  —   

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	  	Koska CapManin tuotetarjonta on suhteellisen kapea ja sen asiakaskunta koostuu puhtaasti ammattisijoittajista, ei regulaatio ole aiheuttanut yhtiölle oleellista päänvaivaa.
Vaativuustason nousu	 	CapManin rahastojen sijoitustuotot ovat parantuneet selvästi finanssikriisin jälkeen ja etenkin kiinteistörahastoissa yhtiön track-record on vahva. Private equityssä, infrassa sekä uusissa CWS:n rahastojen rahastoissa yhtiöllä on kuitenkin vielä todistettavaa.
Matala korkotaso	  	Yhtiö on hyötynyt merkittävästi viime vuosina vallinneesta nollakorkoympäristöstä, kun pääomia on yhä kasvavissa määrin ohjautunut perinteisistä korkosijoituksista listaamattomiin omaisuusluokkiin. CapMan on myös tuonut kokonaan uusia sijoitusalueita ja laajentanut tarjontaansa suljetuista rahastoista avoimiin ns. evergreen-rahastoihin (Hotels, NPI), mikä on tukenut kehitystä.
Digitalisaatio		Digitalisaation merkitys CapManille on toistaiseksi ollut sen keskeisiä verrokkeja pienempi, sillä yhtiön jakelu ei ole tästä riippuvaista. Digitalisaatio on tarkoittanut CapManille lähinnä sisäisen tehokkuuden parantamista. JAM-yrityskaupan myötä yhtiö sai paljon järjestelmäosaamista, minkä avulla uutta CWS-palvelua on lähdetty rakentamaan.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	  	Yhtiön koko strategia nojaa täysin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin ja viime vuosina parantuneen track-recordin myötä yhtiön positio listaamattomassa kentässä on kohentunut.
Hintatason jatkuva paine	  	CapMan ei ole kärsinyt oleellisesta hintapaineesta listaamattomiin omaisuuslajeihin keskittyneestä tuotetarjonnasta sekä parantuneesta track-recordista johtuen. Yhtiön tulee kuitenkin onnistua hyvin sijoitustoiminnassaan myös jatkossa ylläpitääkseen nykyiset palkkiotasonsa.
Vastuullisuus	  	CapManilla ESG on integroitu osaksi sijoitusprosesseja sekä raportointia. Vastuullisuuskysymykset saavat CapManilla keskeisiä verrokkeja merkittävämmän painoarvon yhtiön fokusalueesta (aktiivinen arvonluonti listaamattomassa kentässä) ja asiakaskunnasta (suuret instituutioasiakkaat) johtuen.

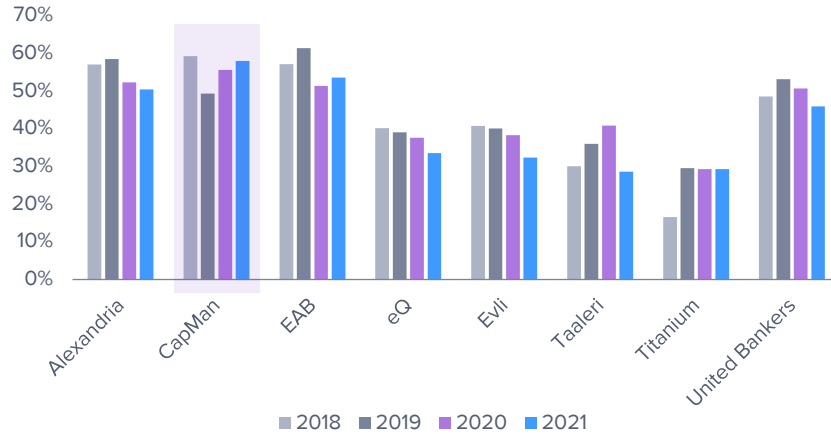
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	880	320	150	450	–	410	140	710	70
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus ollut heikkoa etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	2021 kannattavuus teki selvän tasoloikan. EBIT-% edelleen kuitenkin selvästi verrokkiryhmää matalampi.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021, ja tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
Track-record	Yhtiön organisen tulokasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tulokehitys ollut vaisumpaa johtuen kuluhaasteista.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on historiassa ollut heikko. Yhtiö ei ole viimeisten vuosien aikana kyennyt luomaan omistaja-arvoa.	Track-record nykyjohtoon (alkaen 2017) alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatiossa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vaisu kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva vaisu kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuus-strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutus.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpaillussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosastot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Yhtiö fuusioitui Evlin kanssa syksyllä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosastot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosastot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohdaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

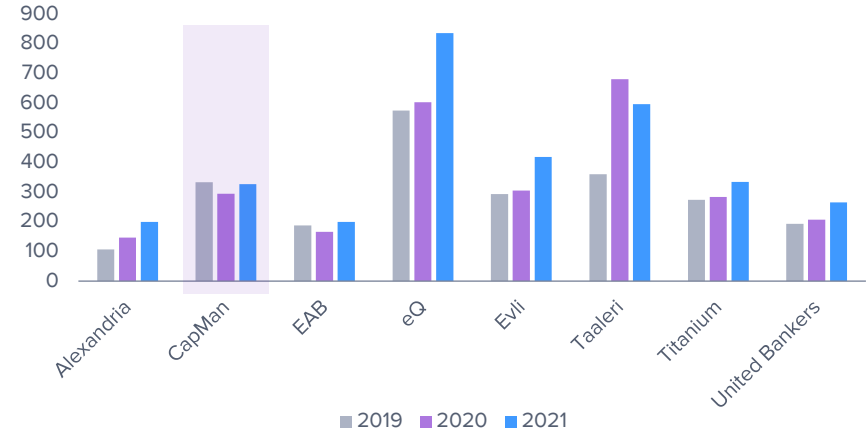
Lähde: Inderes. Data kerätty 11.11.2022

CapMan suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

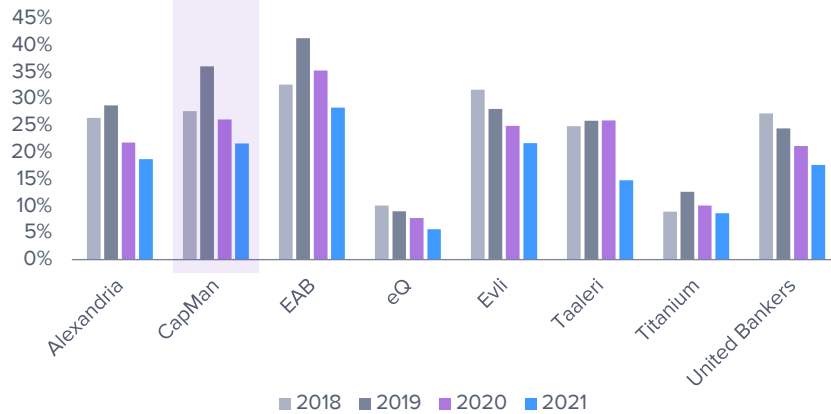
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



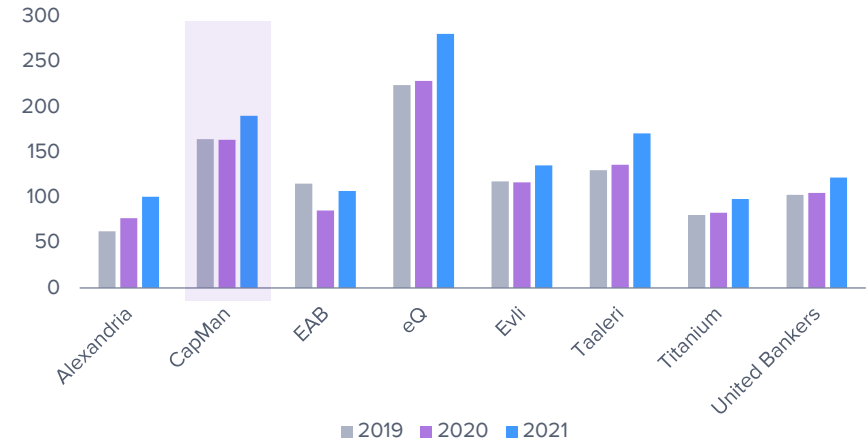
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvu

2.

Hyvä positioituminen toimialan trendeihin

3.

Kulutehokkuuden parantuminen

4.

Korkea ja ennustettava osinkovirta

5.

Yritysjärjestelyoptio

Potentiaali



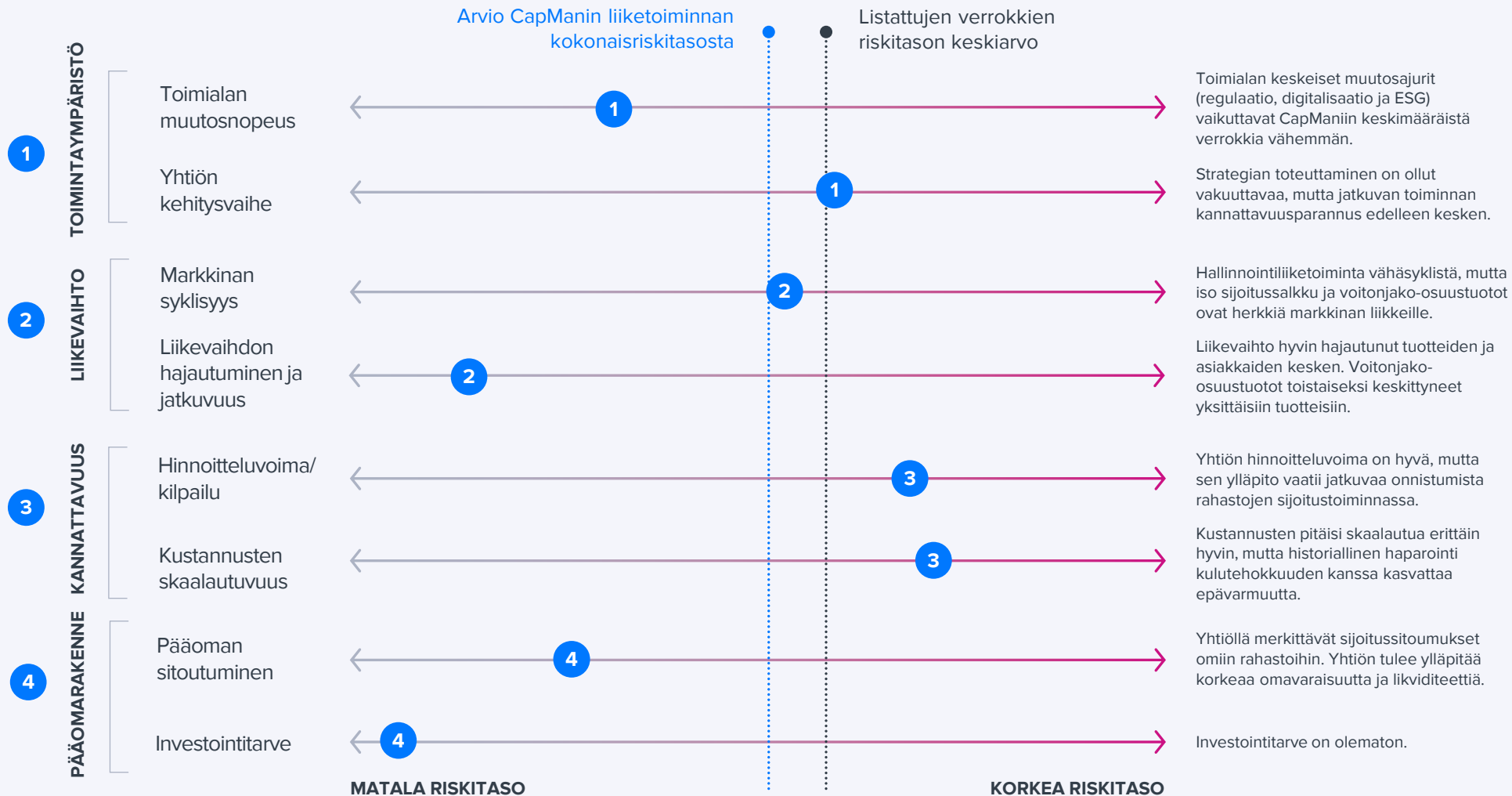
- Uudet tuotteet nykyisissä ja uusissa strategioissa
- Tuotekokojen kasvu
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Kulutehokkuuden parantuminen kasvun kautta
- Yhtiö etsii aktiivisesti yritysjärjestelymahdollisuuksia

Riskit



- Sijoitustuottojen jääminen odotuksista, etenkin Infrassa ja Private Equityssä
- Kulutason pitävyys ja tulospotentiaalin realisoituminen
- Korkojen nousu voi heikentää vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuutta ja painaa nykyisten tuotteiden tuottotasoa
- Yleinen markkinatilanne

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Taloudellinen tilanne 1/2

Vakavarainen ja likvidi tase

CapManin tase on kokonaisuudessaan vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'22 lopussa 51,3 % ja nettovelkaantumisaste 29,7 %. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on säilyttää omavaraisuusasteen osalta yli 50 %:n taso.

CapManin taseen loppusumma oli Q3'22 lopussa noin 273 MEUR. Taseen varoista suurimman osan muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka arvo oli 165 MEUR (60 % taseen loppusummasta). Olemme käsitelleet CapManin sijoitussalkkua tarkemmin raportin sivuilla [17–18](#). CapManilla oli sijoitussalkun lisäksi vuoden lopussa myös vahva 58 MEUR:n kassa. Vaikka CapManin tase vaikuttaa yliliquidiltä, pidämme tätä perusteltuna merkittävistä taseen ulkopuolisista sijoitussitoumuksista johtuen.

Nykyään CapManin omat taseesta tehtävät sijoitukset eivät enää näyttele olennaista roolia uusien rahastojen lanseeraamisessa, joten kasvu juuri sijoitussalkkua lukuun ottamatta hyvin pääomakevyt. Yhtiöllä on taseessaan 15,3 MEUR:lla liikearvoa, josta valtaosa (14,8 MEUR) koostuu vuonna 2019 toteutuneesta JAM Advisorsin hankinnasta. Muut taseessa olevat varat koostuvat pääasiassa operatiiviseen toimintaan liittyvistä eristä kuten saamisista (pitkäaikaisia saamisista 6,2 MEUR + lyhytaikaisia saamisista 20,7 MEUR) ja laskennallisista verosaamisista (3,1 MEUR). Taseessa olevat aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (3,5 MEUR) koostuvat pääasiassa IFRS 16 -vuokravastuista.

CapManin oma pääoma oli Q3'22 lopussa 136,9

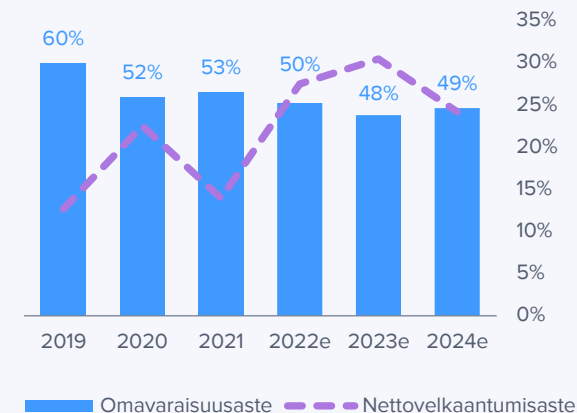
MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli taseessaan 92,2 MEUR. Muut taseen velat koostuvat pääasiassa operatiiviseen liiketoimintaan kuuluvista osto- ja muista veloista.

Taseen ulkopuoliset vastuut

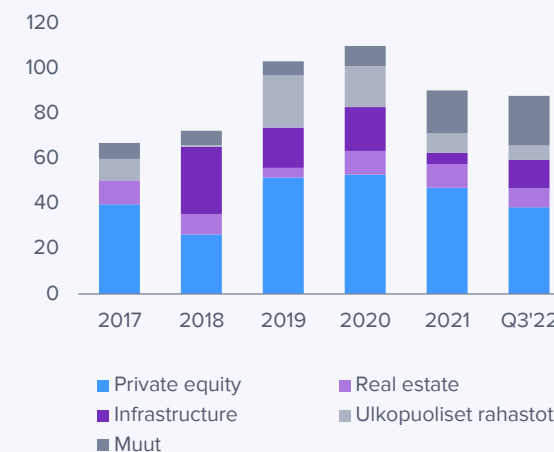
CapManilla oli Q3'22 lopussa taseen ulkopuolisia sijoitussitoumuksia sen omiin rahastoihin yhteensä noin 88 MEUR:n edestä. Suurimmat sitoumukset (25,6 MEUR) olivat Buyout-rahastoon. Sijoitussitoumukset tarkoittavat käytännössä sitä, että CapMan on sitoutunut sijoittamaan myös omia varojaan sen varainkeruuvaiheessa oleviin rahastoihin. Omiin rahastoihin tehtävät sijoitukset ovat linjassa CapManin strategian kanssa ja yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tehdä sijoituksia, jotka ovat kokoluokaltaan 1–5 % uuden rahaston arvosta.

Vaikka CapMan kykenisikin periaatteessa välttämään nämä sijoitussitoumukset, olisi se tulkittavissa selkeäksi epäluottamuslauseeksi rahastojen tulevaa sijoitusperformanssia kohtaan, mikä puolestaan voisi vaikeuttaa rahastojen varainkeruuta. Näin ollen pidämme todennäköisenä, että CapMan joutuu täyttämään nämä sijoitussitoumukset ja ne voidaankin luokitella mielestämme pakollisiksi investoinneiksi tai vastuiksi.

Taseen avainlukujen kehitys



Sijoitussitoumusten kehitys (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiöllä on huomattavasti korollista velkaa

Korollista velkaa yhtiöllä oli Q3'22 lopussa yhteensä noin 90 MEUR. Nykyisestä korollisesta velasta 50 MEUR erääntyy 2025 lopussa ja 40 MEUR 2027 lopussa, joten maturiteettijakauma on yhtiön kannalta hyvä. Yhtiö maksaa lainoilleen kiinteää korkoa, joten korkotason muutoksella ei ole välitöntä vaikutusta yhtiön kannattavuuteen ja kassavirtoihin.

Vaikka yhtiön omavaraisuusaste on korkea ja tase vahva, ei korollisen velan määrää voida kuitenkaan pitää merkityksettömänä yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna. Velkaisuuden tarkastelussa usein käytetty nettovelat/käyttökate -tunnusluku oli 2021 luvuilla noin 1,8x, jota voidaan pitää vielä sangen maltillisena. Sijoitussitoumusten luoma kassatarve huomioiden tunnuslukua on mielestämme syytä tarkastella bruttoveloin, jolloin veloista ei vähennetä kassaa. Ilman sijoitustuottoja korolliset velat/käyttökate -luku on jo korkea (lähes 7x), mikä kuvastaa sijoitustuottojen merkitystä CapManin nykyliiketoiminnalle. Tältäkin kantilta tarkasteltuna jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden tulisi nykyisellä strategiakaudella kohentua.

Vaikka oikaistuun tulokseen suhteutettuna velkaisuus vaikuttaa korkealta, ei tämä näkemyksemme mukaan muodosta yhtiölle merkittävää rahoitusriskiä, sillä taseessa olevat huomattavat sijoitukset tarjoavat tarvittaessa vakuuksia lainapääomalle. Vaikka yhtiön velka ei ole absoluuttisesti halpaa (~4 % nimelliskorko nollakorkoympäristössä), uskomme yhtiön kykenevän vahvan taseensa ja parantuneen jatkuviin palkkioihin perustuvan

kannattavuutensa myötä uudelleenrahoittamaan erääntyvät lainavastuunsa vaivatta.

Huomautamme, että CapMan ei käsityksemme mukaan edes pyri maksamaan velkojaan pois (ainakaan täysimääräisesti), mikä ei toki nykyinen kannattavuustaso sekä kasvavan osingon tavoite huomioiden olisi todennäköisesti nykyisessä aikataulussa edes mahdollista. Sijoittajan on kuitenkin syytä huomioida, että muista Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöistä poiketen CapManin kohdalla sijoittaja joutuu myös kantamaan maltillisen määrän rahoitusriskiä. Riski on kuitenkin laskenut viimeisen parin vuoden aikana, mistä osoituksena toimivat yhtiön listatut velkakirjat, sillä näiden riskilisiä (tuottoero riskittömään korkoon) on supistunut suhteessa verrannollisiin velkapapereihin.

Sijoitustuottojen kassakonversio on hyvä

Kirjanpidon tuloksen ohella osinkoennusteiden yhteydessä on syytä tarkastella kassavirtojen kehitystä, sillä CapManin tuotoista merkittävä osa koostuu sijoitustuotoista, jotka eivät pääosin ole kassavirtavaikutteisia eriä. Tämä johtuu siitä, että tasesijoitukset arvostetaan kvartaaleittain käypään arvoon ja näiden tulosvaikutus kirjataan heti arvomuutoksen yhteydessä omaisuuserien myyntiajankohdan sijaan.

CapManin viime strategiakauden (2017–2021) kumulatiivinen liiketoiminnan kassavirta oli heikkoa (-7 MEUR), joten osinkonsa CapMan rahoitti pääosin kassaan vapautuneilla sijoitustuotoillaan. Vaikka yhtiön kirjanpidolliset sijoitustuotot perustuvat edellä kuvatun mukaisesti osaltaan realisoitumattomiin arvomuutoksiin, on näiden kassakonversio

kuitenkin muutaman vuoden aikajänteellä hyvä. Tämä johtuu käsityksemme mukaan siitä, että suurimmat arvonorotukset tehdään tyypillisesti rahaston jo myydessä sijoituksiaan sen elinkaaren loppuvaiheessa. Rahaston alkuvaiheessa tehty mittavat arvonnousut voisivat puolestaan johtaa kassavajeeseen, mikäli koko kirjanpidon tulos pyrittäisiin jakamaan osinkoina, kun sijoitustuotot kirjattaisiin tulokseen useita vuosia ennen kuin yhtiö saa nämä rahana kassansa.

Jatkuvien palkkioiden kannattavuuskehitys tukee osingonmaksukykyä

Nykyisellä strategiakaudella odotamme selvää loikkaa CapManin jatkuviin palkkioihin perustuvassa kannattavuudessa, joka parhaiten toimii operatiivisen kassavirran estimaattina. Tämä taas paikkaa ennusteissamme sijoitustuottojen normalisoitumisen negatiivista vaikutusta lähivuosien osingonmaksukykyyn. CapManin vuotuinen investointitarve on myös erittäin pieni, joten käytännössä yhtiö pystyy jakamaan koko tuloksensa omistajilleen myös jatkossa. Näin ollen yhtiön nettotulos on osingonmaksun tärkein ajuri, emmekä pidä sijoitustuottojen kassavirtojen ajoitukseen liittyvää haastetta merkittävänä. Toki yhtiöllä on näkemyksemme mukaan tarvittaessa vielä hieman velkakapasiteettia jäljellä, mutta rahan nouseva hinta huomioiden (markkinahinnoittelun perusteella CapManin mahdollisten uusien 5-vuotisten joukkovelkakirjalainojen korko pyörii ~8 % tienoilla) emme pitäisi lisävelkaantumista osingonmaksun vuoksi kovinkaan järkevänä ratkaisuna. Lisäksi yhtiöllä on jo likviditeetin turvana käyttämätön 20 MEUR:n rahoituslimiitti.

Konsernitason ennusteet 1/4

Ennusteiden yhteenveto

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina CapManin kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka pääomamarkkinoiden tilanne onkin heikentynyt selvästi 2022 aikana talouden hidastumisen, geopolittisten jännitteiden kiristymisen sekä nousevien korkojen seurauksena, ei toimialan isoihin trendeihin ole näkemysksemme mukaan tulossa muutoksia. Korkojen noususta huolimatta reaalkorko on pysynyt matalana, mikä pitää yllä kysyntää vaihtoehtoisia sijoitustuotteita kohtaan. Vaikka korkotuotteiden kohentuneet nimellistuotot tulevat todennäköisesti vähintään hidastamaan korkopainoissa pitkään jatkunutta laskua, emme usko tämän tapahtuvan vaihtoehtoisten tuotteiden kustannuksella, sillä vaihtoehtoista tuotteista on mielestämme tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkia.

CapManin on vaihtoehtoisiiin tuotteisiin fokusoituneen strategian sekä tuotteiden parantuneen laatutason myötä asemoitunut hyvin haastavaan nykymarkkinaan. Lisäksi yhtiöllä on rahastoissaan merkittävää tuottopalkkiopotentialia, johon etenkin lähivuosien osalta liittyy suhteellisen rajatusti riskiä, sillä rahastojen arvonluonnista iso osa jo tehty.

CapManin absoluuttinen tuloskasvu tulee kuitenkin lähivuosina olemaan vaatimatonta, sillä yhtiön oman taseen sijoitustuottojen taso tulee väistämättä laskemaan nykyiseltä epänormaalin korkealta tasolta. Tämä hautaa alleen ison osan jatkuviin palkkioihin pohjautuvan tuloksen sekä voitonjako-osuustuottojen kasvusta.

Odotamme aiempaa vahvempaa skaalautumista

Vaikka absoluuttisesti tulos kasvaakin vaatimattomasti tulee sen jakauma parantumaan merkittävästi, kun painopiste siirtyy jatkuviin tuottoihin ja voitonjako-osuustuottoihin. Voitonjako-osuustuottojen jatkuvuus tulee myös parantumaan, kun yhtiöllä pitäisi tulevina vuosina olla jatkuvasti useampi rahasto voitonjaon piirissä. Tuloksen mixin parantuminen on osakkeen kannalta täysin kriittistä, sillä jatkuviin palkkioihin perustuva tulos on merkittävästi kertautuottoja arvokkaampaa. Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden parantaminen onkin nykyisellä strategiakaudella yhtiön keskeisiä tavoitteita. Parannus syntyy kahta kautta, jotka ovat: 1) liikevaihdon kasvu ja 2) kulujen selvästi aiempaa parempi skaalautuvuus. Yhtiöllä on jatkuviin palkkioihin pohjautuvassa kannattavuudessa selvä näytön paikka, sillä edellisellä strategiakaudella kannattavuus jäi verrattain vaisuksi (etenkin kun huomioidaan ”Muut ja eliminoinnit” alla näkyvät kasvaneet konsernikulut) eikä yhtiön historia kulujen hallinnan osalta ole kaksinen. Ottaen huomioon viime vuosina toteutetut kasvupanostukset ja hyvät kasvunäkymät, on Hallinnointiliiketoiminnalla hyvät edellytykset skaalautua selvästi tulevina vuosina.

CapManin markkinariski on selvästi sen kotimaisia verrokkeja pienempi tuottojen tullessa täysin vaihtoehtoisista sijoituksista ja isolta osin arvonluontistrategioista. Huomautamme kuitenkin, että vaihtoehtoiset sijoituskohteet eivät tietenkään ole immuuneja yleiselle markkinatilanteelle ja heikon markkinatilanteen jatkuessa tulee vaikutus lopulta heijastumaan yhä selvemmin myös vaihtoehtoisiiin sijoituksiin.

Keskeiset ajurit tuloskasvuennusteiden taustalla



Rahastojen hyvien tuottojen ylläpito



Vahvan uusmyynnin jatkuminen



Kulutehokkuuden parantuminen

EPS ja osinkoennusteet



Konsernitason ennusteet 2/4

2022: sijoitustuotot siivittävät hurjaan tulokseen

CapManin alkuvuosi on sujunut erittäin hyvin markkinan vastatuulesta huolimatta. Yhtiön liikevaihto on kasvanut alkuvuoden aikana 26 %:lla 47,8 MEUR:oon ja liikevoitto noussut 41 %:lla 45,6 MEUR:oon. Liikevaihdon keskeiset kasvuajurit ovat olleet voitonjako-osuustuotoissa nähty tasokorjaus (5,5 vs. 2,5 MEUR), Palveluiden erinomainen kehitys (+42 %) sekä hallinnoitavan varallisuuden myötä kasvaneet hallinnointipalkkiot (+14 %). Rahastojen uusmyynti on alkuvuonna kehittynyt odotuksiamme vaisummin ja Q2:lla sekä Q3:lla AUM-kasvu jäi noin 80 MEUR/kvartaali tuntumaan. Vaikka yhtiön uusmyynti heiluukin paljon kvartaalien välillä johtuen rahastojen varainkeruusykleistä ja isoista kertasijoituksista, on Q2- ja Q3-numeroissa mielestämme nähtävissä myös markkinan yleisen epävarmuuden kasvua.

Liikevoiton osalta tulos painottuu edelleen hyvin vahvasti sijoitustuottoihin ja niiden osuus on alkuvuoden aikana ollut noin 70 % tuloksesta. Sijoitustuotot ovat olleet merkittävästi odotuksiamme vahvemmat heikosta markkinasta huolimatta. Tätä selittää arviomme mukaan kohdeyhtiöiden vahva kehitys sekä onnistuneet irtaantumiset, jotka ovat enemmän kuin kompensoineet kohteiden kertomien laskut. Huomautamme myös, että yhtiön sijoitussalkussa yksittäisillä rahastoilla (mm. Growth 1, Buyout X ja Infra 1) on todella suuri paino ja näin ollen yksittäisten kohteiden kehityksellä voi olla iso vaikutus CapManin omiin sijoitustuottoihin.

Palveluliiketoiminta on jatkanut vahvaa tulosparannustaan (Q1–Q3'22 EBIT: 4,9 vs. vertailukauden 3,0 MEUR), kun CaPS on jatkanut erittäin kannattavaa kasvuaan ja JAY on arviomme

mukaan lähellä nollatulosta.

Hallinnointiliiketoiminnan tulos on myös kasvanut selvästi (14,7 vs. 10,0 MEUR), mutta valtaosa tästä selittyy voitonjako-osuustuotoilla. Jatkuviin palkkioihin pohjautuvat absoluuttinen ja suhteellinen kannattavuus ovat myös jatkaneet parantumistaan (9,2 vs. 7,5 MEUR). Konsernikulut ovat muun liiketoiminnan tapaan kasvaneet merkittävästi (6,0 vs. 3,7 MEUR), mutta tästä valtaosa selittyy Q2:lla tehdyllä osakepalkkio-ohjelman ennenaikaisella maksulla.

Odotamme myös vahvaa loppuvuotta

Odotamme Q4:ltä vahvaa tulosta hankalasta markkinasta huolimatta. Ennustamme Q4:llä voitonjako-osuustuottoja Growth sekä NRE 1-rahastoista. Myös sijoitustuottojen pitäisi vaikuttaa tulokseen edelleen positiivisesti, sillä yhtiö arvottaa NRE-rahastonsa vain kerran vuodessa.

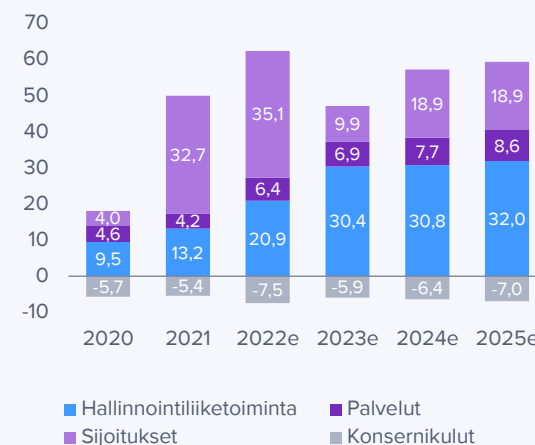
Keskeinen kysymysmerkki Q4:n osalta on uusmyynti. Yhtiöllä on vaisun Q2- ja Q3-myyntin jälkeen paljon kirittävää Q4:lle ja sen pitäisi saada myytyä CWS:n PE-varainhoito-ohjelman seuraava sukupolvi (100–150 MEUR uusmyyntiä), tehdä Infra 2 -rahaston seuraava sulkeminen (~100 MEUR) ja mahdollisesti aloittaa varainkeruu uuteen Social Real Estate -rahastoon.

Kokonaisuutena odotamme kuluven vuoden EPS:n kohoavan hurjalle 0,26 euron tasolle. Yhtiö tulee jatkamaan osinkonsa tasaista kasvattamista ja ennustamme osakekohtaisen osingon kasvavan sentillä 0,16 euroon. Vaikka yhtiöllä olisikin tuloksen puolesta varaa isompaan korotukseen, eivät lähivuosien vakaa tulostaso ja epävarma markkinatilanne kannusta tekemään tähän suurempia korotuksia.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Konsernitason ennusteet 3/4

2023: tulos laskee poikkeukselliselta vertailutasolta

Odotamme markkinatilanteen jatkuvan haastavana vielä H1'23 aikana ja tällä on negatiivinen vaikutus CapManin kehitykseen sijoitustuottojen osalta. Muilta osin odotamme CapManin jatkavan hyvää kehitystään vaikeasta markkinasta huolimatta.

2023 yhtiön liikevaihto kasvaa 19 %:lla noin 80 MEUR:oon. Keskeinen ajuri on voitonjako-osuustuotot, joissa odotamme selvää kasvua (15,5 vs. 9,0 MEUR), kun valtaosa NRE 1 ja Growth 1 -rahastojen voitonjaosta realisoituu. Lisäksi odotamme pientä voitonjakoa Nest 1-rahastolta.

AUM jatkaa tervettä kasvuaan ja odotamme 700 MEUR:n nettomyyntiä. Taso on erittäin hyvä ja vaatii taakseen vahvan suorituksen, etenkin jos markkinatilanne säilyy haastavana. Keskeiset AUM:n ajurit ovat Infra 2:n kasvu, Social Real Estate, avoimet kiinteistörahastot sekä seuraavan sukupolven CWS:n PE-ohjelma. AUM-kasvun myötä hallinnointipalkkiot kasvavat 14 %:lla. Todellinen tappotesti nähdään Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuudessa, kun yhtiön kulujen kasvun pitäisi strategian mukaisesti hidastua selvästi. Kasvun pitäisi skaalautua selvästi aiempaa paremmin ja odotamme yli 3 %-yksikön parannusta segmentin jatkuviin palkkioihin pohjautuvaan kannattavuusmarginaaliin.

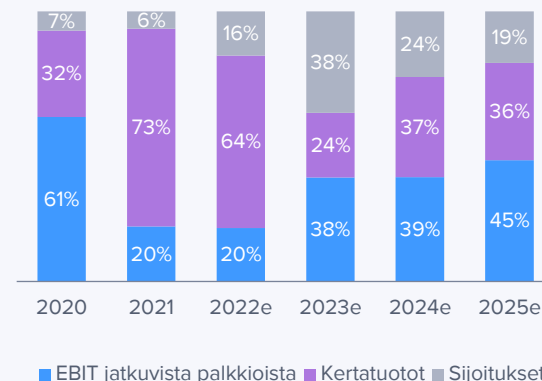
Liikevoiton ennustamme laskevan 41 MEUR:oon vertailukauden 55 MEUR:n tasolta. Selittävän tekijä ovat etenkin sijoitustuotot, joiden odotamme laskevan rajusti (10 vs. 35 MEUR). Tätä selittävät

vertailukauden hurja taso sekä ennustamamme nollatuotot H1'23 osalta. Tiedostamme, että ennusteemme on konservatiivinen, mutta haluamme jättää siihen selvää turvamarginaalia markkinatilanteen ollessa edelleen heikko. Hallinnointiliiketoiminnan tulos kasvaa merkittävästi (30 vs. 20 MEUR) jatkuvien palkkioiden kasvun sekä isojen voitonjakotuottojen myötä. Palveluissa odotamme CaPS:n jatkavan erinomaista suorittamistaan, mutta JAY:n osalta olemme selvästi varovaisempia, sillä näkyvyys sen toimintaan on heikompi.

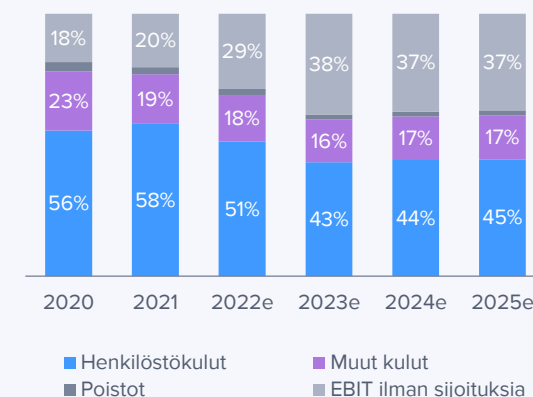
Konsernikuluissa on luvassa ensi vuodelle toinen tappotesti, sillä niiden tason pitäisi laskea selvästi vuodesta 2022, kun pitkän aikavälin osakekannustinohjelman päättämiseen liittyvät kertakulut poistuvat. Sijoittajien on tärkeä seurata Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvan tulosparannuksen lisäksi myös Muut ja eliminoinnit -segmentin tuloskehitystä, sillä Hallinnointiliiketoiminnan tulosparannuksen merkitys laimenisi oleellisesti, mikäli konsernikulut hautaisivat alleen merkittävän osan tästä tulokasvusta.

Tuloksen jakauma paranee ennusteissamme selvästi, mutta sen painopiste on edelleen varsin vahvasti kertatuotoissa. Kokonaisuutena ennustamme vuodelle 2023 0,19 euron osakekohtaista tulosta ja sentin korotusta osinkoon (0,17e).

Liikevoiton jakauma (%)



Kulurakenteen kehitys



Konsernitason ennusteet 4/4

Pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat hyvät

Odotamme CapManin tuloksen kääntyvän jälleen selvään kasvuun 2024 alkaen. Ajureina toimivat sijoitustuottojen normalisoituminen sekä Hallinnointiliiketoiminnan kasvu.

Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä noin 700 MEUR:n vuotuista nettomyyntiä läpi vuoteen 2026 asti ulottuvan strategiakauden. Tämä tarkoittaisi sitä, että 2026 AUM kohoaa yli 8 miljardiin, mikä on arviomme mukaan suhteellisen hyvin linjassa yhtiön oman orgaanisen kasvutavoitteen kanssa. Yhtiö kertoi syksyn CMD:llä tavoitteekseen 10 miljardin hallinnoitavan varallisuuden, mutta myönsi, että tämän saavuttaminen tulee vaatimaan myös yritysjärjestelyjä. Keskeiset ajurit AUM-kasvun taustalla ovat kiinteistötuotteet (NRE-tuoteperhe, nykyiset avoimet rahastot ja yksittäiset uudet tuotteet), infra (uusi rahasto ja mandaatit) sekä CWS:n vuotuinen ohjelma. Etenkin CWS:n osalta olemme ennusteissamme suhteellisen varovaisia ja odotamme yhtiöltä 150 MEUR:n uusmyyntiä (yhtiön tavoite +200 MEUR). CWS:n osalta yhtiö operoi sille suhteellisen uudessa asiakassegmentissä (kotimaiset pienet instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt) ja sen näytöt tästä segmentistä ovat vielä ohuet.

Kokonaisuutena Hallinnointiliiketoiminnan jatkuvat palkkiot kasvavat ennusteissamme noin 12 %:n vuotuista vauhtia. Voitonjako-osuustuotot vakiintuvat noin 10 MEUR:n tasolle, jota pidämme lähivuosille perusteltuna nykyinen hallinnoitava

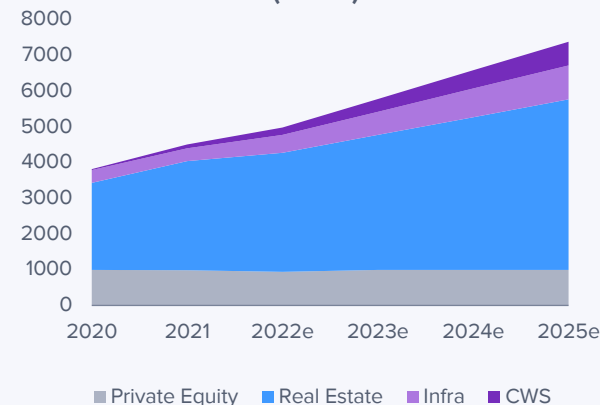
varallisuus huomioiden. Sijoitustuotoista odotamme hieman yli 10 %:n tuottoa per vuosi emmekä odota yhtiön sijoitussalkun enää kasvavan 2022 lopun tasolta, kun yhtiön sijoitussitoumusten taso laskee selvästi edellisestä strategiakaudesta.

Vaikka tulos lähtee jälleen kasvuun, ei se saavuta 2022 nähtyä hurjaa tasoa vielä strategiakauden lopussa. Tuloksen mix on kuitenkin muuttunut merkittävästi ja strategiakauden lopussa se alkaa olla jo varsin hyvä. Jatkuviin palkkioihin pohjautuva tulososuus on merkittävä, ja myös voitonjako-osuustuotot ovat luonteeltaan selvästi aiempaa jatkuvampia. Samalla sijoitustuottojen rooli on pienentynyt kokonaisuutta tukevaksi, kun nykyisin niiden rooli on hallitseva.

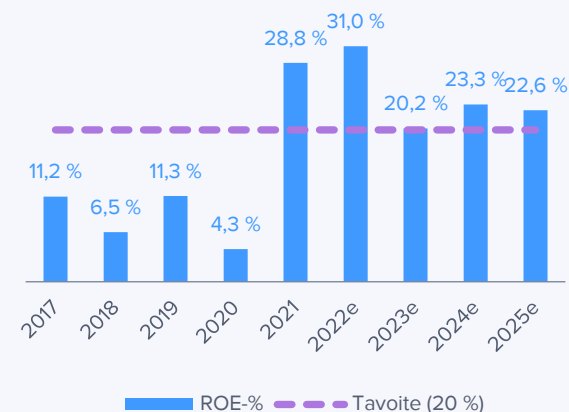
Osingon odotamme kasvavan tasaisesti sentin vuodessa. Näemme kuitenkin selvän mahdollisuuden sille, että strategiakauden lopussa korotukset ovat tätä suurempia, kun tuloksen jakauma ja samalla ennustettavuus ovat kohentuneet. Mielestämme koko strategiakauden yhteenlasketun voitonjakosuhteen tulisi olla korkea (80–90 %), sillä yhtiö ei tarvitse ylimääräistä pääomaa enää omaan toimintaansa, kun sijoitussalkkua ei aiota kasvattaa.

Kokonaisuutena yhtiön strategia vie sitä oikeaan suuntaan ja yhtiö on mielestämme positionnut itsensä toimialan trendeihin nähden hyvin. Strategiakauden onnistuminen tiivistyykin yhtiön kykyyn generoida hyviä sijoitustuottoja sen tuotteilla sekä kulukontrollissa onnistumiseen.

Hallinnoitavan varallisuuden ennusteet (MEUR)



ROE-ennusteet



Ennusteiden yhteenveto

MEUR	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	43,0	52,8	66,8	79,5	83,5	88,7
Rahastojen hallinnointipalkkiot	29,0	36,6	38,9	44,1	49,6	55,4
Voitonjako-osuustuotot	0,9	2,9	9,0	15,5	12,4	10,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	3,9	4,2	6,2	6,3	6,6	6,9
Palveluliiketoiminta	8,6	8,6	12,0	13,1	14,4	15,9
Muut ja eliminoinnit	0,7	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
Henkilöstökulut	-23,9	-30,6	-34,3	-34,5	-37,0	-39,5
Muut kulut	-9,7	-10,0	-11,8	-13,0	-13,9	-14,8
Poistot	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,8
Käyvän arvon muutokset	4,4	33,9	35,9	10,8	19,8	19,8
Liikevoitto	12,3	44,6	55,0	41,3	51,0	52,5
Hallinnointiliiketoiminta	9,5	13,2	20,9	30,4	30,8	32,0
Palvelut	4,6	4,2	6,4	6,9	7,7	8,6
Sijoitukset	4,0	32,7	35,1	9,9	18,9	18,9
Konsernikulut	-5,7	-5,4	-7,5	-5,9	-6,4	-7,0
Sijoituksista ja voitonjaoista oikaistu liikevoitto	7,5	9,1	10,9	15,9	19,7	23,6
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	3827	4516	4991	5791	6591	7391
<i>Kasvu-%</i>	<i>18 %</i>	<i>18 %</i>	<i>11 %</i>	<i>16 %</i>	<i>14 %</i>	<i>12 %</i>
Private Equity	998	991	950	1000	1000	1000
Real Estate	2440	3060	3330	3780	4280	4780
Infra	357	355	500	650	800	950
Muut	32	110	211	361	511	661
<i>Liikevoitto-%</i>	<i>28,7 %</i>	<i>84,6 %</i>	<i>82,4 %</i>	<i>52,0 %</i>	<i>61,0 %</i>	<i>59,2 %</i>
<i>Liikevoitto-% ilman sijoituksia ja voitonjakoja</i>	<i>17,5 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>16,3 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>23,5 %</i>	<i>26,6 %</i>
<i>EPS</i>	<i>0,03</i>	<i>0,22</i>	<i>0,26</i>	<i>0,19</i>	<i>0,22</i>	<i>0,23</i>
<i>Osinko/osake</i>	<i>0,14</i>	<i>0,15</i>	<i>0,16</i>	<i>0,17</i>	<i>0,18</i>	<i>0,19</i>
<i>Voitonjakosuhde-%</i>	<i>424 %</i>	<i>68 %</i>	<i>61 %</i>	<i>92 %</i>	<i>81 %</i>	<i>84 %</i>
<i>ROE-%</i>	<i>4,3 %</i>	<i>28,8 %</i>	<i>31,0 %</i>	<i>20,2 %</i>	<i>23,3 %</i>	<i>22,6 %</i>
<i>Oma pääoma per osake</i>	<i>0,72</i>	<i>0,80</i>	<i>0,91</i>	<i>0,93</i>	<i>0,98</i>	<i>1,02</i>
<i>Omien tasesijoitusten tuotto-%</i>	<i>3,8 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	66,8	66,8	0 %	78,7	79,5	1 %	82,5	83,5	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	54,8	54,9	0 %	40,5	41,3	2 %	50,0	51,0	2 %
Liikevoitto	54,8	54,9	0 %	40,5	41,3	2 %	50,0	51,0	2 %
Tulos ennen veroja	49,7	49,8	0 %	36,5	37,3	2 %	44,4	45,4	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,26	0 %	0,18	0,19	2 %	0,22	0,22	2 %
Osakekohtainen osinko	0,16	0,16	0 %	0,17	0,17	0 %	0,18	0,18	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

CapMan on mielestämme positioitunut sektorillaan erinomaisesti (varainhoito + vaihtoehtoiset omaisuusluokat), ja yhtiön strategian toteutus on viime vuosina ollut hyvin vakuuttavaa. Luottamuksemme yhtiön tuloskehitystä kohtaan onkin varsin korkea, mikä laskee jonkin verran osakkeen riskitasoa.

Olemme haarukoineet CapManin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen kerroin pohjaisen arvostuksen sekä kassavirtalaskelman kautta. Eri arvonmääritysmenetelmämme ovat kohtalaisen hyvin linjassa keskenään ja niiden mukainen käypä arvo CapManin osakkeelle vaihtelee 2,6–3,2 euron haarukassa. Tavoitehintamme 3,0 euroa on siten linjassa näiden kanssa.

Kertoimilla tilaa nousta

Lähivuosien tuotto-odotus muodostuu näkemyksemme mukaan osinkotuoton ja kertoimien nousun kautta, sillä tarkasteluperiodilla (2021–2025e) ennustamamme osakekohtaisen tuloksen kasvu jää lähelle nollaa. Tuloksen laatu säilyy vielä lähivuosina yhä sangen heikkona, kun tuloksen painopiste on sijoitustuotoissa ja voitonjako-osuustuotoissa. Vaikka voitonjako-osuustuottojen luonne muuttuukin tulevina vuosina aiempaa jatkuvammaksi, ovat ne kuitenkin sijoittajien silmissä selvästi vähemmän arvokkaita kuin jatkuviin palkkioihin pohjautuvat tuotot. Tuloksen mixin parantuessa näemme yhtiölle hyväksyttävissä kertoimissa selvää nousuvaraa, varsinkin kun nykyinen markkinaan liittyvä epävarmuus helpottaa.

Tulosparannuksen jatkuessa odotuksiemme mukaisesti on pitkän aikavälin tuotto-odotus siten houkutteleva. Samalla osinkotuotto tarjoaa tukeva selkänöjää osakkeen hinnalle. Huomautamme kuitenkin, että osinkoennusteemme ovat pitkällä aikavälillä alisteisia strategiassa onnistumiselle ja kannattavan kasvun jatkumiselle.

+ CapManin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden parantuminen
- Pitkän aikavälin hyvä tuloskasvunäkymä
- Vahva asema vaihtoehtorahastoissa
- Korkea osinkotuotto

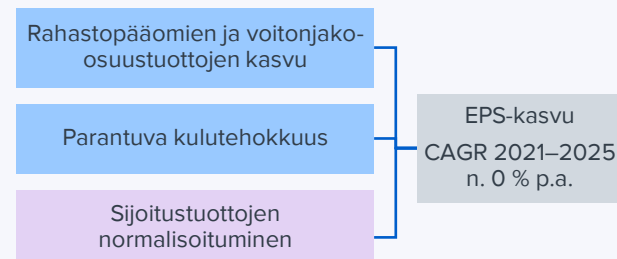
– Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Lähivuodet sijoitustuottoihin ja voitonjako-osuustuottoihin painottuva tulos
- Markkinatilanne

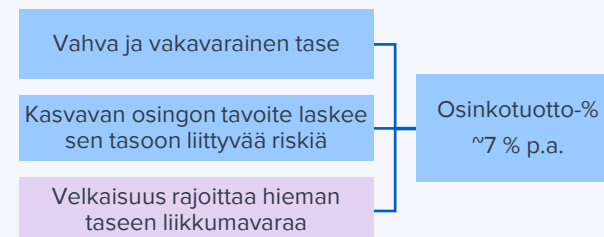
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

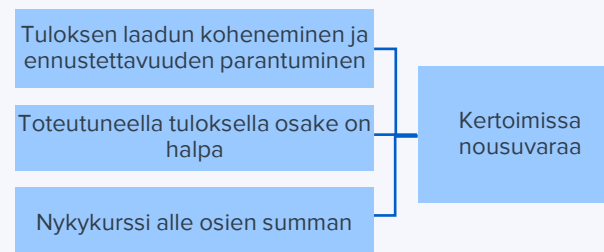
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
~15 % p.a.

Arvonmääritys 2/4

Osien summa

Osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvostukselle, sillä yhtiön erilaisia osia tulee lähestyä erilaisilla arvostusmenetelmillä.

Hallinnointiliiketoiminnan arvoksi olemme määrittäneet 295 MEUR. Arvo jakautuu jatkuvien palkkioiden tuoman liiketoiminnan sekä voitonjako-osuustuottojen välille. Mielestämme näiden tarkastelu erillään on perusteltua, sillä voitonjako-osuustuotot ovat sijoittajien silmissä selvästi vähemmän arvokkaita kuin jatkuviin palkkioihin pohjautuvat tuotot.

Jatkuvia palkkioita tuovan liiketoiminnan olemme arvottaneet 15x EV/EBIT-kertoimella ja 2022–2023e keskiarvotuloksella. Taso on absoluuttisesti korkea, mutta perusteltavissa liiketoiminnan vahvat fundamentit huomioiden. Toimialalla hyväksyttävään arvostustasoon keskeisesti vaikuttavat tekijät ovat: AUMin pysyvyys, tuoteportfolion kasvunäkymät, tuotteiden laatu, tulostason ennustettavuus, tuotteiden palkkiopotentialiaali sekä toiminnan tehokkuus. Voitonjako-osuustuottoihin olemme puolestaan soveltaneet 8x kerrointa sekä 2022–2025e voitonjako-osuustuottojen keskiarvoa. Painotetulla keskiarvolla saamme segmentin hyväksyttäväksi arvostukseksi noin EV/EBIT 12x. Taso on mielestämme suhteellisen neutraali huomioiden osakemarkkinoiden sekä sektorin yleisesti laskenut arvostustaso. Arvostustasoa painaa tuloksen mixin pehmeys ja mixin parantuessa olisi hyväksyttävässä arvostustasossa nousuvaraa.

Suhteessa AUMiin (Q3'22: 4927 MEUR) Hallinnointiliiketoiminnan arvo tarkoittaa noin 6 %:n hintaa. Taso ei ole AUM:n laatu ja

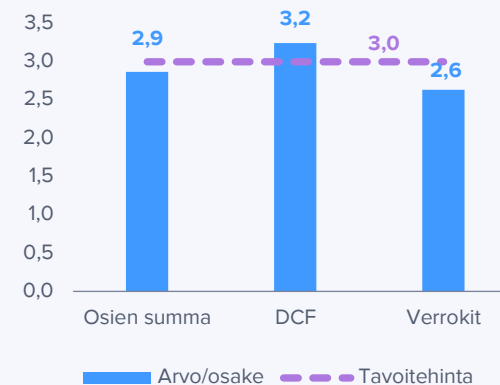
palkkiopotentialiaali huomioiden erityisen vaativa ja se on varsin hyvin linjassa muille varainhoitajille soveltamiemme vaihtoehtorahastopääomien kanssa. Myös tässä luvussa olisi nousupotentiaalia, mikäli yhtiön jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus paranisi nykytasolta.

Vahvaa kannattavuutta tekevän Palvelut-segmentin olemme arvottaneet 15x EV/EBIT-kertoimella. Valtaosa arvosta syntyy CaPS:stä, sillä se on selvästi suurempi liiketoiminta ja se tekee käytännössä koko segmentin tuloksen. Näkemyksemme mukaan CaPS:lle hyväksyttävä arvostuskerroin on suhteellisen korkea liiketoiminnan jatkuvasta luonteesta sekä vahvasta track-recordista johtuen. JAY:n osalta arvonnääritys on huomattavasti hankalampaa, sillä ripeästi kasvavan teknologia-yhtiön arvostus voisi oikean ostajan silmissä olla hyvinkin korkea. Mielestämme tässä vaiheessa sijoittajan ei kuitenkaan kannata antaa JAY:n valuaatiolle vielä merkittävää painoarvoa. Palveluille laskemamme noin 100 MEUR:n arvo voitaisiinkin mielestämme perustella käytännössä pelkällä CaPS:llä. Vähemmistöjen tulososuuden arvoksi olemme arvioineet noin -11 MEUR.

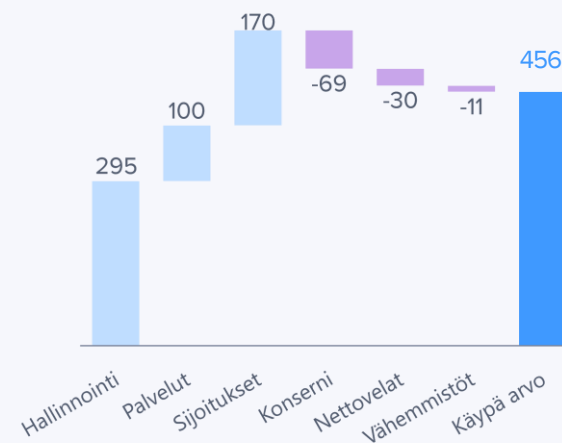
Sijoitukset olemme arvottaneet käypään arvoonsa (170 MEUR). Nettovelat olivat Q3'22 lopussa noin 30 MEUR ja konsernikulujen nykyarvo on laskelmissamme noin -70 MEUR.

Osien summa -laskelmamme indikoima arvo CapManille on siten 456 MEUR tai 2,9 euroa per osake. Arvo on noussut hieman edellisestä laajasta raportistamme (2,62€/osake) erityisesti sijoitussalkun kasvun sekä Palveluliiketoiminnan hyvän kehityksen myötä.

Arvonmäärityksen yhteenveto (€/osake)



Osien summa -laskelma (MEUR)



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmä

CapManille on tarjolla Helsingin pörssissä laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia. Vaikka pörssin muut varainhoitajat toimivatkin pääosin eri markkinoilla kuin CapMan eivätkä siten ole yhtiön suoria kilpailijoita, on arvonmäärityksen kehikko kuitenkin kaikilla hyvin samankaltainen. Näin ollen verrokkiryhmän käyttökelpoisuus yhtiön arvonmäärityksessä on mielestämme melko hyvä.

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa olemme käyttäneet tulos pohjaisesti pääasiassa P/E-kertoimia, sillä ne huomioivat parhaiten verrokkien kirjanpidolliset (FAS/IFRS) sekä rakenteelliset erot. FAS-kirjanpito normiston mukaan raportoivien yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu vertailtavuuden parantamiseksi. Olemme käyttäneet analyysissä myös osinkotuottoa, sillä se on näkemysmme mukaan yksi keskeisistä sijoitustarinan kulmakivistä varainhoito- ja sijoituspalveluyhtiöissä.

Kuluvan vuoden ennustetulla tuloksella yhtiötä arvostetaan P/E-luvulla mitattuna selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Ennusteissamme tulos kuitenkin laskee vuonna 2023, jolloin yhtiön tulos pohjainen arvostus on jo linjassa verrokkeihin nähden. Myös osinkotuoton näkökulmasta tarkasteltuna yhtiö on suhteellisen hyvin linjassa verrokkiryhmään nähden.

Mielestämme CapMania pitäisi hinnoitella preemiolla suhteessa sen keskeisiin kotimaisiin verrokkeihin, sillä 1) yhtiön kasvunäkymät ovat keskimääräistä verrokkeja paremmat johtuen paremmasta markkinapositionista ja 2) yhtiön näytöt

nykyjohtoon alaisuudessa ovat erittäin vahvat. Näin ollen tuloksen jakauman parantuessa tulee preemion asteittain leventyä. Suhteessa verrokkiryhmään osakkeen nykyinen arvostus on mielestämme alakanttiin. Huomautamme, että 2022 tulos antaa poikkeuksellisen suurten sijoitustuottojen myötä liian positiivisen kuvan yhtiön tämän hetken tuloskunnosta. Näin ollen ensi vuoden tulokertoimien tarkastelu antaa paremman kuvan yhtiön suhteellisesta arvostustasosta.

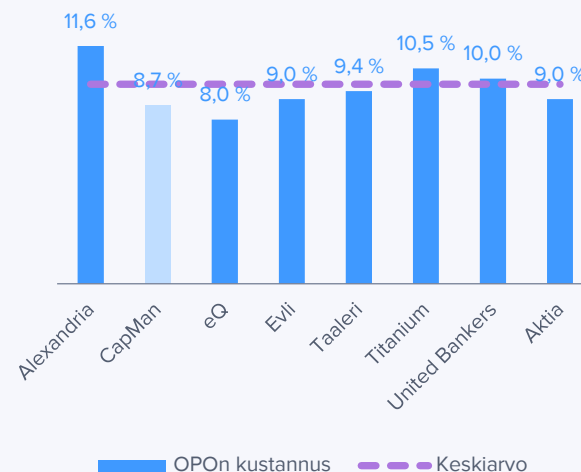
Absoluuttiset arvostuskertoimet

Sijoittajien on syytä huomioida, että toisin kuin useimmilla verrokeilla, ei CapManin arvostus saa juurikaan tukea historiallisesta tulostasosta. Tämä johtuu siitä, että sijoitustuotot ovat heiluttaneet kirjanpidon tulosta voimakkaasti vuositasona.

Kuluvan vuoden tuloksella CapManin arvostus näyttää absoluuttisesti hyvinkin halvalta (2022e P/E 10x), mutta ensi vuoteen katsottaessa nousee P/E-kerroin ennusteillamme noin 14x tasolle. Tätäkään tasoa emme pidä yhtiölle erityisen vaativana, sillä normaalioloissa ja paremmalla tuloksen mixillä pidämme CapManille hyväksyttävänä arvostustasona 15–16x P/E-kerrointa. Tulevaisuudessa kerroin pohjaisen arvonmäärityksen käyttökelpoisuus koheneekin yhtiön kohdalla selvästi, sillä ennusteissamme sijoitustuottojen osuus tuloksesta laskee ja tuottosidonnaisten palkkioiden ennustettavuus paranee (tätä avattu tarkemmin sivulla [37](#)).

Osinkotuotto on ennusteillamme lähivuosina noin 7 %, mikä on mielestämme varsin hyvä taso, kun huomioidaan osingon hyvät kasvunäkymät.

Verrokkien oman pääoman kustannus



Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys

DCF-malli sopii CapManille kohtalaisen huonosti, sillä osakkeen arvon herkkyyys parametrien muutoksille on poikkeuksellisen suuri ja yhtiön sijoitussalkku on kooltaan merkittävä. Näin ollen DCF-mallin tulokseen tulee suhtautua lähinnä muita arvostusmenetelmiä tukevana.

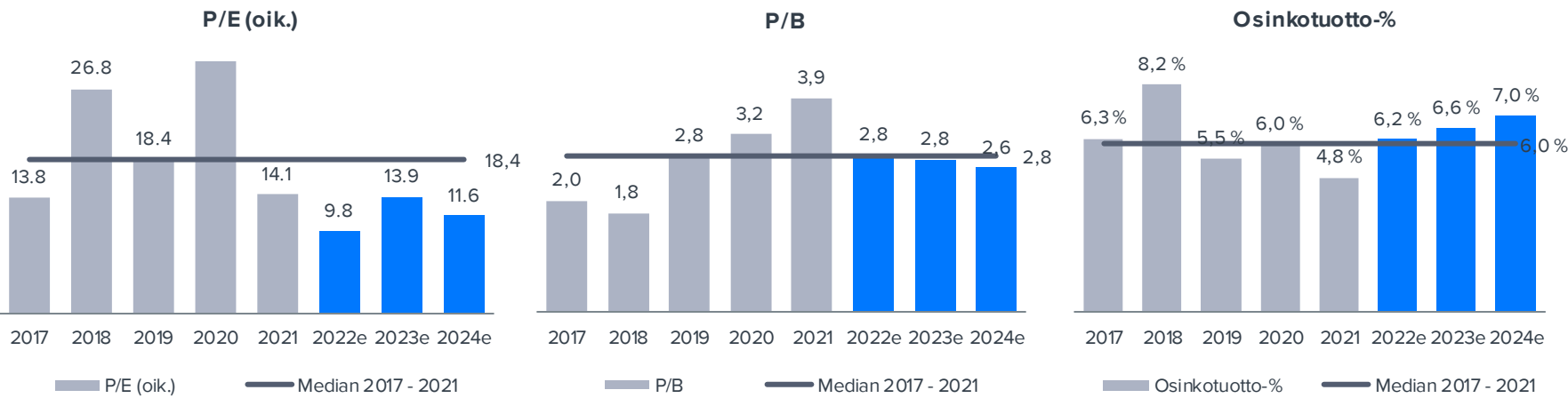
Nykyinen DCF mallimme (s. 51) nojaa odotukseen siitä, että CapManin kestävä tulostaso on tästä eteenpäin yli 40 MEUR vuodessa. Olemme käsitelleet tulosennusteitamme tarkemmin raportin ennusteosiossa. DCF-mallin ikuisuusolehtamana olemme käyttäneet 45 %:n liikevoittotasoa, joka vastaa suunnilleen viimeisen viiden vuoden keskiarvoa. Huomautamme, että oletus ei ole kovin vaativa, kun huomioidaan selvästi parantunut hallinnointiliiketoiminnan tulostaso sekä palveluliiketoiminnan rakenteellisesti vahva kannattavuus.

Kassavirtamallimme indikoima arvo CapManin osakkeelle on 3,2 euroa, joka kuvastaa yhtiön liiketoiminnan potentiaalia. DCF-malli sopii CapManille kohtalaisen huonosti, sillä osakkeen arvon herkkyyys parametrien muutoksille on poikkeuksellisen suuri ja yhtiön sijoitussalkku on kooltaan merkittävä. Näin ollen DCF-mallin tulokseen tulee suhtautua lähinnä muita arvostusmenetelmiä tukevana. Olemme tarkastaneet CapManille soveltamaamme tuottovaatimusta ylöspäin 8,7 %:iin (aik. 8,5 %) osana laajempaa tuottovaatimustemme tarkastelua. Muutos heijastelee kohonnuttua korkotasoa ja nollakorkoajan päättymistä.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Markkina-arvo	256	216	359	361	486	409	409	409	409
Yritysarvo (EV)	281	222	385	395	513	459	464	457	451
P/E (oik.)	13,8	26,8	18,4	70,3	14,1	9,8	13,9	11,6	11,4
P/E	16,9	26,8	25,7	70,3	14,1	9,8	13,9	11,6	11,4
P/Kassavirta	11,1	5,9	neg.	neg.	8,1	>100	16,6	10,1	9,9
P/B	2,0	1,8	2,8	3,2	3,9	2,8	2,8	2,6	2,5
P/S	7,4	6,5	7,3	8,4	9,2	6,1	5,1	4,9	4,6
EV/Liikevaihto	8,1	6,6	7,9	9,2	9,7	6,9	5,8	5,5	5,1
EV/EBITDA (oik.)	12,3	16,6	15,4	28,7	11,1	8,1	10,8	8,7	8,3
EV/EBIT (oik.)	12,2	18,6	15,4	32,0	11,5	8,4	11,2	9,0	8,6
Osinko/tulos (%)	105,9 %	219,0 %	141,7 %	424,1 %	68,5 %	60,6 %	91,6 %	80,8 %	84,1 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	8,2 %	5,5 %	6,0 %	4,8 %	6,2 %	6,6 %	7,0 %	7,5 %

Lähde: Idneres



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Alexandria	70	56	8,0	6,6	5,9	5,2	1,4	1,2	13,8	12,0	6,7	7,5	2,5
Aktia	708	708							12,8	8,7	4,7	7,1	1,0
eQ	893	834	16,0	14,6	15,7	14,3	9,7	9,0	21,6	19,6	4,8	5,3	10,7
Evli	450	428	14,1	9,4	11,9	8,2	4,5	3,5	21,9	15,2	6,5	8,9	4,0
Taaleri	322	259	7,9	7,9	7,7	7,7	3,7	3,7	13,9	12,9	9,1	9,3	1,5
Titanium	149	130	7,5	6,9	7,2	6,7	4,6	4,1	10,8	10,1	7,8	8,4	5,2
United Bankers	137	122	9,1	7,9	8,0	7,0	2,7	2,4	13,5	12,3	6,3	7,0	2,9
CapMan (Inderes)	409	459	8,4	11,2	8,1	10,8	6,9	5,8	9,8	13,9	6,2	6,6	2,8
Keskiarvo			10,4	8,9	9,4	8,2	4,4	4,0	15,5	13,0	6,6	7,6	4,0
Mediaani			8,6	7,9	7,8	7,3	4,1	3,6	13,8	12,3	6,5	7,5	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			-2 %	43 %	4 %	48 %	67 %	64 %	-29 %	13 %	-4 %	-11 %	-1 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	43,0	11,3	11,9	14,9	14,7	52,8	14,2	17,7	15,9	19,0	66,8	79,5	83,5	88,7
Hallinnointiliiketoiminta	30,9	9,0	9,9	12,9	11,8	43,6	11,7	14,5	12,6	15,3	54,1	65,9	68,6	72,3
Palveluliiketoiminta	11,4	2,3	2,0	1,9	2,4	8,6	2,5	3,2	3,1	3,2	12,0	13,1	14,4	15,9
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	0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
Käyttökate	13,7	10,5	11,7	11,3	12,6	46,1	19,2	14,5	13,1	9,6	56,5	42,8	52,5	54,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,3	10,1	11,4	10,9	12,2	44,6	18,9	14,1	12,7	9,3	54,9	41,3	51,0	52,5
Liikevoitto	12,3	10,1	11,4	10,9	12,2	44,6	18,9	14,1	12,67	9,3	54,9	41,3	51,0	52,5
Hallinnointiliiketoiminta	9,1	2,5	2,4	5,1	3,2	13,2	4,4	6,1	4,2	6,2	20,9	30,4	30,8	32,0
Palveluliiketoiminta	5,0	1,2	0,7	1,1	1,2	4,2	1,4	1,7	1,8	1,6	6,4	6,9	7,7	8,6
Sijoitustoiminta	4,0	7,9	9,4	5,9	9,6	32,7	14,5	9,6	7,9	3,1	35,1	9,9	18,9	18,9
Muut	-5,7	-1,4	-1,2	-1,1	-1,7	-5,4	-1,4	-3,3	-1,3	-1,5	-7,5	-5,9	-6,4	-7,0
Nettorahoituskulut	-3,1	-0,9	-1,3	-0,8	-1,1	-4,0	-2,6	-1,1	-0,5	-1,0	-5,2	-4,0	-5,6	-5,5
Tulos ennen veroja	9,2	9,3	10,1	10,2	11,1	40,6	16,3	13,0	12,17	8,3	49,8	37,3	45,4	47,0
Verot	-2,9	-1,5	-1,2	-0,7	-1,7	-5,2	-2,9	-1,2	-1,4	-1,2	-6,8	-6,3	-8,2	-8,9
Vähemmistöosuudet	-1,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-1,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8
Nettotulos	5,1	7,5	8,8	9,0	9,0	34,3	13,3	11,6	10,2	6,7	41,8	29,5	35,6	36,3
EPS (oikaistu)	0,03	0,05	0,06	0,06	0,06	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,26	0,19	0,22	0,23
EPS (raportoitu)	0,03	0,05	0,06	0,06	0,06	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,26	0,19	0,22	0,23

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-12,2 %	-5,3 %	36,4 %	66,0 %	10,1 %	22,8 %	25,7 %	48,8 %	6,9 %	29,0 %	26,5 %	19,0 %	5,1 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-50,6 %	-269,4 %	174,4 %	144,8 %		261,8 %	86,1 %	24,2 %	16,2 %	-24,1 %	23,1 %	-24,8 %	23,4 %	2,9 %
Käyttökate-%	31,9 %	92,8 %	98,6 %	75,8 %	85,8 %	87,4 %	135,3 %	82,2 %	82,2 %	50,8 %	84,6 %	53,9 %	62,8 %	61,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	28,7 %	89,6 %	95,6 %	73,3 %	83,2 %	84,6 %	132,7 %	79,8 %	79,7 %	49,0 %	82,3 %	52,0 %	61,0 %	59,2 %
Nettotulos-%	12,0 %	65,9 %	74,3 %	60,5 %	61,4 %	65,0 %	93,7 %	65,8 %	64,2 %	35,1 %	62,6 %	37,1 %	42,6 %	40,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	138	150	190	197	198
Liikearvo	15,3	15,3	15,3	22,3	22,3
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,5	0,6	0,8	0,9
Käyttöomaisuus	2,6	1,8	1,7	2,0	2,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	117	130	170	170	170
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	81,1	90,5	98,8	118	124
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,1	25,3	32,0	38,1	40,1
Likvidit varat	58,0	65,2	66,8	79,5	83,5
Taseen loppusumma	219	240	289	315	321

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	113	127	146	150	158
Osakepääoma	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kertyneet voittovarot	1,6	33,6	51,9	56,1	64,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Muu oma pääoma	71,2	52,4	52,4	52,4	52,4
Vähemmistöosuus	0,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Pitkäaikaiset velat	92,3	97,1	121	138	133
Laskennalliset verovelat	2,7	7,5	7,5	7,5	7,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	82,6	82,0	106	123	118
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,9	7,6	7,6	7,6	7,6
Lyhytaikaiset velat	13,3	18,7	22,3	27,0	29,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	1,0	1,3	2,2	3,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,1	16,7	20,0	23,8	25,1
Muut lyhytaikaiset velat	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	219	243	289	315	321

DCF-laskelma

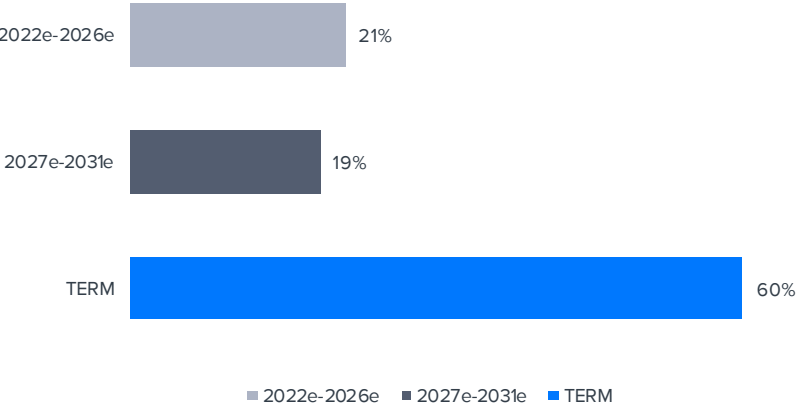
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	22,8 %	26,5 %	19,0 %	5,1 %	6,2 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	84,6 %	82,3 %	52,0 %	61,0 %	59,2 %	50,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	44,6	54,9	41,3	51,0	52,5	46,5	43,6	45,3	46,7	48,1	49,3	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	
- Maksetut verot	0,2	-6,8	-6,3	-8,2	-8,9	-7,8	-7,2	-7,5	-7,8	-8,0	-8,7	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,1	-3,5	-2,3	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	48,9	45,5	33,6	42,6	43,3	38,9	36,7	38,1	39,4	40,7	41,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-14,2	-41,6	-9,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	35,3	3,9	24,6	40,6	41,2	36,8	34,5	35,9	37,0	38,3	38,5	
+/- Muut	24,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	60,1	3,9	24,6	40,6	41,2	36,8	34,5	35,9	37,0	38,3	38,5	696
Diskontattu vapaa kassavirta		3,9	22,5	34,3	32,3	26,6	23,0	22,2	21,1	20,2	18,8	340
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		565	561	538	504	472	445	422	400	379	359	340
Velaton arvo DCF		565										
- Korolliset velat		-83,0										
+ Rahavarat		65,2										
-Vähemmistöosuus		-10,0										
-Osinko/pääomapalautus		-23,5										
Oman pääoman arvo DCF		514										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	49,0	43,0	52,8	66,8	79,5	EPS (raportoitu)	0,09	0,03	0,22	0,26	0,19
Käyttökate	25,0	13,7	46,1	56,5	42,8	EPS (oikaistu)	0,13	0,03	0,22	0,26	0,19
Liikevoitto	19,4	12,3	44,6	54,9	41,3	Operat. kassavirta / osake	0,14	-0,05	0,31	0,29	0,21
Voitto ennen veroja	17,6	9,2	40,6	49,8	37,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,03	-0,01	0,38	0,02	0,15
Nettovoitto	14,0	5,1	34,3	41,8	29,5	Omapääoma / osake	0,84	0,72	0,80	0,91	0,93
Kertaluontoiset erät	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	216,5	218,8	240,3	288,7	314,9	Liikevaihdon kasvu-%	46 %	-12 %	23 %	26 %	19 %
Oma pääoma	129,5	113,3	127,4	145,7	149,9	Käyttökateen kasvu-%	87 %	-45 %	236 %	22 %	-24 %
Liikearvo	15,3	15,3	15,3	15,3	22,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	109 %	-51 %	262 %	23 %	-25 %
Nettovelat	16,4	25,5	17,8	40,1	45,7	EPS oik. kasvu-%	135 %	-74 %	564 %	20 %	-30 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	51,1 %	31,9 %	87,4 %	84,6 %	53,9 %
Käyttökate	25,0	13,7	46,1	56,5	42,8	Oik. Liikevoitto-%	51,0 %	28,7 %	84,6 %	82,3 %	52,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,5	-19,4	3,1	-3,5	-2,3	Liikevoitto-%	39,6 %	28,7 %	84,6 %	82,3 %	52,0 %
Operatiivinen kassavirta	20,8	-7,4	48,9	45,5	33,6	ROE-%	11,3 %	4,3 %	28,8 %	31,0 %	20,2 %
Investoinnit	-27,1	16,5	-14,2	-41,6	-9,0	ROI-%	10,5 %	6,4 %	21,9 %	23,7 %	15,7 %
Vapaa kassavirta	-4,0	-1,2	60,1	3,9	24,6	Omavaraisuusaste	59,8 %	51,8 %	53,0 %	50,5 %	47,6 %
						Nettovelkaantumisaste	12,6 %	22,5 %	14,0 %	27,5 %	30,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	7,9	9,2	9,7	6,9	5,8						
EV/EBITDA (oik.)	15,4	28,7	11,1	8,1	10,8						
EV/EBIT (oik.)	15,4	32,0	11,5	8,4	11,2						
P/E (oik.)	18,4	70,3	14,1	9,8	13,9						
P/B	2,8	3,2	3,9	2,8	2,8						
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,0 %	4,8 %	6,2 %	6,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/08/2019	Osta	2,00 €	1,75 €
26/09/2019	Lisää	2,00 €	1,87 €
01/11/2019	Vähennä	2,10 €	2,06 €
31/01/2020	Osta	2,75 €	2,48 €
20/03/2020	Osta	2,00 €	1,52 €
07/04/2020	Lisää	1,90 €	1,70 €
24/04/2020	Lisää	1,90 €	1,76 €
07/08/2020	Lisää	2,10 €	1,96 €
30/10/2020	Lisää	2,10 €	1,93 €
05/02/2021	Lisää	2,80 €	2,63 €
22/02/2021	Lisää	2,80 €	2,68 €
30/04/2021	Lisää	3,00 €	2,78 €
06/08/2021	Lisää	3,30 €	3,04 €
28/10/2021	Lisää	3,30 €	2,98 €
05/01/2022	Lisää	3,30 €	3,10 €
04/02/2022	Lisää	3,30 €	3,00 €
21/03/2022	Lisää	3,10 €	2,81 €
29/04/2022	Osta	3,10 €	2,62 €
05/08/2022	Lisää	3,30 €	3,09 €
28/10/2022	Lisää	3,00 €	2,60 €
14/11/2022	Lisää	3,00 €	2,58 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**