



Yhtiöraportti

27/2/2019

Osakkeen riskitaso laskenut selvästi

Tarkistamme eQ:n tavoitehinnan 9,2 euroon (aik. 8,4 euroa) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Näemme, että yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa ripeää tulokasvuaan heikentyvästä markkinasta huolimatta. eQ:n osakkeen tuotto-odotus on viimeisen vuoden aikana parantunut, kun tulokasvu on ollut osakekurssin kehitystä nopeampaa ja arvostuskertoimien merkittävä preemio on sulanut pois. Tämä on parantanut osakkeen riski/tuotto-suhdetta selvästi ja näemme kertoimissa ensi kertaa vuosien asteittaista nousuvaraa vahvan tulokasvun realisoituessa. Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus nojaa edelleen pääosin turvalliseen ja vahvaan osinkoon.

Kotimainen finanssipalvelutalo

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat 2018 lopussa 9,5 miljardia euroa. Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Varainhoito on yhtiön liiketoiminnosta ylivoimaisesti tärkein ja sen osuus konsernin tuloksesta on yli 80 %. eQ on täyden palvelun instituutiovarainhoitaja ja sen tuotetarjonnan kehäänkärkenä ovat kiinteistö- ja private equity -rahastot. eQ:n työntekijät sekä hallitus omistavat yhtiöstä yli 70 %.

Historiallinen kehitys ollut poikkeuksellisen vahvaa oikeiden strategisten valintojen ansiosta

Nykytuotoinen 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. Yhtiö on tehnyt strategisesti erinomaisia valintoja ja yhtiö on pystynyt hyödyntämään toimialan trendit erittäin hyvin (mm. matala korkotaso, regulaatio sekä vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Oikeiden strategisten valintojen ansiosta yhtiön liikevoitto on kasvanut keskimäärin 35 % vuodessa 2013-2018 välillä ja osakkeen kokonaistuotto on samalla ajanjaksolla yli 1000 % (IRR +35 % p.a).

Tulokasvunäkymä on hyvä markkinan heikentymisestä huolimatta

Heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta eQ:n tulokasvunäkymät ovat lähivuosille edelleen erittäin hyvät. eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa johdosta positioidunut poikkeuksellisen hyvin heikentyneeseen markkinaan ja näkemyksemme mukaan nykyinen markkinatilanne ei oleellisesti vaikeuta yhtiön tulokasvua. Yhtiön tulos tulee tekemään selvän tasokorjauksen 2019 merkittävien tuottosidonnaisten palkkioiden ansiosta. 2020-2021 tulokasvu hidastuu hetkellisesti, kun tuottopalkkiot laskevat selvästi. Tuottopalkkioista oikaistuna tulokasvu on vuosittain noin 15 % vuodessa kiinteistö- ja PE-rahastojen vahvan uusmyynnin sekä konsernin erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta. Tulokasvuun liittyvä riski on mielestämme maltillinen johtuen rajallisesta markkinariskistä. Yhtiö tulee jatkamaan aggressiivista voitonjakopolitiikkaansa myös tulevana vuosina ja tämä pitää yhtiön osinkovirran hyvin vuolaana.

Tuotto-odotus on parantunut riskitason laskun kautta

eQ:n riskitaso on viimeisen kahden vuoden aikana laskenut merkittävästi, kun yhtiön arvostuskertoimet ovat laskeneet selvästi vahvan tulokasvun myötä ja yhtiö on todistanut, että pääomamarkkinan heilahteluilla ei ole oleellista vaikutusta sen liiketoimintaan. Madaltuneen riskitason myötä osakkeen tuotto-odotus on parantunut selvästi. Osakkeen tuotto-odotus nojaa lyhyellä aikavälillä edelleen pitkälti osinkoon (2019e: 6,8 %), mutta näemme myös kertoimissa asteittain nousuvaraa yhtiön jatkaessa tulokasvuaan (2019e: P/E 15x). Olemme tarkastelleet eQ:n arvostusta suhteellisesti, absoluuttisesti, kassavirta-analyysin sekä osien summan kautta ja arvonmääritysmenetelmien keskiarvo signaloi osakkeelle lievää nousuvaraa.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



9,2 euroa

(aik. 8,40 EUR)

Osakekurssi: 8,62 EUR

Potentiaali 7 %

Ohjeistus

Varainhoidon nettolikevaihto ja liikevoitto kasvaa vuonna 2019. Kiinteistö- ja PE-varainhoitojen hallinnointipalkkiot kasvavat viime vuodesta, minkä lisäksi tuottosidonnaisten palkkioiden määrän ennustetaan myös kasvavan. Varainhoito -segmentin tuloksen odotetaan kasvavan selvästi enemmän kuin vuonna 2018.

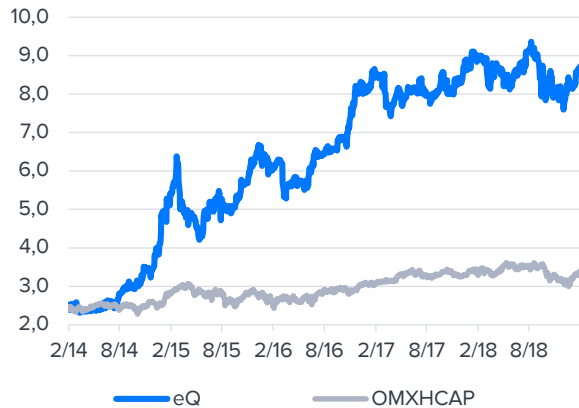
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	45,6	54,2	58,4	61,4
kasvu-%	12 %	19 %	8 %	5 %
EBIT oik.	22,5	28,4	30,6	32,5
EBIT-% oik.	49,2 %	52,4 %	52,4 %	52,9 %
Nettotulos	17,8	22,6	24,3	25,8
EPS (oik.)	0,47	0,58	0,62	0,64

P/E (oik.)	16,1	14,7	13,9	13,4
P/B	4,6	5,2	5,0	4,9
Osinkotuotto-%	7,1 %	6,8 %	7,3 %	7,7 %
EV/EBIT (oik.)	11,6	10,7	9,8	9,2
EV/EBITDA	11,5	10,6	9,7	9,1
EV/Liikevaihto	5,7	5,6	5,1	4,9

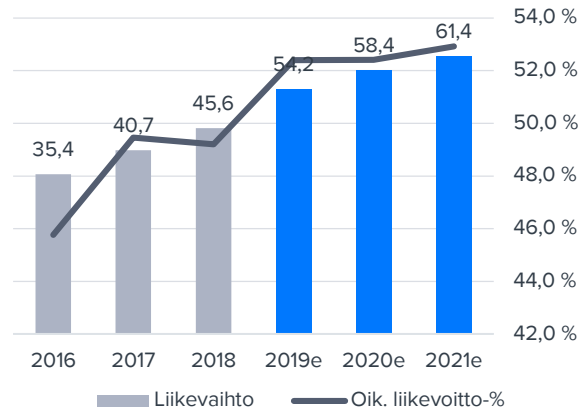
Lähde: Inderes

Osakekurssi



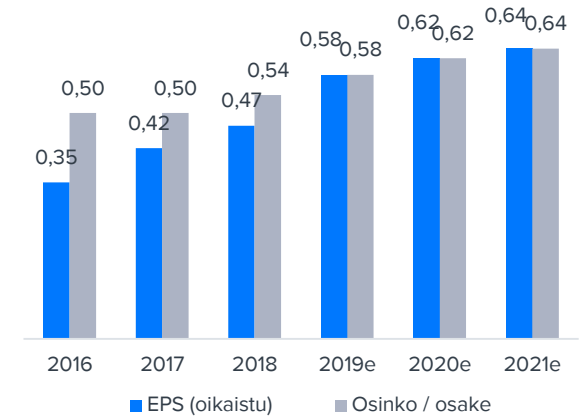
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kiinteistö- ja PE-rahastojen kasvu
- Tuottosidonnaiset palkkiot
- Kasvu valuu tehokkaasti viivan alle erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta
- Uudet tuotteet
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Henkilöriskit



Arvostus

- Vahvat tulokasvunäkymät oikeuttavat preemioarvostuksen
- Kurssi hinnoittelee selvää tulokasvua
- Tulokasvun jatkuessa kertoimissa asteittaista nousuvaraa
- Lyhyellä aikavälillä osinko merkittävä osa tuotto-odotusta
- Tuotto-/riskisuhde parantunut kertoimien selvän laskun jälkeen

MCAP

335

MEUR

EV

306

MEUR

Osinko-%

6,8

2019e

P/E (oik.)

15

2019e

Sisällysluettelo

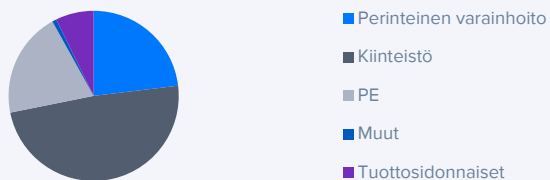
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Varainhoito	11-18
Corporate Finance (Advium)	19-20
Sijoitukset	21
Toimiala ja kilpailukenttä	22-31
Taseanalyysi	32-33
Konserniennusteet	34-35
Arvonmäärittäminen	36-42
Yhteenvetotaulukko, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43-47

Varainhoito

Suomen toiseksi käytetyin yhteisövarainhoitaja

26 omaa sijoitusrahastoa
Kiinteistörahastot keihään kärkenä
Laaja private equity -rahastotarjonta
Rahastojen tuottotasot viime vuosina erinomaisia

Palkkiotuottojen jakauma 2018



eQ-konserni on kotimainen varainhoitoon ja Corporate Finance -toimintaan keskittyvä yhtiöryhmä. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, strukturoituja sijoitustuotteita, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja. Lisäksi konserni tarjoaa yritys- ja kiinteistöjärjestelyihin sekä pääomajärjestelyihin liittyviä palveluja.

Strategia

Kasvu nykyisissä tuotteissa

Tuotevalikoiman laajentaminen kiinteistö- ja PE-liiketoiminnassa

Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpito

Tuotteiden hyvien tuottotasojen ylläpitäminen

Markkinaosuuksien jatkuva voittaminen

Omistaja-arvon luonti yritysjärjestelyillä

Advium

Suomen johtavia investointipankkeja

Selkeä markkinajohtaja kiinteistöjärjestelyissä

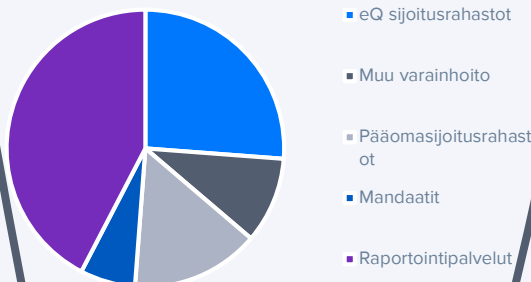
Sijoitukset

17 MEUR:n sijoitussalkku

Valtaosa sijoituksista omissa rahastoissa

Hallinnoitava varallisuus

9,5 mrd



Resurssit

86 sijoittamisen ammattilaista

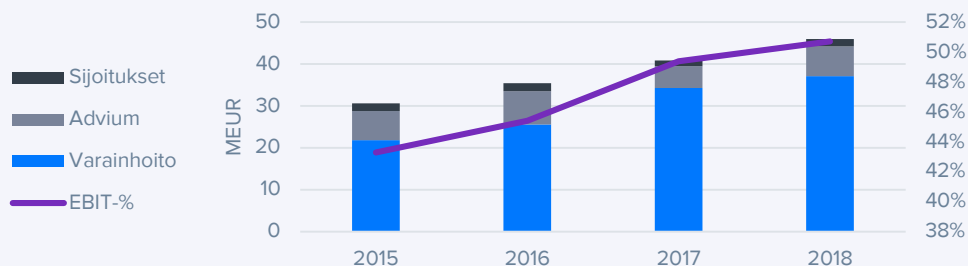


Asiakkaat



Varainhoidon pääomista ~90 % instituutionaalisilta sijoittajilta. Loput varakkailta yksityishenkilöiltä.

eQ:n tulot ja kannattavuus



Toimialan trendejä

- Sijoittajien vaatimustason nousu - tuotteiden tarjottava lisäarvoa
- Uudet tuotteet (esim. reaaliomaisuus) valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta
- Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti - kilpailu kiristyy alemmissa segmenteissä
- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta - palkkiotasot laskevat ilman lisäarvoa tai parempaa palvelua
- Vastuullisuudesta tulee alalle standardi

Yhtiökuvaus

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 2018 lopussa yhteensä 9,5 miljardia euroa. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö ja private equity -rahastotarjontaansa 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 2018 lopussa 16,9 MEUR. eQ:ssa työskentelee 86 henkilöä ja henkilöstön sekä hallituksen omistusosuus yhtiöstä on yli 70 %.

Yritysjärjestelyin rakennettu

Nykymuotoinen 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. Kaupan tarkoituksena oli nostaa eQ seuraavaan kokoluokkaan ja hyödyntää toimialalle tyypillisiä merkittäviä synergioita. Vuonna 2012 eQ myös osti 50 %:n omistusosuuden Finnreit-rahastoyhtiöstä ja laajensi tämän myötä tarjontaansa 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 ei ole julkistanut yksityiskohtaista strategiaa. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategista päätöksentekoa ohjaa vahvasti omistaja-arvo ja yhtiön kaikki strategiset toimet tähtäävät

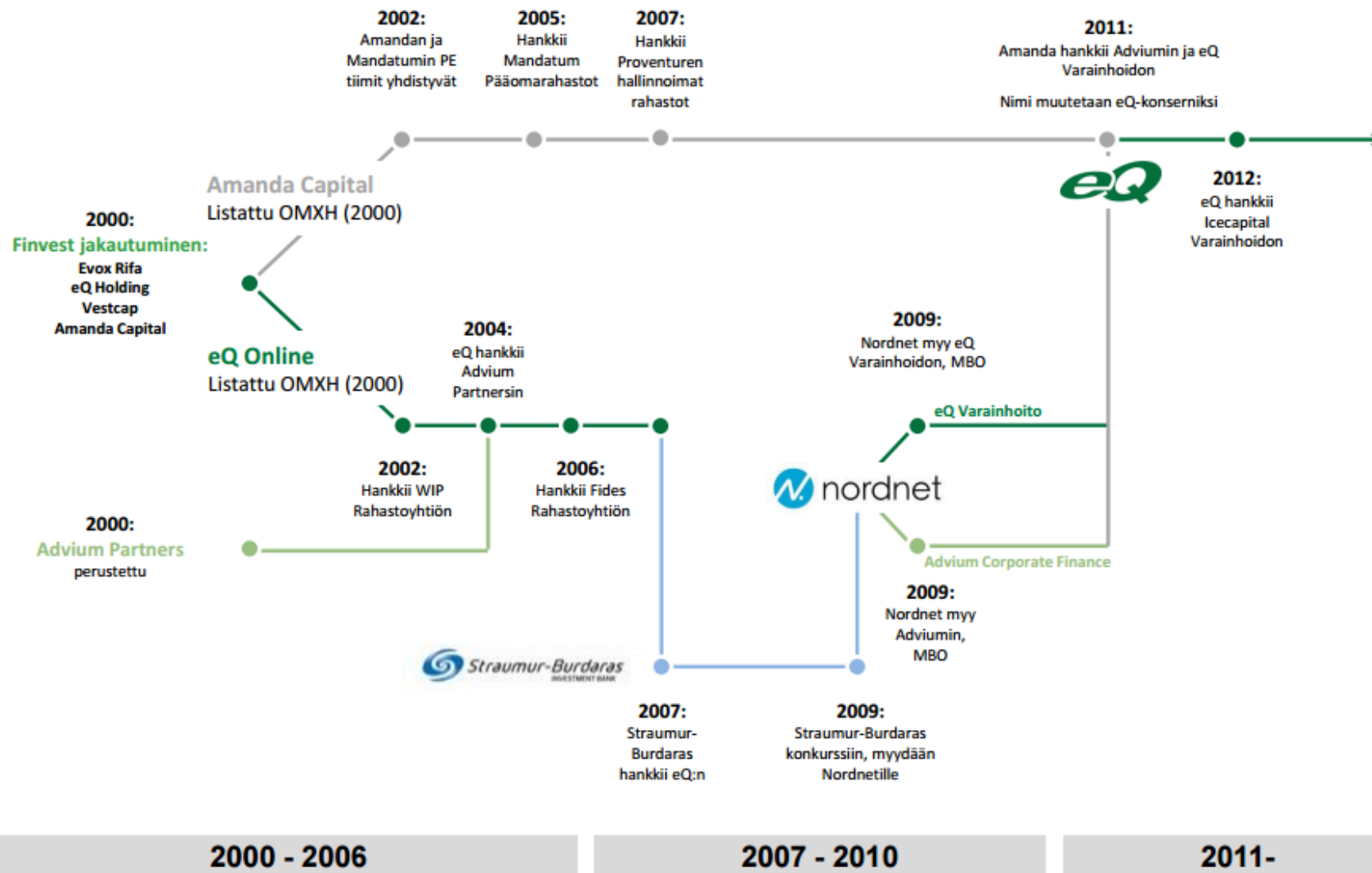
omistaja-arvon kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategian keskiössä ovat tällä hetkellä seuraavat teemat:

- Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpito
- Tuotetarjonnan hallittu laajentaminen, etenkin kiinteistö ja PE puolella
- Yritysjärjestelyt
- Hyvien tuottojen tarjoaminen asiakkaille

Yhtiö on viime vuosina keskittynyt tulospotentiaalin maksimointiin orgaanisen kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yhtiö on yritysjärjestelyiden avulla saavuttanut kriittisen kokoluokan ja samalla tiukan kulukontrollin ja konsernin kattavan IT-järjestelmäudistuksen myötä saanut hiottua sisäisen tehokkuutensa erinomaiselle tasolle.

Osana omistaja-arvolähtöistä strategiaansa yhtiö on myös pyrkinyt maksimoimaan sijoittajillensa tarjoamat kassavirrat. Tätä heijastelee myös yhtiön aggressiivinen voitonjakopolitiikka.

eQ:n historia



eQ:n strateginen kehitys

Uuden eQ:n synty ja pohjan luonti

- eQ-konserni syntyy yritysjärjestelyn kautta
- Ostetaan ICECAPITAL:in varainhoitoliiketoiminta skaalan kasvattamiseksi
- Luodaan pohja kiinteistörahastoille Finnreit hankinnalla

Tuloskoneen viritys

- Saneerataan kulurakenne
- Konserninlaajuinen IT-integraatio
- Kiinteistörahaston lanseeraus

Tulospotentiaalin realisoituminen

- Vahvaa kasvua suotuisan markkinan ja onnistuneen uusmyynnin kautta
- Kasvu heijastuu voimakkaana tulospuna tiukan kulukurin ansiosta
- Transaktiomarkkinan vahva aktiviteetti tukee Adviumia
- Yliomavarainen tase puretaan ja vahva kassavirta kanavoidaan voitonjakoon

Tuloskasvu jatkuu

- Markkinatilanteesta huolimatta yhtiöllä hyvät edellytykset jatkaa vahvaa orgaanista kasvua Kiinteistö ja PE-rahastoissa
- Yritysjärjestelyiden todennäköisyys kasvaa, yhtiö aiempaa valmiimpi järjestelyihin

2011-2012

2012-2013

2014-2018

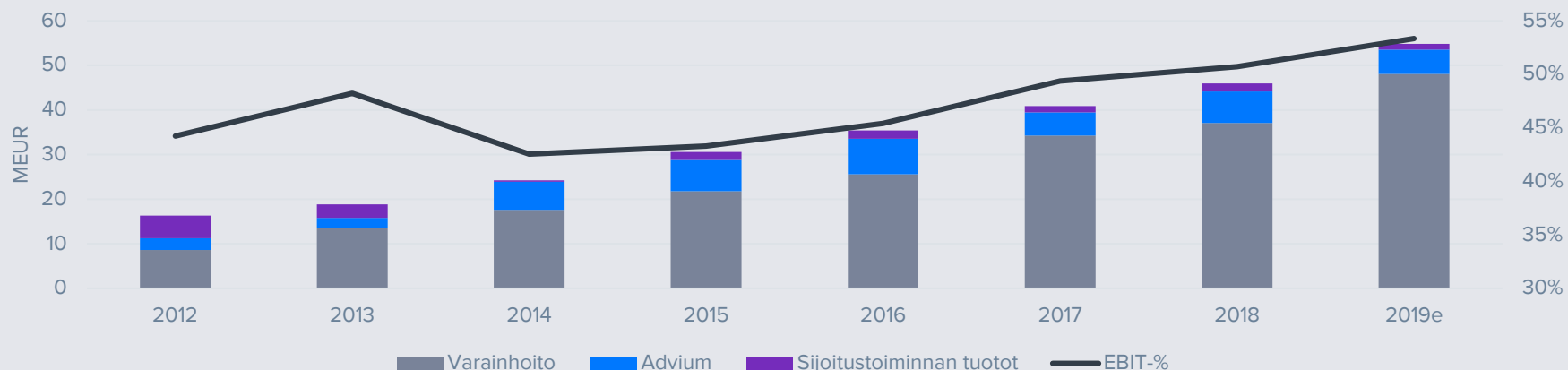
2019 →

Markkinatilanne haastava eurokriisistä johtuen, Suomen transaktiomarkkina jäissä

Markkinatilanne kohtuullinen, globaalit riskit laskussa. Transaktiomarkkina vaisu

Suotuisa markkinatilanne Euroopan talouden pirstymisen myötä. Transaktiomarkkina poikkeuksellisen vahva

Markkinatilanteen asteittainen heikentyminen



Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvu

2.

Skaalautuva kulurakenne

3.

Erinomainen kassavirta

4.

Yritysjärjestelyoptio

5.

Kohtuullisen hyvin ennustettava liiketoiminta

Potentiaali



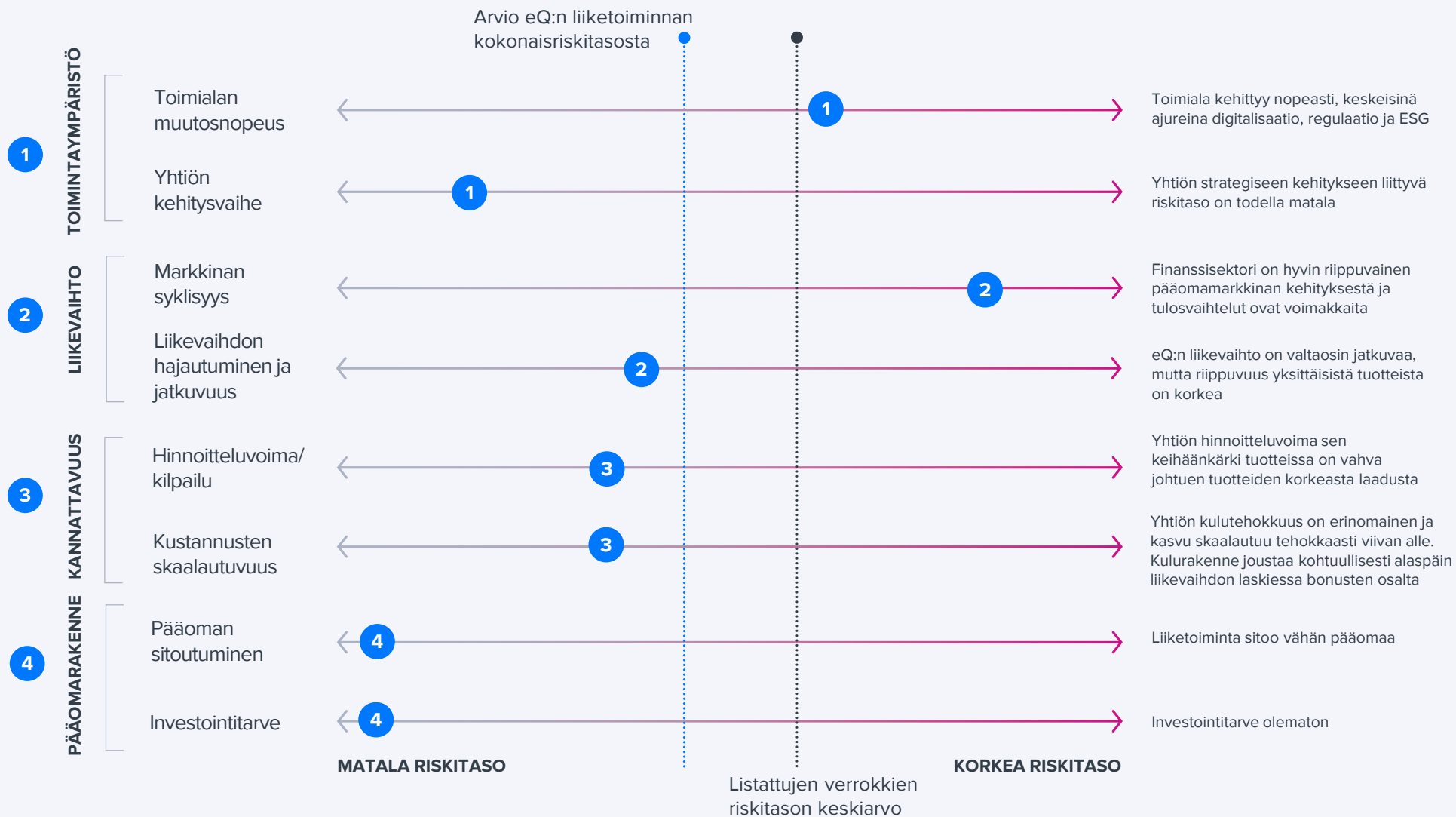
- Orgaaninen kasvupotentiaali nykyisissä tuotteissa
- Tuotetarjonnan laajentaminen PE-rahastoissa
- Liiketoiminnan korkea skaalautuvuus
- Omistaja-arvon kasvattaminen yritysjärjestelyillä
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat tuottosidonnaiset palkkiot

Riskit



- Markkinatilanteen kestävyys
- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Henkilöriskit
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Korkojen nousu

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoito

Konsernin ydin

eQ on ICECAPITAL-yrityskaupan ja viime vuosien 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 toiseksi käytetyimmäksi instituutiovarainhoitajaksi. Nousu on merkittävä sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Segmentti työllistää 65 henkilöä Suomessa.

Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli 2018 lopussa noin 9,5 miljardia euroa. Tästä pääomasta omissa sijoitusrahastoissa yhtiöllä on noin 2,5 miljardia euroa ja rahastopääomalla mitattuna yhtiö on Suomen kymmenenneksi suurin varainhoitaja. Pankkitoiminnasta riippumattomista toimijoista eQ on Suomen suurin. eQ:lla on 26 omaa sijoitusrahastoa ja yhtiön keihäänkärkituotteita ovat kiinteistö- sekä kehittyvien markkinoiden rahastot.

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 2018 lopussa pääomia noin 500

MEUR, kiinteistörahastoissa noin 1365 MEUR ja muissa rahastoissa noin 700 MEUR.

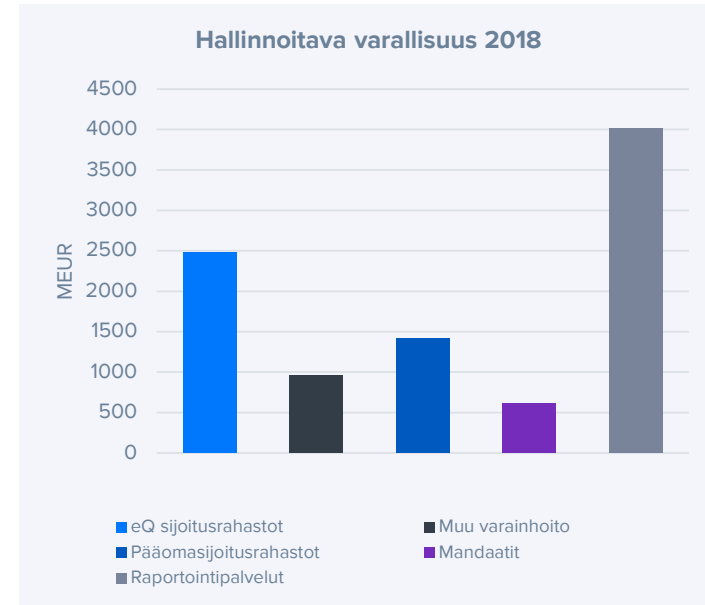
Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli 2018 lopussa noin 1400 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on hyvällä tasolla johtuen yhtiön vahvasta tuottohistoriasta sekä rajallisesta kilpailusta. Pääomasijoitustoiminnalle tyypillisesti Pääomarahastoissa on mukana merkittävät voitonjako-osuustuotot tai onnistumispalkkiot. Yhtiöllä on tällä hetkellä 13 pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain vähintään yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokka on myös selvästi vanhoja rahastoja suurempi, mikä tukee liiketoiminnan kasvua.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja noin 610 MEUR:n edestä. Mandaateissa tyypillisesti huomattava osa rahasta menee yhtiön omiin rahastoihin ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Noin 4,0 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 kannattavaa ja parantaa asiakaspalvelua.

Muun varainhoidon alla eQ:lla on noin 1,0 miljardin edestä pääomaa. Tämä pääoma jakautuu arviomme mukaan puoliksi yhteistyökumppaneiden rahastojen sekä erilaisten täyden valtakirjan varainhoidon mukanaan tuomien osake-/korkosalkkujen kanssa.

Yhteistyökumppaneiden rahastojen osalta hallinnointipalkkio jää yhtiön kannalta hyvin vaatimattomaksi. Yhtiön yhteistyökumppanit

rahastojen osalta ovat Vanguard ja Fidelity. Vaikka yhteistyökumppanien rahastojen ansaintapotentiaali on eQ:lle pieni, täydentävät ne yhtiön rahastovalikoimaa ja parantavat tämän kautta asiakaspalvelua.



Varainhoito

Varainhoidon palkkiotuotot

Varainhoito-segmentti 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 vuonna 2018 noin 23 %. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottoihin vaikuttaa oleellisesti hallinnoitavan varallisuuden määrä ja pääomamarkkinan kehitys. Alan hintapaine perinteisten tuotteiden osalta on kireä ja ilman selkeää erottavaa tekijää jää palkkiotaso väistämättä matalaksi.

Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkioiden osalta lähivuosien kasvu riippuu pitkälti kehittyvien markkinoiden suosiosta sekä hallinnoitavan varallisuuden kasvusta. Perinteisen varainhoidon palkkiotuotoista selvästi 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. Perinteisten hallinnointipalkkioiden selvästi ennustamaamme nopeampi kasvu vaatisi arviomme mukaan tuoteportfolion laajentamista tai asiakaskunnan laajentamista yritysostoin.

Muut palkkiotuotot edustavat noin 1 % eQ:n

Varainhoidon palkkiotuotoista. Erittäin matala taso johtuu siitä, ettei eQ ole juurikaan tehnyt strukturoituja tuotteita matalan korkotason vuoksi. Lisäksi yhtiö on omassa myyntikoneistossaan pitänyt painopisteen etenkin kiinteistörahastoissa. Arviomme mukaan Muiden palkkiotuottojen osuus tulee pysymään matalana, niin kauan kuin korkotaso ei oleellisesti nouse.

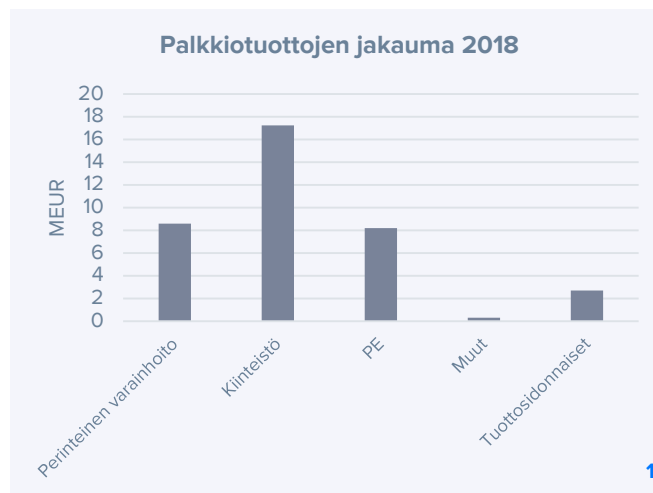
Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus Varainhoidon palkkiotuotoista oli 2018 noin 7 %. Tuottosidonnaiset palkkiot koostuvat kiinteistö- ja private equity-rahastoista, sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Arviomme mukaan perinteisistä rahastoista sekä mandaateista tulevien tuottopalkkioiden merkitys yhtiölle on hyvin rajallinen ja valtaosa tuottopalkkioista syntyy kiinteistö- ja PE-rahastoista. 2018 oli tuottosidonnaisissa palkkioissa poikkeuksellisen heikko vuosi eQ:lle ja arviomme mukaan lähivuosina keskimääräinen taso on selvästi tämän yläpuolella.

Tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosina johtuen kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen private equity -rahastojen vahvasta performanssista. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat olemaan hyvällä tasolla 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 irtaantumisten ajoittumisista. Kiinteistörahastojen osalta tuottopalkkiot ovat tasaisempia ja niiden

ennustettavuus on suhteellisen hyvä.

Kiinteistö- ja Private Equity -rahastojen hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2018 25,5 MEUR tai 69 % Varainhoidon palkkiotuotoista. Tästä Private Equityn osuus on arviomme mukaan hieman yli 8 MEUR ja kiinteistörahastojen noin 17 MEUR. Kiinteistörahastot ovat edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa ja tästä johtuen seuraavan 12kk palkkiotuotot tulevat olemaan selvästi edeltävää 12kk korkeammat. Varainhoidon lähivuosien kasvunäkymien osalta Kiinteistö- ja PE-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat keskeisessä roolissa. 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.



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 (AUM) oli 2018 lopussa 750 MEUR ja Liikekiinteistöt -rahaston 615 MEUR. Kiinteistörahastojen palkkiot ovat tuottopalkkiot huomioiden vuonna 2018 arviomme mukaan noin 20 MEUR tai noin 50 % koko Varainhoidon palkkiotuotoista.

Molempien rahastojen uusmyynti on sujunut erinomaisesti ja vuonna 2018 rahastojen nettomerkinnät olivat historian korkeimmat +360 MEUR (2017: 300 MEUR). Molempien rahastojen tuotto on myös ollut alusta asti erittäin vahva, sillä Hoivakiinteistöjen tuotto on perustamisesta lähtien ollut 9 % vuodessa ja Liikekiinteistöjen annualisoitu tuotto 9,6 %. Vaikka vuotuiset tuotot ovat molemmissa rahastoissa olleet erinomaisia, ovat rahastojen kassavirtatuotot säilyneet hyvillä tasoilla ja Hoivakiinteistön kassavirtatuotto oli 2018 lopussa 6,0 % ja Liikekiinteistön 6,3 %.

eQ yritti myös laajentaa tuotetarjontaansa reaaliomaisuusluokassa perustamalla Metsä-erikoissijoitusrahaston. Yhtiö ei kuitenkaan pystynyt sijoittamaan pääomaa riittävällä tuotolla ja Metsä-rahasto lopetettiin syksyllä 2017.

Sijoittajan kannalta tärkein tuoteryhmä

eQ:n omistajien kannalta kiinteistörahastot ovat erittäin mielenkiintoisia kahdesta syystä. Ensinnäkin niiden hallinnointipalkkiot ovat hyvin defensiivisiä,

eikä rahaston arvo 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 voitonjako-osuustuottoja ja 7 %:n ylimenevästä vuosituotosta eQ saa 20 %.

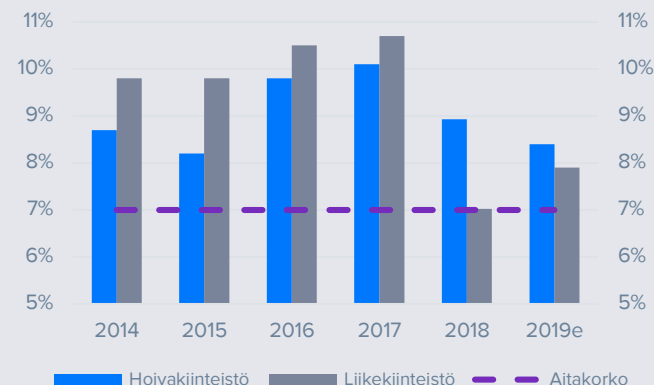
Näkymä on erittäin vahva

Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille johtuen matalasta korkotasosta. eQ:n kiinteistörahastot ovat vahvan track-recordinsa sekä hyvän kassavirtatuottonsa myötä erinomaisessa asemassa hyötymään tästä kehityksestä. 2018 lopun markkinaturbulenssi todisti myös, että kiinteistörahastojen myynti ei ole herkkä pääomamarkkinan muutoksille Q4:n nettomerkintöjen säilyessä erinomaisella tasolla.

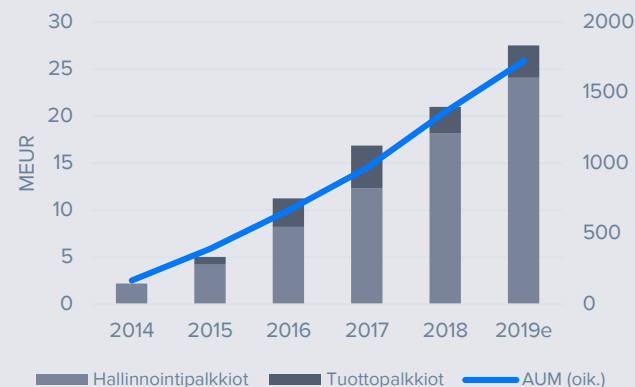
Hoivakiinteistössä keskeisenä haasteena on hyväntuottoisten kohteiden löytyminen ja tämä tulee rajoittamaan rahaston kasvua jonkin verran. Liikekiinteistössä vastaavaa ongelmaa ei ole. Kassavirtatuottojen ollessa yli 6 %:n tasolla eQ:lla on mielestämme hyvät mahdollisuudet myydä rahastoja yhteensä yli 300 MEUR:lla vuodessa. Kilpailun kiristymisestä huolimatta emme näe rahastoissa oleellista hintaeroosiota lähivuosille hyvän tuottohistorian johdosta.

Markkinan tuottovaatimusten laskun johdosta myös rahastojen tuotot tulevat asteittain laskemaan, mikä painaa tuottopalkkioita. Molemmilla rahastoilla on mielestämme hyvät edellytykset yltää yli 7 %:n vuosituottoon vielä seuraavat 2-3v, mikä pitää tuottopalkkionäkymän suotuisana.

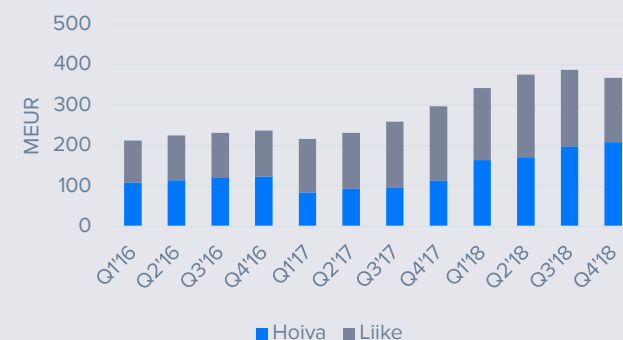
Kiinteistörahastojen tuotto-% 2014-2019e



Kiinteistörahastojen kehitys 2014-2019e



Kiinteistörahastojen nettomerkinnät (rullaava 12kk)



Kiinteistö ja private equity

Private equity-rahastot

eQ:lla on tällä hetkellä 13 Private equity -rahastoa, joissa sillä on noin 1400 MEUR pääomia. PE-rahastoliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja sen hallinnoitavat varat ovat lähes kolminkertaistuneet 2014 tasolta. Uusmyynnin taso on tehnyt selkeän tasokorjauksen ja 2017-2018 aikana pääomarahastojen nettomerkinnät ovat olleet yli 300 MEUR vuodessa. Lisäksi yhtiö raportoi PE-liiketoiminnan alle myös raportointipalvelut sekä pääomarahastomandaatit, joka nostaa PE-puolen raportoitaman AUM:n noin 6 miljardiin euroon. Mandaattien ja raportointipalveluiden liikevaihtovaikutus on pieni ja valtaosa private equityn liikevaihdosta tulee rahastoista.

Yhtiön track-record omissa private equity rahastoissa on erinomainen ja vuosien 1997-2018 välillä keskimääräinen IRR on 21 %. Lukua nostavat vanhempien rahastojen poikkeuksellisen korkeat tuottoluvut ja arviomme mukaan uusien rahastojen tuottotasot ovat jääneet selvästi tämän alapuolelle, mutta silti suhteellisesti hyvällä tasolla.

Yhtiön on tarkoitus perustaa vähintään yksi uusi rahasto vuodessa ja näin ollen rahastojen määrä tulee lähivuosina kasvamaan. Lisäksi hallinnointipalkkiot tulevat kasvamaan selvästi, sillä uusien rahastojen kokoluokka on merkittävästi vanhoja suurempi. Lisäksi uusien rahastojen hintataso on arviomme mukaan vanhoja parempi johtuen laajemmasta sijoittajakunnasta (pienemmät alennukset).

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

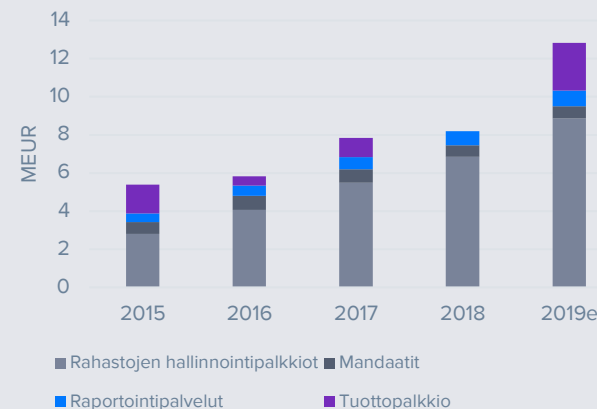
eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen buyout-rahastoissa. Tyypillinen aikakorko on maltillinen 6-8 % ja yhtiön vahva tuottohistoria huomioiden, on tuottopalkkiopotentiaali merkittävä. Yhtiö kertoi Q4'18-tuloksensa yhteydessä, että yksi sen PE-rahasto (Amanda IV) siirtyy voitonjakoon 2019 aikana ja tällä tulee olemaan selkeä positiivinen vaikutus yhtiön tulokseen. Arviomme mukaan Amanda IV:n voitonjako tulee olemaan yhteensä noin 5 MEUR:n positiivinen vaikutus vuosien 2019-2020 tuloksiin. Vuonna 2021 emme odota voitonjako-osuustuottoja PE-rahastoista, sillä emme odota Amanda V-rahaston yltävän voitonjakoon.

Vuodesta 2021 alkaen voitonjako-osuustuottojen rooli kasvaa, kun nykyisen eQ:n aikaisia rahastoja alkaa vuosittain siirtyä voitonjakoon. Nämä rahastot (2013 alkaen perustettu) ovat kokoluokaltaan selvästi aiempaa suurempia ja niiden aikakorko on matalahko 7 %.

Kasvun toinen tukijalka

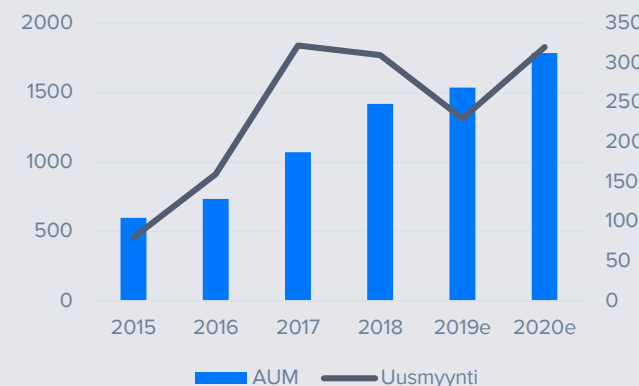
Private equity -rahastot ovat osakesijoittajan näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaa ja hyvin ennustettava. Lisäksi niistä saatavat tuottosidonnaiset palkkiot voivat olla merkittäviä, vaikka niiden ennustettavuus onkin erittäin heikko. Kokonaisuutena ennustamme private equity -rahastojen pääomien nousevan lähivuosina noin 300 MEUR:lla vuodessa ja hallinnointipalkkioiden kasvavan noin 15 %:lla per vuosi. Ennustamme eQ:n lanseeraavan vuosittain yhden buyout-rahaston ja yhden credit-rahaston.

PE-palkkiotuottojen jakauma 2014-2019e



Rahasto	Perustettu	Rahaston koko (MEUR)		Siirtyy voitonjakoon
European Fund UK	2001	88		
Mandatum PE I	2002	50		
Mandatum PE II	2003	20		Ei voitonjakopotentiaalia
Amanda III	2006	110		2019 pieni ja epätodennäköinen
Amanda IV	2007	90		2019 merkittävä potentiaali
Amanda V	2011	50		2020 pieni ja epätodennäköinen
PE VI	2013	130		2021 merkittävä potentiaali
PE VII	2015	80		2021 jälkeen
PE VIII	2016	160		2021 jälkeen
PE XI	2017	95		2021 jälkeen
PE Credit	2017	92		2021 jälkeen
PE SF	2018	135		2021 jälkeen
PE X	2018	175		2021 jälkeen
PE Credit II	2019	120		
PE IX	2019	110		

PE-rahastojen AUM + uusmyynti MEUR



Varainhoidon kulurakenne

Erittäin skaalautuva kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat yksittäin selvästi suurin kuluerä (2018: 37 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Arviomme mukaan Varainhoidon keskimääräinen kiinteä kulu per työntekijä on jonkin verran yli 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 kiinteitä palkkoja suuremmaksi.

Muiden kulujen osuus on huomattavasti pienempi (2018: 9 % liikevaihdosta). Muissa kuluissa merkittävimpiä eriä ovat vuokrat ja it-kulut. Liiketoiminnan tulospäivä on kulurakenteesta johtuen merkittävä ja tämä tulospäivä heijastuu hyvin Varainhoidon viime vuosien numeroissa. 2013 alkaen Varainhoidon liikevaihdon kasvusta hämmästyttävä 70 % on valunut läpi liikevoittoon. Kiinteät kulut ovat pysyneet käytännössä ennallaan ja kulujen kasvu on rajoittunut pitkälti bonuksiin. Suoritus on täysin poikkeuksellinen suhteessa verrokkiyhtiöihin ja Varainhoidon saavuttama yli 50 %:n liikevoittomarginaali on niin ikään poikkeuksellisen korkea.

Keskeinen ero suhteessa verrokkeihin syntyy Muista kuluista, jossa eQ:n taso on räikeästi keskeisiä verrokkeja matalampi. Selittäviä tekijöitä tässä ovat mielestämme mm. yhtiön fokuksitunut tuotetarjonta, kulutehokkuuteen kannustava bonusmalli, yrityskulttuuri, toimiva IT-järjestelmä ja asiakaskunnan

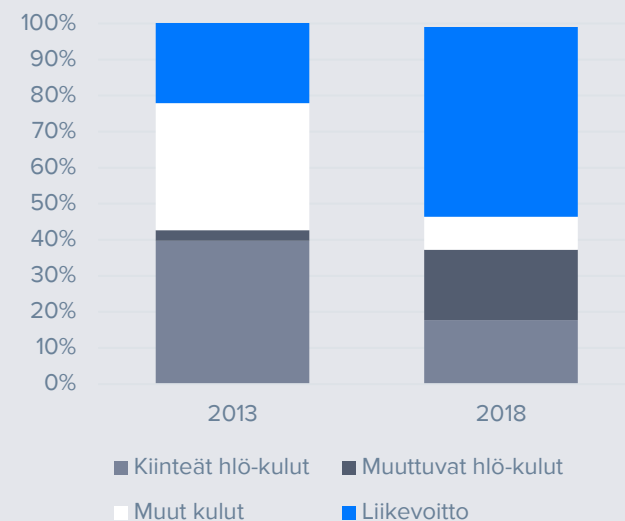
keskittyminen instituutioihin.

Bonusten taso ja joustavuus kysymysmerkinä

Erinomaisen tuloskehityksen myötä Varainhoidon henkilöstökulut ovat nousseet voimakkaasti ja keskimääräinen henkilökulu on kohonnut vuoden 2013 100 TEUR/v tasolta 2018 yli 200 TEUR/v tasolle. Yhtiö on nykytasolla yksi alan parhaista palkanmaksajista ja, kun tähän lisätään yhtiön suhteellisen aggressiiviset optio-ohjelmat (vuosien 2015 & 2018 optio-ohjelmien diluutio noin 1,5 %/v), on henkilöstön vaihtuvuus pysynyt olemattomana.

Suurin huolestamme yhtiön henkilöstökuluissa ja nykyisessä bonusmallissa liittyy niiden käyttäytymiseen heikommassa markkinatilanteessa. eQ:n nykyinen aggressiivinen bonusmalli joustaa voimakkaasti alaspäin heikommassa markkinatilanteessa, mutta koska bonusten suhteellinen osuus kokonaiskompensaatista on noussut niin merkittäväksi, luo tämä mielestämme selvän riskin motivaatiota heikentävästä vaikutuksesta.

Kulurakenteen skaalautuvuus



Kannattavuus suhteessa verrokkien varainhoitoliiketoimintoihin*



*Huomioitu verrokkien Varainhoito/hallinnointiliiketoimintojen kannattavuudet 2018. Taalerilta oikaistu "muut tuotot", eQ:n tulosta rasitettu konsernikuluilla.

Varainhoidon tulosennusteet

Vahva tuloskehitys jatkuu

Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden kannalta keskiössä on palkkiotuottojen kasvu. Yhtiön kulurakenne tulee pysymään vakaana emmekä näe siinä merkittäviä nousupaineita lähivuosien aikana. Varainhoidon liikevaihto on kasvanut vuosien 2013-2018 välillä keskimäärin 22 % vuodessa. Tämä kasvu on tullut käytännössä kokonaan Kiinteistö ja PE-rahastoista sekä niistä saatavista tuottopalkkioista. Liikevoitto on kasvanut samana aikana keskimäärin 45 % vuodessa erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta. Vuosi 2018 oli Varainhoidolle lievä pettymys, kun sen tuloskasvu jäi vain 10 %:iin. Tässä taustalla oli kuitenkin vertailukauden poikkeuksellisen korkeat tuottosidonnaiset palkkiot sekä liikekiinteistörahaston odotettua vaisummat tuotot 2018. Tuottosidonnaisista palkkioista oikaistuna liikevoitto kasvoi laskelmiemme mukaan yli 20 %.

Vuoden 2019 osalta Varainhoidon tuloskasvunäkymä on erittäin vahva. Matala korkotaso ja pääomamarkkinoiden epävarmuus pitää yllä kiinteistö- ja PE-rahastojen vahvaa kysyntää. Odotamme näiden tuotteiden uusmyynnin säilyvän erinomaisella noin 600 MEUR:n tasolla. Näiden tuotteiden vahva kasvu, Liikekiinteistön elpyvä tuottotaso sekä Amanda IV-rahaston voitonjako-osuustuotot kasvattavat Varainhoidon 2019 liikevaihtoa arviomme mukaan 27 %:lla. Tulos kasvaa tätä voimakkaammin tiukan kulukurin ansiosta ja ennustamme liikevoiton kasvavan 35 %:lla 26,3 MEUR:oon.

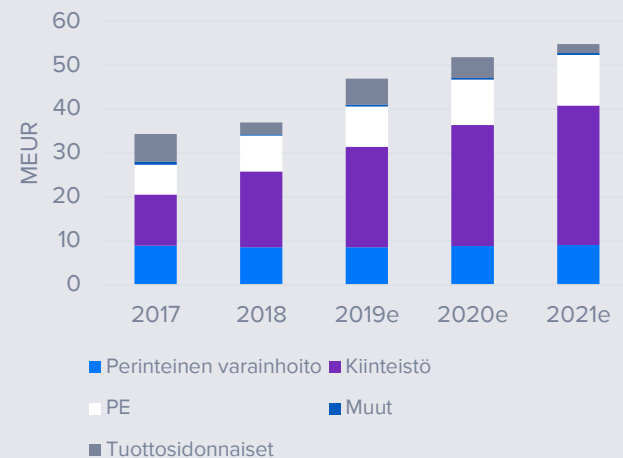
Vuonna 2020 ennustamme tuloskasvun hidastuvan 10 %:iin (2020e EBIT 31,3 MEUR). Kiinteistö ja PE-rahastojen myynti säilyy edelleen vahvalla tasolla

(2020e +600 MEUR), mutta kiinteistörahastojen tuottotasojen laskusta johtuva tuottosidonnaisten palkkioiden lasku hautaa osan tästä kasvusta alleen. Vuoden 2020 ennusteemme saa tukea Amanda IV-rahaston voitonjako-osuustuotoista, joiden ennustamme jakautuvan puoliksi 2019 ja 2020 välillä.

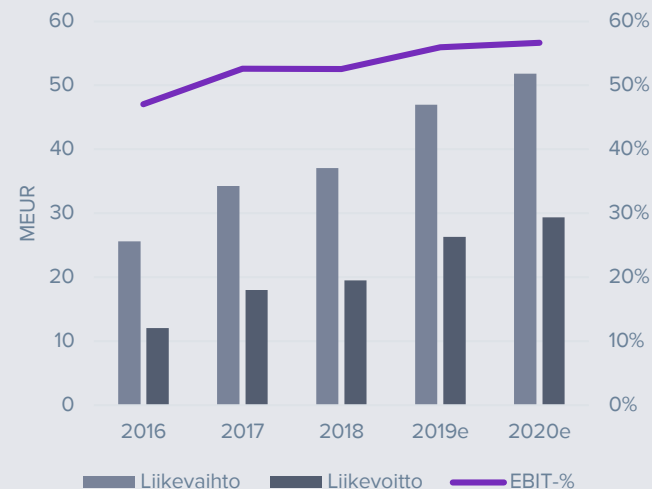
Vuonna 2021 liikevoiton kasvu hidastuu väliaikaisesti 7 %:iin laskevien tuottosidonnaisten palkkioiden johdosta. Hallinnointipalkkiot jatkavat tervettä kasvuaan kiinteistö ja PE-rahastojen myötä. Emme odota korkotasoon oleellista muutosta lähivuosina ja tämä tulee pitämään yllä vahvaa kysyntää kiinteistö- sekä PE-tuotteisiin. Vaikka kiinteistörahastojen tuottotasot jatkavat tasaista laskuaan laskevien nettovuokratuottojen myötä, emme näe tämän oleellisesti heikentävän niiden myyntiä korkotason ja kiinteistöjen nettotuottojen välisen eron ollessa historiallisen korkea.

Pitkällä aikavälillä (2022 eteenpäin) eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää +10 %:n vuotoista tuloskasvua. Tuloskasvu saa yhä selvemmin tukea PE-rahastojen voitonjako-osuustuotoista, kun nykyisen eQ:n aikaiset rahastot alkavat siirtyä voitonjakoon. Markkinatilanne tulee arviomme mukaan olemaan seuraavan 5 vuoden periodin aikana edeltävää 5v. periodia vaikeampi. Tällä on kuitenkin vain rajallinen vaikutus eQ:hun johtuen sen erinomaisesti positioituneesta tuotetarjonnasta.

Varainhoidon palkkiotuotot 2016-2020e



Palkkiotuotot ja kannattavuus 2016-2020e



Varainhoidon arvo

Ylivoimaisesti eQ:n arvokkain liiketoiminta

Varainhoito-segmentin arvoa haarukoidessa olemme käyttäneet vuosien 2018 ja 2019 tulosten keskiarvoa. Mielestämme vuoden 2019 tulos antaa isojen tuottosidonnaisten palkkioiden myötä turhan positiivisen kuvan eQ:n tuloksesta ja 2018 vuoden matalat tuottopalkkiot tasapainottavat tätä. Vuosien 2018 ja 2019 liikevoiton keskiarvo on 22,9 MEUR.

Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kerroin on tällä hetkellä noin 9,5x. Näkemyksemme mukaan eQ:n Varainhoito tulee hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä, johtuen sen liiketoiminnan paremmasta jakaumasta (iso paino kiinteistö- ja PE-rahastoissa), erinomaisesta track-recordista ja vahvoista kasvunäkymistä. Arviomme mukaan käypä EV/EBITDA-kerroinhaarukka on 11-13x ja tästä saatava arvo 256-303 MEUR. Olemme laskelmissamme käyttäneet käypänä arvona haarukan keskikohtaa 275 MEUR.

Toisena arvonmääritysmallina olemme käyttäneet eQ:n hallinnoitavaa varallisuutta. eQ Varainhoidon liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimme käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä pääoman pysyvyydestä. Korkeaa palkkiiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistysenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 % taso

vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

eQ:n ylivoimaisesti arvokkainta AUM:ia on sen kiinteistörahojen pääoma (2018 1365 MEUR). Tämän pääoman hallinnointipalkkiotaso on poikkeuksellisen korkea (1,5 % + tuottopalkkiot) ja pysyvyys on erittäin korkea. Olemme soveltaneet kiinteistövarallisuuteen 10 %:n kerrointa, joka on poikkeuksellisen korkea taso, mutta se heijastelee pääomien poikkeuksellista arvoa.

Private equity -rahastojen (1420 MEUR) arvottamiseen olemme käyttäneet 8 %:n kerrointa. Kerroin on niin ikään varsin korkea, mutta PE-rahastoissa pysyvyys on poikkeuksellisen korkea (sijoitussitoumukset keskimäärin 10v) ja tuottopalkkiot huomioiva palkkiotaso houkutteleva.

Osake ja korkorahastoille (AUM 1120 MEUR) olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa, joka on käyttämämme normaalikerroin perinteiselle rahastopääomalle.

Muu varallisuus (5000 MEUR) pitää sisällään Mandaatit, raportointipalvelun ja konsultatiiviset salkut olemme arvottaneet matalalla 0,2 %:n kertoimella, johtuen niiden matalasta tuottotasosta.

Yhteensä hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmassamme 297 MEUR, joka on linjassa myös kerroin pohjaisen analyysimme kanssa. Valtaosa arvosta keskittyy kiinteistö- ja PE-rahastoihin ja näiden kehitys tulee lähivuosina olemaan sijoittajan kannalta ratkaisevassa roolissa. Huomautamme, että AUM-pohjainen laskelma on suuntaan antava ja huomattavasti kerroinanalyyysiä subjektiivisempi.

AUM osien arvo



Varainhoidon yhteenveto

MEUR	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Varainhoito liikevaihto	25,6	34,3	37,1	47,0	51,8	54,8
Kasvu-%	17 %	34 %	8 %	27 %	10 %	6 %
Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkiot	7,7	8,9	8,6	8,6	8,8	9,0
Kiinteistö ja PE hallinnointipalkkiot	13,8	18,4	25,5	32,1	37,9	43,3
<i>Kiinteistö*</i>	8,2	11,7	17,2	22,9	27,6	31,8
<i>PE*</i>	5,5	6,8	8,2	9,2	10,3	11,5
Muut palkkiotuotot	0,3	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4
Tuottosidonnaiset palkkiot	3,9	6,4	2,7	5,9	4,7	2,0
<i>Kiinteistö*</i>	3,0	4,5	2,8	3,4	2,5	1,8
<i>PE*</i>	0,5	1,0	0,0	2,5	2,0	0,0
<i>Muut*</i>	0,4	1,0	0,2	0,0	0,2	0,2
Henkilöstökulut	-10,2	-12,6	-13,8	-17,3	-18,9	-19,8
<i>Kiinteä*</i>	-6,6	-6,2	-6,6	-6,9	-7,2	-7,5
<i>Bonukset*</i>	-3,6	-6,4	-7,3	-10,5	-11,7	-12,3
Muut kulut	-3,4	-3,3	-3,4	-3,4	-3,6	-3,8
Liikevoitto	12,0	18,0	19,5	26,3	29,4	31,3
Liikevoitto-%	47 %	53 %	53 %	56 %	57 %	57 %
Kulut/henkilö (tEUR) (sis. Bonukset)**	-159	-204	-206	-252	-262	-264
Henkilömäärä**	66	64	67	70	72	75
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	8775	8432	9486	10272	11042	11782
Kiinteistöt AUM	664	968	1365	1725	2055	2365
Muut eQ:n omat rahastot	1262	1336	1120	1250	1300	1350
Muu varainhoito	2520	972	952	1010	1050	1100
Pääomasijoitusrahastot	735	1072	1420	1537	1787	2017
Mandaatit	694	720	610	650	650	650
Raportointipalvelut	2890	3412	4019	4100	4200	4300
Kiinteistöt						
Hoivakiinteistö AUM	404	520	750	950	1130	1290
Liikekiinteistö AUM	260	448	615	775	925	1075
Hoivakiinteistö tuotto-%	9,8 %	10,1 %	8,9 %	8,4 %	8,0 %	7,6 %
Liikekiinteistö tuotto-%	10,5 %	10,7 %	7,0 %	7,9 %	7,7 %	7,5 %

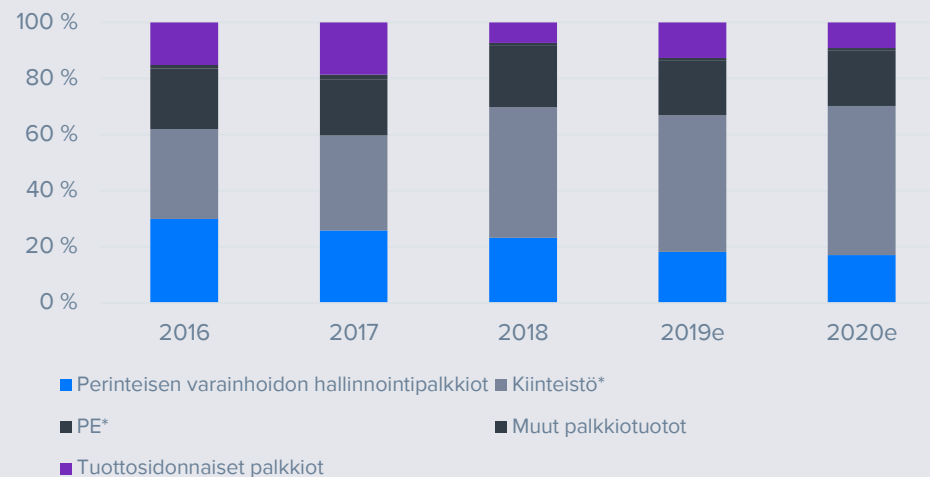
* Inderesin ennuste koko periodilta

** 2017 alkaen henkilömäärä kuvastaa kokopäiväresursseja

Varainhoidon pitkän aikavälin kasvuajurit



Liikevaihtojakauman muutos



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.

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.

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2018: -0,65 MEUR tai 9 % liikevaihdosta). Lisäksi kulurakenteelle on tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulospipu on

erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä näkyy 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 2014-2018 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja sen liikevaihto nousi 5-8 MEUR:n tasolle ja liikevoitto 2-4 MEUR:n tasolle. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut noin 5,5 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,5 MEUR.

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

Tulevaisuuden ennusteet

Kiinteistötransaktioiden määrä säilyy kuluvana vuonna historiansa korkeimmalle tasolla (2018: 9,3 mrd), johtuen matalasta korkotasosta sekä Suomen suhteellisesti hyvillä tasoilla olevista tuottotasoista. Arviomme mukaan kiinteistömarkkina tulee myös vuoden 2019 aikana säilymään erittäin vahvana ja ennustamme transaktiovolyymien säilyvän vuosien 2016-2018 tapaan erittäin korkealla. Pääomamarkkinoiden epävarmuus ja talouskasvukuvan heikentyminen asettavat tummia pilviä yritysjärjestelymarkkinan ylle ja pidämme todennäköisenä, että

yritysjärjestelymarkkina hidastuu jonkin verran viime vuosien erinomaiselta tasolta. Odotamme aktiviteetin kuitenkin säilyvän kohtalaisella tasolla.

Advium hyötyy etenkin kiinteistömarkkinan vahvasta vedosta ja ennustamme yhtiön liikevaihdon säilyvän lähivuodet hyvällä tasolla. Ennustamme lähivuosien liikevaihtotasoksi 5,5 MEUR, joka on linjassa yhtiön historiallisen suorittamisen kanssa. Kulurakenteessa ei tule tapahtumaan muutoksia ja kannattavuus säilyy erittäin vahvana (liikevoittomarginaali 40 %).

eQ-konsernin näkökulmasta Adviumin merkitys alkaa olla vuositasolla suhteellisen rajallinen ja Adviumin osuus 2019 ennustamastamme liikevoitosta on noin 8 %. Kvartaalikohtaisesti vaikutus voi olla merkittävä, sillä Adviumin liikevaihto heilahtelee kvartaaleittain voimakkaasti johtuen onnistumispalkkioiden ajoituksista.

Advium (Corporate Finance)

Adviumin arvo

Adviumin käypää arvoa arvioitaessa 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 investointipankkiliiketoiminnalle hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 4-7x. Tämä heijastelee mielestämme liiketoiminnan kassavirran generointikykyä ja toisaalta riskejä liittyen avainhenkilöihin ja heidän pysyvyyteensä. Adviumin liiketoimintaa arvotettaessa on mielestämme syytä käyttää yhtiön normalisoitua kannattavuutta, joka huomioi yhtiön syklisen liiketoiminnan.

Näkemyksemme mukaan Adviumin normalisoitu tulostaso on noin 2,5 MEUR, joka on linjassa viimeisen 10 vuoden keskimääräisen liikevoittotason kanssa. Olemme havainnollistaneet Adviumin arvoa matriisilla, jossa muuttujina ovat yhtiön tulos ja arvostuskerroin.

Matriisin perusteella yhtiön käypä arvo liikkuu haarukassa 10-17,5 MEUR. Alalaita heijastelee mielestämme tasoa, jossa ostaja ei saa kaupasta

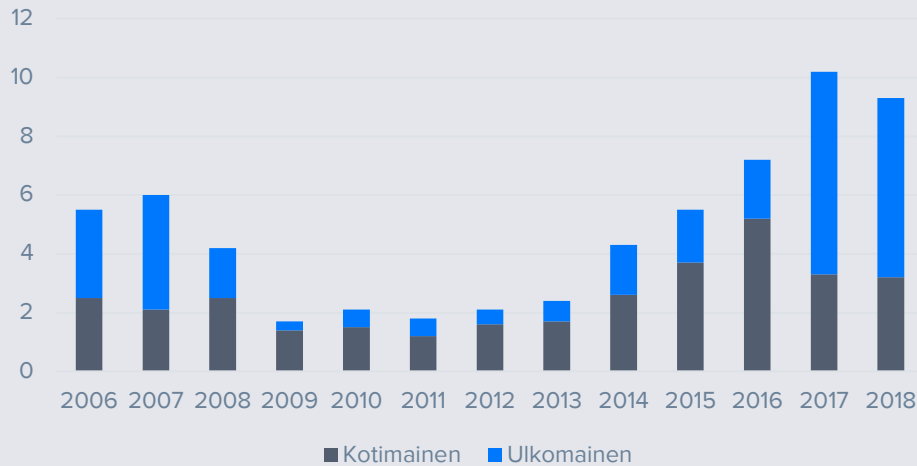
strategisia hyötyjä ja kyseessä on puhdas liiketoimintakauppa (esim. MBO tai LBO). Vastaavasti ostajan saadessa kaupasta strategisia hyötyjä voidaan ylälaidan kertoimia pitää perusteltuina.

Adviumin historiallisen suorituskyky ja vahva markkina-asema huomioiden, voidaan sitä mielestämme perustellusti hinnoitella arvohaarukkamme ylälaidan kertoimilla ja näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on 17,5 MEUR. Korostamme, että tämä on ns. ”stand-alone” arvo. 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.

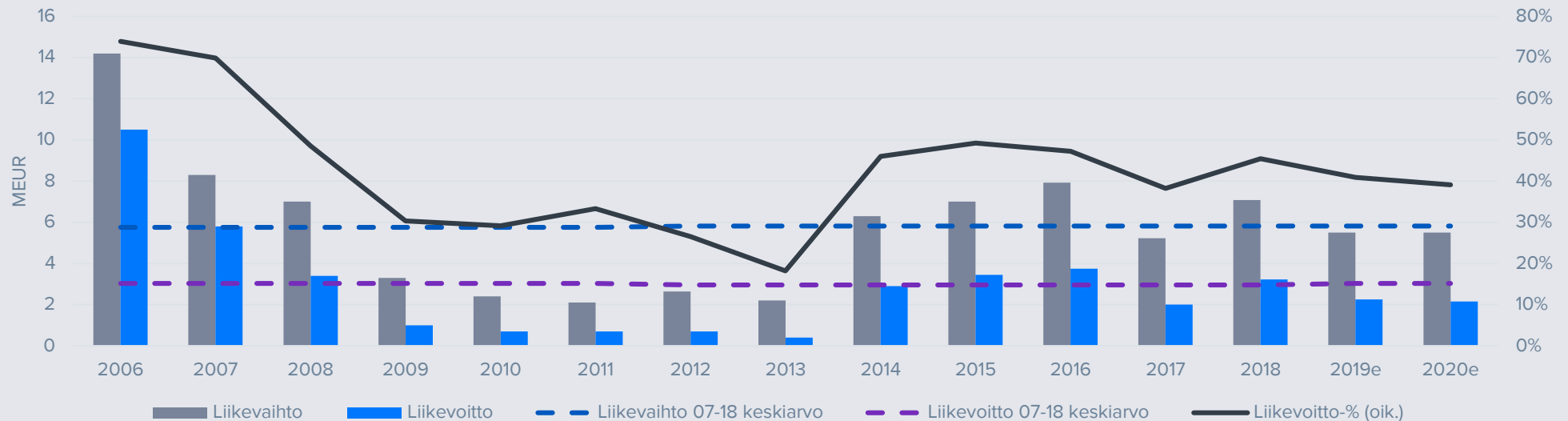
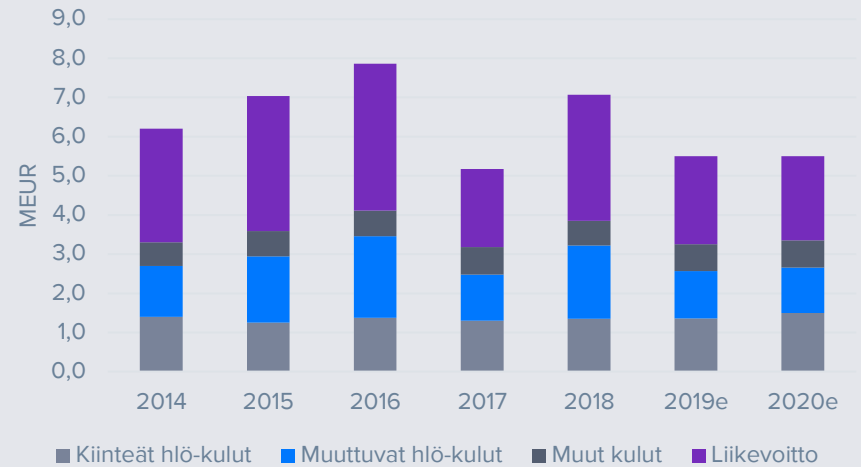
		Liikevoitto (MEUR)				
EV/EBIT-kerroin		1,5	2,0	2,5	3,0	3,5
	3x	4,5	6,0	7,5	9,0	10,5
	4x	6,0	8,0	10,0	12,0	14,0
	5x	7,5	10,0	12,5	15,0	17,5
	6x	9,0	12,0	15,0	18,0	21,0
	7x	10,5	14,0	17,5	21,0	24,5
	8x	12,0	16,0	20,0	24,0	28,0
	9x	13,5	18,0	22,5	27,0	31,5
	10x	15,0	20,0	25,0	30,0	35,0

Advium yhteenveto

Kiinteistötransaktioiden volyymi Suomessa (mrd)



Advium kulurakenne & kannattavuus



Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli 2018 päättyessä 16,9 MEUR. Näistä 14,2 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 2,7 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 toisistaan. Tuloslaskelman puolelle eQ kirjaa rahastoista tulevan voitonjaon ja rahastojen arvonmuutokset. Lisäksi Sijoitukset-segmentti kirjaa tuloslaskelmaansa kuluna konsernin sisäisen hallinnointipalkkion, jonka kokoluokka on ollut hieman yli 200 TEUR vuodessa. Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamat pääoman palautukset, voitonjaon ja pääomakutsut.

Vahva kassavirta lähivuosille

Lähivuosina segmentin kassavirta tulee olemaan raportoitua liikevoittoa korkeampi johtuen muiden hallinnoimiin rahastoihin tehtyjen sijoitusten asteittaisesta purkautumisesta. Arviomme mukaan kaikki muiden hallinnoimat rahastot,

joissa eQ on sijoittajana tulevat irtautumaan kohteistaan 2019-2020 aikana. Lisäksi yhtiö tulee samaan pääoman palautuksia myös omista rahastoistaan. Samaan aikaan pääomakutsut eQ:n omiin rahastoihin ovat verrattain maltillisella tasolla (Inderes ennuste: 1,5-2,0 MEUR per vuosi).

Yhtiön omien rahastojen 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.

Vuoden 2019 osalta ennustamme sijoitustoiminnan liikevoiton olevan 1,7 MEUR ja nettokassavirran 2,9 MEUR. Kassavirrassa ajurina toimivat pääomanpalautukset muiden hallinnoimista rahastoista sekä Amanda IV-rahastosta. 2020-2022 välillä ennustamme vuosittain noin 1,1 MEUR:n tulosta ja noin 3 MEUR:n kassavirtaa. Kassavirtaa tukee viimeisten ulkopuolisten rahastojen kotiutumisesta sekä Amanda III ja Amanda V -rahastojen pääoman palautukset. Yksittäisenä vuotena kassavirta voi poiketa oleellisesti ennusteestamme johtuen rahastojen irtaantumisten ajoituksista. Kokonaisuutena 2019-2022 välillä ennustamme noin 12 MEUR:n nettokassavirta on kokoluokaltaan varsin lähellä oikeaa.

Vuoden 2020 jälkeen eQ:lla ei arviomme mukaan ole enää sijoituksia muiden toimijoiden rahastoissa ja sen omien rahastosijoitusten käypä

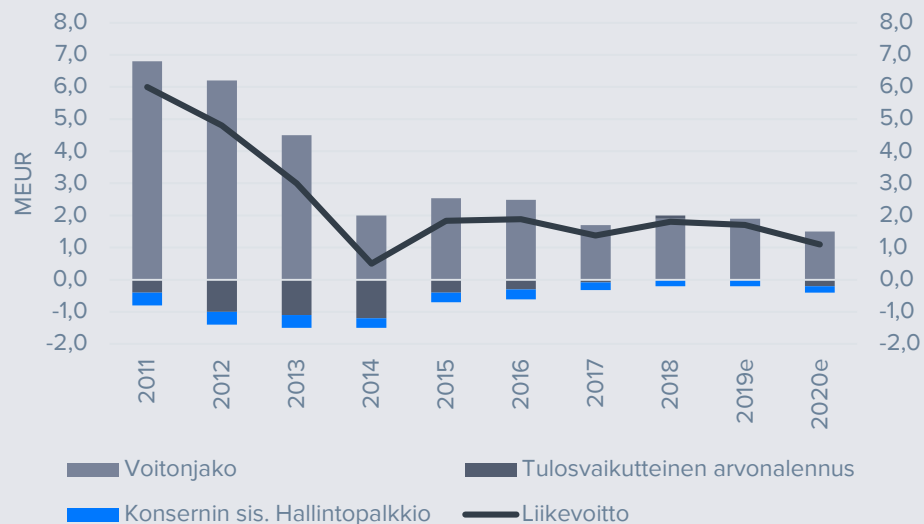
arvo on noin 13 MEUR. Tämä taso tulee jatkamaan vielä laskuaan kun isot sijoitukset Amanda-rahastoihin kotiutuvat. Amanda-rahastojen jälkeen yhtiön omat sijoitukset tulevat olemaan alle 10 MEUR. Tällä on selkeä positiivinen vaikutus yhtiön vakavaraisuuteen, sillä omat sijoitukset syövät merkittävästi vakavaraisuuspääomaa.

Sijoitustoiminnan arvo

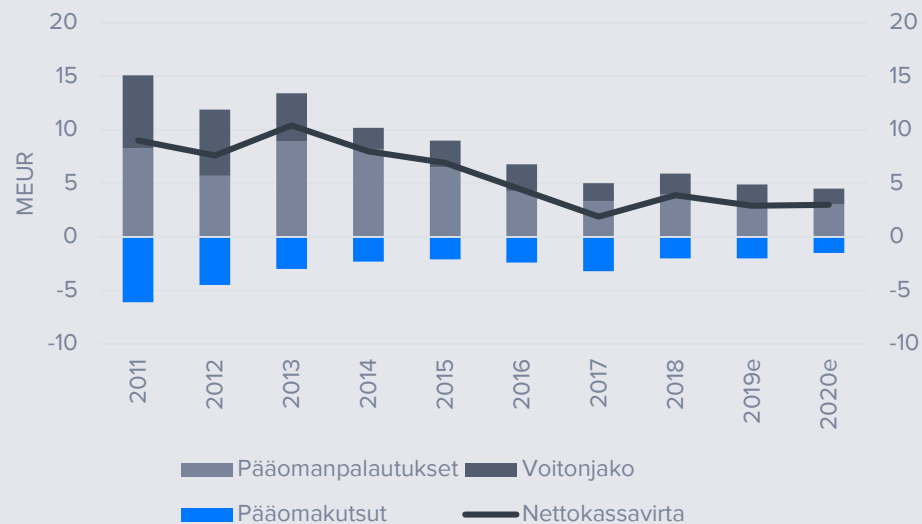
Sijoitustoiminnalla ei ole eQ:lle erityistä strategista arvoa ja sen rooli on puhtaasti tukea konsernin varainhankintaa ja hyötyä hyvistä sijoitustuotoista. Näin ollen sijoitustoiminnan arvonmäärittäminen on hyvin suoraviivaista ja arvo on sijoitussalkun sen hetkinen tase-arvo. Tase-arvoihin liittyy hyvin rajallisesti subjektiivisuutta, sillä rahastojen arvot ovat luotettavia. Näin ollen käytämme osien summa -laskelmassamme 2018 lopun mukaista sijoitussalkkujen arvoa 16,9 MEUR.

Sijoitukset yhteenveto

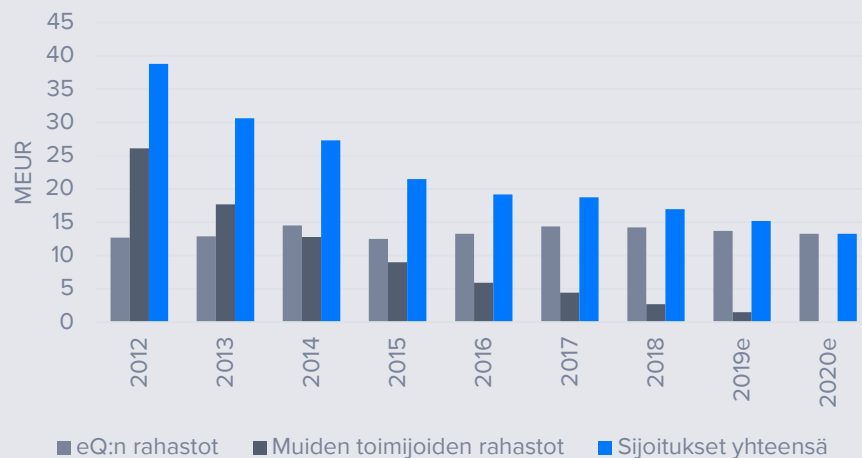
Sijoitustoiminnan tuloskehitys 2011-2020e



Sijoitustoiminnan kassavirrat 2011-2020e



Sijoitusten jakauma 2012-2020e



eQ:n sijoitukset			
MEUR	Perustettu	Markkina-arvo	Sitoumukset
European Fund Inv UK	2001	0,03	0,04
Amanda III, Eastern PE LP	2006	3,75	0,45
Amanda IV West LP	2007	1,90	0,47
Amanda V East LP	2011	4,19	0,68
eQ PE VI North LP	2013	1,58	1,00
eQ PE VII US	2015	1,49	1,09
eQ PE VIII North	2016	1,23	1,60
eQ PE IX US LP	2017	0,02	0,914
eQ PE X North	2018	0,043	0,95
Muiden rahastot		2,7	0,66
Yhteensä		16,9	7,8

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. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi merkittävästi vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on finanssikriisin jälkeen perustunut etenkin omaisuusarvojen nousuun vaisun talouskehityksen myötä. Viime vuosina omaisuudenhoitomarkkina on kuitenkin saanut tukea myös Suomen talouden elpymisestä sekä kasvaneesta kiinnostuksesta sijoittamista kohtaan. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2018 kesällä arviomme mukaan noin 220 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden

pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 220 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen rajallisesti. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämiselle. 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 ja näin

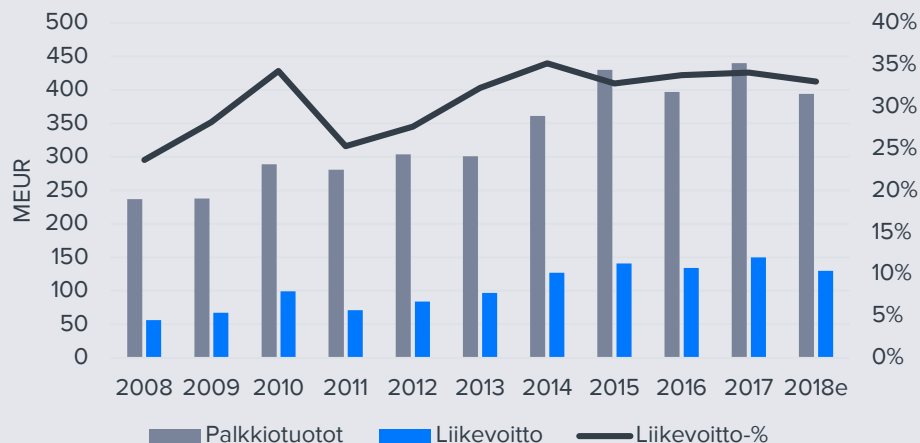
ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvua.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

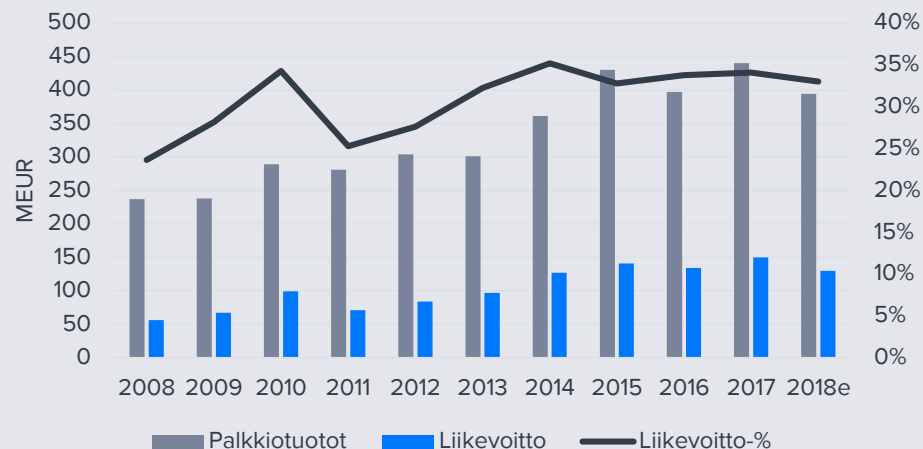
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. 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. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa talousdatan H2'18:n aikana nähty selkeä heikentyminen ja tätä seurannut pääomamarkkinoiden epävarmuuden kasvu.

Toimiala yhteenveto

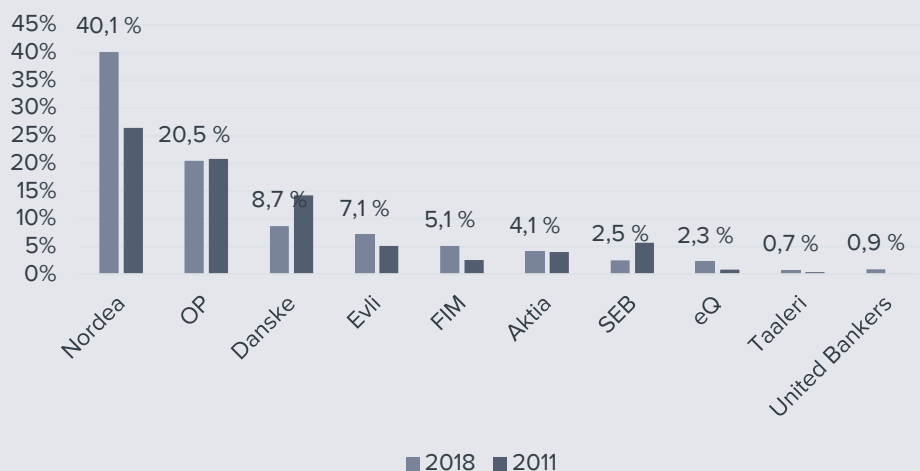
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



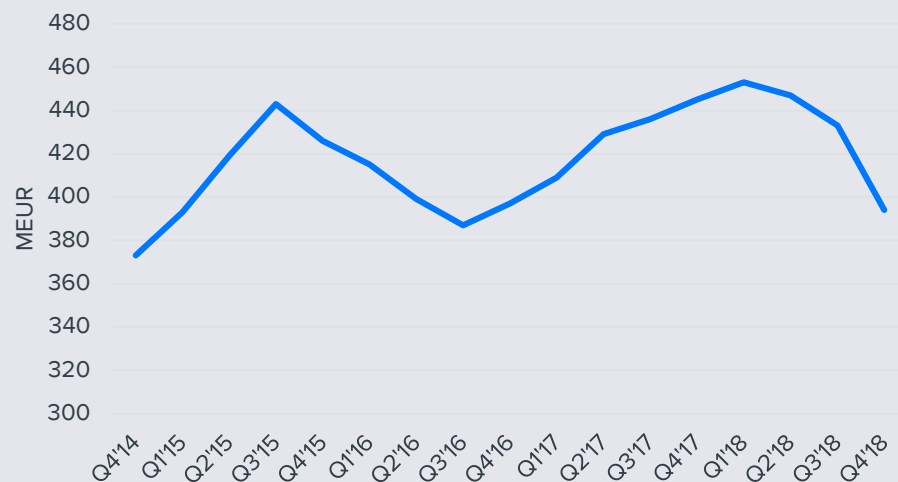
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



Toimialan trendit

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin. Regulaation osalta pahin vaikuttaa ainakin hetkellisesti olevan takana 2018 aikana voimaan tulleiden merkittävien muutosten (MiFID2, GDPR, PRIIPs, PSD2) jälkeen, eikä vastaavaa ”regulaatiotsunamia” ole näköpiirissä.

Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannus-tehokkaita tuotteita tai aidosti 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) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää. Käytännössä sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituuotteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot, kuten esimerkiksi kiinteistö- ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan riippumatta korkotason kehityksestä.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalveluista segmentistä (matalammat varallisuusluokat) on tullut 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.

Pysyvästi matala korkotaso. Korkotuoton puutteen takia 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. kiinteistörahasot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla

on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan.

Vastuullisuus on noussut rahoitusallalla merkittäväksi trendiksi viime vuosien aikana, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG (environment, social & governance) teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin. Näkemyksemme mukaan tämä tulee johtamaan sijoittajien vaatimustason nousuun ja esimerkiksi ESG-raportointiin liittyvistä asioista tulee itsestäänselvyksiä sekä minimivaatimuksia.

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.

eQ:n positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	eQ:n asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓✓	eQ:lla ei ole ollut mainittavia haasteita uuden regulaation kanssa. Yhtiön järjestelmät ja prosessit ovat jo valmiiksi olleet hyvässä kunnossa, eikä regulaation kasvu ole heijastunut yhtiön kuluihin. Instituutioihin keskittynyt liiketoiminta sekä suhteellisen suppea tuotetarjonta ovat myös osaltaan helpottaneet uuden regulaation implementointia.
Vaatimustason nousu	✓✓✓	Yhtiön rahastot ovat menestyneet kautta linjan erinomaisesti viime vuosina. Myös allokaatiossa yhtiö on onnistunut hyvin ja kokonaisuutena yhtiön asiakkailleen tarjoamat sijoitustuotot ovat olleet erittäin hyviä.
Matala korkotaso	✓✓✓	eQ on osannut hyödyntää matalan korkotason tuomat mahdollisuudet. Yhtiö perusti kiinteistörahastot lähes täydelliseen aikaan ja kiinteistö- sekä PE-rahastoihin pohjautuva strategia on ollut oikea valinta. Myös Advium on hyötynyt matalasta korkotasosta.
Digitalisaatio	✓✓	Yhtiön järjestelmät ovat erinomaisessa kunnossa ja yhtiö on joutunut verrokeistaan poiketen tekemään vain rajallisia panostuksia järjestelmiinsä. Samalla yhtiö ei kuitenkaan ole juurikaan hyödyntänyt digitalisaation tuomia mahdollisuuksia esimerkiksi asiakaspeiton kasvattamiseksi.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓✓	Yhtiön koko strategia nojaa vahvasti vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin (kiinteistö & PE). Strategia on ollut täysin oikea ja vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat yhtiön viime vuosien menestyksen taustalla.
Hintatason jatkuva paine	✓✓✓	Yhtiön hintataso instituutiovainhoidossa on erittäin kilpailukykyinen ja vahvan track-recordinsa ansiosta yhtiön hinta-/laatusuhde on perinteisessä instituutiovainhoidossa Suomen parhaimmistoa. Yhtiön tärkeimmissä tuotteissa kiinteistörahastoissa näemme lievän riskin asteittaiselle hintatason laskulle kasvavan kilpailun ja laskevien tuottotasojen seurauksena.
Vastuullisuus	✓✓	eQ:lla vastuullisuus on integroitu osaksi yhtiön jokapäiväistä toimintaa (mm. raportointia ja salkunhoitoa). Instituutiovainhoitajana vastuullisuus on yhtiön asiakkaille tärkeä teema, mikä heijastuu myös eQ:n omassa tekemisessä.

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi 2018 lopussa hieman yli 60 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä sekä noin 30 rahastoyhtiötä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2018 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä vahvalla tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuista markkinatilanne. Rajusti lisääntynyt regulaatio on viime vuosina vauhdittanut alan konsolidaatiota. 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 ja konsolidaatio on kiihtynyt entisestään kasvaneen regulaation myötä. Esimerkkejä konsolidaatiosta ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin SPL-hankinta, eQ:n Iccapital-osto, Eliten Alfted Bergin hankinta, 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: Valtaosalla tämän ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon

lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite Alfred Berg, Titanium ja United Bankers.

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

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. Pankit ovat viime vuosina kasvattaneet voimakkaasti perinteisen pankkiliiketoiminnan ulkopuolisia tulovirtoja ja etenkin varainhoito on ollut strategiassa lähes kaikilla keskeisessä roolissa.

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista käytännössä kaikki ovat ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja valtaosa on toteuttaneet järjestelyjä. Arviomme mukaan myös pienissä toimijoissa iso joukko etsii aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle toimialan trendien asettaessa paineita tuloskehitykselle.

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 fokusoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme kiinnostavia ostokohteita johtuen vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kasvavasta kiinnostuksesta.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyyynnöt ovat kohonneet korkeiksi (2018 aikana arvostustasot hieman laskeneet markkinan epävarmuuden kasvun johdosta). Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai 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 konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuuhdanteeseen asti.

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

eQ on merkittävä toimija finanssipalvelusektorilla

Näkemyksemme mukaan eQ:n keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: Evli, Taaleri, United Bankers, EAB Group, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna eQ on vertailuryhmän toiseksi suurin toimija 9,5 miljardin euron varallisuudella, heti Evlin jälkeen (+11 mrd).

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 68 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

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 OP) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus noin 70 %).

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja kulusaneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet suhteellisen hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet 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 2011-2018 kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja lähes kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa

varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan etenkin instituutiopuolella. Yksityissijoittajien osalta pankeilla on edelleen selkeä kilpailuetu johtuen niiden suvereenista jakeluverkostosta, mutta digitalisaation myötä myös tämä asetelma tulee asteittain muuttumaan.

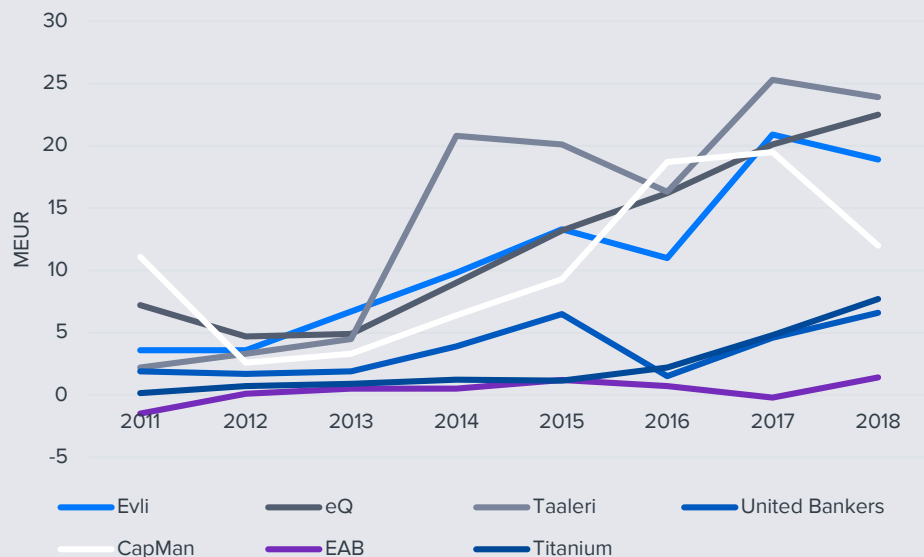
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden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

Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

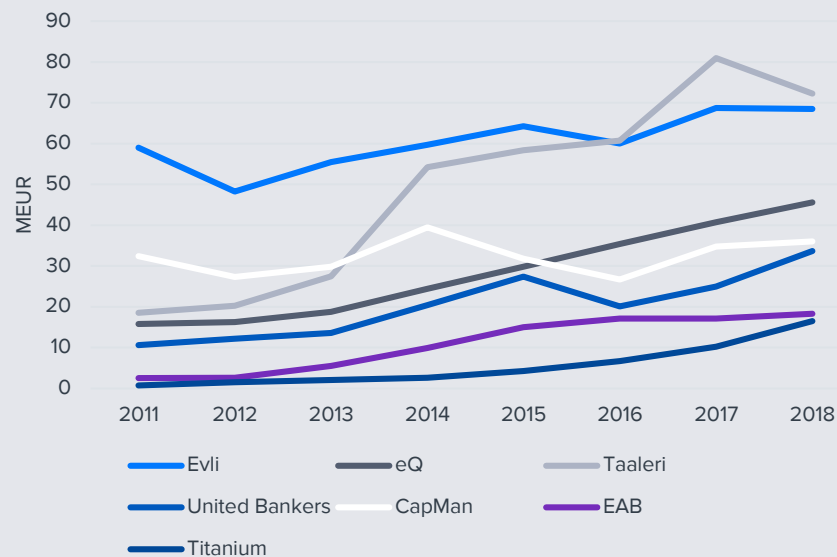
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Privanet
MCAP (MEUR)	330	220	75	210	40	260	75	15
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1000%. IRR 35%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +25%. IRR +15%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +35%. IRR 10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -35 %, IRR noin -10 %.	2013 alkaen kokonaistuotto noin 120%. IRR +15%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR < 10%.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR noin -30 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +30%. Kannattavuus vahva, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto& transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT noin 30%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuihin tuottoihin.	EBITDA-% 2018e kohtuullinen ~20 %. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus parantunut, mutta vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Tulos painui H1'18 rumasti tappiolle myös käyttökatetasolla.
Track-record	2014-2018 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2018 EPS +4,0. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta	2015-2018 EPS CAGR 12%. Tulos kasvanut voimakkaasti kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Strateginen fokus on ollut epäselvä ja kehitys heikkoa ainakin Alfred Berg-järjestelyyn asti. EPS kehitys ollut vaisua.	Yhtiön tulos noussut uudelle tasolle 2013 jälkeen. Hallinnointiliiketoiminta kannattavaa jatkuvilla palkkioilla.	Tuloskehitys jäänyt viimevuosina odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin. IPO:n jälkeen EPS CAGR 12%.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Ratkaisuisia korkeat kulut eivätkä tuotteet pääosin ole pärjänneet vertailuissa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Heikkoutena myynnin tehokkuus ja tuotteiden vaihteleva laatu.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusalueissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omissa sijoituksissa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yrityssostot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Alfred Berg fuusion myötä painopiste siirtyy yhä enemmän Varainhoitoon. Integraatio ja tuotteiden kokoluokkien kasvu fokuksessa. Yrityssostot todennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitussalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yrityssostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitus-liiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien liikevaihtojen kehitys



	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	CapMan	EAB	Titanium
Investointipankki	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Omaisuu denhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Arvopaperivälitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Kyllä
Private equity	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

eQ:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2018 lopussa 78,2 MEUR, oma pääoma 62,2 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 (2018: 0,3 MEUR). Toinen merkittävä pitkän aikavälin tase-erä ovat yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli 2018 lopussa sijoituksia pääomarahastoihin 16,9 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin kappaleessa ”Sijoitukset”.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2018 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 25,7 MEUR:n arvosta sekä noin 5,8 MEUR saamisia. Arviomme mukaan eQ haluaa säilyttää taseensa nettovelattomana myös jatkossa, sillä se haluaa säilyttää riittävän liikkumavaran operatiivisessa liiketoiminnassa sekä mahdollisia yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Ainoa skenaario jossa yhtiö ottaisi taseeseensa velkaa, olisi mielestämme yritysjärjestelyt. Käsittelemme yritysjärjestelyjä tarkemmin sivulla 40.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön kokonaispääoman vähimmäisvaateelle (CET 1) on

8 % ja yhtiön omana tavoitteena on 10 %:n taso. Yhtiön CET1-vakavaraisuus oli 2018 lopussa 9,6 % ja alle yhtiön oman tavoitetason. Vakavaraisuuslaskelma huomioi jo ehdotetun voitonjaon maaliskuun yhtiökokoukselle (0,54e/osake). eQ kommentoi asiaa tilinpäätöstiedotteessaan seuraavasti:

”eQ Oyj on kuitenkin saanut vuoden 2018 maksulliseen optio-ohjelmaan liittyen optionsaajilta kirjalliset peruuttamattomat sitoumukset optioiden merkintäoikeuksien maksujen suorittamisesta yhtiölle maaliskuussa 2019 ennen osingon jakoa ja pääomanpalautusta. Näiden maksujen myötä tuleva omien varojen lisäys on 1,35 miljoonaa euroa. Mikäli 2018 optio-ohjelman optioiden merkintäoikeuksien maksut olisi tehty jo vuonna 2018 olisi konsernin vakavaraisuussuhde ollut 10,7% vuoden 2018 lopussa. Optio-ohjelman 2018 myötä tuleva omien varojen lisäys vakavaraisuuslaskennassa edellyttää Finanssivalvonnan lupaa. eQ on hakenut tätä lupaa alkuvuoden 2019 aikana.”

Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

eQ:n taseasema on kaksijakoinen. Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2018 lopussa noin 80 % ja nettovelkaantumisaste noin -40 %.

Yhtiön viime vuosien aggressiivisesta osingonjaosta (osinko jatkuvasti yli tuloksen) johtuen yhtiön oma pääoma on laskenut ja samalla yhtiön vakavaraisuuteen liittyvät pääomatarpeet ovat kasvaneet liiketoiminnan kokoluokan kasvun myötä (operatiiviset riskierät). Myös oman taseen sijoitukset nostavat pääomavaatimuksia

(luottoriskierät).

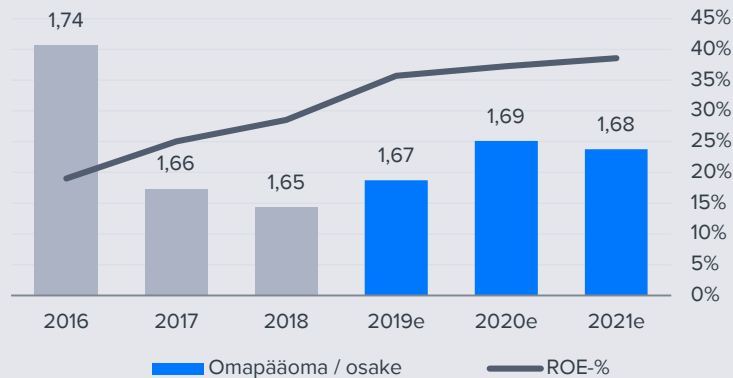
Tämän seurauksena yhtiön liikkumavara vakavaraisuuden suhteen on varsin ohut CET1-suhteen ollessa yhtiön tavoitetason tuntumassa. Yhtiön optioilla oikaistu ydinpääoma oli 2018 lopussa 13,7 MEUR, jota voidaan pitää suhteellisen pienenä määränä.

Liiketoiminnan kasvun jatkuessa yhtiöllä ei arviomme mukaan ole enää mahdollisuuksia jakaa tulosta suurempaa osinkoa ja jatkossa osinko kulkeekin käsikädessä tuloksen kanssa.

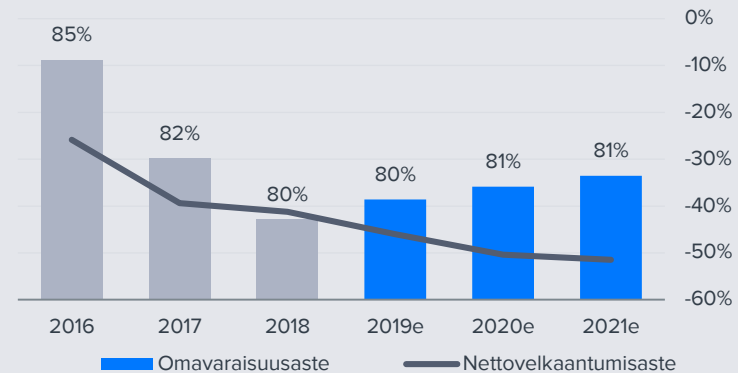
eQ:n tavoitteena on ollut jakaa tilikauden tulos osinkona. Osingon lisäksi yhtiö voi palauttaa omistajille pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa omasta pääomarahastosijoitustoiminnasta saatujen pääomanpalautusten ja pääomakutsujen nettokassavirroista. Käytännössä tiukentunut vakavaraisuusasema tulee johtamaan siihen, että ainakaan lähivuosina yhtiö ei tule jakamaan pääoman palautuksia.

Taloudellinen tilanne

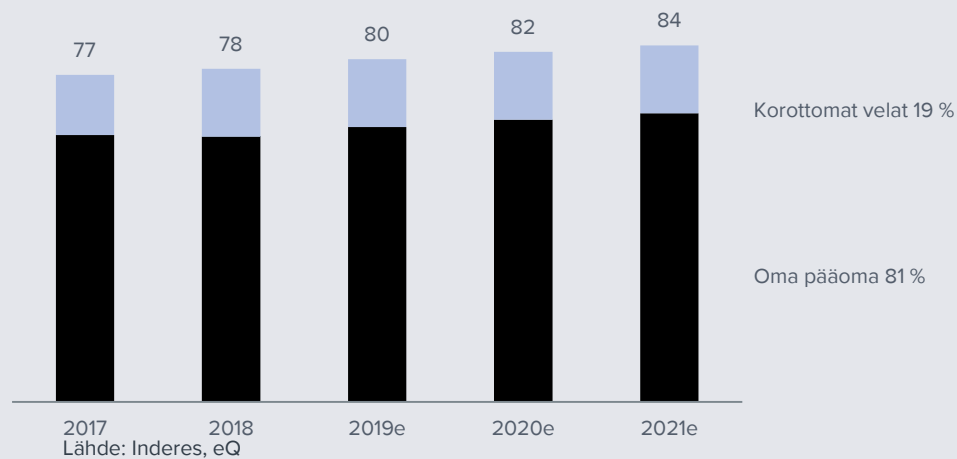
Oma pääoma per osake ja ROE-%



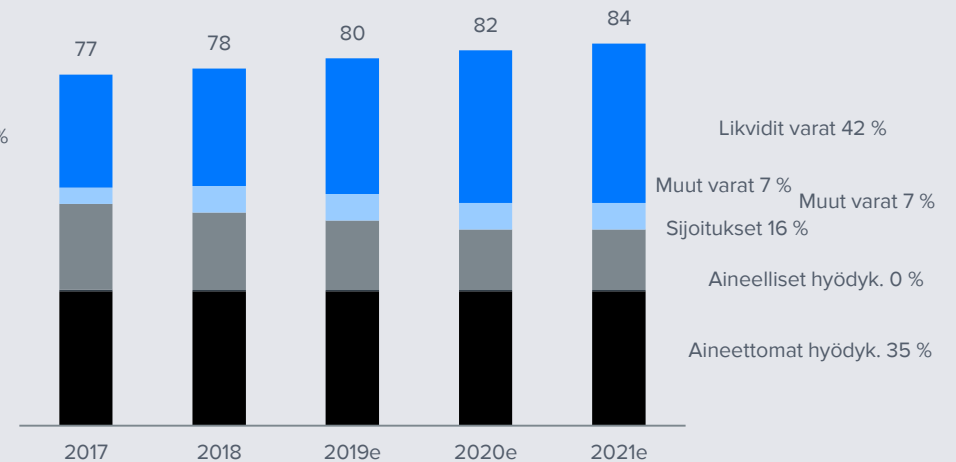
Taseen avainlukujen kehitys



Taseen vastaavat 2018



Taseen vastattavat 2018



Konsernin tulosennusteet

Käsitlemme tässä kappaleessa tiiviisti konsernitason tulosennusteet. Tarkemmat segmenttikohtaiset tulosennusteet löytyvät segmenttien omista osioista. Isossa kuvassa ennusteidemme lähtökohtana on edelleen markkinatilanteen säilyminen hankalana, mutta emme odota sen oleellisesti heikkenevän nykyisestä. eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa johdosta positioitunut poikkeuksellisen hyvin tämänkaltaiseen markkinaan ja näkemyksemme mukaan nykyinen markkinatilanne ei oleellisesti vaikeuta yhtiön tulokasvua. Epävarmuuden pitäisi kasvaa nykyisestä vielä merkittävästi tai vaihtoehtoisesti korkotason pitäisi nousta, jotta yhtiön ydinliiketoiminta alkaisi kärsiä.

Vuodesta 2019 tulee erinomainen

Ennustamme eQ:n tulokseen selkeää tasoloikkaa vuoden 2019 aikana. Ennustamme konsernin liikevoiton kasvavan 26 %:lla 28,4 MEUR:oon Varainhoidon erinomaisen kehityksen johdosta. Varainhoidon tulokasvua ajaa kiinteistö- ja PE-rahastojen vahva kasvu sekä poikkeuksellisen korkeat tuottosidonnaiset palkkiot. Adviumilta odotamme kohtalaista vuotta ja ennusteemme heijastelee suotuisaa markkinatilannetta. Tuloslaskelman alimmilla riveillä ei tuttuun tyyliin tapahdu yllätyksiä ja ennustamme EPS:n kasvavan liikevoiton tahdissa 0,58 euroon. Yhtiön kassavirta tulee laskelmiemme mukaan olemaan muutaman sentin tulosta korkeampi oman taseen sijoitusten pääoman palautusten ansiosta. Ennustamme osingon olevan 0,58 euroa, sillä tiukan vakavaraisuuden myötä yhtiö ei arviomme mukaan kykene jakamaan pääoman palautusta.

Huomautamme sijoittajille, että vuosi 2019 on suurten tuottosidonnaisten palkkioiden johdosta poikkeuksellisen hyvä. Ennustamamme 5,9 MEUR:n tuottosidonnaiset palkkiot ovat poikkeuksellisen korkeat ja lähivuosina normalisoitu taso on tätä alempana.

2020-2021 tulokasvu hidastuu väliaikaisesti

2020 ja 2021 ennustamme eQ:n tulokasvun olevan 12 % ja 6 %. Kasvun hidastumisen taustalla on puhtaasti tuottosidonnaisten palkkioiden lasku. Tuottosidonnaiset palkkiot laskevat 2020-2021 aikana selvästi, kun pääomarahastoista ei väliaikaisesti tule tuottopalkkioita ja kiinteistörahastojen tuottotasot jatkavat laskuaan kohti 7 %:n aitakorkoa. Jatkuvien palkkioiden osalta kasvun taustalla ovat kiinteistö- ja PE-rahastot, joissa odotamme yhteensä yli 600 MEUR:n nettomerkitöjä per vuosi. Adviumin osalta odotamme edelleen kohtuullista vuotta, sillä matala korkotaso tukee yhtiölle kriittistä kiinteistötransaktiomarkkinaa. Tuottosidonnaisista palkkioista oikaistuna 2019-2021 tulokasvu on huomattavasti nykyennusteita tasaisempaa ja sijoittajien kannattaakin seurata myös tätä kehitystä.

Vuosien 2020 ja 2021 EPS-ennusteemme ovat 0,62 ja 0,64 euroa. Kassavirta per osake on hieman tätä korkeampi johtuen rahastojen pääoman palautuksista. Odotamme yhtiön jakavan tuloksensa täysimääräisesti ulos osinkoina, mutta pääomanpalautuksia vakavaraisuus ei edelleenkään salli.

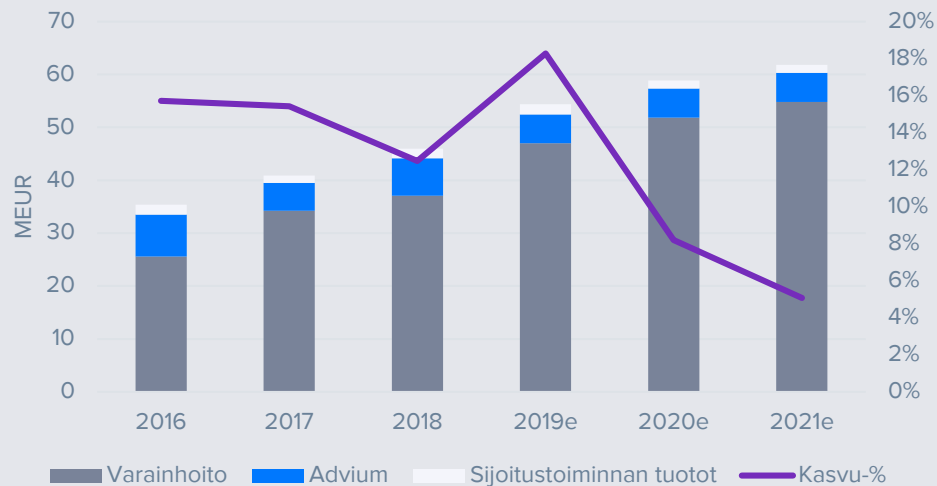
Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä on vahva

Pidemmällä aikavälillä eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää tervettä tulokasvuaan. Toimialan trendit tukevat kiinteistö- ja PE-rahastojen myyntiä myös pidemmällä aikavälillä ja yhtiön kulutehokkuus tulee myös säilymään erinomaisena.

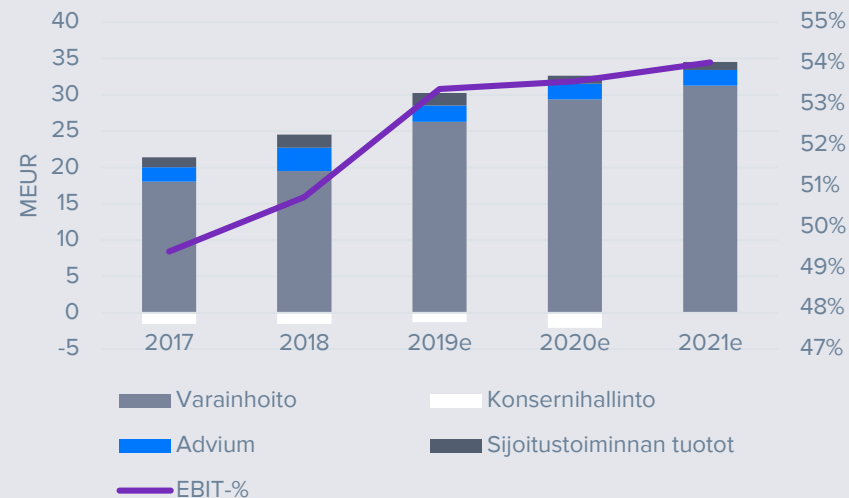
Yhtiön kasvaneen kokoluokan johdosta suhteellinen tulokasvu tulee kuitenkin hidastumaan väistämättä. On mielestämme selvää, että mikäli eQ haluaa ylläpitää viime vuosina nähtyä voimasta kasvua konsernitason (2013-2018 20 % p.a.), pitää yhtiön asteittain laajentaa myös tuotetarjontaansa tai vaihtoehtoisesti aktivoitua yritysjärjestelyissä. Uskomme mahdollisen tuotetarjonnan laajentamisen keskittyvän etenkin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin. Yritysjärjestelyjä käymme tarkemmin läpi sivulla 40.

Konsernin ennusteet yhteenveto

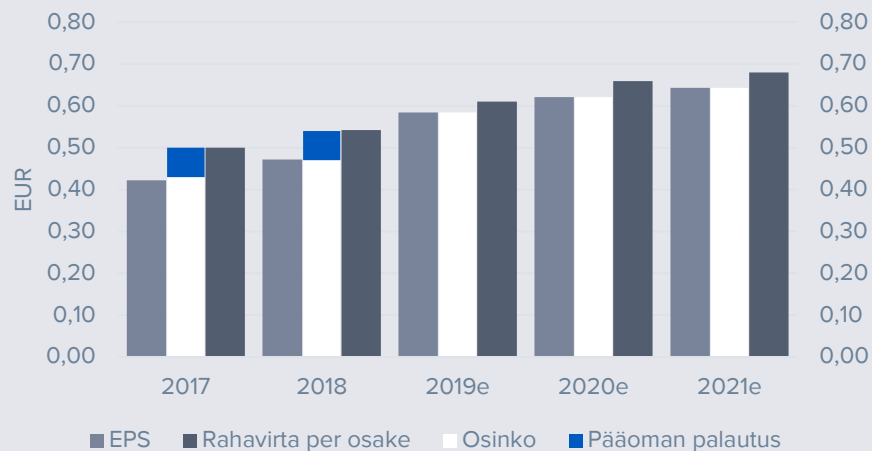
Liikevaihtoennusteet



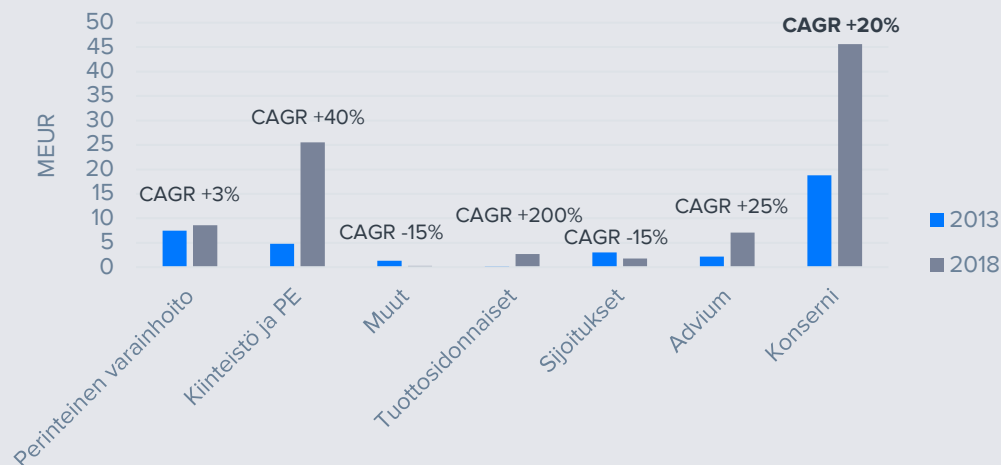
Liikevoittoennusteet



Osinko ja kassavirrat per osake



Liikevaihdon kehitys alueittain 2013-2018



Arvonmääritys ja suositus 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet eQ:n arvostusta suhteellisesti, absoluuttisesti, kassavirta-analyysillä sekä osien summan kautta. Lievästi kohonneiden tulosennusteiden sekä parantuneen tuotto/riski-suhteen johdosta tarkistamme yhtiön tavoitehintamme 9,2 euroon (aik. 8,4 euroa) joka on linjassa käyttämiemme arvonmääritysmenetelmien keskiarvon kanssa.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa lyhyellä aikavälillä edelleen pitkälti osinkoon, mutta viimevuosina voimakkaasti laskeneiden kertoimien myötä myös kertoimissa on asteittaista nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa. Yhtiön tuloskasvuedellytykset lähivuosille ovat edelleen erinomaiset ja näkyvyys tähän tulosparannukseen on hyvä.

Näkemyksemme mukaan sijoittajien eQ:ssa viimevuosina kantamat keskeiset riskit ovat olleet 1) tuloskasvuun liittynyt epävarmuus ja 2) korkeat tuloskertoimet (2013-2018 keskiarvo P/E 21x). Tuloskasvuun liittyvät riskit ovat pienentyneet oleellisesti, kun eQ:n tulos on jatkanut erinomaista kasvuaan (2013-2018 EBIT CAGR-% 35 %). Lisäksi 2018-2019 markkinaturbulenssi on osoittanut, että yhtiölle kriittisten kiinteistö- ja PE-rahastojen uusmyynnin riippuvuus pääomamarkkinan kehityksestä on matala, joka laskee tulevaisuuden tuloskasvuun liittyvää riskitasoa entisestään.

Arvostuskertoimien osalta riskitaso on pienentynyt oleellisesti kertoimien laskun myötä. 2018 toteutuneella tuloksella laskettu P/E-kerroin on noin 18x ja 15 % alle 2013-2018 keskiarvon. 2019 ennustamallamme tulosparannuksella P/E-kerroin

laskee 15x tasolle mikä on matalan taso yhtiön historian aikana.

Kokonaisuutena eQ:n osakkeen tuotto-odotus on viimeisen vuoden aikana parantunut, kun tuloskasvu on ollut osakekurssin kehitystä nopeampaa.

Nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta hyvänä.

eQ:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

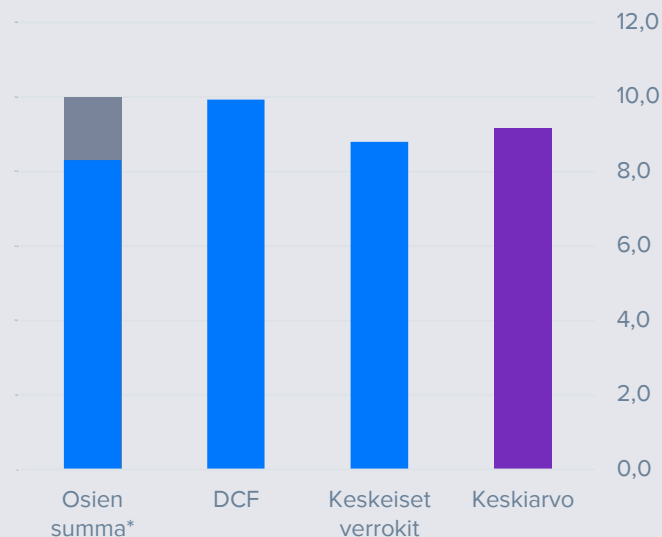
- Vahvat tuloskasvunäkymät
- Maltillinen riskiprofiili
- Erinomainen track-record
- Yritysjärjestelyoptio

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kypsä markkinatilanne ja korkeat omaisuusarvot
- Riippuvuus kiinteistösektorista

Kuten oheisesta yhteenvetograafista näkyy, on tavoitehintamme linjassa keskeisten arvonmääritysmenetelmiemme keskiarvon kanssa. Käsitlemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavalla sivulla. Kokonaisuutena eQ on mielestämme finanssisektorin laadukkaimpia yhtiöitä Suomessa ja tämän myötä yhtiötä tulee hinnoitella preemiolla suhteessa sen listattuihin verrokkeihin.

Arvostus yhteenveto (EUR)



*Harmaa palkki kuvastaa osien summaa Adviumin arvolla osana eQ:ta oikaistulla arvolla (sivu 37)

Arvonmääritys ja suositus 2/4

Osien summa

Näkemyksemme mukaan oikea tapa arvottaa eQ:ta on osien summa -valuaatio. Perustelemme tämän sillä, että yhtiössä sijoittajat saavat mukanaan yritysjärjestelyoption, jonka voidaan realistisesti odottaa realisoituvan lähivuosien aikana. Ottaen huomioon yhtiön johdon erinomaiset näytöt yritysjärjestelystä, voidaan tätä optiota pitää ehdottomasti positiivisena sijoittajille.

Osien summa laskelmallamme eQ:n osien summa on 313 MEUR tai 8,3 euroa per osake. Arvo on noussut jälleen vuodentakaisesta (aik. 296 MEUR) johtuen Varainhoidon erinomaisesta kehityksestä. Ylivoimaisesti suurin osa eQ:n arvosta on Varainhoidossa ja arvotamme Varainhoidon 275 MEUR:oon (sivu 17). Sijoitukset-segmentin arvo on 16,9 MEUR (sivu 20) ja Adviumin arvo 17 MEUR (sivu 22). eQ:n nettokassa on arviomme mukaan vuoden 2017 lopussa noin 25,7 MEUR. Konsernihallinnolla on negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon ja sen diskontattu nettonykyarvo on noin -21,2 MEUR.

eQ:ta 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 tulosheilunnan merkitys on omistajille pienempi. Osana eQ:ta markkinat hinnoittelevat Adviumia oikeutetusti noin EV/EBITDA

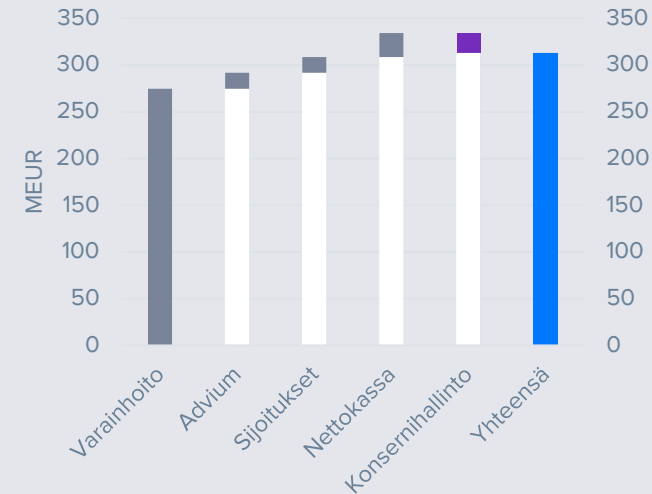
10x kertoimella ja tällä kertoimella laskettuna olisi eQ:n osien summa lähellä nykyistä osakekurssia. Osien summa laskelma puolestaan huomioi konsernin kulut ainoastaan negatiivisena kulueränä, eikä se anna ollenkaan arvoa konsernin yritysjärjestelyoptiolle.

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu selvästi vuoden 2022 jälkeen. Kannattavuus pysyy lähivuodet nykyisenkaltaisella poikkeuksellisen hyvällä tasolla ja laskee vasta ennusteperiodin loppupäässä (2025 jälkeen), mutta on edelleen toimialan parhaimmalla tasolla. Soveltamamme WACC-% on 8,7 % heijastelee yhtiön toimialalle maltillista riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 9,93 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme osien summan preemiohinnoittelusta. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys eQ:n osalta on noussut selvästi viimeisen kahden vuoden aikana yhtiön vahvan tuloskehityksen ansiosta. Tulosennusteisiimme liittyy mielestämme selvästi aiempaa vähemmän riskiä, mikä parantaa DCF-mallin luotettavuutta.

Osien summa laskelma



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Preemiokertoimet ovat sulaneet pois

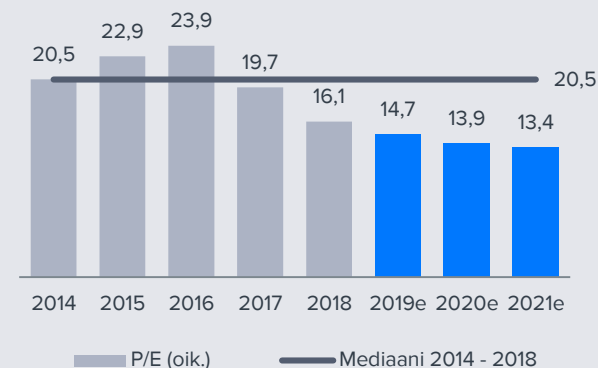
eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tulokertoimilla (2013-2018 keskiarvo P/E 21x) johtuen yhtiön vahvoista tulokasvunäkymistä. Viimeisen kahden vuoden aikana tulokasvu on ollut kurssikehitystä nopeampaa ja arvostuskertoimet ovat laskeneet selvästi. 2018 toteutuneella tuloksella laskettu P/E-kerroin on noin 18x ja 15 % alle 2013-2018 keskiarvon. Vastaava EV/EBITDA-kerroin on noin 13,5x ja hieman alle 2013-2018 keskiarvon 14,5x johtuen yliomavaraisen taseen purkautumisesta. Vaikka pahin preemio onkin sulanut toteutuneista numeroista pois, ovat 2018 kertoimet edelleen varsin korkeat ja ne hinnoittelevat edelleen selkeää tulokasvua.

2019 ennustamallamme tulosparannuksella P/E-kerroin laskee tasolle 15x ja vastaava EV/EBITDA 11x tasolle. 2019 tulosparannuksen askelmerkit ovat mielestämme hyvin selkeät ja niihin liittyvät riski ovat varsin maltillisen. Arvostustasot ovat merkittävästi alle yhtiön historiallisten tasojen ja matalimmat tasot yhtiön historiassa. Sijoittajien on hyvä huomioda, että eQ:n tulokasvu tulee väistämättä hidastumaan lähivuosina yhtiön historialliselta tasolta vertailulukujen käydessä yhä haastavammiksi. Tulokasvun hidastuessa on luonnollista, että myös arvostuskertoimet tulevat alas. Mielestämme 2019 kertoimet alkavat olla jo kohtuullisen houkuttelevalla tasolla ja linjassa yhtiölle hyväksyttävien kertoimien kanssa. Kertoimiin liittyvä riskitaso on huomattavasti aiempaa matalampi joka parantaa osakkeen tuotto/riski-suhdetta.

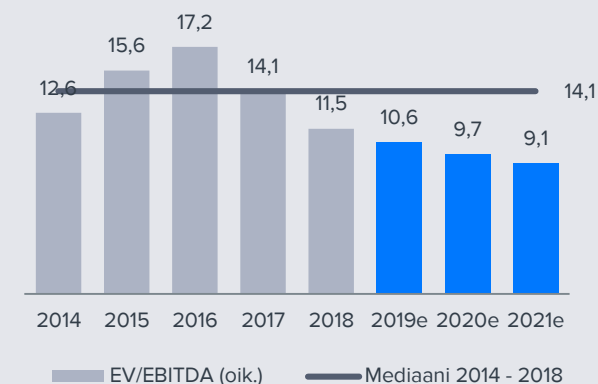
Osinkotuotto on ennusteillamme hieman yli 6 % ja

linjassa yhtiön historiallisen osinkotuoton kanssa (2013-2018 ~6 %). Osinko on varsin turvallinen ja siihen liittyvä riski on mielestämme rajallinen. Korkea ja asteittain kasvava osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuotto-odotusta.

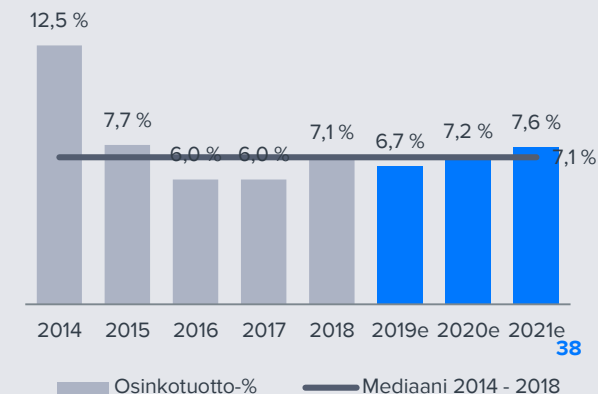
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Vertailuryhmäarvostus

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBITDA-kertoimille sekä osinkotuotolle. Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleria, Evliä, Titaniumia, EAB Groupia, Titaniumia, United Bankersia CapMania ja Privanetia. Verrokkien joukko on varsin kirjava ja esim. CapMan ja Privanet ovat mielestämme käytännössä sijoitusyhtiötä. Parhaat verrokkit eQ:lle ovat mielestämme Taaleri ja Evli.

Suhteessa laajaan verrokkiryhmään eQ:n osake hinnoitellaan tällä hetkellä kohtuullisella tulos pohjaisella preemiolla (11-17 %) 2019 kertomilla ja osingolla mitattuna yhtiön arvostustaso on neutraali. Mielestämme eQ:ta tulee hinnoitella tulos pohjaisesti selvällä preemiolla suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään johtuen sen erinomaisesta track-recordista, keskimääräisiä verrokkeja paremmista tuloskasvunäkymistä sekä

maltillisemmasta riskiprofilista.

Nykyinen preemio suhteessa verrokkeihin on matalin taso yhtiön historiassa mikä tukee näkemystämme yhtiön selvästi maltillistuneesta arvostustasosta. Kokonaisuutena annamme vain vähän painoa laajalle verrokkiryhmälle ja keskitymme analyysissämme yhtiön lähimpiin verrokkeihin.

Lähimmät verrokkit

Listautuista kotimaisista finanssipalveluyhtiöistä parhaat verrokkit eQ:lle ovat Taaleri ja Evli. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiyhtiöistä lähimpänä toisiaan. eQ:n taloudellinen suorittaminen on ollut viime vuosina poikkeuksellisen hyvää ja yhtiön tulos kunto on tällä hetkellä näistä kolmesta selvästi paras. eQ:n riskitaso on myös kolmikon maltillisin johtuen matalahkosta riippuvuudesta pääomamarkkinaan.

Soveltamalla Evlin ja Taalerin vuoden 2019 EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa samoilla painoilla, olisi eQ:n käypä arvo 8,8 euroa per osake, joka on linjassa nykyisen osakekurssin kanssa. Mielestämme eQ ansaitsee lievän preemioarvostuksen suhteessa Evliin ja Taaleriin. Myös suhteellinen arvostus Taaleriin ja Evliin verrattuna tukee näkemystämme osakkeen käyvistä arvosta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
EAB Group	2,90	24	31	20,5	9,5	10,3	6,3	2,1	1,7	22,3	12,1	3,8	5,2	2,1
CapMan	1,77	260	227	11,2	8,1	11,1	8,0	6,0	5,2	12,6	10,3	7,4	8,3	2,1
Evli	9,04	218	218	10,6	9,0	9,6	8,3	3,0	2,8	14,8	12,4	6,8	7,1	2,8
Titanium	7,45	74	63	11,1	9,7	7,8	7,9	5,0	5,1	9,8	10,2	8,5	8,9	5,0
Taaleri	7,60	219	283	10,1	9,1	9,5	8,4	3,3	3,0	11,5	10,6	3,9	4,1	1,7
United Bankers	7,20	68	71	13,4	10,7	7,4	6,4	2,0	1,9	9,9	8,7	6,8	7,8	2,3
Privanet	0,88	12	16		10,3	11,5	5,2	1,4	1,3	17,6	8,0	1,1	4,6	1,2
eQ (Inderes)	8,62	334	304	10,7	9,8	10,6	9,7	5,6	5,1	14,7	13,9	6,8	7,3	5,2
Keskiarvo				12,8	9,5	9,6	7,2	3,3	3,0	14,1	10,3	5,5	6,6	2,5
Mediaani				11,2	9,5	9,6	7,9	3,0	2,8	12,6	10,3	6,8	7,1	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-4 %	3 %	11 %	23 %	87 %	87 %	17 %	35 %	0 %	3 %	144 %

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

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-Burdaarasille 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 sijoitussalkun täyttä arvoa. Myös Amandan myöhemmin tuottamat kassavirrat tukevat tätä näkemystämme.

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. eQ:n omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen tahon, joka haluaisi laajentaa Suomeen. Kotimaassa eQ olisi kiinnostava lisä esimerkiksi S-Pankille tai pienemmille pankeille (esim. Aktia tai OmaSP). Pienempien pankkien osalta eQ:n absoluuttisesti korkea markkina-arvo asettaa haasteita potentiaaliselle kaupalle. Emme pidä tätä skenaariota erityisen todennäköisenä lyhyellä aikavälillä.

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. Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpana haasteena onkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät. eQ on yksi keskeisiä paloja finanssisektorin konsolidaatiossa ja annamme kohtuullisen suuren todennäköisyyden sille, että yhtiö on toimialan suuremmissa järjestelyissä mukana 3-5 vuoden tähtäimellä.

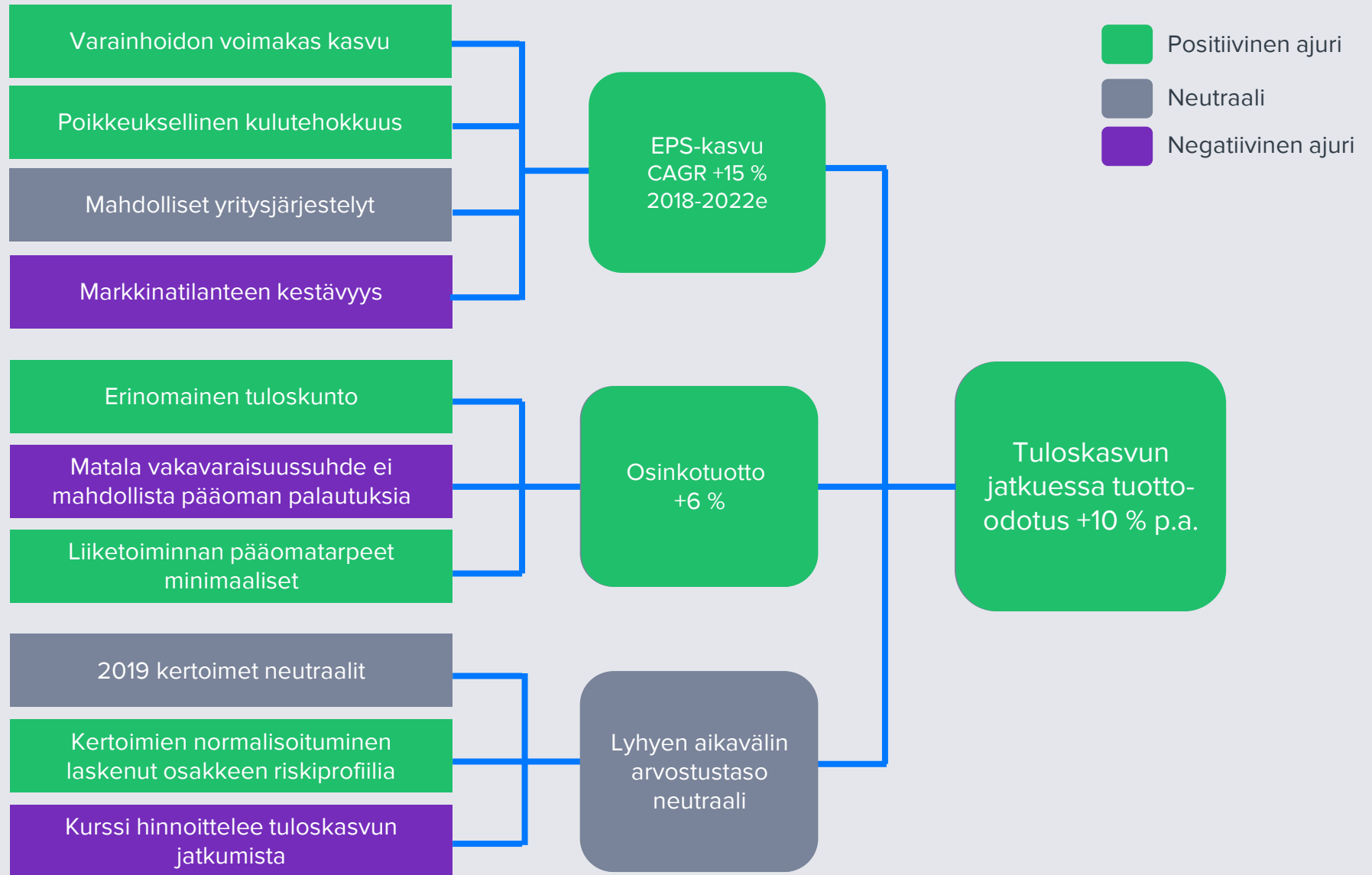
Arviomme mukaan eQ on kiinnostunut laajentamaan toimintaansa yritysjärjestelyillä esimerkiksi tuotetarjontansa laajentamiseksi (esim. uudet pääomarahastot) tai puhtaasti hallinnoitavan

varallisuuden kasvattamiseksi. Nämä järjestelyt olisivat kuitenkin toteutuessaan pieniä ja niillä ei olisi oleellista merkitystä koko konsernia ajatellen.

Järjestelyiden todennäköisyys kasvanut

Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyiden todennäköisyys on kasvanut eQ:lla viimeisen kahden vuoden aikana. Yhtiön tulostaso on tehnyt selkeän tasokorjauksen, mikä on normalisoinut yhtiön arvostustason. Lisäksi siirtyminen seuraavaan kokoluokkaan vaatisi mielestämme yritysjärjestelyjä. Myös yhtiön nykyinen preemiohinnoittelu suhteessa keskeisiin verrokkeihin toimii hyvänä insentiivinä aktivoitua yritysjärjestelyissä.

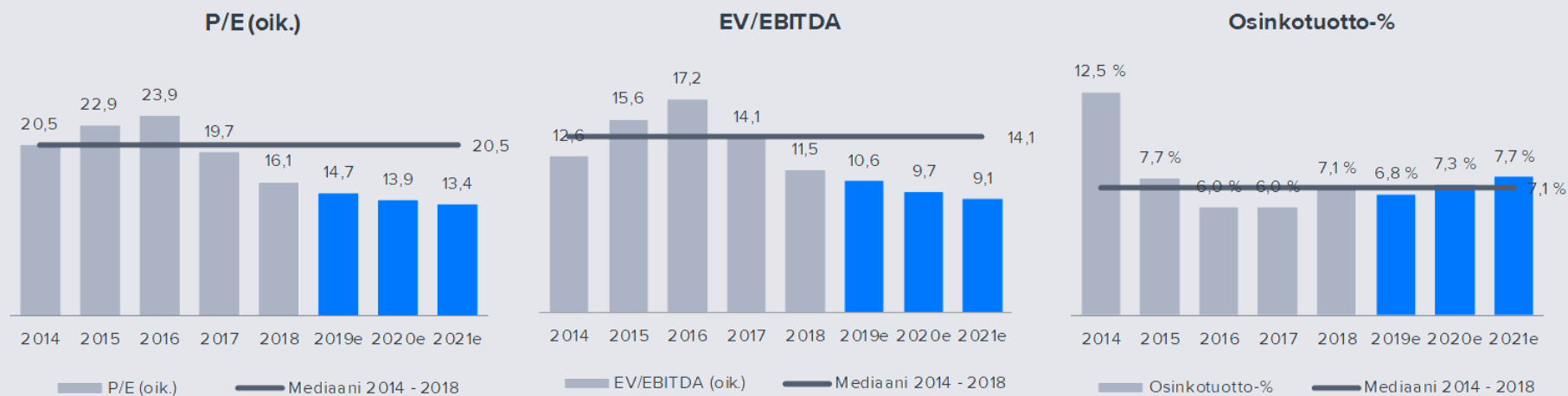
eQ:n arvoajurit



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,00	6,50	8,29	8,30	7,60	8,62	8,62	8,62	8,62
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,7	37,0	37,7	37,7	38,7	39,2	40,2	40,7
Markkina-arvo	146	239	307	313	287	334	334	334	334
Yritysarvo (EV)	124	217	290	288	261	304	300	299	295
P/E (oik.)	20,5	22,9	23,9	19,7	16,1	14,7	13,9	13,4	11,8
P/E	20,5	22,9	23,9	19,7	16,1	14,7	13,9	13,4	11,8
P/Kassavirta	9,5	15,9	22,6	12,1	14,7	13,7	12,7	12,9	11,2
P/B	1,9	3,4	4,8	5,0	4,6	5,2	5,0	4,9	4,7
P/S	6,0	7,8	8,7	7,7	6,3	6,2	5,7	5,4	4,8
EV/Liikevaihto	5,1	7,1	8,2	7,1	5,7	5,6	5,1	4,9	4,3
EV/EBITDA (oik.)	12,6	15,6	17,2	14,1	11,5	10,6	9,7	9,1	7,8
EV/EBIT (oik.)	13,9	16,4	17,9	14,3	11,6	10,7	9,8	9,2	7,9
Osinko/tulos (%)	256,0 %	175,8 %	144,4 %	118,4 %	114,4 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	12,5 %	7,7 %	6,0 %	6,0 %	7,1 %	6,8 %	7,3 %	7,7 %	8,9 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	40,7	9,6	10,9	10,4	14,7	45,6	11,9	12,8	13,1	16,4	54,2	58,4	61,4	69,2
Varainhoito	33,9	8,5	9,0	9,4	10,0	36,9	10,9	10,8	12,2	13,1	47,0	51,8	54,8	62,6
Sijoitukset	1,4	0,6	0,6	0,5	0,1	1,8	0,4	0,3	0,4	0,8	1,7	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	5,2	0,4	1,4	0,5	4,8	7,1	0,7	1,8	0,5	2,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Konsernihallinto	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	20,4	4,5	5,2	5,6	7,5	22,7	5,9	6,5	7,3	9,1	28,7	30,9	32,8	37,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,1	4,4	5,1	5,6	7,4	22,5	5,8	6,4	7,2	9,0	28,4	30,6	32,5	37,5
Liikevoitto	20,1	4,4	5,1	5,6	7,4	22,5	5,8	6,4	7,2	9,0	28,4	30,6	32,5	37,5
Varainhoito	18,0	4,3	4,7	5,4	5,1	19,5	5,8	5,8	7,3	7,4	26,3	29,4	31,3	36,4
Sijoitukset	1,4	0,7	0,5	0,4	0,2	1,8	0,4	0,3	0,4	0,8	1,7	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	2,0	-0,1	0,5	0,0	2,8	3,2	0,1	0,8	0,0	1,3	2,2	2,2	2,1	2,1
Konsernihallinto	-1,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,7	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
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	0,0
Tulos ennen veroja	20,1	4,4	5,1	5,6	7,4	22,5	5,8	6,4	7,2	9,0	28,4	30,6	32,5	37,5
Verot	-4,2	-0,9	-1,1	-1,1	-1,5	-4,7	-1,2	-1,3	-1,4	-1,9	-5,8	-6,3	-6,7	-7,7
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	0,0
Nettotulos	15,9	3,5	4,0	4,4	5,9	17,8	4,7	5,1	5,8	7,1	22,6	24,3	25,8	29,8
EPS (oikaistu)	0,42	0,09	0,11	0,12	0,16	0,47	0,12	0,13	0,15	0,18	0,58	0,62	0,64	0,73
EPS (raportoitu)	0,42	0,09	0,11	0,12	0,16	0,47	0,12	0,13	0,15	0,18	0,58	0,62	0,64	0,73

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	14,9 %	2,1 %	18,4 %	26,8 %	6,1 %	12,2 %	24,9 %	17,2 %	25,6 %	11,0 %	18,7 %	7,9 %	5,1 %	12,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	24,2 %	3,7 %	14,4 %	35,6 %	1,0 %	11,6 %	32,6 %	24,9 %	29,7 %	21,4 %	26,5 %	7,9 %	6,1 %	15,4 %
Käyttökate-%	50,2 %	46,6 %	47,0 %	53,9 %	50,6 %	49,7 %	49,6 %	50,3 %	55,8 %	55,4 %	53,0 %	53,0 %	53,4 %	54,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	49,5 %	46,1 %	46,6 %	53,5 %	50,2 %	49,2 %	48,9 %	49,7 %	55,2 %	54,9 %	52,4 %	52,4 %	52,9 %	54,2 %
Nettotulos-%	39,1 %	36,5 %	37,0 %	42,5 %	39,7 %	39,0 %	39,1 %	39,7 %	44,2 %	43,3 %	41,8 %	41,7 %	42,1 %	43,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	48,8	46,7	44,9	42,9	42,9
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Käyttöomaisuus	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	18,8	16,9	15,2	13,2	13,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	28,0	31,6	35,5	39,2	40,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,3	5,8	5,8	5,8	5,8
Myyntisaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	24,7	25,7	29,7	33,4	34,9
Taseen loppusumma	76,8	78,2	80,4	82,2	83,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	62,7	62,2	64,5	66,2	67,7
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	21,8	23,8	26,1	27,8	29,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	29,6	27,0	27,0	27,0	27,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	14,1	15,9	15,9	15,9	15,9
Laskennalliset verovelat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	13,3	15,2	15,2	15,2	15,2
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	76,8	78,2	80,4	82,2	83,6

DCF-laskelma

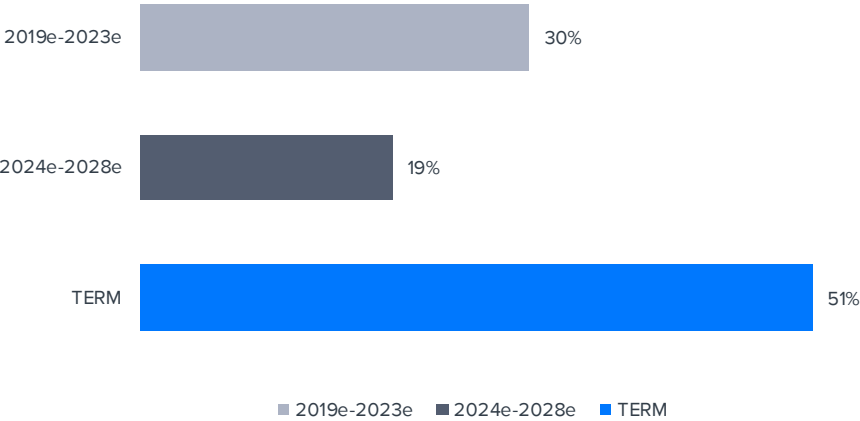
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	22,5	28,4	30,6	32,5	37,5	35,6	36,7	33,9	30,9	31,6	32,4	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-4,4	-5,8	-6,3	-6,7	-7,7	-7,3	-7,5	-6,9	-6,3	-6,5	-6,6	
- verot rahoituskuluista	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	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	15,7	22,9	24,7	26,2	30,1	28,6	29,5	27,2	24,8	25,5	26,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	1,7	1,4	1,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	19,3	24,4	26,3	25,9	29,8	28,3	29,2	26,9	24,5	25,2	25,4	
+/- Muut	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	19,5	24,4	26,3	25,9	29,8	28,3	29,2	26,9	24,5	25,2	25,4	418
Diskontattu vapaa kassavirta		22,7	22,5	20,4	21,6	18,9	17,9	15,2	12,7	12,0	11,2	184
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		359	336	314	293	272	253	235	219	207	195	184
Velaton arvo DCF		359										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		25,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		384										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	35,4	40,7	45,6	54,2	58,4
Käyttökate	16,8	20,4	22,7	28,7	30,9
Liikevoitto	16,2	20,1	22,5	28,4	30,6
Voitto ennen veroja	16,2	20,1	22,5	28,4	30,6
Nettovoitto	12,8	15,9	17,8	22,6	24,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	76,2	76,8	78,2	80,4	82,2
Oma pääoma	64,5	62,7	62,2	64,5	66,2
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Nettovelat	-16,7	-24,7	-25,7	-29,7	-33,4

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	16,8	20,4	22,7	28,7	30,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,0	6,9	-2,5	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	8,2	23,1	15,7	22,9	24,7
Investoinnit	3,1	0,2	1,7	1,4	1,6
Vapaa kassavirta	13,6	25,8	19,5	24,4	26,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Fennogens Investments S.A.	21,1 %
Chilla Capital Sa	15,8 %
Anchor Oy Ab	15,4 %
Teamet	10,9 %
OY Cevante Ab	3,8 %
Peter Fazer	3,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,35	0,42	0,47	0,58	0,62
EPS (oikaistu)	0,35	0,42	0,47	0,58	0,62
Operat. kassavirta / osake	0,22	0,61	0,42	0,59	0,63
Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,68	0,52	0,63	0,67
Omapääoma / osake	1,74	1,66	1,65	1,67	1,69
Osinko / osake	0,50	0,50	0,54	0,58	0,62

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	15 %	12 %	19 %	8 %
Käyttökateen kasvu-%	21 %	21 %	11 %	27 %	8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	24 %	12 %	26 %	8 %
EPS oik. kasvu-%	22 %	22 %	12 %	24 %	6 %
Käyttökate-%	47,6 %	50,2 %	49,7 %	53,0 %	53,0 %
Oik. Liikevoitto-%	45,8 %	49,5 %	49,2 %	52,4 %	52,4 %
Liikevoitto-%	45,8 %	49,5 %	49,2 %	52,4 %	52,4 %
ROE-%	19,0 %	25,0 %	28,5 %	35,7 %	37,2 %
ROI-%	24,1 %	31,6 %	35,9 %	44,8 %	46,8 %
Omavaraisuusaste	84,7 %	81,5 %	79,6 %	80,2 %	80,6 %
Nettovelkaantumisaste	-25,9 %	-39,4 %	-41,2 %	-46,0 %	-50,4 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	8,2	7,1	5,7	5,6	5,1
EV/EBITDA (oik.)	17,2	14,1	11,5	10,5	9,6
EV/EBIT (oik.)	17,9	14,3	11,6	10,6	9,7
P/E (oik.)	23,9	19,7	16,1	14,6	13,8
P/B	4,8	5,0	4,6	5,1	5,0
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,0 %	7,1 %	6,8 %	7,3 %

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21/09/2015	Lisää	5,70 €	4,97 €
05/11/2015	Lisää	6,10 €	5,77 €
11/02/2016	Vähennä	6,40 €	6,30 €
15/04/2016	Lisää	6,40 €	5,40 €
03/05/2016	Lisää	6,40 €	5,75 €
03/08/2016	Lisää	7,00 €	6,48 €
13/10/2016	Lisää	7,20 €	6,60 €
03/11/2016	Lisää	7,20 €	6,86 €
11/01/2017	Vähennä	7,80 €	8,29 €
06/02/2017	Vähennä	7,80 €	8,37 €
21/04/2017	Lisää	8,00 €	7,51 €
29/04/2017	Lisää	8,20 €	7,60 €
10/08/2017	Lisää	8,60 €	8,18 €
27/10/2017	Lisää	8,60 €	8,17 €
24/01/2018	Lisää	9,20 €	8,80 €
05/02/2018	Lisää	9,20 €	9,00 €
25/04/2018	Lisää	9,20 €	8,48 €
15/08/2018	Lisää	9,20 €	8,64 €
17/09/2018	Vähennä	9,20 €	9,20 €
30/10/2018	Lisää	8,40 €	7,92 €
10/01/2019	Vähennä	8,20 €	8,24 €
08/02/2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28/02/2019	Lisää	9,20 €	8,62 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**