



Yhtiöraportti

1/2017

inde
res.

Erinomaista kehitystä kaikilla rintamilla

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 7,8 euroon (aik. 7,2 euroa) kohonneiden tulosennusteidemme myötä. eQ:lla on mielestämme erinomaiset mahdollisuudet jatkaa voimakasta tuloskasvuun lähivuosina ja erinomaisesta track-recordista johtuen luottamus tulosparannusta kohtaan on korkea. Yhtiön arvostustaso on kuitenkin kiristynyt kohonneen osakekurssin myötä ja näkemyksemme mukaan tuloskasvunäkymät ovat jo täysimääräisesti hinnoiteltu osakekurssiin. Näin ollen laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää).

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q3'16 lopussa 8,4 miljardia euroa. Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Nykymuotoinen eQ on syntynyt vuonna 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Vuodet 2012-2013 eQ kasvatti skaalaansa ostamalla ICECAPITAL:n varainhoidon ja laajensi kiinteistörahastoihin ostamalla Finnreit-rahastoyhtiön.

Vahvat tuloskasvunäkymät

Markkina on tällä hetkellä eQ:n kannalta erittäin vahva, kun varallisuusarvot nousevat, transaktiomarkkina on ennätystasolla ja vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostus pysyy korkealla nollakorkojen vuoksi. Yhtiö pystyy tällä hetkellä hyötymään vahvasta markkinasta täysimääräisesti erittäin skaalautuvan kulurakenteensa ja hyvän palvelutarjontansa ansiosta. Odotammekin yhtiön jatkavan markkinapotentiaalin täysimääräistä kapitalisointia tulevina vuosina ja odotamme 2017 liikevaihdon kasvavan 12 %:lla ja liikevoiton 22 %:lla. Lähivuosina odotamme yhtiön keskimääräisen EPS-kasvun olevan hieman yli 10 %, vaikka odotamme markkinan heikentyvän asteittain 2018 alkaen.

Osake täyteen hinnoiteltu

eQ:ta hinnoitellaan tällä hetkellä hieman yli 20 %:n preemiolla suhteessa sen osien summaan. Vaikka tietty preemio yhtiölle onkin perusteltu, pidämme 20 %:n tasoa jo varsin korkeana. Myös tulos pohjaisesti osake on haastavasti hinnoiteltu 2016 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimien ollessa 22x ja 16x. Yhtiön hyväksyttävä arvostustaso on mielestämme tätä matalampi ja näemmekin selkeän riskin siitä, että yhtiön seuraavan 12kk:n ennustamamme vahva tuloskasvu hautautuu normalisoituvien tuloskertoimien alle. Osinkotuotto on vahvalla 6 %:n tasolla, mutta tämä ei yksinään ole riittävä syy ostaa osaketta. Vahva osinkotuotto kuitenkin rajaa osakkeen laskuvaraa. Kokonaisuutena pidämme osaketta täyteen hinnoiteltuna seuraavan 12kk:n tähtäimellä.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Lisää

7,8 EUR

Edellinen: 7,2 euroa

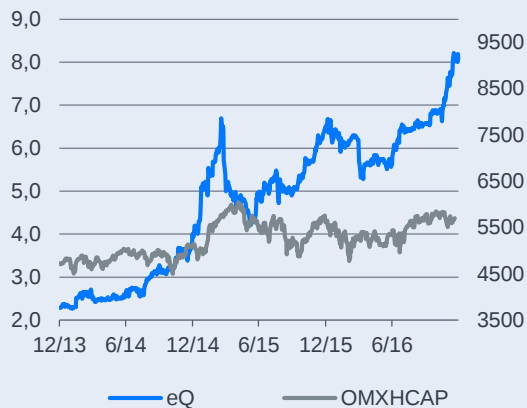
Osakekurssi: 8,29 EUR

Potentiaali: -6 %

Avainluvut

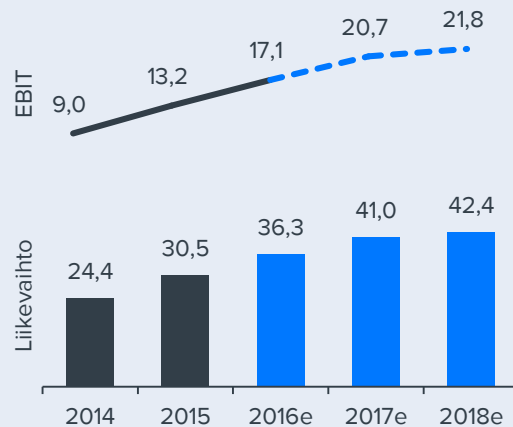
MEUR	2015	2016e	2017e
Liikevaihto yhteensä	30,5	36,3	41,0
Varainhoito	21,7	25,9	31,1
Sijoitukset	1,8	1,5	1,1
Advium	7,0	8,9	8,7
Liikevoitto	13,2	17,1	20,7
Varainhoito	9,6	12,7	16,8
Sijoitukset	1,8	1,5	1,1
Advium	3,4	4,4	4,3
Konserni	-1,6	-1,6	-1,6
EPS (EUR)	0,28	0,37	0,44
Osinko	0,50	0,50	0,50
P/E	22,9	22,5	18,8
P/B	3,4	4,7	4,8
EV/S	7,1	7,8	6,8
EV/EBITDA	15,6	16,0	13,3
Osinkotuotto-%	7,7 %	6,1 %	6,1 %

Kurssikehitys

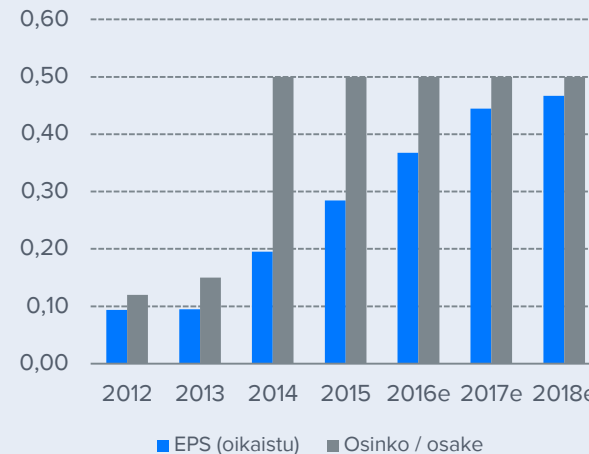


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

19x

2017e

EV/EBITDA

13x

2017e

P/B

4,7x

2016e

Osinko-%

6,1%

2016e



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu
- Skaalautuva kulurakenne
- Erittäin vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Korkojen nousu heikentäisi kiinteistömarkkinaa
- Henkilöriskit



Arvostus

- Erinomaiset kasvunäkymät oikeuttavat preemioarvostuksen
- Nykykurssi heijastelee tuloskasvuodotuksia täysimääräisesti

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely ja sijoitusprofiili	s. 5-8
Varainhoito	s. 10-16
Corporate Finance (Advium)	s. 17-19
Sijoitukset	s. 20-21
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 22-27
Taloudellinen kehitys	s. 28-29
Ennusteet	s. 30-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-38
Liitteet	s. 39-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 42

Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, strukturoituja sijoitustuotteita, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja. Varainhoidon asiakkaat ovat institutionaalisia sijoittajia ja yksityishenkilöitä. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q3'16 lopussa yhteensä 8,4 miljardia euroa. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö ja private equity -rahastotarjontaan ja pyrkinyt tällä erottautumaan kilpailijoistaan. Lisäksi konserniin kuuluva Advium Corporate Finance tarjoaa yritys- ja kiinteistöjärjestelyihin sekä pääomajärjestelyihin liittyviä palveluja. Yhtiön kolmas segmentti on omasta taseesta sijoituksia tekevä Sijoitukset, ja yhtiön sijoitusomaisuuden tasearvo oli Q3'16 lopussa 20,6 MEUR. eQ:ssa työskentelee 84 henkilöä ja henkilöstön omistusosuus yhtiöstä on noin 40 %.

Yritysjärjestelyn rakennettu

Nykytuotoinen eQ syntyi vuonna 2011, kun pörssiyhtiö Amanda Capital osti yksityisessä omistuksessa olleet eQ Asset Managementin ja Advium Corporate Financen. Järjestelyn seurauksena eQ Asset Managementin ja Adviumin omistajista tuli Amanda Capitalin merkittäviä omistajia. Järjestelyssä Adviumin omistajat saivat 18 %:n ja eQ:n omistajat 12 %:n osuuden Amanda Capitalista. Samassa yhteydessä uuden eQ-konsernin toimitusjohtajaksi nousi silloinen Adviumin ja nykyinen eQ:n toimitusjohtaja Janne Larma.

Transaktion tarkoituksena oli luoda Suomeen uusi finanssitalo, joka pystyy vastaamaan toimialan muuttuvaan toimintaympäristöön ja nousemaan seuraavaan kokoluokkaan. Vuonna 2012 uusi eQ-konserni teki merkittävän yritysjärjestelyn, kun se osti ICECAPITAL:n varainhoitoliiketoiminnan.

Yrityskaupan myötä eQ:n hallinnoitava varallisuus kasvoi 3,4 miljardista 6,0 miljardiin ja yhtiön rahastotarjonta kasvoi merkittävästi 40 rahastoon. Kaupan tarkoituksena oli nostaa eQ seuraavaan kokoluokkaan ja hyödyntää toimialalle tyypillisiä merkittäviä synergioita. Lisäksi vuonna 2012 yhtiö osti 50 %:n omistusosuuden Finnreit-rahastoyhtiöstä ja laajensi tämän myötä tarjontaan kiinteistörahastoihin. Vuoden 2013 aikana eQ saneerasi rajusti Varainhoitoliiketoimintaansa, kun se karsi ICECAPITAL-ostosta syntyneitä päällekkäisyyksiä. eQ osti myös loput Finnreit-rahastoyhtiöistä. Vuoden 2014 aikana toteutetut saneeraustoimet yhdessä onnistuneen myynnin ja positiivisen markkinatilanteen kanssa heijastuivat voimakkaasti yhtiön tulokseen. Yhtiön tulos nousi uudelle tasolle ja eQ:n pääpainopiste on ollut myynnissä ja tulospotentiaalin kapitalisoinnissa. Tarkastelemme yksittäisten tulosityksiköiden historiallista kehitystä seuraavissa kappaleissa.

Strategian keskiössä omistaja-arvon luonti

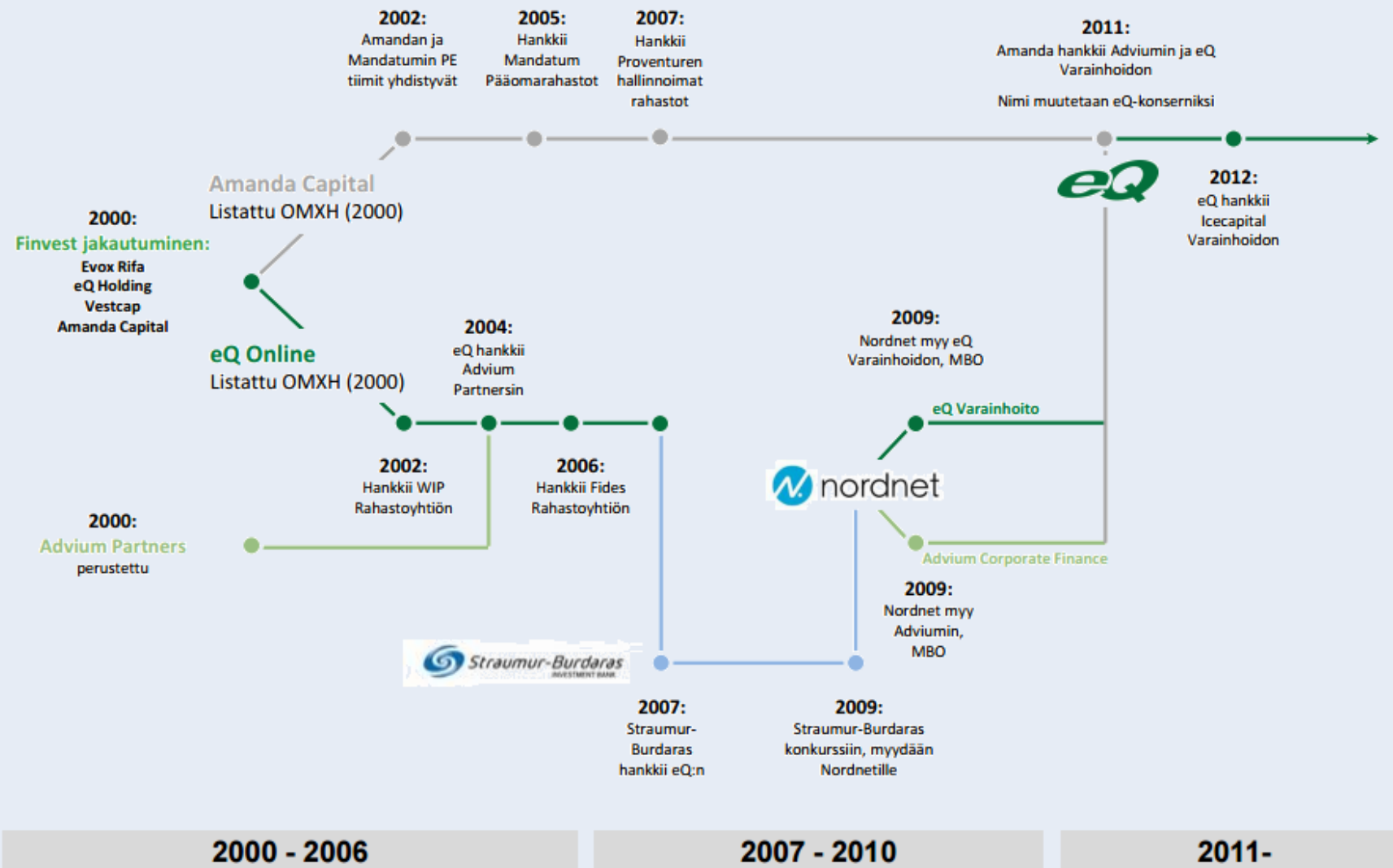
eQ:n strategian keskiössä on näkemyksemme mukaan viime vuosina ollut liiketoiminnan kokoluokan kasvattaminen kriittiselle tasolle ja kulurakenteen saneeraus tehokkaalle tasolle. Yhtiö on ICECAPITAL-järjestelyn myötä saavuttanut liiketoiminnalle kriittisen kokoluokan

ja samalla tiukan kulukontrollin ja konsernin kattavan IT-järjestelmäuudistuksen myötä saanut hiottua sisäisen tehokkuutensa erinomaiselle tasolle. Myös Finnreit-rahastoyhtiön osto ja rahastoliiketoiminnan rakentaminen ovat olleet keskeisessä osassa Varainhoidon strategiaa. Sijoitukset-segmentissä fokuksena on ollut keskittyä vain omiin rahastoihin ja kolmansien osapuolten hallinnoimiin rahastoihin ei ole tehty uusia sijoituksia.

Näkemyksemme mukaan yhtiö on nyt siirtynyt strategiassaan seuraavaan vaiheeseen eli nykyisen liiketoiminnan tulospotentiaalin esiin tuomiseen ja sijoittajien saaman kassavirran maksimointiin. Tätä heijastelee myös yhtiön aggressiivinen voitonjakopolitiikka. Tässä keskiössä on ollut Varainhoidon orgaaninen kasvu ja yritysjärjestelyt on jätetty toistaiseksi vähemmälle huomiolle.

Vaikka yritysjärjestelyt kuuluvatkin yhtiön strategiaan keskeisenä osana, pidämme järjestelyjä lyhyellä aikavälillä verrattain epätodennäköisinä. Suurempien yritysjärjestelyjen sulattelu vie keskimäärin noin 12 kuukautta ja uskomme, että yhtiö pyrkii nyt maksimoimaan nykyisen liiketoiminnan tuloskunnon. Lisäksi nykyinen markkinatilanne on johtanut tilanteeseen, missä toimialan arvostustasot ovat nousseet tasolle, jossa yritysjärjestelyillä on vaikea luoda omistaja-arvoa. Uskomme, että yritysostot tulevat nousemaan strategiassa tärkeämpään rooliin seuraavassa laskusuhdanteessa, kun arvostustasot laskevat ja yhtiö voi alkaa rakentaa pohjaa seuraavaa noususuhdannetta varten.

eQ:n historia



eQ:n strateginen kehitys

Uuden eQ:n synty ja pohjan luonti

- eQ-konsemi syntyy yritysjärjestelyn kautta
- Ostetaan ICECAPITAL:in varainhoito liiketoiminta skaalan kasvattamiseksi
- Luodaan pohja kiinteistörahastoille Finnreit hankinnalla

Tulokoneen viritys

- Saneerataan kulurakenne
- Konserninlaajuinen IT-integraatio
- Kiinteistörahaston lanseeraus

Tulospotentialin realisoituminen

- Vahvaa kasvua suotuisan markkinan ja vahvan myynnin kautta
- Kasvu heijastuu voimakkaana tulospotentialina tiukan kulurakenteen ansiosta
- Transaktiomarkkinan vahva aktiviteetti tukee Adviumia
- Yliomavarainen tase puretaan ja vahva kassavirta kanavoidaan voitonjakoon

Takaisin yritysjärjestelyiden tielle

- Yhtiön nykyinen liiketoiminta saavuttanut täyden potentialinsa
- Kasvua haetaan yritysjärjestelyillä
- Heikko markkinatilanne painaa alan arvostustasoa ja avaa mahdollisuuksia luoda omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä

2011-2012

2012-2013

2014-2017

2018 →

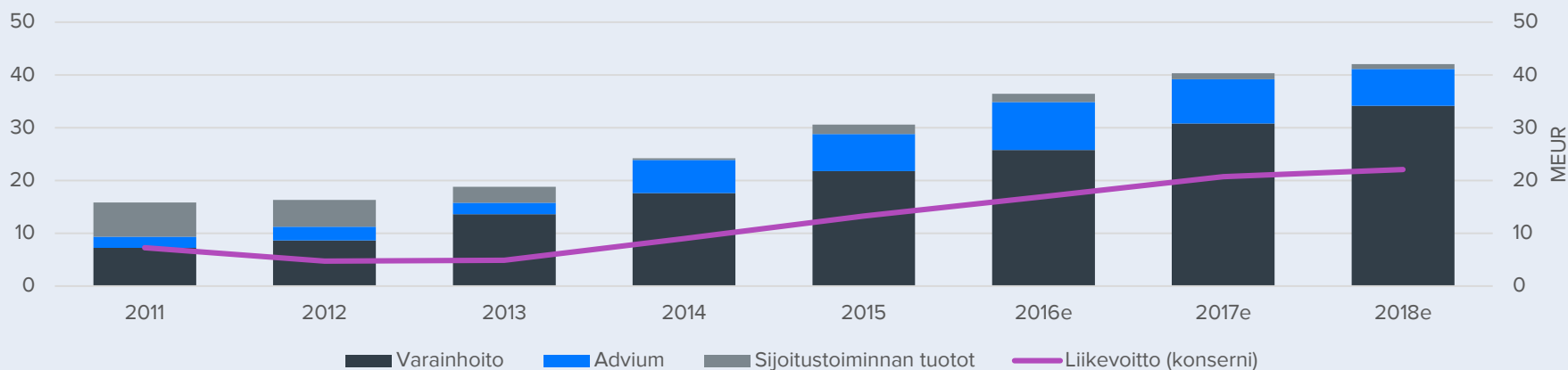
Markkinatilanne haastava eurokriisistä johtuen, Suomen transaktiomarkkina jäissä

Markkinatilanne kohtuullinen, globaalit riskit laskussa. Transaktiomarkkina vauhti

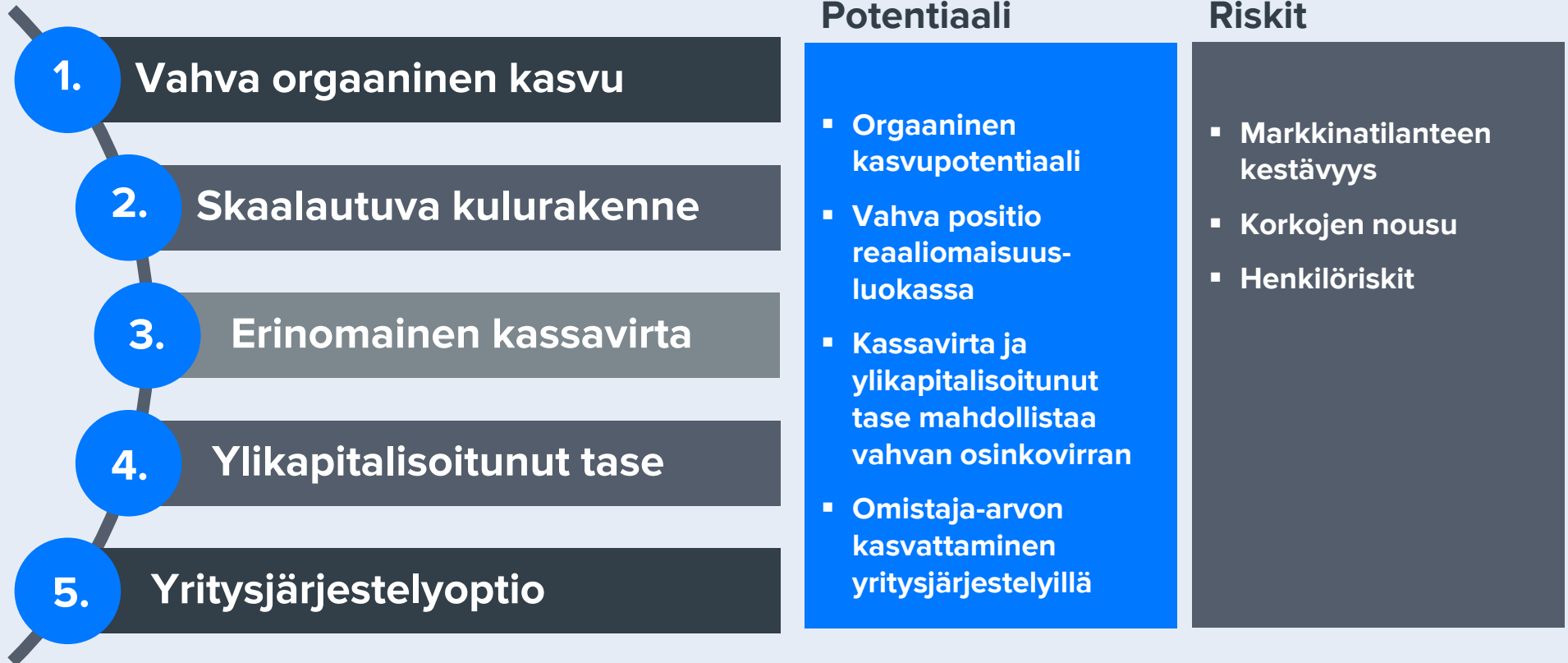
Suotuisa markkinatilanne Euroopan talouden piristymisen myötä. Transaktiomarkkina poikkeuksellisen vahva

Markkinatilanteen heikentyminen ja historiallisen pitkän häikäsmarkkinan päättymisen

Liikevaihto ja liikevoitto



Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys
Liiketoiminnan jatkuvuus
Liikevaihdon hajautuminen

1
1
1

Pääomamarkkinan heilahtelut heijastuvat konsernin liikevaihtoon

75 % liikevaihdesta jatkuvaa liiketoimintaa

Liikevaihdesta yli 40 % vakaasta Kiinteistö ja PE-toiminnasta

2 Kannattavuus

Kulurakenteen joustavuus
Kustannustaso

2
2

Kulurakenne varsin kiinteä ja joustaa alaspäin vain bonusten osalta

Toimialan tehokkaimpia kulurakenteita

3 Pääoman sitoutuminen

Käyttöpääoma
Investointitarve

3
3

Operatiivinen toiminta ei sido pääomia tai vaadi investointeja

Pääomavaatimukset määräytyvät regulaation myötä

Arvio eQ:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Varainhoito

Konsernin ydin

eQ on ICECAPITAL-yrityskaupan ja vahvan orgaanisen kasvun myötä noussut yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. Segmentin palvelutarjontaan kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- & kiinteistö-rahastot, raportointipalvelut, strukturoidut tuotteet ja omat rahastot. Yhtiön varainhoito keskittyy instituutioihin ja varakkaisiin yksityishenkilöihin ja valtaosa yhtiön palkkioista tulee instituutioilta. Instituutioiden keskuudessa yhtiön asema on viime vuosina vahvistunut merkittävästi ja yhtiö on noussut SFR:n tutkimuksessa Suomen kolmanneksi käytetyimmäksi instituutiovarainhoitajaksi. Nousu on merkittävä sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Segmentti työllistää 66 henkilöä Suomessa.

Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli Q3'16:n lopussa noin 8,4 miljardia euroa. Tästä pääomasta omissa sijoitusrahastoissa yhtiöllä on noin 1,84 miljardia euroa ja rahastopääomalla mitattuna yhtiö on Suomen kahdeksanneksi suurin varainhoitaja. Pankkitoiminnasta riippumattomista toimijoista eQ on Suomen suurin. Omien rahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan noin 1,20 %:n tuntumassa (ei huomioi alennuksia). eQ:lla on 26 omaa sijoitusrahastoa ja yhtiö on profiloitunut etenkin kehittyvien markkinoiden rahastoillaan. Hallinnointipalkkioiden skaala eri rahastojen välillä on erittäin suuri. Kiinteistörahastoissa sekä kehittyvien markkinoiden rahastoissa toteutunut palkkiotaso on hyvä (+1,00 %), kun taas perinteisissä korkorahastoissa hallinnointipalkkiot jäävät erittäin mataliksi (0,10-0,20 %). Omista

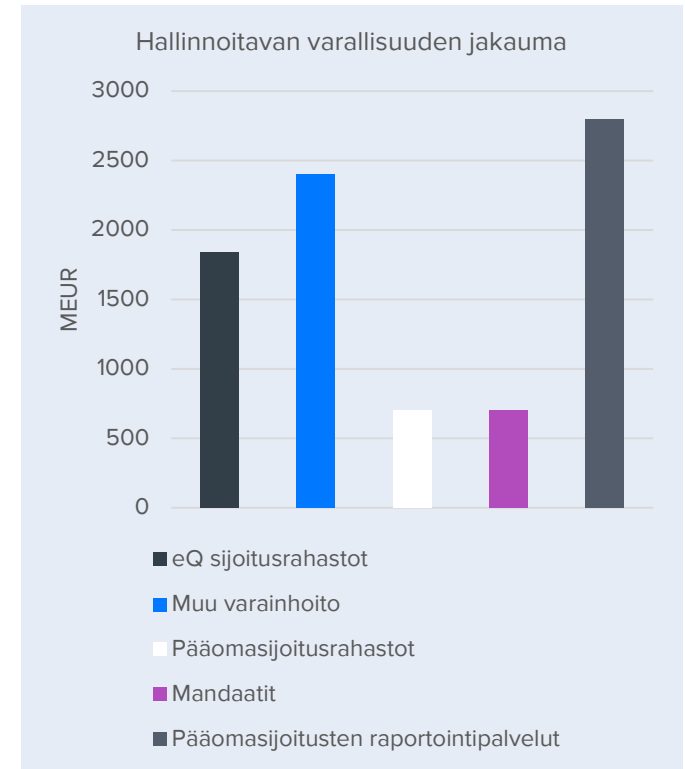
sijoitusrahastoista kehittyvien markkinoiden rahastoissa oli Q3'16:n pääomia lopussa noin 500 MEUR, kiinteistörahastoissa noin 578 MEUR ja muissa rahastoissa noin 850 MEUR.

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q3'16:n lopussa noin 700 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on noin 1,0 %:n tasolla ennen alennuksia. Pääomasijoitustoiminnalle tyypillisesti Pääomarahastoissa on mukana merkittävät voitonjako-osuustuotot tai onnistumispalkkiot toimialalle tyypillisesti. Yhtiöllä on tällä hetkellä yhdeksän pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokka on myös selvästi vanhoja rahastoja suurempi, mikä tukee liiketoiminnan kasvua.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja noin 700 MEUR:n edestä. Mandaateissa tyypillisesti merkittävä osa rahasta menee yhtiön omiin rahastoihin ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Noin 2,8 miljardia hallinnoitavista varoista on eQ:n raportointipalvelun piirissä. Tästä pääomasta eQ saa vain hyvin pientä korvausta, mutta suuren skaalan ja tehokkaiden IT-järjestelmien myötä toiminta on yhtiön kannalta hyvin kannattavaa.

Muun varainhoidon alla eQ:lla on noin 2,4 miljardin edestä pääomaa. Tästä pääomasta arviomme mukaan noin 70 % on yhteistyökumppaneiden rahastoissa ja loput erilaisia täyden valtakirjan varainhoidon mukanaan tuomia osake-/korkosalkkuja. Yhteistyökumppaneiden rahastojen osalta hallinnointipalkkio jää yhtiön kannalta pieneksi

(arvio: 0,05-0,20 %). Yhtiön yhteistyökumppanit rahastojen osalta ovat Vanguard, Fidelity, Stanlib, Trigon Capital ja East Capital. Vaikka yhteistyökumppanien rahastojen ansaintapotentiaali on eQ:lle pieni, täydentävät ne yhtiön rahastovalikoimaa ja parantavat tämän kautta asiakaspalvelua. Osake-/korkosalkkujen osalta palkkiotaso on niin ikään varsin matala ja se on pitkälti transaktiopohjaista.



Varainhoito

Varainhoidon palkkiotuotot

Varainhoito raportoi liikevaihdon neljässä osassa: Perinteiset varainhoidon hallinnointipalkkiot (sis. täysi valtakirja, rahastot, konsultatiivinen varainhoito yms.), Kiinteistö ja private equity hallinnointipalkkiot, Muut palkkiotuotot (strukturoidut tuotteet, transaktiopalkkiot) ja Tuottosidonnaiset palkkiot.

Perinteisen varainhoidon

hallinnointipalkkioiden rooli on ollut selvässä laskussa jo useamman vuoden ja niiden osuus segmentin palkkiotuotoista oli 30 % vuonna 2016. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottoihin vaikuttaa oleellisesti hallinnoitavan varallisuuden määrä ja pääomamarkkinan kehitys. Alan hintapaine perinteisten tuotteiden osalta on kireä ja ilman selkeää erottavaa tekijää jää palkkiotasoa väistämättä matalaksi.

Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkioiden osalta lähivuosien kasvu riippuu pitkälti kehittyvien markkinoiden suosiosta sekä hallinnoitavan varallisuuden kasvusta. Perinteisen varainhoidon palkkiotuotoista yli 50 % tulee arviomme mukaan kehittyvien markkinoiden rahastoista. Hallinnoitava varallisuus tulee jatkamaan kasvuaan ja arviomme mukaan eQ tulee jatkamaan markkinaosuuksien voittamista hyvän rahastomenestyksen ja onnistuneen uusasiakashankinnan myötä. Lisäksi omaisuusarvojen kasvu tukee kehitystä vielä ainakin seuraavat 12kk. Perinteisten hallinnointipalkkioiden selvästi ennustamaamme nopeampi kasvu vaatisi arviomme mukaan tuoteportfolion laajentamista tai asiakaskunnan laajentamista yritysosoin.

Muut palkkiotuotot edustavat noin 1 % eQ:n Varainhoidon palkkiotuotoista kuluvaan vuonna. Erittäin matala taso johtuu siitä, ettei eQ ole kuluvaan vuoden aikana tehnyt ainuttakaan strukturoitua tuotetta. Strukturoitujen tuotteiden tekemisen kannalta markkina on tällä hetkellä erittäin hankala ja lisäksi yhtiö on omassa myyntikoneistossaan pitänyt painopisteen etenkin kiinteistörahastoissa. Arviomme mukaan Muiden palkkiotuottojen normalisoitu taso on noin 1 MEUR:n tuntumassa.

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus

Varainhoidon palkkiotuotoista on vuonna 2016 arviomme mukaan noin 15 %. Tuottosidonnaiset palkkiot koostuvat kiinteistö- ja private equity-rahastoista, sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Arviomme mukaan perinteisistä rahastoista sekä mandaateista tulevien tuottopalkkioiden merkitys yhtiölle on hyvin rajallinen ja valtaosa tuottopalkkioista syntyy kiinteistö- ja PE-rahastoista.

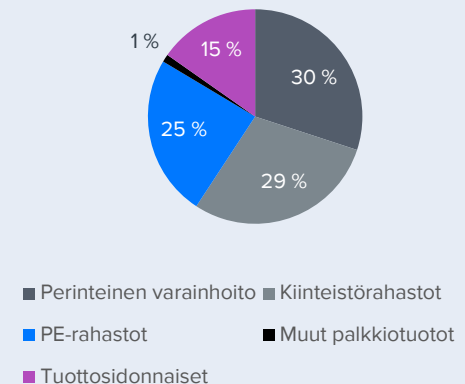
Tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosina johtuen kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen private equity -rahastojen vahvasta performanssista. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat pysymään hyvällä tasolla myös lähivuosina johtuen kasvavista voitonjako-osuustuotoista private equity -rahastoissa ja kiinteistörahastojen kasvavista tuottosidonnaisista palkkioista. Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta on tärkeä ymmärtää, että niiden taso voi vaihdella merkittävästi kvartaalien välillä johtuen private equity -rahastojen irtaantumisen ajoittumisista. Kiinteistörahastojen osalta tuottopalkkiot ovat tasaisempia ja niiden ennustettavuus on hyvä.

Kiinteistö- ja Private Equity -rahastojen

hallinnointipalkkiot ovat vuonna 2016 arviomme mukaan 13,8 MEUR tai 53 % Varainhoidon palkkiotuotoista. Tästä arviomme mukaan Private Equityn osuus on hieman yli 6 MEUR ja kiinteistörahastojen noin 7,5 MEUR. Kiinteistörahastot ovat edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa ja vuoden 2016 palkkiotasoa ei anna oikeaa kuvaa niiden täydestä potentiaalista. Varainhoidon lähivuosien kasvunäkymien osalta kiinteistö- ja PE-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat keskeisessä roolissa johtuen juuri kiinteistörahastojen vahvoista kasvunäkymistä. Tarkastelemme näitä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Kokonaisuutena eQ:n Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma on viime vuosina kehittynyt myönteiseen suuntaan. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottojen rooli on supistunut merkittävästi ja erittäin ennustettavien ja vakaiden kiinteistö ja PE-rahastojen rooli on kasvanut oleellisesti.

Palkkiotuottojen jakauma 2016e



Kiinteistö ja private equity

Kiinteistörahastot

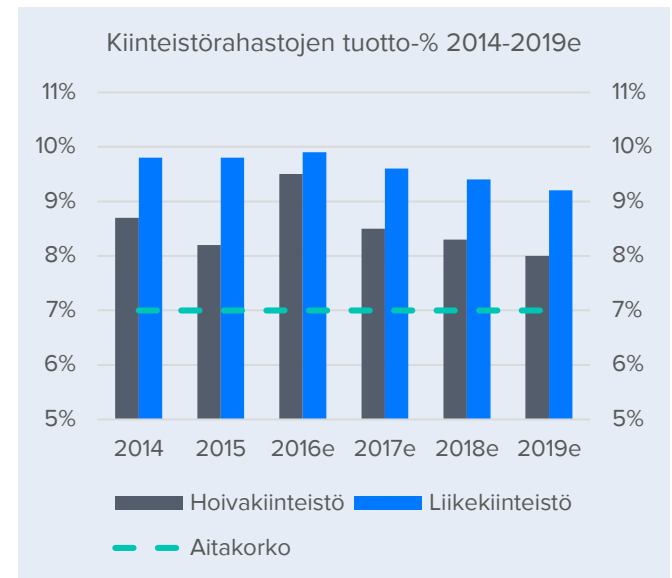
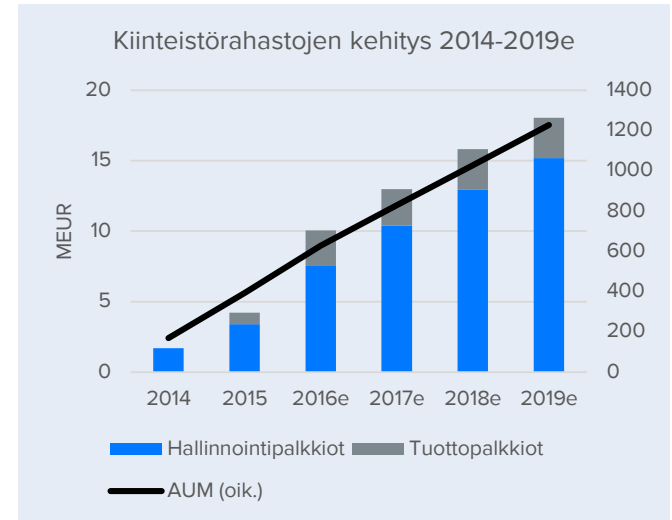
eQ laajensi kiinteistörahastoihin vuonna 2012 ostamalla 50 %:n osuuden Finnreit -rahastoyhtiöstä. Yhtiö lanseerasi ensimmäisen hoivakiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahastonsa vuonna 2012 ja nosti omistuksensa 100 %:iin vuonna 2013. Vuonna 2014 yhtiö lanseerasi eQ Liikekiinteistöt -rahaston. Molempien rahastojen myynti on sujunut erinomaisesti ja eQ:n Hoivakiinteistöt -rahaston koko oli Q3'16:n lopussa 361 MEUR ja Liikekiinteistöt -rahaston 218 MEUR. Yhtiö on onnistunut myymään kiinteistörahastoja yhteensä noin 50 MEUR:n kvartaalitahdilla, mitä voidaan pitää erittäin hyvänä tasona. Molempien rahastojen tuotto on myös ollut alusta asti erittäin vahva, sillä Hoivakiinteistöjen tuotto on perustamisesta lähtien ollut 8,7 % vuodessa ja Liikekiinteistöjen annualisoitu tuotto 9,9 %.

Yhtiö perusti kesällä 2016 kiinteistösijoittamisen alle uuden eQ Metsä -erikoissijoitusrahaston tarkoituksenaan laajentaa tarjontaa vaihtoehtoisissa omaisuusluokissa. Rahaston tavoitekokoo on 50 MEUR vuoden 2017 loppuun mennessä. Metsä -rahasto on looginen laajentumiskohde eQ:lle ja uskomme, että se saisi pääomia kerättyä tarvittaessa moninkertaisesti nykyiseen 50 MEUR:oon nähden. Ongelmana on kuitenkin ylikuumentunut markkina, jossa sijoittajan on enää vaikea löytää järkevästi hinnoiteltua metsäomaisuutta. Näin ollen odotammekin yhtiön Metsä -rahastojen jäävän konsernin kannalta varsin pieneksi lähivuosina.

Sijoittajan kannalta kiinteistörahastot ovat erittäin mielenkiintoisia kahdesta syystä.

Ensinnäkin niiden kassavirta on hyvin defensiivistä eikä se ole riippuvainen osakemarkkinoiden heilahteluista. Rahastot ovat auki lunastuksille vain puolivuositain, mikä on myös omiaan vähentämään rahastojen lunastuksia heikossakin markkinassa. Toiseksi rahastojen tuottopotentiaali on eQ:lle erittäin hyvä. Vuotuinen kiinteä omasta pääomasta laskettu hallinnointipalkkio on noin 1,5 %. Yhtiö saa myös voitonjakoa ja eQ saa 7 %:n ylimenevästä vuosituotosta noin 20 %. Tästä 20 %:sta eQ saa arviomme mukaan 70 % ja rahastonhoitotiimi loput alalle tyypillisen jaon mukaisesti. Ennustamme kiinteistörahastojen yhteenlasketun koon olevan vuoden 2016 lopussa noin 620 MEUR ja vuonna 2018 noin miljardi euroa.

Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille ja lisäksi rahastojen erittäin vahva track-record on omiaan tukemaan myyntiä. Yhtiöllä onkin mielestämme hyvät edellytykset jatkaa +50 MEUR per kvartaali myyntiä kiinteistörahastoissaan lähivuosina. Erinomaisesta tuottohistoriasta johtuen rahastojen palkkiotaso on pitänyt jopa hämmästyttävän hyvin ja arviomme mukaan yhtiö on kohdannut vain lievää hintaeroosiota. Odotamme palkkiotasojen pitävän hyvin pintansa myös lähivuosina ja odotamme vain hyvin lievää eroosiota keskimääräiseen hallinnointipalkkioon. Tuottotaso tulee molemmissa rahastoissa laskemaan asteittain johtuen jatkuvasti laskevista tuottovaatimuksista markkinalla. Yhtiöllä on kuitenkin mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää yli 8 %:n tuottotasoa myös pidemmällä aikavälillä ja näin ollen rahastot tulevat generoimaan merkittäviä tuottosidonnaisiapalkkioita myös jatkossa.



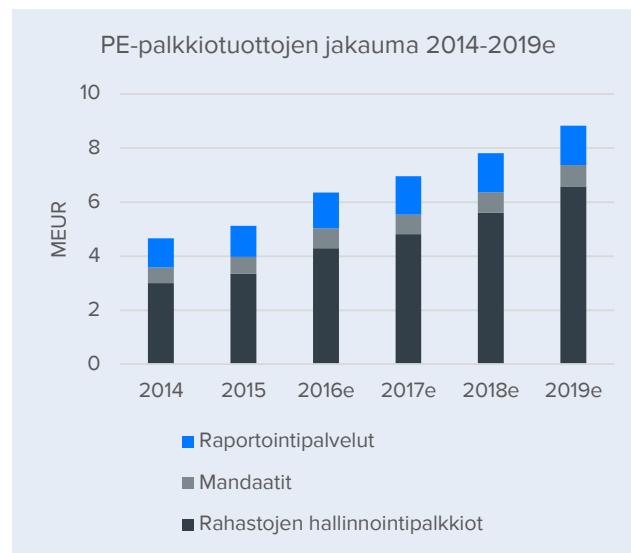
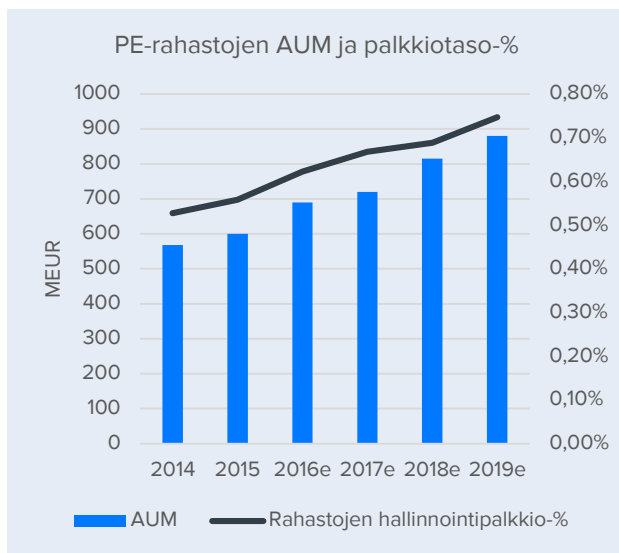
Kiinteistö ja private equity

Private equity-rahastot

eQ:lla on tällä hetkellä 9 Private equity -rahastoa, joissa sillä on noin 700 MEUR pääomia. Lisäksi yhtiö raportoi PE-liiketoiminnan alle myös raportointipalvelut sekä pääomarahastomandaatit. Yhtiön track-record omista private equity rahastoissa on erinomainen ja vuosien 1997-2016 välillä keskimääräinen IRR on 21 %. Lukua nostaa vanhempien rahastojen poikkeuksellisen korkeat tuottoluvut ja arviomme mukaan uusien rahastojen tuotto-odotus jää tämän alapuolelle, mutta on silti vahvalla tasolla.

Yhtiö on tarkoitus perustaa yksi uusi rahasto vuodessa ja näin ollen rahastojen määrä tulee lähivuosina pysymään vakaana. Hallinnointipalkkiot tulevat kuitenkin kasvamaan lähivuosina selvästi johtuen rahastojen kokoluokan kasvusta sekä keskimääräisen hallinnointipalkkion noususta. Keskimääräisen hallinnointipalkkion nousu johtuu siitä, että yhtiön rahastopääomien maturiteetti lyhenee rahastopääoman painon siirtyessä uusiin rahastoihin. Kokonaisuutena ennustamme private equity -rahastojen pääomien nousevan lähivuosina noin 50 MEUR:lla vuodessa ja hallinnointipalkkioiden kasvavan noin 10 %:lla per vuosi.

Myös private equity -rahastot ovat konsernin näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaa ja hyvin ennustettava. Lisäksi niistä saatavat tuottosidonnaiset palkkiot voivat olla merkittäviä, mutta niiden ennustettavuus on erittäin heikko.



Rahasto	Perustettu	Rahaston koko (MEUR)	Siirtyy voitonjakoon
European Fund UK	2001	88	Voitonjaon piirissä
Mandatum PE I	2002	50	Voitonjaon piirissä
Mandatum PE II	2003	20	Ei voitonjakopotentialia
Amanda III	2006	110	2018
Amanda IV	2007	90	2017
Amanda V	2011	50	Heikko voitonjakopotentialia
PE VI	2013	130	2020 jälkeen
PE VII	2015	80	2020 jälkeen
PE VIII	2016	160	2020 jälkeen
PE XI	2017	110	
PE XI	2018	170	
PE IX	2019	110	

Varainhoidon kulurakenne

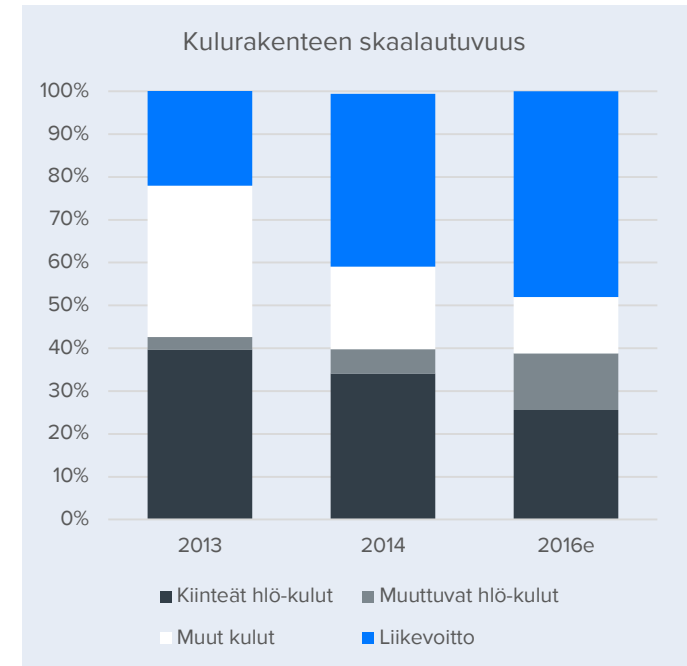
Erittäin skaalautuva kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteää ja henkilöstökulut ovat yksittäin selvästi suurin kuluerä (2016e: 39 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Arviomme mukaan Varainhoidon keskimääräinen kiinteä kulu per työntekijä on noin 100 TEUR/v ja bonusten osuus vaihtelee Varainhoidon liiketoiminnan kehityksen mukaan. Bonuksille ei ole asetettu ylärajaa ja liiketoiminnan vahvan kehityksen seurauksena bonusten osuus yhtiön keskimääräisistä henkilöstökuluista on arviomme mukaan kohonnut lähes 50 %:iin.

Muiden kulujen osuus on huomattavasti pienempi (2016e: 13 % liikevaihdosta). Muissa kuluissa merkittävimpiä eriä ovat vuokrat ja it-kulut. Liiketoiminnan tulospäivä on kulurakenteesta johtuen merkittävä ja tämä tulospäivä heijastuu hyvin Varainhoidon viimevuosien numeroissa. Vuonna 2013 Varainhoito teki 13,6 MEUR:n liikevaihdolla 3,1 MEUR:n tuloksen. Vuonna 2015 Varainhoito teki 21,8 MEUR:n liikevaihdolla 9,6 MEUR:n tuloksen. Lähes 80 % yhtiön uudesta liikevaihdosta valui näin ollen läpi yhtiön tulokseen ja tätä voidaan pitää kaikilta osin erinomaisena suorituksena.

Henkilöstökuluista arviomme mukaan hieman yli 6,5 MEUR on kiinteitä ja loput bonuspohjaisia muuttuvia kuluja. Muiden kulujen osalta kaikki kulut ovat kiinteitä ja ne eivät jousta kysynnän mukana. Kuluvan vuoden osalta yhtiön bonuskertymä on arviomme mukaan nousemassa merkittäväksi (2016e: 3,4 MEUR) johtuen segmentin vahvasta performanssista.

Näin ollen vuoden 2016 kulurakenne ei täysimääräisesti heijastele yhtiön normalisoitua kulurakennetta ja sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että liiketoiminnan kulurakenteessa on kohtuullisesti joustoa. Tarkastelemme konsernin kulurakenteen joustoa kokonaisuutena sivulla 31.



Varainhoidon tulosestimateet ja arvo

Varainhoidon palkkiotuotot

Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden kannalta keskiössä on palkkiotuottojen kasvu. Yhtiön kulurakenne tulee pysymään vakaana ja emme näe siinä merkittäviä nousupaineita lähivuosien aikana. Varainhoidon liikevaihto kasvoi Q1-Q3'16:n aikana 15 % 18,6 MEUR:oon ja ennustamme ripeän kasvun jatkuneen myös Q4'16:n aikana. Kasvun ajurina toimii kiinteistö- ja PE-rahastojen vahva kasvu sekä tuottosidonnaisten palkkioiden kasvu. Ennustamme hallinnoitavan varallisuuden kasvaneen vuoden 2016 loppuun mennessä 12 %:lla vuodentakaisesta 8518 MEUR:oon ja hallinnoitavan varallisuuden mix (tuotto per hallinnoitava pääoma) jatkaa parantumistaan.

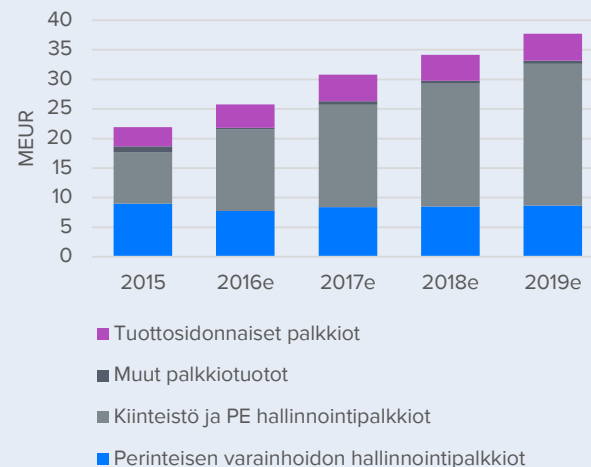
Ennustamme Varainhoidon 2016 liikevaihdon kasvavan 19 % 25,9 MEUR:oon ja liikevoiton parantuvan 12,6 MEUR:oon (2015: 9,6 MEUR). Tulospäivä on edelleen kova ja 4,1 MEUR:n liikevaihdon kasvusta 2,9 MEUR valuu tulokseen. Välissä oleva osa menee performanssibonuksiin. Vuoden 2017 osalta odotamme kasvun jatkuvan ripeänä (2017e: 20 %) johtuen vahvasta kasvusta kiinteistörahoissa. Myös tuottosidonnaiset palkkiot jatkavat kasvuaan, kun Amanda IV-rahasto siirtyy voitonjaon piiriin. Myös kehittyvien markkinoiden elpyminen ja nouseva suosio tukee perinteisen varainhoidon palkkiotuottoja. Liikevoitto jatkaa skaalautumistaan ja ennustamme liikevoiton kasvavan 16,8 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvu valuu tulokseen poikkeuksellisen hyvällä suhteella, sillä segmentin poistomassa supistuu oleellisesti asiakassopimuksiin liittyvien poistojen (0,4 MEUR p.a.) päättyessä.

Odotamme kasvun hidastuvan asteittain vuoden 2017 jälkeen. Pääomamarkkinoiden heikentyvä tilanne ja asteittain kääntyvä taloussykli tulee vaikuttamaan negatiivisesti segmentin kehitykseen. Yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset jatkaa kiinteistö- ja PE-rahastojen kasvattamista, sillä epävarma markkinatilanne yhdessä matalan korkotason kanssa tulee pitämään kysynnän vaihtoehtoisia omaisuusluokkia kohtaan korkeana. Lisäksi segmentin riippuvuus pääomamarkkinoista on laskenut selvästi, kun kiinteistö- ja PE-rahastot jatkavat ripeää kasvuaan. Ennustamme, että segmentin vuoden 2018 liikevaihdosta jo yli 70 % tulee kiinteistö- ja PE-rahastoista ja markkinasta riippuvaisen perinteisen varainhoidon osuus on enää alle 25 %.

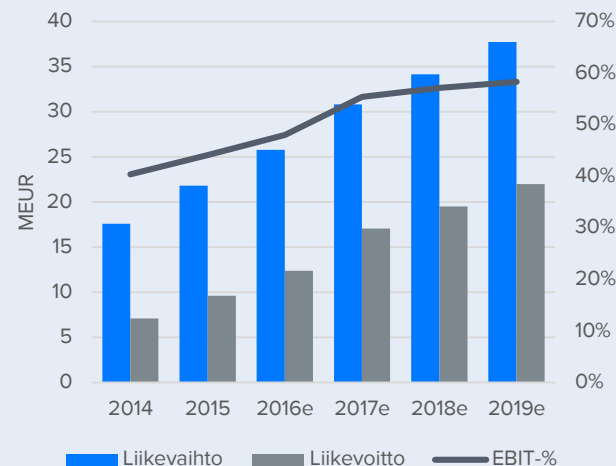
Varainhoidon arvo

Varainhoitoliiketoiminta on ylivoimaisesti eQ:n arvokkain liiketoiminta. Näkemyksemme mukaan Varainhoitoliiketoimintaa arvottaessa on hyvä käyttää ensi vuoden tulosta, sillä kuluva vuoden tulos ei heijastele segmentin täyttää tulospotentiaalia johtuen kiinteistörahojen jatkuvasta kasvusta. Ensi vuoden liikevoittoennusteemme Varainhoidolle on 16,9 MEUR. Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kerroin vuodelle 2016 on 10x. Näkemyksemme mukaan eQ:n Varainhoito tulee hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä johtuen sen liiketoiminnan paremmasta mixistä (iso paino kiinteistö- ja PE-rahastoissa), erinomaisesta track recordista ja vahvoista kasvunäkymistä. Arviomme mukaan käypä EV/EBIT-kerroinhaarukka on 11-13x ja tästä saatava arvo 190-220 MEUR. Olemme laskelmissamme käyttäneet käypänä arvona haarukan keskikohtaa 205 MEUR.

Varainhoidon palkkiotuotot 2015-2019e



Palkkiotuotot ja kannattavuus 2014-2019e



Varainhoidon yhteenveto

MEUR	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Varainhoito liikevaihto	21,8	25,9	31,1	34,5	38,0
Kasvu-%	24 %	19 %	20 %	11 %	10 %
Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkiot	9,0	7,7	8,4	8,5	8,7
Kiinteistö ja PE hallinnointipalkkiot	8,7	14,0	17,6	20,9	24,1
<i>Kiinteistö*</i>	3,4	7,7	10,7	13,2	15,5
<i>PE*</i>	5,3	6,3	6,9	7,7	8,7
Muut palkkiotuotot	1,0	0,3	0,6	0,6	0,6
Tuottosidonnaiset palkkiot	3,3	4,0	4,6	4,5	4,6
<i>Kiinteistö*</i>	0,8	2,6	2,7	3,0	2,9
<i>PE*</i>	1,5	1,0	1,4	1,3	1,3
<i>Muut*</i>	1,0	0,4	0,5	0,2	0,4
Henkilöstökulut	-8,7	-10,0	-11,1	-11,9	-12,6
<i>Kiinteä*</i>	-6,3	-6,6	-6,7	-7,0	-7,2
<i>Bonukset*</i>	-2,4	-3,4	-4,4	-4,9	-5,4
Muut kulut	-3,4	-3,4	-3,2	-3,3	-3,5
Liikevoitto	9,6	12,6	16,8	19,2	21,9
Liikevoitto-%	44 %	48 %	54 %	56 %	58 %
Kulut/henkilö (tEUR) (sis. Bonukset)	-143	-151	-165	-170	-175
Henkilömäärä	63	66	68	70	72
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	7634	8527	9119	9424	9909
Kiinteistöt AUM	393	649	849	1049	1249
Muut eQ:n omat rahastot	1288	1320	1340	1410	1410
Muu varainhoito	2412	2267	2270	2400	2400
Pääomasijoitusrahastot	1252	1167	2982	3100	3090
Mandaatit	1300	1310	1512	1400	1390
Pääomasijoitusten raportointipalvelut	3121	3060	3493	3500	3500

* Inderesin ennuste koko periodilta

Lähde: Inderes, eQ

Advium (Corporate finance)

Alansa johtavia toimijoita

Vuonna 2000 perustettu eQ:n corporate finance yksikkö Advium on yksi Suomen johtavista investointipankeista. Adviumin palvelut kattavat yritysjärjestelyt, suuret kiinteistöjärjestelyt, pääomajärjestelyt ja yleisen neuvonannon. Yhtiön fokus on Suomessa ja asiakaskunta koostuu pääosin suomalaisista yhtiöistä, jotka tekevät yritys- tai kiinteistökauppoja Suomessa tai ulkomailla. Yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat mm. Aventum, Summa, UB Capital, HLP, Nordea, SEB ja Evli. Adviumin asema on erityisen vahva kiinteistöjärjestelyiden puolella ja yhtiö on toiminut neuvonantajana 80 %:ssa Suomen suurimmista kiinteistöjärjestelyistä viimeisen 15 vuoden aikana. Esimerkkeinä viime vuosien suurista kiinteistöjärjestelyistä voidaan mainita Sanoman sale and leaseback -järjestely Sanomatalosta ja Keskon kiinteistörahaston -järjestely. Yrityskaupoissa yhtiöllä on niin ikään vahva asema Suomessa ja sen toteutettujen transaktioiden arvo ylittää 5,0 miljardia euroa. Viime vuosien merkittävistä järjestelyistä voidaan mm. mainita Destian myynti Ahlström Capitalille tai Patrian myynti Kongsbergille.

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2015: -0,65 MEUR tai 7 % liikevaihdosta). Lisäksi kulurakenteelle on tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös

kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulosvipu on erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä heijastuu myös Adviumin historiallisessa kehityksessä ja yhtiön liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi. Vuosina 2011-2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta ja yhtiön liikevaihto pysyi 2,1-2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4-0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014 ja 2015 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja sen liikevaihto nousi 6-7 MEUR:n tasolle ja liikevoitto noin 3 MEUR:n tasolle. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut 5,9 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 3,1 MEUR.

Arviomme mukaan Adviumin tarvitsee noin 2,0 MEUR:n liikevaihdon positiivisen liiketuloksen saavuttamiseksi nykyisellä henkilöstömäärällään (2016: 14 kpl). Uskomme, että yhtiö yltää tähän tasoon heikossakin markkinassa ja pidämme epätodennäköisenä, että liiketoiminta tekisi heikossakaan suhdanteessa tappiota.

Tulevaisuuden ennusteet

Kiinteistötransaktioiden määrä nousee kuluvana vuonna historiansa korkeimmalle tasolle (2016e: 6,5 miljardia) johtuen matalasta korkotasosta sekä Suomen suhteellisesti hyvillä tasoilla olevista tuottotasosta. Arviomme mukaan kiinteistömarkkina tulee myös vuoden 2017 aikana säilymään erittäin vahvana ja ennustamme transaktiovolyymin säilyvän 6-7 miljardin tasolla. Myös yritysjärjestelymarkkina pysyy vilkkaana, kun nollakorot ja vaisu orgaaninen kasvunäkymä vauhdittavat yritysjärjestelyjä.

Advium hyöttyy markkinan vahvasta vedosta ja kuluvan vuoden osalta Advium tulee tekemään erinomaisen tuloksen. Ennustamme sen liikevaihdon nousevan 8,9 MEUR:oon ja liikevoiton 4,4 MEUR:oon. Taso on kaikilla mittareilla erinomainen ja heijastelee erittäin vilkasta kiinteistömarkkinaa sekä yhtiön vahvaa omaa suorittamista.

Vuoden 2017 lähtökohdat ovat niin ikään hyvät ja yhtiön tarjouskanta on säilynyt vahvalla tasolla. Odotamme liikevaihdon olevan noin edellisen vuoden tasolla (2017e: 8,7 MEUR) ja pidämme vuoden 2016 tasoa erittäin haastavana ylittää. On tärkeä huomioida, että palkkioista huomattava osa on onnistumispalkkioita, joiden ennustettavuuteen liittyy merkittävää epävarmuutta. Liikevoitto pysyy erinomaisella tasolla 4,3 MEUR:ssa.

Vuosina 2018-2019 odotamme Adviumin liikevaihdon laskevan asteittain kohti pitkän aikavälin keskiarvoa (5,9 MEUR), kun kiinteistömarkkina Suomessa jäähtyy ja yleinen markkinatilanne heikkenee taloussyklin kääntymisen myötä. Kannattavuus pysyy erinomaisella tasolla kulurakenteen joustavuuden myötä ja ennustamme vuosien 2018 ja 2019 liikevoittojen olevan 3,2 MEUR ja 2,2 MEUR.

Advium (Corporate finance)

Adviumin arvo

Adviumin käypää arvoa arvioidessa keskeisinä arvoon vaikuttavina tekijöinä ovat:

- Vahva markkina-asema
- Erinomainen track-record ja referenssit
- Kokenut tiimi
- Vahva kassavirran generointikyky

Negatiivisesti arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Erittäin syklinen liiketoiminta
- Korkea henkilöriippuvuus

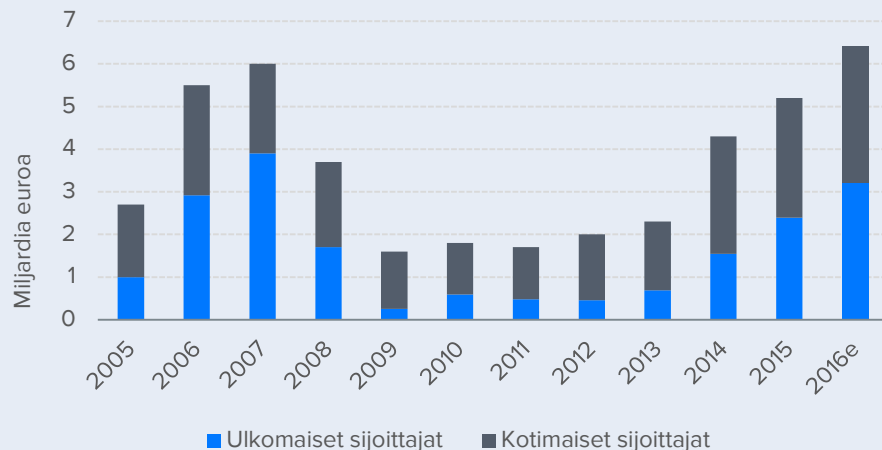
Adviumin liiketoiminnan arvottaminen on erittäin hankalaa johtuen isosta heilunnasta tuloksessa ja arvostuskertoimissa. Pidämme investointipankkiliiiketoiminnalle hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 5-8x. Tämä heijastelee mielestämme liiketoiminnan kassavirran generointikykyä ja toisaalta riskejä liittyen avainhenkilöihin ja heidän pysyvyyteensä. Näkemyksemme mukaan Adviumin nykyinen kannattavuus (2016e EBIT: 4,6 MEUR) on yli yhtiön normalisoidun tulostason ja arviomme mukaan normalisoitu tulostaso on noin 2,5 MEUR. Arviomme on hieman alle Adviumin historiallisen 3,1 MEUR:n liikevoittotason (keskiarvo 2006-2016e) johtuen vuoden 2006 poikkeuksellisesta liikevoittotasosta (10,5 MEUR). Tästä oikaistu historiallinen keskiarvo on 2,4 MEUR ja linjassa ennustemme kanssa. Olemme havainnollistaneet Adviumin arvoa matriisilla, jossa muuttujina ovat yhtiön tulos ja arvostuskerroin.

Matriisin perusteella yhtiön käypä arvo liikkuu haarukassa 12,5-20,0 MEUR. Alalaita heijastelee mielestämme tasoa, jossa ostaja ei saa kaupasta strategisia hyötyjä ja kyseessä on puhdas liiketoimintakauppa (esim. MBO tai LBO). Vastaavasti ostajan saadessa kaupasta strategisia hyötyjä voidaan ylläladan kertoimia pitää perusteltuina. Matriisin keskiarvo on noin 17 MEUR:ssa, jota käytämme pohjana myös omissa laskelmissamme. Tukea arvostukselle voidaan hakea myös Adviumin aiemmista liiketoimintakaupoista. Vuonna 2011 nykyisen eQ-konsernin syntymisen yhteydessä Adviumin myyntihinta oli noin 10 MEUR, joka maksettiin kokonaan silloisen Amanda Capitalin omilla osakkeilla. Vuonna 2004 eQ puolestaan maksoi Adviumista (silloinen Advium Partners) 13,5 MEUR, josta 8 MEUR eQ:n osakkeilla ja 5,5 MEUR käteisellä. Vaikka Adviumin liiketoiminta on rakenteeltaan hyvin saman näköinen, kuin edellisten kauppajen aikana, voidaan näitä korkeampi arvostus perustella mielestämme yhtiön entisestään vahvistuneella markkina-asemalla ja erinomaisella track-recordilla.

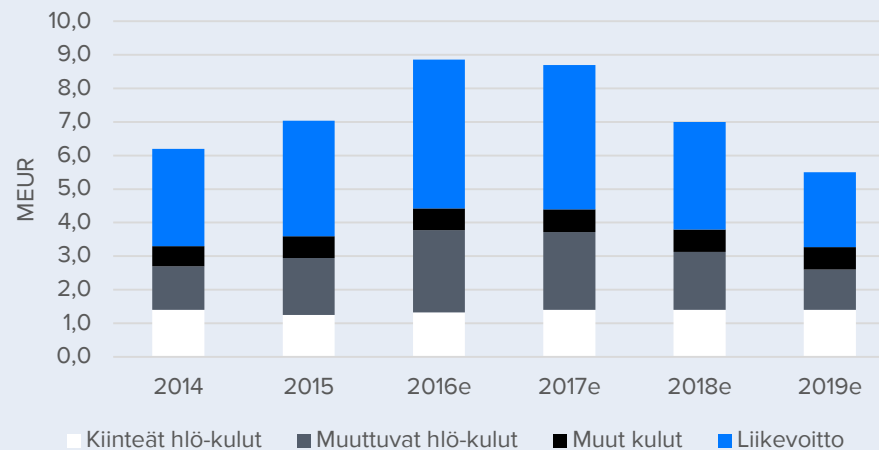
		Liikevoitto (MEUR)				
		1,5	2,0	2,5	3,0	3,5
EV/EBIT-kerroin	3x	4,5	6,0	7,5	9,0	10,5
	4x	6,0	8,0	10,0	12,0	14,0
	5x	7,5	10,0	12,5	15,0	17,5
	6x	9,0	12,0	15,0	18,0	21,0
	7x	10,5	14,0	17,5	21,0	24,5
	8x	12,0	16,0	20,0	24,0	28,0
	9x	13,5	18,0	22,5	27,0	31,5
	10x	15,0	20,0	25,0	30,0	35,0

Advium yhteenveto

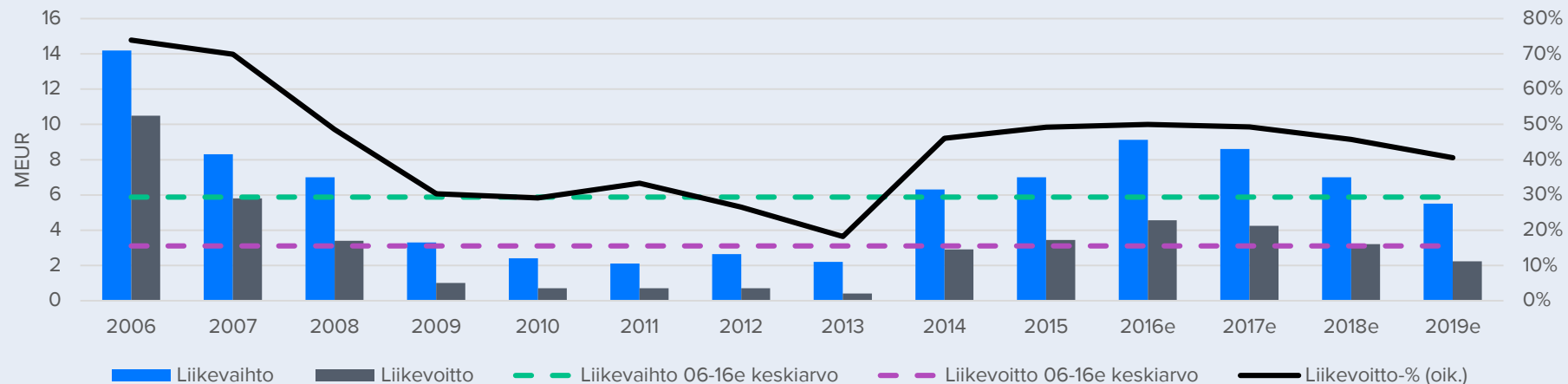
Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa



Kulurakenne ja liikevoitto 2014-2019e



Liiketoiminnan kehitys 2006-2019e



Sijoitukset

Segmentti generoi vahvaa kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q3'16 päättyessä 20,6 MEUR. Näistä 14,1 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 6,5 MEUR muiden toimijoiden hallinnoimiin rahastoihin. Vuoden 2007 jälkeen eQ ei ole sijoittanut muihin kuin omiin rahastoihinsa. eQ sijoittaa omiin rahastoihinsa kahdesta syystä: 1) rahastomanagerin pitää yleensä myös itse osallistua rahastoon osoittaakseen muille sijoittajille olevansa samassa veneessä heidän kanssaan ja 2) hyötyä rahastojen hyvästä kehityksestä.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

Sijoitukset-segmentin kirjanpidollinen tulos ja rahavirta poikkeavat selvästi toisistaan. Tuloslaskelman puolelle eQ kirjaa mahdollisen rahastoista tulevan voitonjaon ja mahdolliset sijoitusten pysyvät arvonalentumiset. Lisäksi Sijoitukset-segmentti kirjaa tuloslaskelmaansa kuluna konsernin sisäisen hallinnointipalkkion, jonka kokoluokka on ollut hieman alle 300 TEUR vuodessa. Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamat pääoman palautukset, voitonjaon ja pääomakutsut. Sijoittajan kannalta tuloslaskelman merkitys on hyvin rajallinen ja päähuomio tulee kiinnittää kassavirtaan.

Vahva kassavirta lähivuosille

Lähivuosina segmentin kassavirta tulee olemaan selvästi raportoitua liikevoittoa korkeampi johtuen muiden hallinnoimiin rahastoihin tehtyjen sijoitusten asteittaisesta

purkautumisesta. Arviomme mukaan kaikki muiden hallinnoimat rahastot, joissa eQ on sijoittajana tulevat irtautumaan kohteistaan seuraavan kahden vuoden aikana. Lisäksi yhtiö tulee samaan pääoman palautuksia myös omista rahastoistaan. Samaan aikaan pääomakutsut eQ:n omiin rahastoihin ovat verrattain maltillisella tasolla (Inderes ennuste: 2 MEUR per vuosi). Kokonaisuutena ennustamme eQ:n Sijoitusten nettokassavirran olevan vuosien 2016-2019e välillä noin 14 MEUR. Kassavirran ajoittuminen tulee vaihtelevaan kvartaalien välillä selvästi ja näin ollen sijoittajien kannattaa seurata kassavirran kehitystä pidemmällä aikavälillä yksittäisten kvartaalien sijaan.

Yhtiön sijoitussalkkujen keskimääräinen tuotto on toiminnan aloituksesta asti ollut noin 21 %. Taso on erinomainen, mutta sitä vääristää positiiviseen suuntaan alkuvuosien poikkeuksellisen hyvät tuottotasot. Lisäksi uskomme, että vuoden 2008 finanssikriisin jälkeisenä aikakautena keskimääräiset tuotto-odotukset pääomasijoitustoimialalla ovat laskeneet kautta linjan. Näin ollen ennustamme tulevien vuosituottojen asettuvan 13 %:n tasolle periodilla 2016-2019e.

Vuoden 2016 osalta ennustamme sijoitustoiminnan liikevoiton olevan 1,1 MEUR ja nettokassavirran 4,6 MEUR. Kassavirrassa ajurina toimivat pääomanpalautukset ja matalat pääomakutsut. Vuosina 2017 ja 2018 voitonjako-osuustuotot laskevat asteittain nykytasolta (2016e: 2,3 MEUR) sijoitusmassan pienentymisen johdosta ja pääomakutsut pysyvät noin 2 MEUR:ssa per vuosi. Pääoman palautuksia tulee merkittävästi etenkin muiden toimijoiden hallinnoimista rahastoista ja

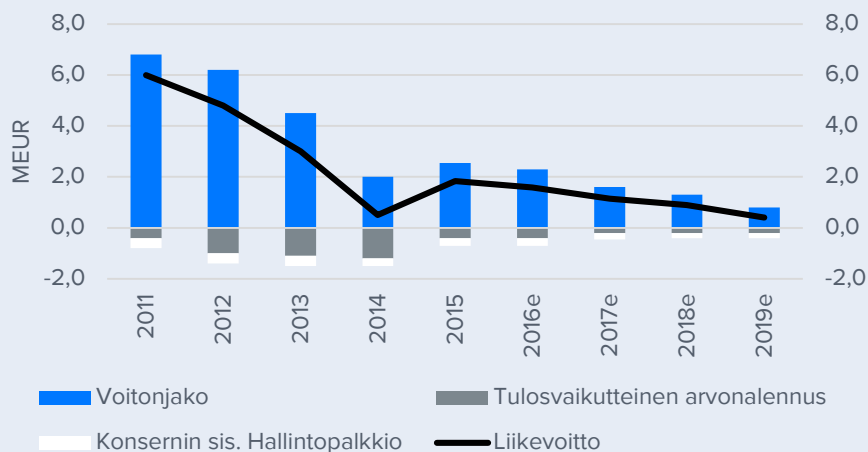
pääoman palautukset tulevat olemaan noin 4-5 MEUR:n vuositasolla. Näin ollen nettokassavirta on arviomme mukaan noin 4 MEUR:n tasolla vuodessa, kun taas liikevoitto noin miljoonan euron tasolla. Vuoden 2018 jälkeen eQ:lla ei arviomme mukaan ole enää sijoituksia muiden toimijoiden rahastoissa ja sen omien rahastosijoitusten käypä arvo on noin 10 MEUR. Tätä tasoa pidämme pitkällä aikavälillä kestäväenä ja tästä eteenpäin sijoitusten liikevoitto ja kassavirta määräytyvät rahastojen kehityksen mukaisesti.

Sijoitustoiminnan arvo

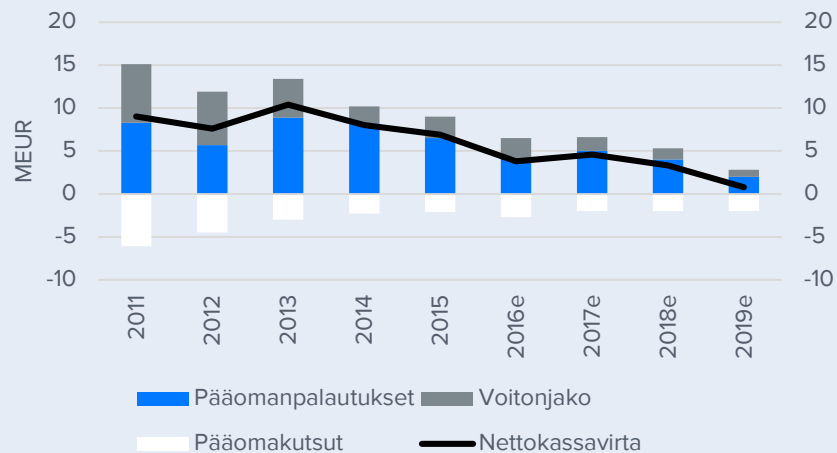
Sijoitustoiminnalla ei ole eQ:lle erityistä strategista arvoa ja sen rooli on puhtaasti tukea konsernin varainhankintaa ja hyötyä hyvistä sijoitustuotoista. Näin ollen sijoitustoiminnan arvonmääritys on hyvin suoraviivaista ja arvo on sijoitussalkun sen hetkinen tase-arvo. Tase-arvoihin liittyy hyvin rajallisesti subjektiivisuutta, sillä rahastojen arvot ovat luotettavia. Näin ollen käytämme osien summa -laskelmassamme Q3'16:n lopun mukaista sijoitussalkkujen arvoa 20,6 MEUR.

Sijoitukset yhteenveto

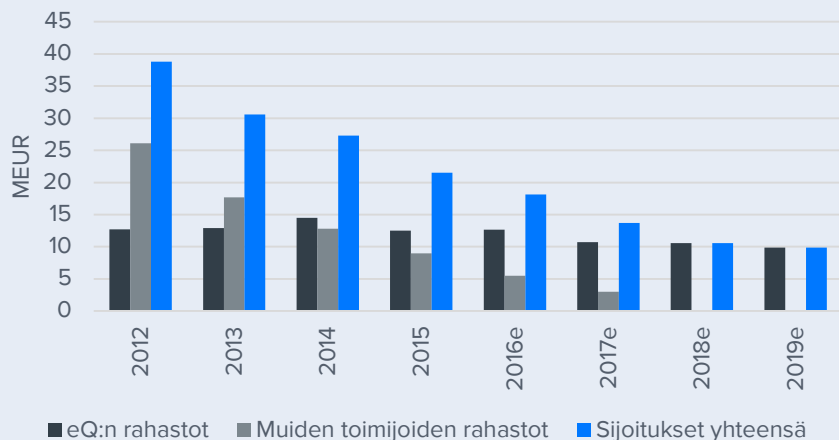
Sijoitustoiminnan tuloskehitys 2011-2019e



Sijoitustoiminnan kassavirta 2011-2019e



Sijoitusten jakauma



eQ:n sijoitukset omiin rahastoihin

eQ:n sijoitukset			
MEUR	Perustettu	Markkina-arvo	Hankintameno
European Fund Inv UK	2001	0,24	0,35
Amanda III, Eastern PE LP	2006	6,85	6,36
Amanda IV West LP	2007	3,12	2,61
Amanda V East LP	2011	2,70	3,19
eQ PE VI North LP	2013	0,73	0,85
eQ PE VII US	2015	0,22	0,27
eQ PE VIII North	2016	0,21	0,21

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja markkinan koko ylitti 2008 tason vasta vuonna 2014. Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa ja se kasvoi selvästi edellisvuodesta. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

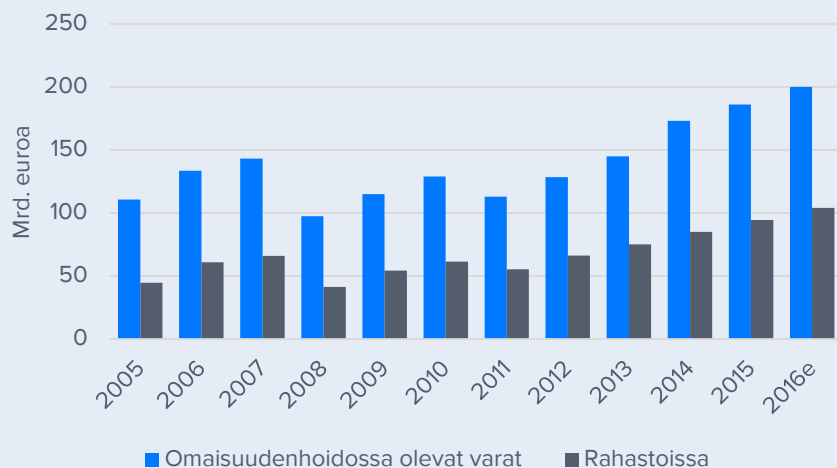
tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimuksien alaisuudessa. Johtuen Suomen talouden heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Mikäli pankit siirtävät EKP:n negatiiviset korot asiakkaidensa maksettaviksi, voi rotaatio kiihtyä yllättävänkin suureksi. Pidämme tätä kuitenkin tällä hetkellä epätodennäköisenä ja todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta. Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

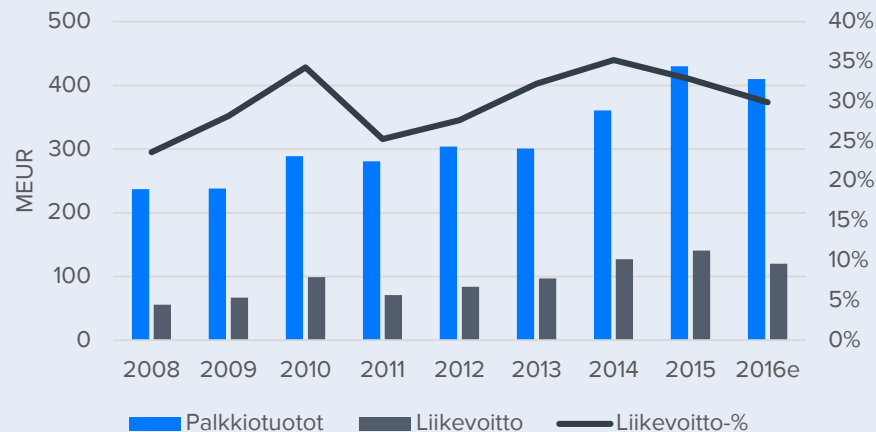
Vaikka itse Suomen talouden näkymät ovatkin erittäin vaisut, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä lyhyellä aikavälillä, kun Euroopan taloussyklin kääntyminen yhdessä EKP:n aggressiivisten toimien kanssa pitää pääomamarkkinoiden kehityksen nousujohteisena ja transaktioiden määrän suotuisana.

Toimialan yhteenveto

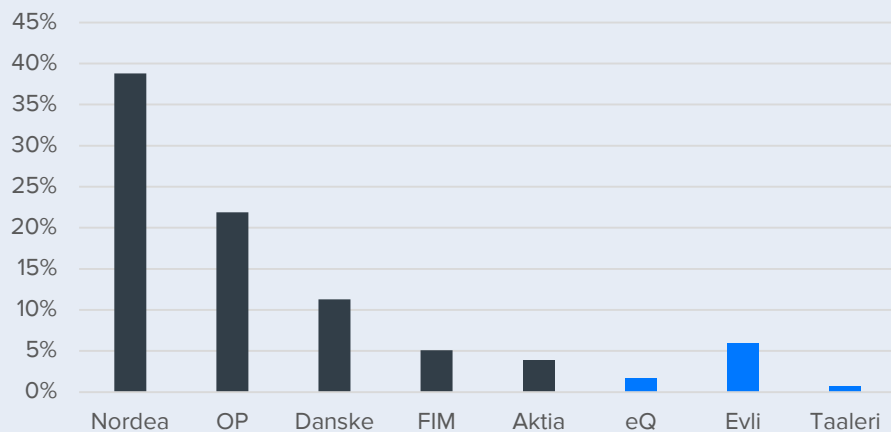
Omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta



Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista.

Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.

Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF:t) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää, kun sijoittajat ovat etsineet korkotuotoilleen substitootteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on

muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien perusalokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvelusta segmentistä (varallisuusluokka 50-200 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.

Nollakorkoympäristössä sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen

toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan riskiprofiiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nolliissa myös keskinkertainen järjestely alkaa näyttää houkuttelevalta.

Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta. Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulurakenne, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristyminen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

Kokonaisuudessa uskomme, että varainhoito tulee ajautumaan yhä enemmän suuntaan missä salkun ydin hoidetaan kustannustehokkaasti indeksi- ja passiivituotteilla ja lisäarvoa pyritään yhä enemmän luomaan yksittäisillä tuotevalinnoilla (esim. vaihtoehtoiset omaisuusluokat) sekä taktisella allokaatiolla. Tämä tulee korostamaan kilpailuetujen roolia ja parhaiten tulevat pärjäämään ne toimijat, joilla on tarjota oikeasti lisäarvoa tuottavia tuotteita kustannustehokkaasti.

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi vuoden 2015 lopussa 59 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2015 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuissa markkinatilanteissa. Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

Pankit: Pankkien toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai

investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite ja United Bankers.

Pienet sijoituspalveluyhtiöt: pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, PYN ja Alfred Berg.

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Evli, Elite, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin tiettyyn pääomarahastosegmenttiin keskittyneet varainhoitotalot (esim. Dasos ja Titanium) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan/avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatio-aaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen (ts. pörssin kääntyminen laskuun) asti.

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Keskisuuret toimijat pärjanneet hyvin viimevuosina

Näkemyksemme mukaan eQ:n keskeisiä verrokkeja ovat keskisuuret finanssipalveluyhtiöt Evli, United Bankers, Taaleri ja Seligson. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija 10,0 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin 8,4 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 6,2 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 64 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla. Taaleri on toiseksi suurin toimija nettopalkkiotuotoilla mitattuna, mutta sen nettopalkkiotuotoissa on mukana merkittäviä kertaluontoiseksi tulkittavia eriä. Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraa korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja

liiketoimintarakenne.

eQ:n kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus noin 70 %).

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjanneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2015 kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja

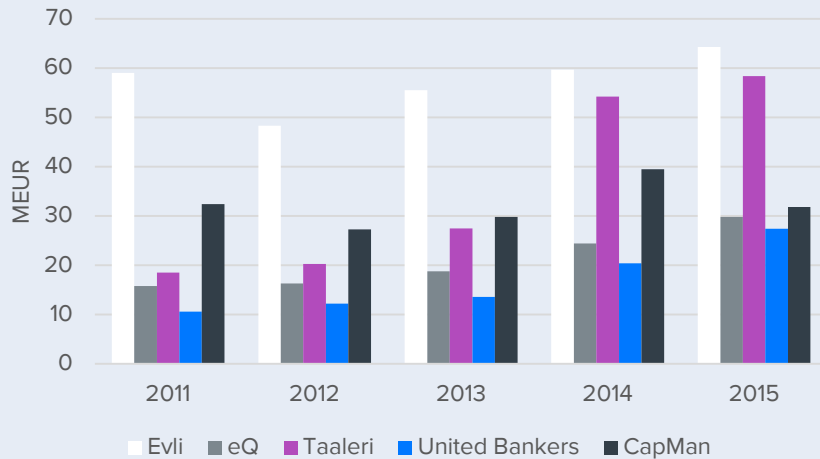
liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin ja voittamaan markkinaosuuttaan. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että näiden viiden keskisuuren omaisuudenhoitotalon yhdistetty markkinaosuus Suomen rahastopääomasta on edelleen noin 10 %, eikä markkinoiden isossa kuvassa ole tapahtunut merkittäviä muutoksia.

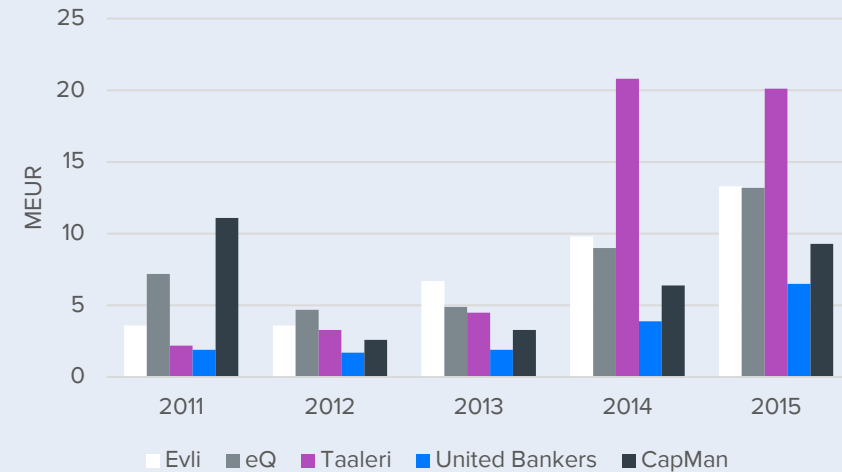
Uskomme, että keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

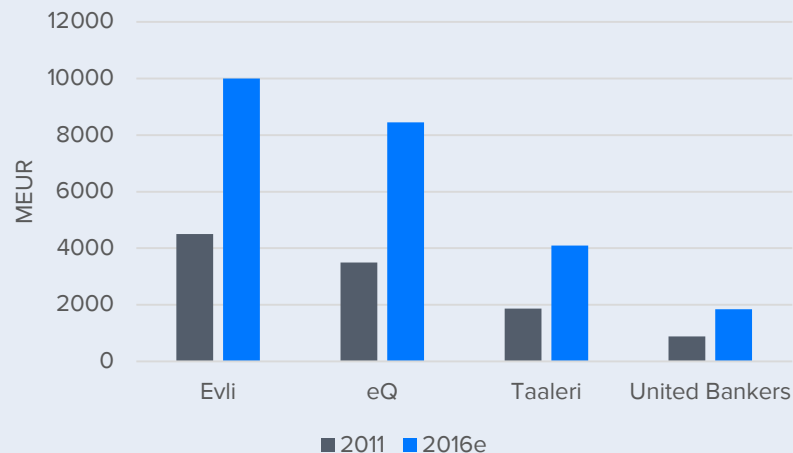
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Hallinnoitavan varallisuuden kasvu



Kilpailijoiden liiketoimintojen painopisteet

	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	Seligson	Elite
Investointipankki	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei
Omaisuußenhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Välitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä
Private equity	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

eQ:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli Q3'16:n lopussa 70,7 MEUR, oma pääoma 61 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 yritysjärjestelyyn. Emme näe tähän liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa tähän on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä on taseessa liiketoiminnalle tyypillisesti vain nimellisesti (Q3'16: 0,4 MEUR). Toinen merkittävä pitkän aikavälin tase-erä ovat yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli Q3'16:n lopussa sijoituksia pääomarahastoihin 20,6 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin kappaleessa "Sijoitukset".

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli Q3'16:n lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 7,1 MEUR:n arvosta sekä noin 8 MEUR saamisia.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön ydinvakavaraisuussuhde (CET 1) on 8 %, kun se Q3'16:n lopussa oli 20,5 %. eQ:n tapauksessa taseen omat sijoitukset luokitellaan kaikki riskisiksi omaisuseriksi ja niiden määrän supistuminen nostaa eQ:n vakavaraisuutta. Aggressiivinen voitonjako puolestaan supistaa yhtiön omaa pääomaa, jolla on negatiivinen vaikutus yhtiön ydinvakavaraisuussuhteeseen. Odotammekin

yhtiön CET 1 -suhteen pysyvän lähivuosina noin 20 %:n tuntumassa.

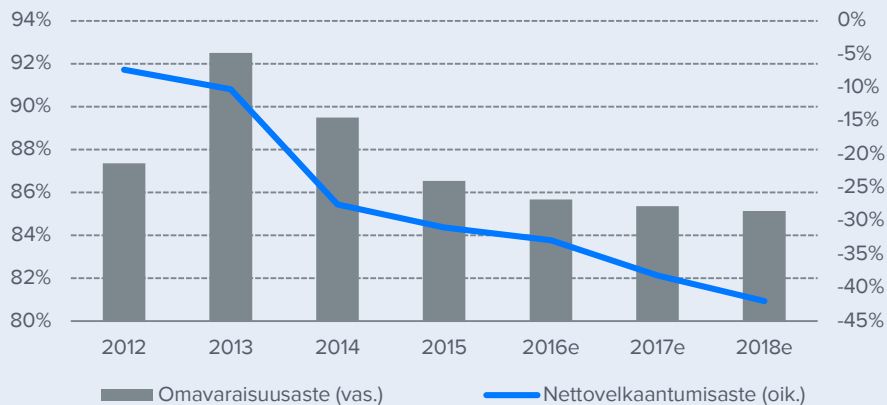
Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Q3'16:n lopussa eQ:n omavaraisuusaste oli 86 % ja nettovelkaantumisaste noin -30 %. Tase on edelleen selvästi ylikapitalisoitunut, viime vuosien aggressiivisesta voitonjaosta huolimatta. Hyvästä tuloksesta ja vahvasta kassavirrasta johtuen yhtiöllä tulee olemaan laskelmiemme mukaan lähivuosina yhteensä noin 25 MEUR:n nettokassa. Arviomme mukaan yhtiö haluaa todennäköisesti pitää tästä noin 10 MEUR varmistaakseen riittävän likviditeetin yllättäviä tilanteita varten. Tästä huolimatta taseessa olisi edelleen arviolta 15 MEUR:n edestä ylimääräisiä varoja, jotka yhtiö tulee todennäköisesti ennemmin tai myöhemmin jakamaan ulos voitonjakona omistajille. Pidämmekin mahdollisena, että yhtiö korottaisi nykyisen 0,50 euron osinkonsa lähivuosina esim. 0,60 euroon ja purkaisi kassansa asteittain tämän kautta.

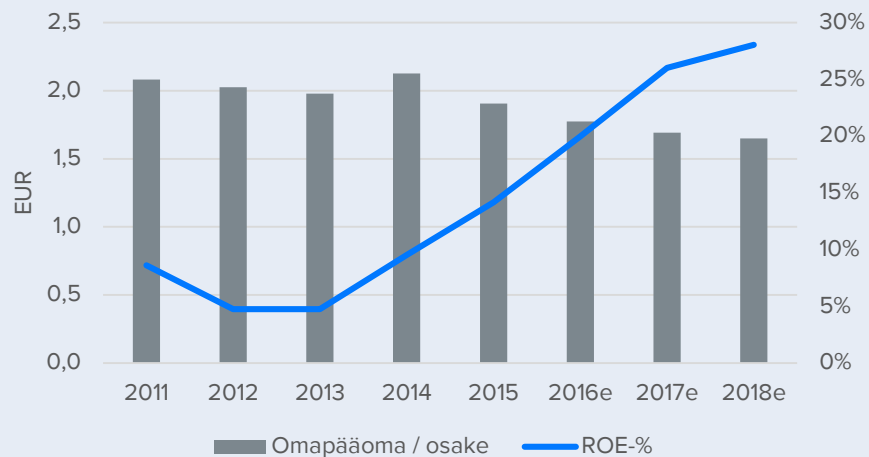
Arviomme mukaan eQ haluaa säilyttää taseensa nettovelattomana myös jatkossa, sillä se haluaa säilyttää riittävän liikkumavaran mahdollisia yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Näin ollen ainoa skenaario jossa yhtiö ottaisi taseeseensa velkaa, olisi mielestämme yritysjärjestelyt. Yhtiöllä olisi nykytaseella mahdollisuus toteuttaa kohtuullisen kokoinen yritysosto (~50 MEUR) ilman, että taseen velkaantuneisuus nousisi yli yhtiön oman mukavuusalueen. Käsittelemme yritysjärjestelyjä tarkemmin sivulla 35.

Taloudellinen tilanne

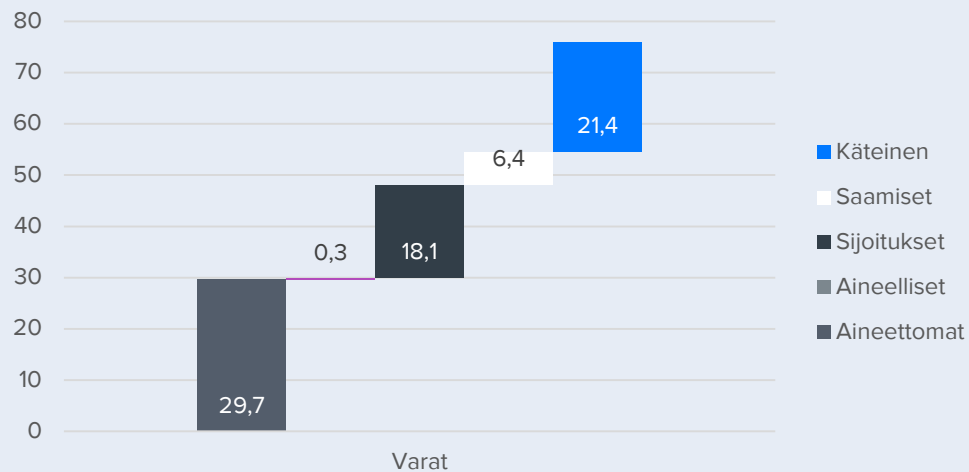
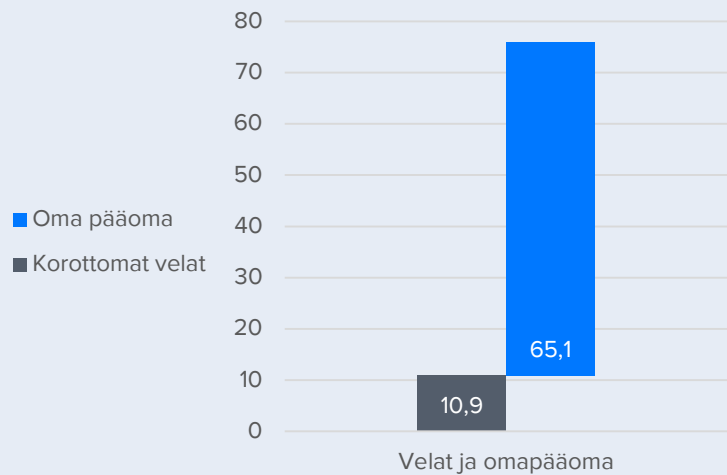
Taseen tunnuslukujen kehitys



Oma pääoma ja ROE -%



Taserakenne, 2016e



Lähde: Inderes, eQ

Tulevaisuuden ennusteet

Vuodesta 2016 muodostumassa erinomainen

eQ:n vuosi 2016 sujui vahvasti ja ensimmäisen 9kk:n aikana yhtiön liikevaihto kasvoi 20 %:lla 26,2 MEUR:oon ja liikevoitto 27 %:lla 12,1 MEUR:oon. Kehitys on ollut erinomaista molemmissa asiakassegmenteissä. Advium on hyötynyt Suomen erittäin vahvasta kiinteistömarkkinasta, jossa transaktioiden arvo saavuttaa kuluvana vuonna kaikkien aikojen korkeimman tason. Varainhoidossa nollakorot ovat pitäneet yllä rahavirtoja vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin joka on heijastunut kiinteistö- ja PE-rahastojen vahvana kasvuna.

Odotamme erinomaisen kehityksen jatkuneen myös vuoden viimeisellä neljänneksellä. Advium on toteuttanut Q4:n aikana useita merkittäviä toimeksiantoja ja Varainhoidossa markkinan elpyminen on tukenut varallisuusarvoja. Kokonaisuutena odotamme eQ:n liikevaihdon kasvavan 19 %:lla 36,3 MEUR:oon ja liikevoiton 28 %:lla 17,1 MEUR:oon (2015: 13,2 MEUR).

EPS:n ennustamme nousevan 0,37 euroon (2015: 0,28 euroa). Ylikapitalisoituneesta taseesta ja erinomaisesta rahavirrasta johtuen yhtiö kykenee helposti säilyttämään osinkonsa edellisvuosien tapaan 0,50 eurossa. Osingon pieni korotus ei mielestämme ole täysin poissuljettu, mutta pidämme tätä kuitenkin varsin epätodennäköisenä.

Vahva kehitys jatkuu myös 2017

eQ:lla on hyvät edellytykset jatkaa erinomaista kehitystään myös vuoden 2017 aikana. Kiinteistömarkkinan vahvan vedon ansiosta Advium tekee jälleen hurjan liikevaihdon (2017e: 8,7 MEUR). Varainhoidossa kiinteistö ja PE-rahastojen vahva kehitys jatkuu ja kehittyvien

markkinoiden elpyminen tukee myös perinteistä varainhoitoa. Tuottosidonnaiset palkkiot jatkavat nousuaan johtuen etenkin kiinteistörahastoista. Kokonaisuutena ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan 13 %:lla 41 MEUR:oon. Kasvun hidastuminen vuoden 2016 tasolta johtuu etenkin Adviumin poikkeuksellisen hyvistä vertailuluvuista, joiden ylittäminen alkaa olla hankalaa.

Kulurakenne pysyy tiukkana ja liikevaihdon kasvusta valtaosa valuu läpi yhtiön tulokseen. Liikevaihdon noin 4,7 MEUR:n kasvusta 3,9 MEUR menee liiketulokseen. Suhde on poikkeuksellisen korkea, sillä Varainhoidon poistomassa pienenee vuoden 2017 aikana oleellisesti ja tämä tukee liikevoittoa noin 0,4 MEUR:lla. Kokonaisuutena ennustamme liikevoiton kasvavan 21,0 MEUR:oon ja noin 52 %:n liikevoittomarginaali heijastelee yhtiön nykyportfolioon täyttä tulospotentialia.

EPS nousee 0,45 euroon ja osingon ennustamme pysyvän edelleen 0,50 eurossa. Yhtiöllä olisi edelleen mahdollisuus korottaa osinkoaan johtuen vahvasta rahavirrasta ja ylikapitalisoituneesta taseesta, mutta yhtiö haluaa todennäköisesti säilyttää taseen merkittävän liikkumavaran epävarmempia aikoja ajatellen.

2018-2019 markkinan kestävyys kysymysmerkkinä

Vuosien 2018-2019 osalta odotamme yhtiön kasvun hidastuvan selvästi. Hidastuminen heijastelee näkemystämme markkinan asteittaisesta heikentymisestä sekä yhtiön erittäin vahvoista vertailuluvuista. Korkojen varovainen nousu yhdessä taloussyklin kääntymisen kanssa tulee väistämättä heikentämään Adviumin markkinatilannetta sekä hallinnoitavan varallisuuden määrää.

Ennustamme konsernin vuosien 2018-2019 kasvun olevan noin 4 %:n tuntumassa ja operatiivisen kannattavuuden säilyvän erinomaisella tasolla (EBIT-% +50 %). EPS nousee lähelle 0,50 euroa ja yhtiö kykenee ylläpitämään 0,50 euron vuotuista osingonjakoa.

Pidemmällä aikavälillä on mielestämme selvää, että mikäli eQ haluaa ylläpitää viime vuosina nähtyä voimasta kasvua konsernitasolla (2013-2016e 22 % p.a.), pitää yhtiön asteittain laajentaa myös tuotetarjontaansa tai vaihtoehtoisesti aktivoitua yritysjärjestelyissä. Uskomme tuotetarjonnan laajentamisen keskittyvän etenkin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin. Yritysjärjestelyjä käymme tarkemmin läpi sivulla 35.

Kulurakenteen herkkyys

Liiketoiminta joustaa kohtuullisesti

Koska eQ:n suurimmat riskit liittyvät markkinatilanteen mahdolliseen heikentymiseen on yhtiön kulurakenteen herkkyyttä hyvä havainnollistaa herkkyysanalyysillä. eQ-konsernin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja liikevoittomarginaali supistuu selvästi liikevaihdon laskiessa. Yhtiön kulurakenteessa on kuitenkin merkittäviä muuttuvia osia bonuspalkkauksen vuoksi ja olemme havainnollistaneet kulurakenteen herkkyyttä simulaatiolla. Simulaation vertailukohtana on vuoden 2017 ennusteet ja näihin on sovellettu seuraavia oletuksia:

- Odotamme Varainhoidon perinteisten palkkiotuottojen laskevan 40 %, josta noin puolet tulee omaisuusarvojen laskusta ja toinen puoli rahastojen lunastuksista.
- Kiinteistörahastojen palkkiotuotot pysyvät ennallaan, sillä vahva myynti kattaa arviomme mukaan mahdolliset lunastukset heikossakin markkinassa. Lisäksi vain kaksi kertaa vuodessa auki oleva lunastusikkuna rajoittaa selvästi paniikkilunastuksia.
- Private Equitin palkkiot pysyvät ennallaan, sillä hallinnointipalkkiot lasketaan sijoitussitoumuksista, ei käyvistä arvoista.
- Muut palkkiotuotot (pääosin strukturoidut tuotteet) pysyvät samalla tasolla, sillä lähtötaso on jo poikkeuksellisen matala ja epävarmuuden kasvu nostaa esimerkiksi pääomaturvattujen strukturoitujen tuotteiden kysyntää.

- Tuottosidonnaiset palkkiot laskevat 50 %:lla johtuen pienemmistä voitonjako-osuustuotoista ja supistuvista rahastojen tuottopalkkioista. Kiinteistörahastojen tuottopalkkiot pysyvät ennallaan.
- Adviumin liikevaihto laskee vuoden 2011 tasolle, mikä heijastelee poikkeuksellisen vaikeaa transaktiomarkkinaa.
- Sijoitustoiminnan tuotot kääntyvät negatiiviseksi johtuen voitonjaon supistumisesta ja tulosvaikutteisten arvonalentumisten kasvusta.
- Kulurakenteen osalta henkilöstömäärä pysyy vakiona ja kiinteät henkilöstökulut eivät muutu. Bonussidonnaiset palkkiot laskevat 70 % johtuen etenkin Adviumista. Muut kulut pysyvät muuttumattomina. Nämä oletukset heijastelevat mielestämme erittäin heikkoa markkinatilannetta, esimerkiksi seuraavaa syklistä taantumaa.

Näillä oletuksilla laskettuna eQ-konsernin liikevaihto laskisi 33 %:lla 27,4 MEUR:oon. Kulurakenne joustaa alas kohtuullisesti bonuskulujen laskun myötä, mutta tästä huolimatta liikevoitto laskisi 41 %:lla 12,1 MEUR:oon ja EPS 40 %:lla 0,26 euroon.

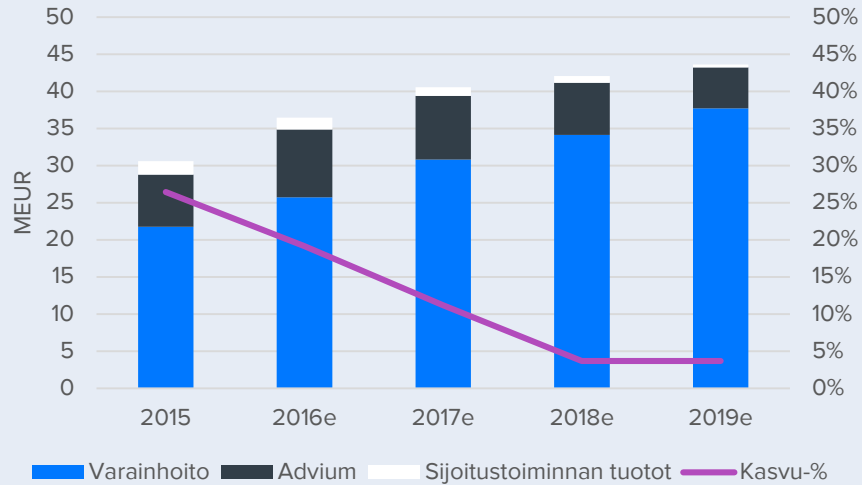
eQ:n kassavirta tulisi todennäköisesti tässäkin skenaariossa olemaan edelleen nettotulosta korkeampi, sillä tiettyjen rahastosijoitusten irtaantumiset tapahtuisivat todennäköisesti myös heikommassa markkinatilanteessa. Lisäksi yhtiön tase olisi edelleen selvästi ylikapitalisoitunut ja yhtiö voisi halutessaan

säilyttää osinkonsa nykyisellä 0,50 euron tasolla. Heikko markkinatilanne myös todennäköisesti kiihdyttäisi toimialan konsolidaatiota Suomessa ja uskomme tämän tarjoavan eQ:n omistajien kannalta mielenkiintoisia mahdollisuuksia luoda omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä.

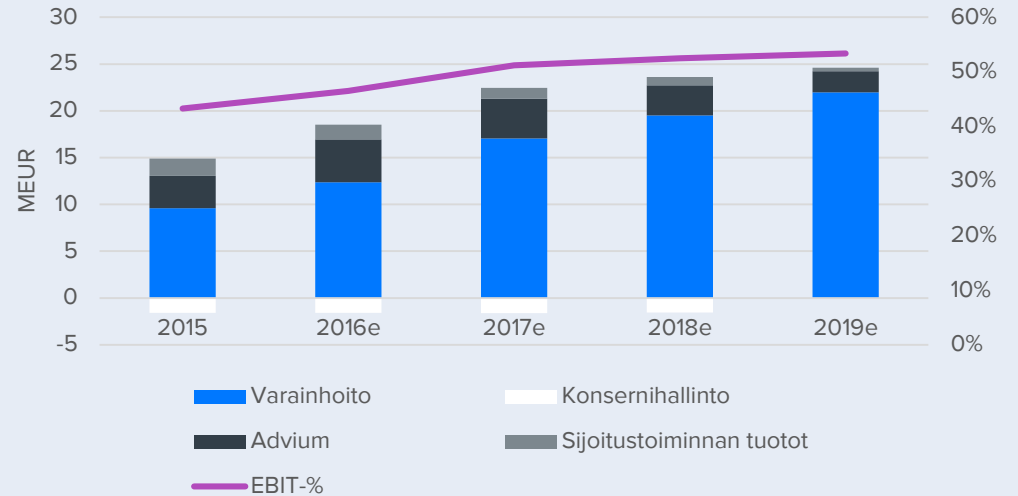
MEUR	2017e	Simulaatio	Lasku-%
Varainhoito	31,1	25,5	-18 %
<i>Perinteinen varainhoito</i>	8,4	5,0	-40 %
<i>Kiinteistö</i>	10,7	10,7	0 %
<i>Private equity</i>	6,9	6,9	0 %
<i>Muut palkkiotuotot</i>	0,6	0,6	0 %
<i>Tuottosidonnaiset</i>	4,6	2,3	-50 %
Advium	8,7	2,2	-75 %
Sijoitukset	1,1	-0,3	
Liikevaihto yhteensä	41,0	27,4	-33 %
Henkilöstökulut	-15,8	-10,7	-32 %
<i>Kiinteä</i>	-9,1	-9,1	0 %
<i>Muuttuva</i>	-6,7	-1,6	-76 %
Muut kulut	-4,6	-4,6	0 %
Liikevoitto	20,6	12,1	-41 %
EPS (EUR)	0,44	0,26	-40 %
Liikevoitto	20,7	11,8	-43 %
Varainhoito	16,8	13,1	-22 %
Sijoitukset	1,1	-0,3	
Advium	4,3	0,4	-91 %
Konsernihallinto	-1,6	-1,4	-13 %

Ennusteet yhteenveto

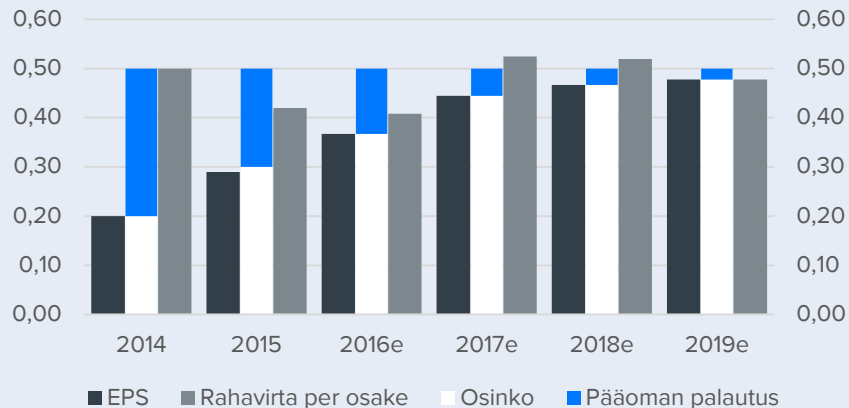
Liikevaihtoennusteet



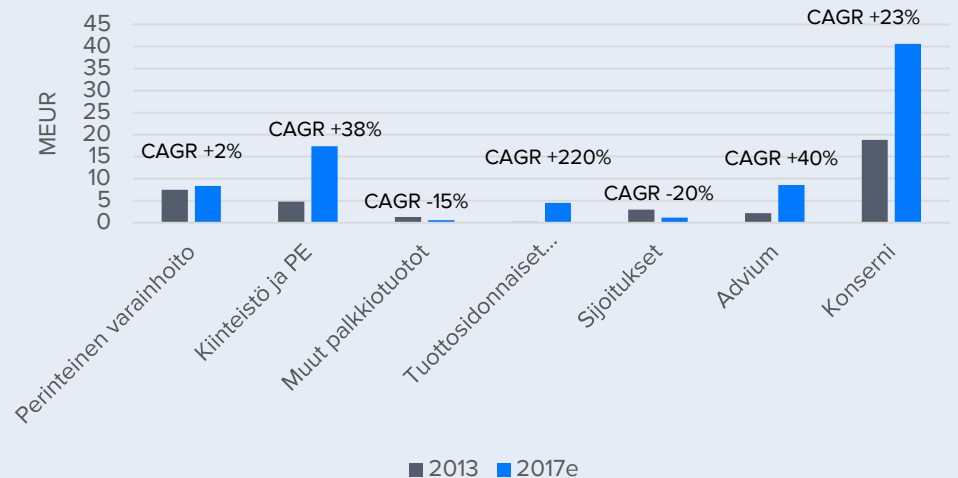
Liikevoitto ja kannattavuus



EPS ja osinko



Liikevaihtojakauman kehitys 2013-2017e



Arvonmääritys ja suositus 1/2

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 7,8 euroon (aik. 7,2 euroa) ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää). Pidämme yhtiön lähivuosien tulokasvunäkymiä edelleen erittäin vahvoina, mutta kurssirallin jälkeen nykykurssi heijastelee jo mielestämme näitä odotuksia täysimääräisesti. Nykykurssilla sijoittajan eQ:sta saama tuotto-odotus tulee koostumaan lähinnä osingosta ja samalla sijoittaja kantaa kohtuullista riskiä kertoimien normalisoitumisesta. Kokonaisuutena pidämmekin nykykurssitasolla riski-/tuottosuhdetta neutraalina.

Näkemyksemme mukaan oikea tapa arvottaa eQ:ta on osien summa -valuuatio. Perustelemme tämän sillä, että yhtiössä sijoittajat saavat mukanaan yritysjärjestelyoption, jonka voidaan realistisesti odottaa realisoituvan lähivuosien aikana. Ottaen huomioon yhtiön johdon erinomaiset näytöt yritysjärjestelyistä, voidaan tätä optiota pitää ehdottomasti positiivisena. Osien summa -laskelman lisäksi olemme käyttäneet arviossamme suhteellista ja absoluuttista arvostustasoa.

Kokonaisuutena pidämme eQ:n nykyistä tulos pohjaista arvostustasoa varsin haastavana ja näkemyksemme mukaan yhtiö hinnoitellaan tällä hetkellä preemiolla suhteessa sen osien summaan. Preemio suhteessa osien summaan on kuitenkin perusteltua kahdesta syystä: 1) konsernin osat ovat yhdessä arvokkaammat kuin erillisinä ja 2) yhtiössä on yritysjärjestelyoptio. Etenkin Adviumin arvo on mielestämme selvästi korkeampi osana eQ-konsernia, kuin itsenäisenä toimijana. Osana eQ-konsernia Adviumin

riskiprofiili on selvästi pienempi henkilöstön sitoutumisen kautta (avainhenkilöt eQ:n merkittäviä omistajia) ja toisaalta osana eQ-konsernia Adviumin tulosheilun merkitys on omistajille pienempi. Osien summa laskelma puolestaan huomioi konsernin kulut ainoastaan negatiivisena kulueränä, eikä se anna ollenkaan arvoa konsernin yritysjärjestelyoptiolle. Osien summa preemiohinnoittelua tukee myös yhtiön lähivuosien vahva osinkovirta ja ennustamme osinkotuoton olevan lähivuosina hyvällä yli 6 %:n tasolla. Osinko on erittäin turvallinen ja siihen liittyvä riski on mielestämme erittäin matala.

Kokonaisuutena 7,8 euron tavoitehintamme heijastelee 15 %:n preemiota suhteessa osien summaan, mitä pidämme nykyennusteiden valossa hyväksyttävänä tasona.

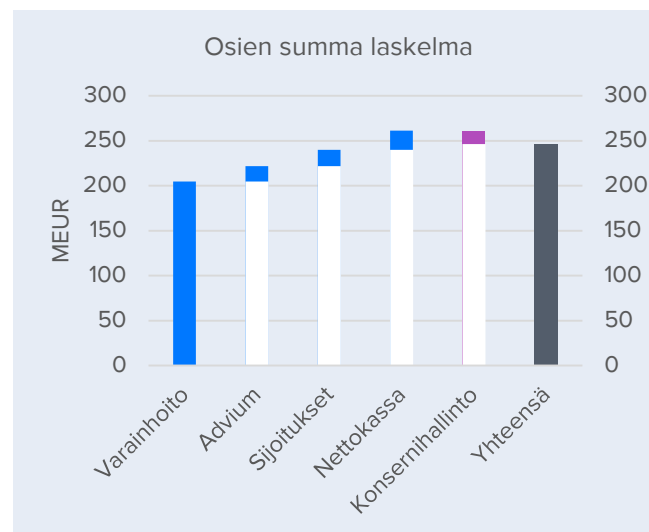
Osien summa

Osien summa laskelmallamme eQ:n osien summa on 247 MEUR tai 6,71 euroa per osake. Ylivoimaisesti suurin osa tästä arvosta on yhtiön varainhoitoliiketoiminnassa, jonka arvo on laskelmissamme 205 MEUR. Sijoitukset-segmentin arvo on 18,1 MEUR (Q4'16e) ja Adviumin arvo 17 MEUR. eQ:n nettokassa on arviomme mukaan vuoden 2016 lopussa noin 21,4 MEUR. Konsernihallinnolla on negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon ja sen diskontattu netto nykyarvo on noin -14,8 MEUR.

Tulospohjainen arvostus alkaa olla haastava

Myös absoluuttisesti eQ:n osake on tulos kertomien valossa haastavasti hinnoiteltu. P/E-kertoimet vuosille 2016 ja 2017 ovat 22x ja 19x ja sijoituksilla oikaistut EV/EBITDA-kertoimet

16x ja 13x. Vaikka yhtiön lähivuosien tulokasvunäkymät ovat edelleen vahvat, ovat kertoimet silti korkealla tasolla ja pidämme yhtiölle hyväksyttäviä kertoimia nykyisiä matalampina. Näin ollen pidämmekin realistisena skenaariona tilannetta missä yhtiön seuraavan 12kk:n vahva tuloskasvu hautautuu normalisoituvien tulos kertomien alle. Vaikka osinkotuotto onkin edelleen erittäin hyvällä yli 6 %:n tasolla, ei osinko ole itsessään riittävä korvaus sijoittajille kantamastaan riskistä liittyen kertoimien normalisoitumiseen. Korkea osinkotuotto antaa osakkeelle kuitenkin selkeää tukea ja rajaa osakkeen laskuvaraa selvästi. Mielestämme ainoa realistinen skenaario, jossa yhtiö joutuisi leikkaamaan osinkoaan nykytasolta, on markkinatilanteen raju heikentyminen esimerkiksi kriisin kautta. Tätä skenaariota ja siihen liittyvää herkkyyttä olemme havainnollistaneet edellisessä kappaleessa.



Arvonmääritys ja suositus 2/2

Vertailuryhmäarvostus

Suhteessa laajaan verrokkiryhmään eQ:n osake hinnoitellaan tällä hetkellä selvällä preemiolla (taulukko sivulla 38). Kaikilla tulospohjaisilla kertomilla mitattuna arvostusero vaihtelee 15-56 %:n välillä ja mediaanipremio on noin 30 %. Suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään yhtiö on niin ikään hinnoiteltu keskimäärin merkittävällä preemiolla. eQ on viime vuosien näyttöjen, lähivuosien tuloskasvunäkymien ja liiketoimintarakenteensa puolesta vertailuryhmän laadukkain yhtiö ja näin ollen selkeä premiaoarvostus on mielestämme perusteltu.

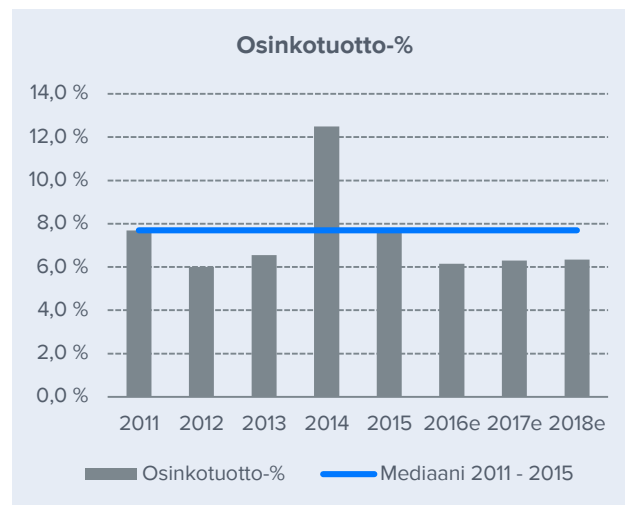
Arvostus suhteessa verrokkiryhmiin tukee näkemystämme yhtiön haastavasta tulospohjaisesta valuaatiosta ja kohtuullisen houkuttelevasta osinkopohjaisesta arvostuksesta. Vaikka eQ:ta tuleekin hinnoitella selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, on nykyinen premio erittäin korkea ja emme näe siinä enää nousuvaraa.

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu selvästi vuoden 2017 jälkeen. Kannattavuus pysyy lähivuodet nykyisenkaltaisella poikkeuksellisen hyvällä tasolla ja laskee vasta ennusteperiodin loppupäässä. Soveltamamme WACC-% on 8,3 % ja linjassa muiden seuraamiemme alan toimijoiden kanssa. Yhtiön tuottovaatimusta nostaa yhtiön velaton tase ja liiketoimintariskin kautta ajateltuna eQ:n pääoman tuottovaatimus on mielestämme kotimaisia verrokkeja

matalampi.

DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 8,03 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme osien summan premiohinnoittelusta. Annamme DCF-laskelmalle vain pienen painoarvon eQ-analyysissämme johtuen sen korkeahkosta herkkyydestä ja yksipuolisesta lähestymistavasta. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.



	P/E			EV/EBIT			Osinko			
	2016	2017	2018	2016e	2017e	2018e	EV/S	P/B	2016e	2017e
Evli	13,1	15,5	14,2	11,3	10,1	9,5	2,2	2,6	6,2 %	6,2 %
Taaleri	15,5	13,0	11,7	13,5	11,6	10,0	4,2	2,7	3,0 %	3,7 %
United Bankers	61,2	14,3	12,4	19,9	9,2	8,3	2,7	4,3	6,2 %	6,9 %
CapMan	12,4	15,5	9,5	9,6	11,7	8,7	4,2	1,5	6,5 %	7,3 %
Elite	36,3	21,0	16,0	33,0	16,5	11,0	2,0	3,1	2,0 %	2,3 %
Privanet	9,8	9,8	9,5	8,2	6,9	6,4	2,7	3,3	7,6 %	7,6 %
eQ	22,1	18,2	17,4	16,3	13,1	12,3	7,6	4,6	6,2 %	6,2 %
Keskiarvo	24,3	15,3	13,0	16,0	11,3	9,5	3,7	3,2	5,4 %	5,7 %
Mediaani	15,5	15,5	12,4	13,5	11,6	9,5	2,7	3,1	6,2 %	6,2 %
Erutus% vrt. mediaani	43 %	18 %	40 %	20 %	13 %	30 %	181 %	48 %	0 %	0 %

Lähde: Inderes

Yritysjärjestelyoptio

Yritysjärjestelyoptio

eQ:ssa sijoittajat saavat mukanaan vahvan yritysjärjestelyoption, jonka nettoarvo on yhtiön johdon vahvan yritysjärjestelyhistorian vuoksi selvästi positiivinen. Lisäksi yhtiön johdon track-recordin pohjalta on mielestämme loogista odottaa, että pääomistajat (johto) ovat kiinnostuneita osallistumaan yritysjärjestelyihin myös jatkossa, mikäli ne tarjoavat mahdollisuuden omistaja-arvon luomiseen.

Yhtiön johto on aikaisemmin myynyt silloisen eQ-konsernin islantilaiselle Straumur-Burdarasille erinomaiseen hintaan (EV/EBIT 14x, P/B 3,5x), ostanut eQ Varainhoidon ja Adviumin takaisin Nordnetiltä MBO:lla erittäin edullisiin hintoihin (Varainhoidon hinta 3,5 MEUR, Adviumin hinta arviomme mukaan samaa luokkaa).

Myös uuden eQ:n syntymisen yhteydessä toteutettua järjestelyä voidaan pitää varsin onnistuneena eQ:n vanhojen omistajien kannalta, sillä Amandasta saatu omistusosuus oli varsin korkea, eikä Amandan silloinen osakekurssi heijastellut näkemyksemme mukaan sen täyttä arvoa. Yritysjärjestelyoption osalta näemme kolme mahdollista skenaariota:

- eQ ostetaan pois
- eQ on osallisena laajempaa fuusiota
- eQ laajentaa toimintaansa yritysjärjestelyillä

Skenaariossa, jossa eQ ostettaisiin pois, pidämme todennäköisenä, että kauppahinta sisältäisi kohtuullisen preemion suhteessa

nykykurssiin. Ottaen huomioon yhtiön varsin haastavat tulokset, pidämme ostotarjousta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisenä. Ostotarjouksen todennäköisyys kasvaa, kun yhtiön tulospöytä tulee entistä voimakkaammin esiin ja kiinteistörahastojen tuottopalkkioiden realisoitumisella. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen. Myös pienemmät pankit (esim. Aktia tai Ålandsbanken) voisivat periaatteessa olla kiinnostuneita vahvistamaan tarjontaansa ostamalla eQ:n, mutta tätä korttia pidämme varsin epätodennäköisenä.

Finanssisektorin laajemman fuusion osalta uskomme, että toimialalle tulee 3-5 vuoden tähtäimellä syntymään yksi selvästi nykyisiä keskisuuria suurempi toimija, joka pystyy mittakaavansa ja tarjontansa puolesta haastamaan aiempaa voimakkaammin perinteiset pankit. Nykyisien haastavien arvostustasojen ympäristössä ainoa realistinen vaihtoehto olisi mielestämme tehdä järjestely osakevaihdolla, jolloin myös omistaja-arvon luominen molemmille osapuolille olisi mahdollista. Suurempana haasteena ovatkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät.

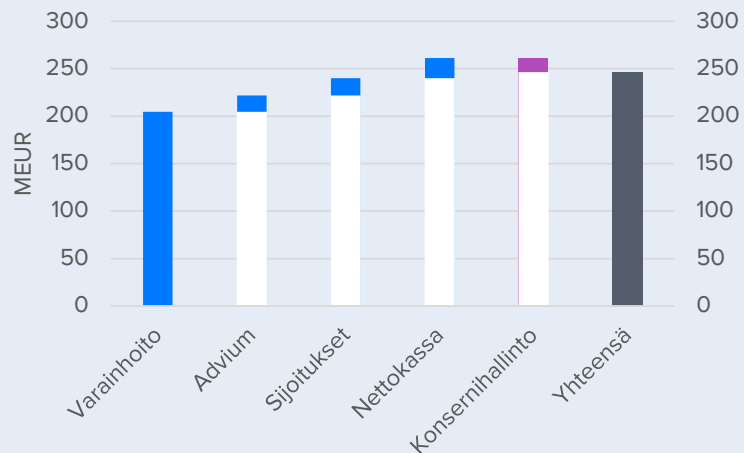
Arviomme mukaan eQ on kiinnostunut laajentamaan toimintaansa yritysjärjestelyillä esimerkiksi tuotetarjontaansa laajentamalla (esim. uudet pääomarahastot) tai puhtaasti hallinnoitavaa varallisuutta kasvattamalla. Nämä järjestelyt olisivat kuitenkin toteutuessaan pieniä ja niillä ei olisi oleellista merkitystä koko konsernia ajatellen.

Lyhyellä aikavälillä järjestelyt epätodennäköisiä

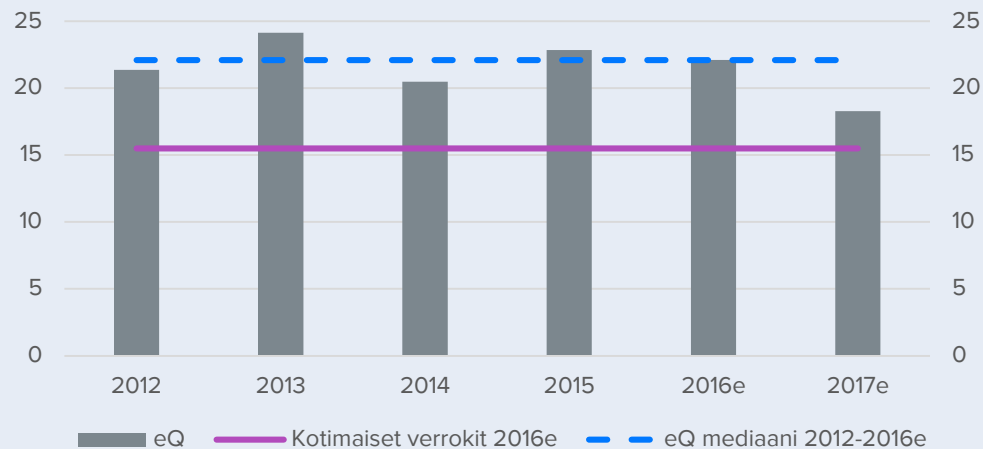
Lähdemme ennusteissamme siitä, että eQ keskittyy toistaiseksi oman liiketoimintansa tulospotentiaalin realisoimiseen ja yritysjärjestelyiden aika tulee olemaan vasta myöhemmin. Kokonaisuutena pidämme yritysjärjestelyitä kohtuullisen epätodennäköisenä seuraavan 12kk:n aikana, mutta niiden todennäköisyys kasvaa eQ:n tuloskasvun ja mahdollisen markkinatilanteen heikentymisen myötä.

Arvostus yhteenveto

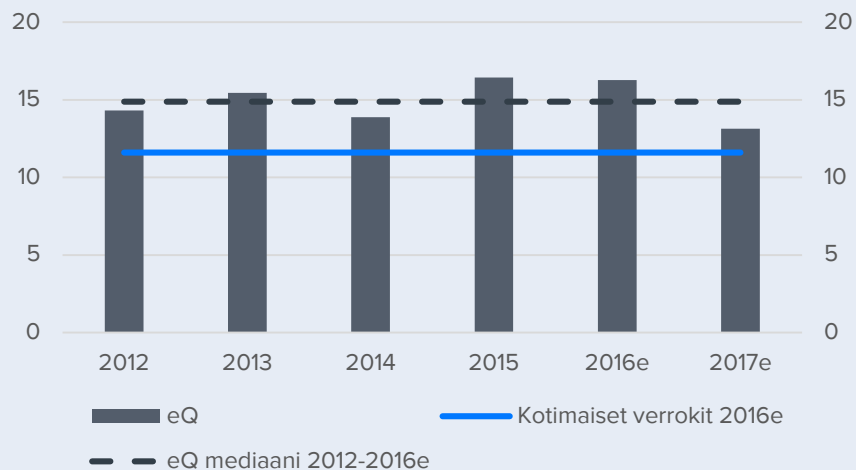
Osien summa laskelma



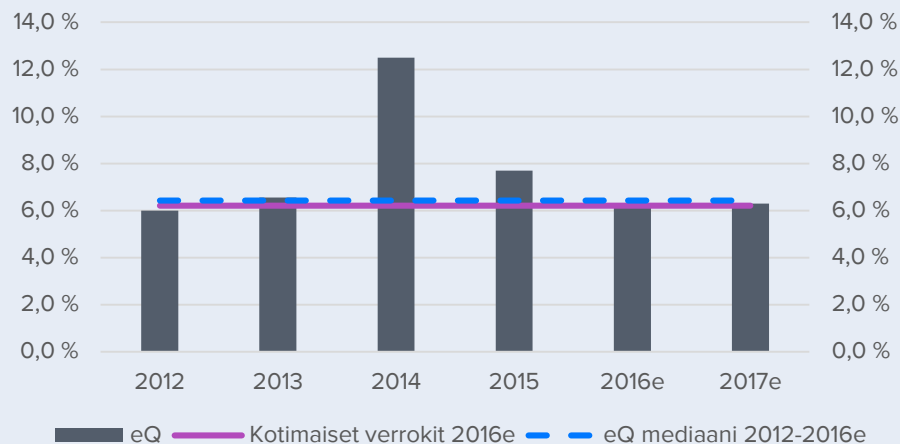
P/E-ennusteet



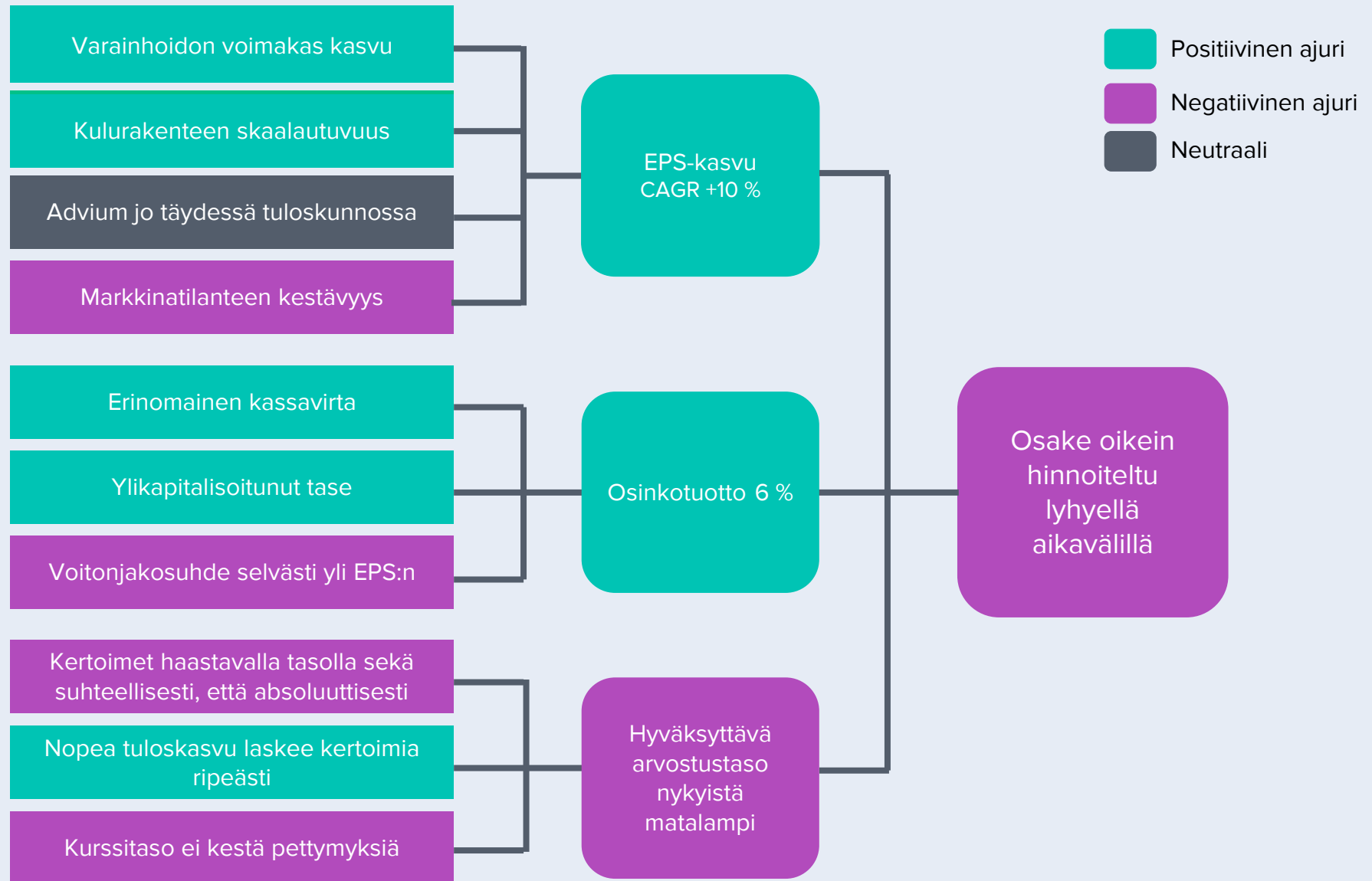
EV/EBIT-ennusteet



Osinkoennusteet



eQ:n arvoajurit 2016-2019e



Vertailuryhmäarvostus

	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
eQ	8,29	299	292	17,5	14,8	16,8	14,6	8,1	7,5	22,4	19,2	6,1	5,6	4,6
Polar Capital	3,57	325	288	11,7	10,7	11,3	9,4	3,3	3,0	15,4	13,3	8,2	8,6	
OVH Holdings	16,25	221	176	10,8	10,5	8,9	8,6	0,8	0,8	18,7	18,1	4,6	4,8	2,6
MLP	4,19	453								39,4	14,8	4,0	4,1	1,1
Nordnet	3,90	683	592					4,7		22,1	19,2	3,2	3,6	3,3
EFG International	5,70	1636								19,3	14,6	3,8	5,0	0,8
E*Trade	33,55	9125	11052	14,1	13,8	12,7	12,0	6,0	5,5	19,1	18,8		0,2	1,5
TD Ameritrade	42,23	22065	23848	16,5	14,4	15,2	13,8	7,2	6,3	26,0	22,8	1,9	2,0	4,1
Schwab	38,41	50580	51629	18,0	15,1	16,7	13,7	7,2	6,4	30,7	25,1	0,8	0,9	3,5
Charles Stanley Group	3,39	172	108			8,8	6,0	0,7	0,7	24,5	14,2	3,9	3,2	
Perpetual	33,63	1567	1439	12,0	11,1	11,4	10,4	4,3	3,9	17,6	16,5	5,5	5,9	3,7
ABG Sundal Collier	0,55	262	156	2,7	2,5			1,2	1,1	12,7	12,7	9,9	9,9	2,8
Avanza Bank	38,36	1139	947					9,9	9,2	27,5	26,9	3,0	3,5	8,4
Liontrust Asset Management	4,36	200	177	11,4	9,3	10,3	8,1	3,2	2,7	14,2	11,8	4,3	4,9	5,9
CapMan	1,25	178	215	17,3	14,0	17,0	13,8	7,0	6,5	14,3	15,9	6,9	7,7	1,6
Taaleri	8,33	238								15,8	13,3	3,6	4,2	2,5
Jupiter Fund Management	5,20	2374	2065	10,4	9,6	10,1	9,1	5,1	4,6	14,7	13,3	6,4	7,0	3,2
eQ (Inderes)	8,29	304	283	16,6	13,6	16,0	13,3	7,8	6,8	22,5	18,8	6,0	6,2	4,7
Keskiarvo				13,0	11,4	12,7	10,9	4,9	4,5	20,8	17,1	4,8	4,8	3,3
Mediaani				12,0	11,1	11,4	10,4	4,9	4,6	19,1	15,9	4,1	4,8	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				38 %	22 %	40 %	28 %	60 %	48 %	18 %	18 %	46 %	29 %	47 %

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

Tuloslaskelma

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	24,4	6,6	8,5	6,7	8,7	30,5	9,5	9,2	7,6	10,2	36,3	41,0	42,5
Varainhoito	17,6	5,4	5,8	5,0	5,5	21,7	6,1	6,1	6,4	7,3	25,9	31,2	34,6
Sijoitukset	0,5	0,3	0,5	0,6	0,4	1,8	0,3	0,3	0,7	0,2	1,5	1,1	0,9
Corporate Finance	6,3	0,9	2,2	1,1	2,8	7,0	3,0	2,8	0,5	2,6	8,9	8,7	7,0
Käyttökate	9,9	2,8	3,8	3,5	3,9	13,9	4,3	4,1	4,1	5,1	17,7	21,1	22,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	2,6	3,6	3,3	3,7	13,2	4,1	4,0	4,0	5,0	17,1	20,7	22,0
Liikevoitto	9,0	2,6	3,6	3,3	3,7	13,2	4,1	4,0	4,0	5,0	17,1	20,7	22,0
Varainhoito	7,1	2,4	2,5	2,4	2,3	9,6	2,7	2,7	3,4	4,0	12,7	16,9	19,4
Sijoitukset	0,5	0,3	0,5	0,6	0,4	1,8	0,3	0,2	0,8	0,2	1,5	1,1	0,9
Corporate Finance	2,9	0,3	1,1	0,5	1,5	3,4	1,6	1,5	0,0	1,4	4,4	4,3	3,2
Konsemihallinto	-1,5	-0,4	-0,5	-0,2	-0,5	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-1,6	-1,6	-1,6
Nettorahoituskulut	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
Tulos ennen veroja	9,0	2,6	3,6	3,3	3,7	13,2	4,1	4,0	4,0	5,0	17,1	20,7	22,0
Verot	-1,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	-2,8	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-3,5	-4,1	-4,4
Vähemmistöosuudet	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
Nettotulos	7,1	2,1	2,8	2,6	2,9	10,4	3,3	3,1	3,1	4,0	13,5	16,6	17,6
EPS (oikaistu)	0,20	0,06	0,08	0,07	0,08	0,28	0,09	0,09	0,09	0,11	0,37	0,44	0,46
EPS (raportoitu)	0,20	0,06	0,08	0,07	0,08	0,28	0,09	0,09	0,09	0,11	0,37	0,44	0,46
Osinko (sis. pääomanpalatukset)	0,50					0,50					0,50	0,50	0,50

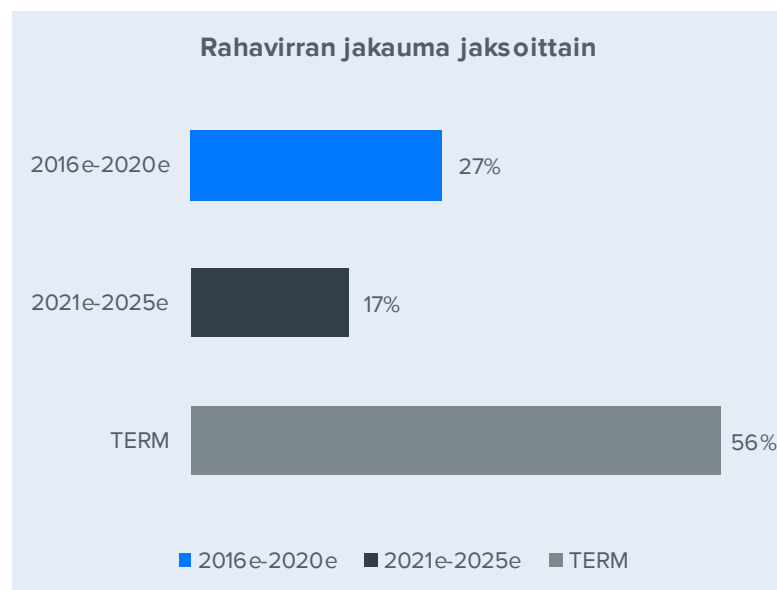
Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	29,8 %	50,0 %	25,0 %	31,4 %	7,4 %	25,0 %	43,3 %	7,9 %	12,9 %	16,8 %	19,2 %	12,9 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	83,0 %	188,9 %	28,6 %	73,7 %	9,8 %	47,2 %	58,5 %	10,2 %	20,4 %	34,9 %	29,2 %	21,6 %	5,8 %
Käyttökate-%	40,4 %	42,2 %	44,5 %	52,0 %	44,7 %	45,7 %	45,8 %	44,7 %	54,6 %	50,3 %	48,6 %	51,4 %	52,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	36,8 %	39,4 %	42,4 %	49,3 %	42,5 %	43,3 %	43,6 %	43,3 %	52,5 %	49,1 %	46,9 %	50,5 %	51,6 %
Nettotulos-%	29,2 %	31,5 %	33,3 %	39,2 %	33,4 %	34,2 %	34,4 %	34,3 %	41,6 %	39,3 %	37,2 %	40,4 %	41,3 %

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	63,8	58,6	53,0	48,4	43,9	Oma pääoma	72,1	77,5	70,0	65,2	63,4
Liikearvo	22,4	25,2	25,2	25,2	25,2	Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Aineettomat oikeudet	8,8	5,2	4,8	4,5	4,5	Kertyneet voittovarot	11,1	12,6	16,0	16,0	16,4
Käyttöomaisuus	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	-2,6	0,5	0,7	0,7	0,7
Muut sijoitukset	30,6	27,3	22,5	18,1	13,7	Muu oma pääoma	52,2	52,9	41,9	37,1	34,9
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	Pitkäaikaiset velat	5,9	9,1	10,9	10,9	10,9
Vaihtuvat vastaavat	13,8	27,9	27,9	27,7	30,4	Laskennalliset verovelat	0,9	2,2	1,9	1,9	1,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,9	6,6	6,2	6,2	6,2	Lainat rahoituslaitoksilta	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	10,0	21,3	21,7	21,5	24,2	Muut pitkäaikaiset velat	2,4	6,9	9,0	9,0	9,0
Taseen loppusumma	77,6	86,6	80,9	76,1	74,3	Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	77,6	86,6	80,9	76,1	74,3

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	13,2	17,1	20,7	22,0	23,1	22,7	21,0	21,7	22,3	21,4	22,1	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-2,8	-3,5	-4,1	-4,4	-4,6	-4,5	-4,2	-4,3	-4,5	-4,3	-4,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	11,6	14,2	17,0	17,8	18,7	18,4	17,1	17,6	18,1	17,4	17,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	4,6	4,0	4,1	2,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	18,2	18,2	21,1	20,6	18,4	18,1	16,8	17,3	17,8	17,1	17,3	
+/- Muut	-3,2	-1,2	-1,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,0	17,0	20,1	19,9	18,4	18,1	16,8	17,3	17,8	17,1	17,3	339,3
Diskontattu vapaa kassavirta		15,9	18,6	17,0	14,6	13,2	11,3	10,8	10,2	9,1	8,5	166,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		296,9	279,9	261,3	244,3	229,7	216,5	205,2	194,5	184,2	175,1	166,6
Velaton arvo DCF		296,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		21,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-18,4										
Oman pääoman arvo DCF		300,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,03										

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



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 sijoitus päätöksensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 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 laatiineen 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/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.9.2015	Lisää	5,70 €	4,97 €
5.11.2015	Lisää	6,10 €	5,77 €
11.2.2016	Vähennä	6,40 €	6,30 €
15.4.2016	Lisää	6,40 €	5,40 €
3.5.2016	Lisää	6,40 €	5,75 €
3.8.2016	Lisää	7,00 €	6,48 €
13.10.2016	Lisää	7,20 €	6,60 €
3.11.2016	Lisää	7,20 €	6,86 €
11.1.2017	Vähennä	7,80 €	8,29 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**