

Norvestian ostolla edellytykset luoda omistaja-arvoa

Tarkistamme CapManin tavoitehintamme 1,40 euroon (1,35 euroa). Pidämme Norvestian ostotarjousta järkevänä liikkeenä ja näkemyksemme mukaan sillä on edellytykset luoda omistaja-arvoa. Pidämme CapManin arvostusta edelleen varsin houkuttelevana ja täydet synergiat huomioiden arvostus on halpa. Synergiahyötyjen realisoituminen tulee kuitenkin viemään aikaa ja vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä. Kohonneen osakekurssin myötä laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta).

Odotuksien mukainen Q3-raportti

CapManin Q3-tulos ei tarjonnut suurempia yllätyksiä. Liikevaihto jäi hieman odotuksistamme johtuen pääosin palveluliiketoiminnan kausivaihtelusta. Liikevoitto oli odotuksiemme mukainen 2,8 MEUR. Yhtiön kulut olivat katsauskaudella hieman odotuksiamme suuremmat johtuen noin 1 MEUR:n bonusvarauksista, mutta omien rahastosijoitusten käypien arvojen hyvä kehitys riitti kompensoimaan tämän.

Strategisesti hyvä liike

Järjestely toteutuessa CapMan nousee uuteen kokoluokkaan ja sen taseen loppusumma nousee laskelmiemme mukaan noin 250 MEUR:oon (Q3'16 152 MEUR) ja 2016 laskennallinen liikevoitto 26 MEUR:oon (CapMan 2016e: 13,5 MEUR). Suhtaudumme järjestelyyn positiivisesti ja mielestämme sillä on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa. Keskeiset komponentit omistaja-arvon luomiselle ovat kasvun kiihdyttäminen uusien sijoitusratkaisujen kautta, oman taseen tehokkaampi hyödyntäminen ja kustannussynergia (yhtiön arvio 3 MEUR). Lisäksi CapManin osakesarjojen yhdistäminen tulee parantamaan tasa-arvoa CapManin omistajien välillä.

Synergioiden realisoituessa merkittävä EPS vaikutus

Alustavien arvioidemme mukaan järjestely tulisi ilmoitetut synergiat huomioiden nostamaan 2018 EPS-ennusteemme 0,15 euroon nykyisestä 0,13 eurosta. Näkemyksemme mukaan yhdistyminen tarjoaa merkittävästi ilmoitettua 3 MEUR:a suuremman synergia potentiaalin ja lisäksi ennusteemme ei huomioi uuden yhtiön parantuneita kasvumahdollisuuksia. Näin ollen arvio on varsin konservatiivinen. CapMan päivitti myös taloudelliset tavoitteensa järjestelyn yhteydessä. Yhtiö tulee aiempaa aggressiivisemmin hakemaan kasvua ja osinkopolitiikka pyritään pitämään hyvin avokätisenä. Uuden osinkopolitiikan myötä ensi kevään osingon korottaminen on käytännössä täysin varmaa ja pidämme 0,08 euron ennustettamme varovaisena.

Potentiaalin realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä

Norvestia-järjestely vaikuttaa merkittävästi CapManin lähivuosien tulosennusteisiin. Järjestelyn isot kustannukset tulevat rasittamaan vuosien 2016 ja 2017 tuloksia ja uuden yhtiön tulospotentiaali nähdään täysimääräisesti vasta 2018. Arvioimallamme 2018 synergiat huomioivalla tuloksella (EPS 0,15 euroa) osakkeen P/E-kerroin jää selvästi alle 10x ja sitä voidaan pitää hyvin edullisena. Myös uuden yhtiön hybridistä oikaistu P/B-kerroin 1,4x on matala suhteessa CapManin tavoittelemaan 20 %:n oman pääoman tuottoon. Potentiaalin realisoitumiseen liittyy kuitenkin riskejä ja sen realisoituminen vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä. Yli 6 %:n nopeasti kasvava osinkotuotto tarjoaa kuitenkin odotusajalle hyvää tuottoa ja pidämme osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä.

Analyytikko

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



Suositus

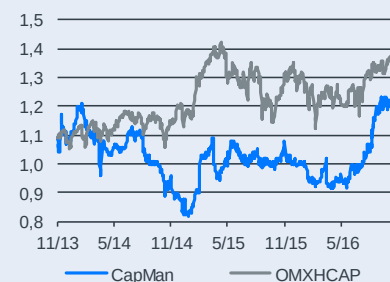
Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 1,40 EUR

Edellinen: 1,35



Lähde: Bloomberg

Ei ilisen päätös 1,28 EUR

12 kk vaihteluväli 0,91-1,3 EUR

Potentiaali 9,4 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2014	39,5	6,4	16,2 %	5,0	0,03	0,06	1,9	11,1	11,8	25,5	7,2 %
2015	31,8	9,3	29,2 %	6,5	0,06	0,07	4,2	13,9	14,4	17,8	7,0 %
2016e	31,3	13,5	43,0 %	10,4	0,09	0,08	4,5	10,2	10,5	13,5	6,3 %
2017e	33,5	11,1	33,1 %	9,1	0,07	0,09	4,6	13,5	13,8	17,1	7,1 %
2018e	36,6	15,0	41,0 %	13,1	0,13	0,10	4,0	9,5	9,7	10,1	7,9 %
Markkina-arvo, MEUR			111	OPO / osake 2016e, EUR			0,78	CAGR EPS, 2015-2018, %			31 %
Nettovelka 2016e, MEUR			31	P/B 2016e			1,6	CAGR kasvu, 2015-2018, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			141	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			45,7 %	ROE 2016e, %			12,3 %
Taseen koko 2016e, MEUR			126	Omavaraisuusaste 2016e, %			53,1 %	ROCE 2016e, %			10,9 %

Norvestian ostotarjous varasti huomion

Q3-raportissa ei yllätyksiä

CapManin Q3-tulos ei tarjonnut suurempia yllätyksiä. Liikevaihto 6,6 MEUR jäi hieman 7,3 MEUR:n odotuksistamme johtuen pääosin palveluliiketoiminnan kausivaihtelusta. Myös hallinnoitavan varallisuuden odotuksiamme matalampi taso (2820 MEUR vs. 2950 MEUR) heikensi palkkiotuottoja. Hallinnoitavan varallisuuden odotuksia matalampi taso selittyi yhtiön keväällä julkaisemien suurten kiinteistömandaattien odotuksia matalammalla sijoitusasteella. Yhteensä 480 MEUR:n mandaateista oli Q3:lla sijoitettu vasta 85 MEUR.

Yhtiön kulut olivat katsauskaudella hieman odotuksiamme suuremmat johtuen noin 1 MEUR:n bonusvarauksista, mutta 0,5 MEUR:n vakuutuskorvaus kompensoi osan tästä ylityksestä. Omien rahastosijoitusten käypien arvojen kehitys oli odotuksiamme parempaa ja arvot ovat nousseet Q3:lla 40 %:ssa kohdeyrityksistä. Käypien arvojen hyvä kehitys riitti kompensoimaan kulujen lievän ylityksen ja liikevoitto oli lopulta odotuksiemme mukainen 2,8 MEUR. Rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut yllätyksiä ja EPS oli 0,02 euroa.

Markkinatilanne on katsauskaudella säilynyt hyvänä. Yhtiö on irtaantunut Nordic Real Estate -rahastossa useammasta kohteesta ja pyrkinyt hyödyntämään Pohjoismaiden ylikuumentunutta kiinteistösektorin tilannetta. Pidämme mahdollisena, että NRE -rahaston elinkaari jääkin selvästi alkuperäistä lyhyemmäksi johtuen poikkeuksellisesta ympäristöstä. Rahastossa pitäisi olla myös suhteellisen hyvä voitonjakopotentiali onnistuneesta arvonnluonnista ja hyvästä markkinatilanteesta johtuen. Irttautumisten osalta yhtiö totesi, että sillä on edelleen useita neuvotteluja käynnissä.

Norvestia-kauppa on looginen jatkumo

Tuloksen sijaan suurin huomio keskittyi CapManin tekemään ostotarjoukseen Norvestiasta. Kauppa on tarkoitus toteuttaa osakevaihdolla, ja CapMan tarjoaa Norvestian omistajille 6 osaketta jokaista Norvestian osaketta kohden. Lisäksi Norvestian on tarkoitus jakaa 3,35 euron ylimääräinen osinko ennen vaihtotarjouksen toteutumista. Tarjous vastaa 21 %:n preemiota suhteessa Norvestian ylimääräisellä osingolla vähennettyyn päätöskurssiin. Tarjousaika alkaa alustavasti 21.11.2016 ja päättyy 18.12.2016.

Tarjouksen yhteydessä CapMan tulee myös yhdistämään osakesarjansa ja äänivaltaisille A-osakkeille ei tarjota preemiota. Norvestian hallitus suosittelee tarjouksen hyväksymistä ja yli 50 % omistajista on hyväksynyt tarjouksen. Mielestämme lähellä tasearvoa oleva ostotarjous on Norvestian omistajille hyvä ja pidämmekin tarjouksen läpimenoa varsin todennäköisenä. CapMan tulee laskemaan liikkeelle uusia osakkeita kaupan rahoittamiseksi. Uudesta yhtiöstä CapManin nykyiset omistajat saavat noin 57 %:n omistuksen ja Norvestian omistajat 43 % nykyisillä osakekursseilla. Järjestelyn toteutuessa CapMan nousee uuteen kokoluokkaan ja sen taseen loppusumma nousee laskelmiemme mukaan noin 250 MEUR:oon (Q3'16 152 MEUR) ja 2016 laskennallinen liikevoitto 26 MEUR:oon (CapMan 2016e: 13,5 MEUR). Yhdistetyn konsernin tase on myös vahva ja

hybridilainasta oikaistu nettovelkaantumisaste on laskelmiemme mukaan noin 30 %.

Strategisessa mielessä pidämme tarjousta CapManin kannalta järkevänä. Järjestely tarjoaa uudelle konsernille noin 3 MEUR:n synergiahyödyt, kasvattaa vakaan hallinnointiliiketoiminnan tuottoja ja vahvistaa yhtiön tasetta. Tämä tulee parantamaan CapManin tuloksen ennustettavuutta ja tehostaa kulurakennetta. Lisäksi uusi kokonaisuus tarjoaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia hakea kasvua uudenlaisilla tuotteilla ja omilla tasesijoituksilla. Osakesarjojen yhdistäminen on ehdottoman positiivista, sillä se poistaa eriarvoisuutta osakkeenomistajien väliltä.

Kasvun kiihdyttämisen osalta uskomme, että Norvestian osto tarjoaa yhtiölle mahdollisuuksia lanseerata uusia tuotteita esimerkiksi Norvestian erinomaisen track-recordin omaavan markkinasalkun tai hyvän (joskin lyhyen) kasvusijoitussalkun ympärille.

Taseen nousu uuteen kokoluokkaan puolestaan mahdollistaa oman taseen aktiivisemman käyttämisen ja kasvusijoitusten osuutta salkusta tullaan nostamaan ripeästi (tavoite 80 %). Kasvusijoitusten osalta yhtiön johto totesi myös pääoman tuottotavoitteen olevan 11-13 %:n tuntumassa ja tämä on Norvestian nykyistä "noin 10 %:n" tasoa korkeampi.

Taseen osalta pidämme tärkeänä myös sitä, että järjestelyn myötä CapMan pääsee purkamaan Norvestian isoa osakemarkkinasalkkua varsin ripeästi. Nykyinen kohta 8 vuotta kestänyt nousumarkkina on jo nyt yksi historian pisimpiä ja myös arvostustasot ovat kauttalinjan korkeita. Näin ollen nykytilanne onkin otollinen siirtää sijoitusten painopistettä entistä voimakkaammin vaihtoehtoisin omaisuusluokkiin ja listaamattomiin osakkeisiin.

Kulusäästöjen osalta pidämme 3 MEUR:n ilmoitettuja synergioita erittäin konservatiivisina. Laskelmiemme perusteella CapMan tulee säästämään jo pelkissä rahoituskuluissa yli 2 MEUR, kun se lunastaa kalliin hybridilainansa ja vaihtaa kalliin joukkovelkakirjalainan halvempaan. Lisäksi Norvestiassa on arviomme mukaan saatavilla suoria kulusäästöjä vähintään miljoona euroa (toimitilat, pörssin kustannukset yms.). Uskomme myös, että yhtiön tulisi varsin nopealla aikataululla kyetä saamaan uutta liiketoimintaa kattamaan Norvestian jäljelle jäävät kulut. On myös todennäköistä, että järjestely tarjoaa tiettyjä synergioita myös CapManin päässä.

CapManin nykyisille omistajille EPS-vaikutus on alustavien laskelmiemme perusteella selvästi positiivinen ja alustavien arvioidemme mukaan järjestely tulisi ilmoitetut synergiat huomioiden nostamaan 2018 EPS-ennusteemme 0,15 euroon nykyisestä 0,13 eurosta. Positiivinen EPS-vaikutus koostuu kulusäästöistä ja sijoitussalkun kohonneesta tuotto-profiilista. Kertoimien kautta arbitraasia ei synny, sillä molempien yhtiöiden P/E-kertoimet ovat lähivuosien ennusteillamme noin 12x tuntumassa. CapManin oma valuaatio on mielestämme edelleen varsin houkutteleva ja näin ollen oman osakkeen käyttäminen tässä mittakaavassa nykyisellä valuaatiolla onkin järjestelyn ainoita lievästi negatiivisia asioita. Huomioiden kuitenkin järjestelyn strategisen logiikan, voidaan tätä pitää perusteltuna.

Ennustetaulukko	Q3'15	Q3'16	Q3'16e	Q3'16e	Konsensus	Erotus (%)	2016e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	8,9	6,6	7,3				31,3
Liikevoitto	0,5	2,8	2,9				13,5
Tulos ennen veroja	-0,2	2,1	2,3				10,4
EPS (oikaistu)	-0,01	0,02	0,02				0,09
Liikevaihdon kasvu-%	10,0 %	-25,5 %	-18,1 %				-1,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	5,4 %	42,4 %	40,0 %				43,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Uudet taloudelliset tavoitteet

CapMan päivitti myös taloudelliset tavoitteensa järjestelyn yhteydessä. Yhtiö tulee aiempaa aggressiivisemmin hakemaan kasvua ja vuotuinen kasvutavoite on 10 % vuodessa. Kasvutavoite on tervetullut, sillä mielestämme kasvu on keskiössä yhtiön hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden parantamisen ja samalla yhtiön arvon kasvattamisen kannalta. Kasvua haetaan tuomalla markkinoille uusia tuotteita (mm. yksilölliset mandaatit, evergreen rahastot, pääomarahastot yms.) ja palveluliiketoiminnan aiempaa voimakkaampi kasvattaminen (CaPS, Scala ja rahastojen hallinta). Myös oman taseen aktiivisempi käyttö tukee kasvua ja yhtiön resurssit toimialan sisäisiin yritysjärjestelyihin ovat nyt merkittävästi paremmat.

Nettovelkaantumisasasteen osalta tavoite on 40 % ja hybridilainan lunastuksen jälkeen (odotamme tapahtuvan heti kaupan vahvistuttua) taso on noin 30 %. Pidämme 40 %:n tasoa suhteellisen konservatiivisena ja uskomme rajan olevan suhteellisen joustava. Velkavivun käyttö sijoitussalkussa on mielestämme tärkeää uuden tuottotavoitteen tavoittelussa ja laskelmiemme mukaan 40 %:n nettovelkaantumisasasteella yhtiön sijoituskapasiteetti on noin 200 MEUR.

Oman pääoman tuottotavoite on ennallaan yli 20 %:ssa. Tavoite on uudella taseella varsin kunnianhimoinen ja uudella 135 MEUR:n omalla pääomalla (hybridistä oikaistu) yhtiön tulisi tehdä liikevoittoa noin 35 MEUR (EPS 0,17 euroa) jotta tavoite saavutetaan. Sijoitussalkun tuoton ollessa 11 % ja hallinnointiliiketoiminnan tehdessä noin 5 MEUR:n tulosta (arviomme nykykukurakenteen ja liikevaihtotason mukaisesta potentiaalista), pitäisi yhtiön saada voitonjako-osuustuottoja noin 7 MEUR vuodessa, jotta tavoite saavutetaan. Pidämme lähivuosien osalta 7 MEUR:n voitonjako-osuustuottotaso haastavana ja arviomme mukaan 20 %:n oman pääoman tuottotavoite vaatii liiketoiminnan kasvu-uralla pääsemistä, isompia kulusynergioita (hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus) tai korkeampaa tuottoa sijoitustoiminnasta.

Osinkopolitiikkaa yhtiö tarkisti ylöspäin ja jatkossa sen on tarkoitus jakaa vähintään 75 % tilikauden tuloksesta. Lisäksi osinko on tarkoitus pitää kasvussa myös jatkossa. Uusi yhtiö tulee säilyttämään avokätisen osinkopolitiikkansa ja järjestelyn toteutuessa tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 75 % tilikauden tuloksesta. Osinkosuhteen nosto on loogista, sillä uuden yhtiön pääomatarpeet ovat hyvin rajalliset ja valtaosa pääomasta voidaan näin jakaa omistajille.

Ennusteissa ei toistaiseksi muutoksia

Norvestia-järjestely vaikuttaa merkittävästi CapManin lähivuosien tulosestimateihin. Järjestelyn isot kustannukset tulevat rasittamaan vuosien 2016 ja 2017 tuloksia ja uuden yhtiön tulospotentiaali nähdään täysimääräisesti vasta 2018. Emme ole toistaiseksi sisällyttäneet Norvestia-ostosta ennusteisiimme, sillä tarjouksen läpimenoon liittyy edelleen epävarmuutta.

Odotamme edelleen, että yhtiö tulee vielä Q4:n aikana irtaantumaan InfoCaresta, joka on vanhempien, jo voitonjaossa olevien rahastojen (Equity VII, FM III) suurin yksittäinen sijoitus. Yhtiö tulee kirjaamaan tästä kohtuullisen ison voitonjako-osuustuoton Q4:llä. 2016 ennusteemme ovat laskeneet noin 10 %:lla johtuen puhtaasti Norvestia-järjestelyn merkittävistä kuluista, jotka jakautuvat Q4:lle ja Q1:lle. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa tulosta kuluvalta vuodelta.

2017 tulee arviomme mukaan jäämään tuloksen osalta myös eräänlaiseksi väliavuodeksi, kun Norvestia-transaktion, rahoituksen uudelleenjärjestelyn sekä todennäköisen saneerauksen (vuokrasopimusten irtisanomiset, yt-neuvottelut yms.) kustannukset rasittavat tulosta selvästi. Nykyiset tulosestimateemme pitävät sisällään 1,5 MEUR kuluja Norvestia-kauppaan liittyen ja emme ole tehneet muilta osin muutoksia tulosestimateisiimme. Voitonjako-osuustuottojen osalta ensi vuodesta on tulossa välivuosi ja tulos nojaakin entistä enemmän sijoitustuottoihin sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden parantamiseen.

Osinkoennusteemme olemme myös pitäneet ennallaan, mutta uuden osinkopolitiikan valossa pidämme ensi kevään 0,08 euron osinkoennustettamme (2015: 0,07e) varovaisena. Alustavien laskelmiemme perusteella uuden yhtiön osakekohtainen tulos tulee 2016 tilikaudesta olemaan noin 0,15 euroa ja tästä 75 % tarkoittaisi 0,11 euroa. Uskomme kuitenkin yhtiön haluavan pitää osinkonsa tasaisella kasvu-uralla ja näin ollen pidämme kahden sentin korotusta 0,09 euroon todennäköisenä kattona ensi kevään osingolle. Kokonaisuutena yhtiön osinkonäkymät ovat tuleville vuosille erittäin vahvat. Taseen erinomaisesta kunnosta johtuen yhtiö voi jakaa valtaosan parantuvasta tuloksestaan omistajille ja pääoman purkautuminen vanhoista rahastoista tulee jatkumaan. Näin ollen osingon pysyminen kasvu-uralla onkin lähivuosien osalta käytännössä varmaa.

Ennustemuutokset	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	33,0	31,3	-5 %	35,0	33,5	-4 %	37,7	36,6	-3 %
Liikevoitto	14,7	13,5	-8 %	13,4	11,1	-17 %	15,6	15,0	-4 %
Tulos ennen veroja	11,8	10,4	-12 %	11,6	9,1	-22 %	13,8	13,1	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,10	0,09	-9 %	0,10	0,07	-24 %	0,13	0,13	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,08	0 %	0,09	0,09	0 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Järjestelyn potentiaali huomioiden osake on halpa

Potentiaalin realisoituminen vie aikaa

Tuleva transaktio sekoittaa arvostuskertoimia ja suosittelemme sijoittajia hahmottelemaan CapManin arvostusta osingon tai uuden yhtiön potentiaalin kautta. Arvioimallamme 2018 synergiat huomioivalla tuloksella (EPS 0,15 euroa) osakkeen P/E-kerroin jää selvästi alle 10x ja sitä voidaan pitää hyvin edullisena.

Myös uuden yhtiön hybridistä oikaistu P/B-kerroin 1,4x on matala suhteessa CapManin tavoittelemaan 20 %:n oman pääoman tuottoon. Vaikka 20 %:n tuottotavoite onkin varsin haastava, ei 1,4x P/B-kerroin aseta rimaa erityisen korkealle ja jo kaksinumeroisen oman pääoman tuotto riittäisi kohtuulliseen tulostuottoon.

On kuitenkin tärkeä muistaa, että potentiaalin realisoitumiseen liittyy riskejä ja se vaatii aikaa. 2017 tulee väistämättä menemään uudelleenjärjestelyissä ja näin ollen potentiaalin realisoituminen vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä. Yli 6 %:n nopeasti kasvava osinkotuotto tarjoaa kuitenkin odotusajalle hyvää tuottoa ja pidämme osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
CapMan	1,28	111	158	11,9	11,2	11,7	10,9	4,8	4,5	14,4	12,8	6,9	7,3	1,6
Eurazeo	51,22	3661	4446	6,1	5,9	4,8	4,7	2,3	2,2	37,2	54,4	2,5	2,5	0,8
3I Group	7,35	7123	6971	7,1	10,4	7,8	9,9	8,9	8,7	6,9	9,3	3,3	3,6	1,3
IDI	25,96	188	190	11,0	9,6	10,7	9,5	8,3	7,5	14,4	12,6	4,6	4,6	0,7
Mutares	13,04	199	189	27,4	9,9	8,8	5,4	0,3	0,2	78,2	18,6	2,3	2,3	1,7
Deutsche Beteiligungs	30,22	451	414	10,1	8,6	10,1	8,6	4,9	4,8	9,4	10,1	3,7	4,2	1,2
Taaleri	8,08	230								15,3	12,9	3,7	4,3	2,4
Panostaja	0,93	49	51	4,8	3,4	2,9	2,4	0,3	0,3	12,7	9,5	6,6	6,6	1,2
Blackstone Group	21,60	25466	32770	14,6	10,7	14,6	11,4	7,2	5,8	12,4	8,5	8,8	9,4	3,1
United Bankers	35,99	56	56	17,8	7,8	13,9	6,7	2,4	1,9	58,0	13,6	7,2	7,8	4,1
CapMan (Inderes)	1,28	111	141	10,5	13,8	10,2	13,5	4,5	4,6	13,5	17,1	6,3	7,1	1,6
Keskiarvo				12,3	8,6	9,5	7,7	4,4	4,0	25,9	16,2	5,0	5,3	1,8
Mediaani				11,0	9,6	10,1	8,6	4,8	4,5	14,4	12,7	4,2	4,5	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	44 %	2 %	56 %	-7 %	2 %	-6 %	35 %	50 %	58 %	13 %

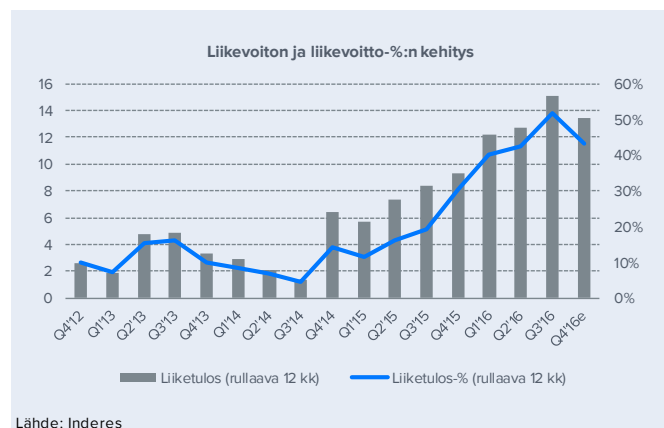
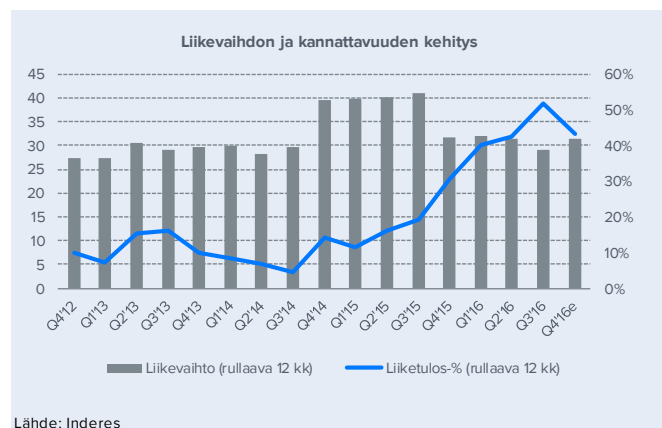
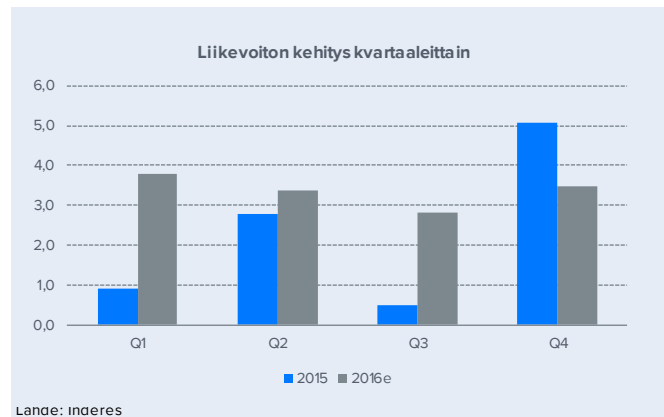
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	39,5	7,3	8,4	8,9	7,1	31,8	7,5	7,9	6,6	9,3	31,3	33,5	36,6
CapMan	39,5	7,3	8,4	8,9	7,1	31,8	7,5	7,9	6,6	9,3	31,3	33,5	36,6
Käyttökate	6,8	1,0	2,8	0,6	5,2	9,6	3,9	3,3	3,0	3,6	13,7	11,4	15,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,4	0,9	2,8	0,5	5,1	9,3	3,8	3,4	2,8	3,5	13,5	11,1	15,0
Liikevoitto	6,4	0,9	2,8	0,5	5,1	9,3	3,8	3,4	2,8	3,5	13,5	11,1	15,0
CapMan	6,4	0,9	2,8	0,5	5,1	9,3	3,8	3,4	2,8	3,5	13,5	11,1	15,0
Nettorahoituskulut	-1,4	-0,4	-0,6	-0,7	-1,1	-2,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-3,1	-2,0	-1,9
Tulos ennen veroja	5,0	0,5	2,2	-0,2	3,9	6,5	3,0	2,5	2,1	2,9	10,4	9,1	13,1
Verot	-1,0	0,0	-0,4	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-1,0	-1,4	-2,0
Vähemmistöosuudet	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	0,0
Nettotulos	2,8	0,2	1,5	-0,6	3,8	4,9	2,5	2,0	1,6	2,0	8,2	6,5	11,1
EPS (oikaistu)	0,03	0,00	0,02	-0,01	0,04	0,06	0,03	0,02	0,02	0,02	0,09	0,07	0,13
EPS (raportoitu)	0,04	0,00	0,02	-0,01	0,04	0,06	0,03	0,02	0,02	0,02	0,10	0,08	0,14

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	32,6 %	4,3 %	5,6 %	10,0 %	-56,4 %	-19,4 %	2,7 %	-6,5 %	-25,5 %	29,7 %	-1,6 %	7,1 %	9,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	91,2 %	-42,1 %	136,9 %	-188,0 %	21,1 %	44,8 %	316,7 %	21,3 %	480,6 %	-31,6 %	45,3 %	-17,5 %	35,1 %
Käyttökate-%	17,2 %	14,0 %	33,6 %	6,3 %	72,4 %	30,2 %	51,8 %	42,2 %	44,7 %	38,4 %	43,9 %	33,9 %	41,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,2 %	12,5 %	33,0 %	5,4 %	71,3 %	29,2 %	50,7 %	42,8 %	42,4 %	37,5 %	43,0 %	33,1 %	41,0 %
Nettotulos-%	7,1 %	2,6 %	17,7 %	-6,5 %	52,5 %	15,3 %	33,4 %	25,8 %	24,3 %	21,6 %	26,1 %	19,4 %	30,2 %

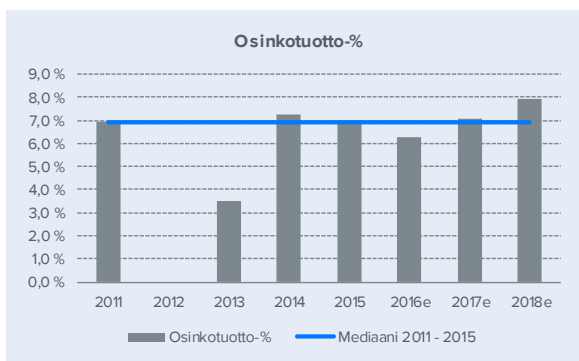
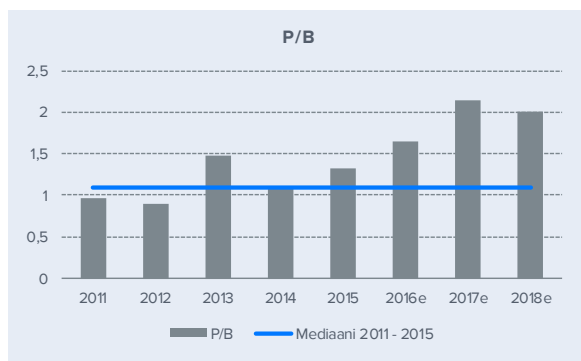
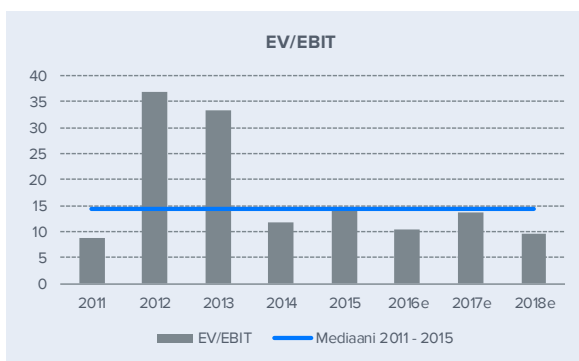
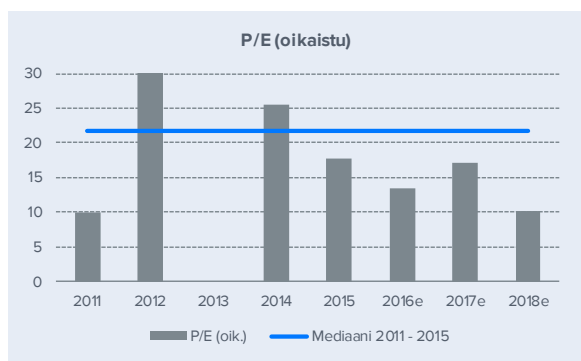
Lähde: Inderes



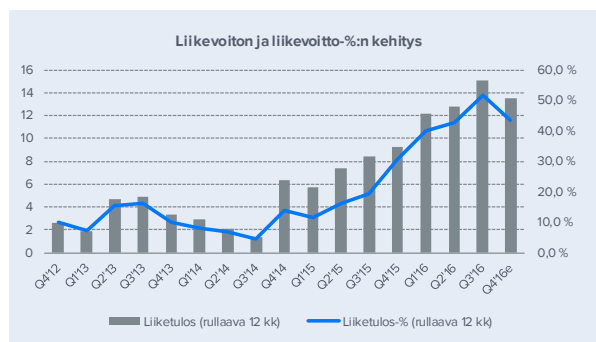
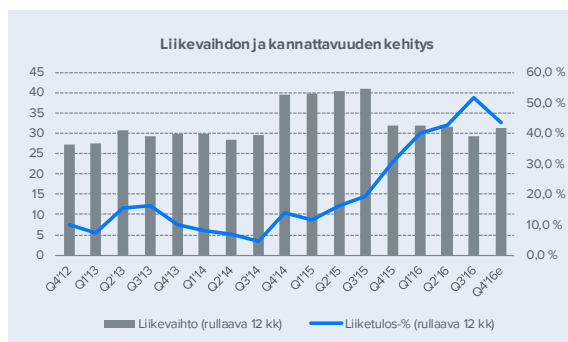
Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	1,01	0,84	1,14	0,83	1,00	1,28	1,28	1,28
Markkina-arvo	85	71	96	72	86	111	111	111
Yritysarvo (EV)	98	96	111	75	133	141	153	145
P/E (oik.)	10,0	655,5	neg.	25,5	17,8	13,5	17,1	10,1
P/E	10,0	655,5	neg.	25,5	17,8	13,5	17,1	10,1
P/Kassavirta	12,0	-13,9	2,9	4,8	3,9	4,8	5,9	5,5
P/B	1,0	0,9	1,5	1,1	1,3	1,6	2,1	2,0
P/S	2,6	2,6	3,2	1,8	2,7	3,5	3,3	3,0
EV/Liikevaihto	3,0	3,5	3,7	1,9	4,2	4,5	4,6	4,0
EV/EBITDA	8,2	28,1	27,7	11,1	13,9	10,2	13,5	9,5
EV/EBIT	8,8	37,0	33,2	11,8	14,4	10,5	13,8	9,7
Osinko/tulos (%)	69,5 %	0,0 %	-295,5 %	184,5 %	124,4 %	84,7 %	120,3 %	78,9 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	0,0 %	3,5 %	7,2 %	7,0 %	6,3 %	7,1 %	7,9 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

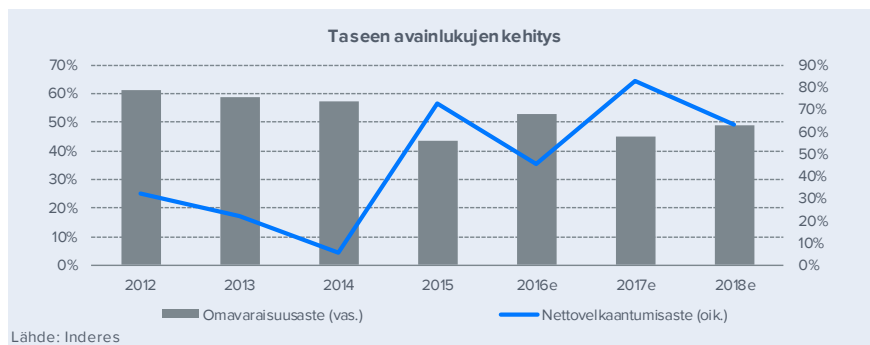


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	85	76	115	101	99
Liikearvo	6	6	6	6	6
Aineettomat oikeudet	1	1	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	10	9	56	50	51
Muut sijoitukset	64	55	47	40	37
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	4	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	25	38	34	25	16
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	5	6	6	6	6
Myyntisaamiset	2	4	6	3	3
Likvidit varat	17	29	22	16	7
Taseen loppusumma	110	114	150	126	115

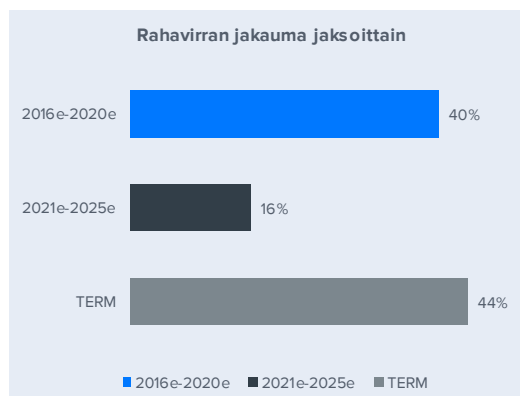
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	65	65	65	67	52
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	-1	-1	-2	0	0
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	39	39	39	39	39
Muu oma pääoma	26	27	27	27	12
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	28	29	71	48	52
Laskennalliset verovelat	2	2	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	26	27	69	46	50
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	18	19	13	11	12
Lainat rahoituslaitoksilta	6	5	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11	14	13	11	12
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	110	114	150	126	115



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	9,3	13,5	11,1	15,0	16,8	13,7	13,3	12,4	11,8	12,1	12,3	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-0,7	-1,0	-1,4	-2,0	-2,3	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitusluotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöomaiman muutos	-4,0	1,1	0,6	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,7	13,5	10,2	13,8	14,8	12,1	11,8	11,1	10,5	10,7	10,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	7,9	7,4	2,6	6,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,6	20,9	12,8	20,0	14,5	11,8	11,5	10,8	10,2	10,4	10,4	
+/- Muut	9,5	2,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,1	22,9	18,8	20,0	14,5	11,8	11,5	10,8	10,2	10,4	10,4	175,5
Diskontattu vapaa kassavirta		24,7	17,2	16,9	11,4	8,6	7,7	6,7	5,9	5,5	5,1	86,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	193,9	171,2	154,0	137,1	125,7	117,2	109,4	102,7	96,9	91,3	86,2	
Velaton arvo DCF	193,9											
- Korolliset velat		-69,4										
+ Rahavarat		21,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-6,0										
Oman pääoman arvo DCF	140,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	1,63											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskiton korko	3,3 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	29,8	39,5	31,8	31,3	33,5
EBITDA	4,0	6,8	9,6	13,7	11,4
EBITDA-marginaali (%)	13,5	17,2	30,2	43,9	33,9
EBIT	3,3	6,4	9,3	13,5	11,1
Voitto ennen veroja	2,0	5,0	6,5	10,4	9,1
Nettovoitto	-1,1	2,8	4,9	8,2	6,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	110,4	113,9	149,5	126,3	115,1
Oma pääoma	64,9	65,4	65,2	67,1	51,7
Liikearvo	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Korolliset velat	31,9	32,2	69,4	46,3	49,7

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	4,0	6,8	9,6	13,7	11,4
Nettokäyttöpääoman muutos	19,1	0,7	-4,0	1,1	0,6
Operatiivinen kassavirta	22,4	6,4	4,7	13,5	10,2
Vapaa kassavirta	32,6	14,9	22,1	22,9	18,8

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

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	-0,01	0,03	0,06	0,09	0,07
EPS oikaistu	-0,01	0,03	0,06	0,09	0,07
Operat. kassavirta per osake	0,27	0,07	0,05	0,16	0,12
Tasearvo per osake	0,77	0,76	0,75	0,78	0,60
Osinko per osake	0,04	0,06	0,07	0,08	0,09
Voitonjako, %	-295	184	124	85	120
Osinkotuotto, %	3,5	7,2	7,0	6,3	7,0

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	neg.	25,5	17,8	13,5	17,0
P/B	1,5	1,1	1,3	1,6	2,1
P/Liikevaihto	3,2	1,8	2,7	3,5	3,3
P/CF	4,3	11,2	18,4	8,2	10,9
EV/Liikevaihto	3,7	1,9	4,2	4,5	4,6
EV/EBITDA	27,7	11,1	13,9	10,2	13,5
EV/EBIT	33,2	11,8	14,4	10,5	13,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Gimv NV	9,9 %
Ilmarinen	8,3 %
OY Inventiainvest AB (Ari Tolppanen)	8,1 %
Winsome Oy (Tuomo Raasio)	4,4 %
Varma	4,3 %
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	4,1 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.11.2014	Lisää	1,05 €	0,93 €
17.12.2014	Lisää	1,00 €	0,88 €
6.2.2015	Lisää	1,10 €	1,00 €
8.5.2015	Lisää	1,15 €	1,01 €
13.5.2015	Osta	1,20 €	1,03 €
4.6.2015	Lisää	1,20 €	1,07 €
7.8.2015	Lisää	1,20 €	1,04 €
5.11.2015	Vähennä	1,05 €	1,04 €
20.1.2016	Lisää	1,05 €	0,95 €
4.2.2016	Lisää	1,05 €	0,94 €
4.5.2016	Lisää	1,10 €	0,97 €
11.8.2016	Osta	1,25 €	1,08 €
24.10.2016	Osta	1,35 €	1,20 €
3.11.2016	Lisää	1,40 €	1,28 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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