



Laaja raportti

5/2020

Laadusta kannattaa maksaa

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 13,5 €) ja toistamme lisää-suosituksen. Näkemyksemme eQ:n laadusta sekä tuloskasvunäkymistä on jatkanut vahvistumistaan ja arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa vahvaa tuloskasvua heikentyneestä markkinasta huolimatta. Kovasta kurssinoususta huolimatta näemme osakkeen tarjoavan edelleen riittävän houkuttelevan riski-/tuottosuhteen vahvan tuloskasvun ja osingon myötä. Suurimmat riskit yhtiössä liittyvät tuloskasvun mahdolliseen hidastumiseen, jonka seurauksena myös nykyisissä absoluuttisesti korkeissa kertoimissa olisi laskuvaraa.

Kotimainen finanssipalvelutalo

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q1'20 lopussa 8,0 miljardia euroa. Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Varainhoito on yhtiön liiketoiminnoista ylivoimaisesti tärkein ja sen osuus konsernin tuloksesta on yli 90 %. eQ on täyden palvelun instituutiovarainhoitaja ja sen tuotetarjonnan keihäänkärkenä 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 kyennyt hyödyntämään toimialan trendit erittäin hyvin (mm. matala korkotaso, regulaatio sekä vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Oikeiden strategisten valintojen ansiosta yhtiön tulos on kasvanut keskimäärin 35 % vuodessa 2013-2019 välillä ja osakkeen kokonaistuotto on samalla ajanjaksolla noin 1000 % (IRR ~30 % p.a.).

Tuloskasvunäkymä säilyy vahvana

Heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta eQ:n tuloskasvunäkymät ovat lähivuosille edelleen erittäin hyvät. eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa johdosta positioitunut poikkeuksellisen hyvin heikentyneeseen markkinaan ja näkemyksemme mukaan nykyinen markkinatilanne ei oleellisesti vaikeuta yhtiön tuloskasvua. Yhtiön tulos tulee ennusteissamme lähivuosina kasvamaan keskimäärin noin 13 %:lla ja samalla tuloksen laatu jatkaa parantumistaan painopisteen siirtyessä entistä voimakkaammin jatkuviin listaamattomista tuotteista tuleviin palkkiovirtoihin. Tuloskasvuun liittyvä riski on mielestämme maltillinen johtuen rajallisesta markkinariskistä. Yhtiö tulee jatkamaan aggressiivista voitonjakopolitiikkaansa myös tulevana vuosina ja tämä pitää yhtiön osinkovirran hyvin vuolaana.

Tuloskasvuun ja osinkoon perustuva tuotto-odotus edelleen riittävän houkutteleva

eQ:n arvostustaso (2020e: P/E 22x) ei ole edullinen, mutta linjassa yhtiön historiallisen tason kanssa. Yhtiötä hinnoitellaan oikeutetusti merkittävällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen poikkeuksellisesta laadukkuudesta. Korkeasta arvostustasosta johtuen kertoimissa ei näkemyksemme mukaan ole nousuvaraa ja osakkeen tuotto-odotus lepääkin tulevana vuosina täysin tuloskasvun sekä osingon harteilla. Pidämme mahdollisena, että osa ripeästä tuloskasvusta tulee hautautumaan kertoimien normalisoitumisen alle, mutta tästä huolimatta tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan 10-15 %:n välillä. 10-15 % vuotuinen tuottotaso on mielestämme edelleen houkutteleva korvaus yhtiön suhteellisen matalan riskiprofiilin kantamisesta.

Analyytikot



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



Matias Arola
+ 358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



14,00 EUR

(aik. 13,5 EUR)

Osakekurssi: 12,75 EUR

Potentiaali: 9,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Varainhoito-segmentin nettoliikevaihdon ja liikevoiton ennakkoidaan kasvavan vuonna 2020

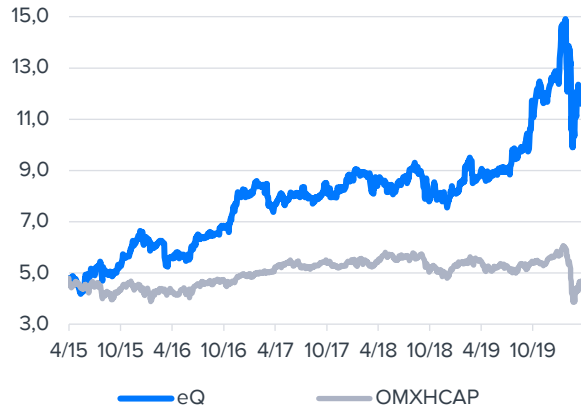
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	50,6	54,0	65,9	72,8
kasvu-%	11 %	7 %	22 %	10 %
EBIT oik.	26,3	28,7	36,9	41,3
EBIT-% oik.	51,9 %	53,3 %	56,0 %	56,8 %
Nettotulos	21,0	22,9	29,3	32,9
EPS (oik.)	0,55	0,59	0,74	0,82

P/E (oik.)	23,0	21,6	17,2	15,5
P/B	7,4	7,7	7,1	6,8
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,8 %	6,1 %	6,6 %
EV/EBIT (oik.)	17,2	16,1	12,4	11,0
EV/EBITDA	16,6	15,6	12,1	10,7
EV/Liikevaihto	8,9	8,6	6,9	6,2

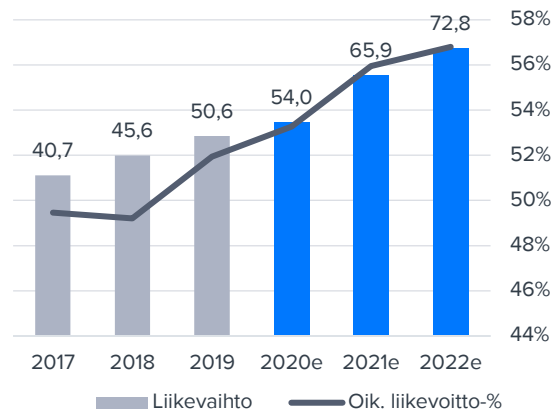
Lähde: Inderes

Osakekurssi



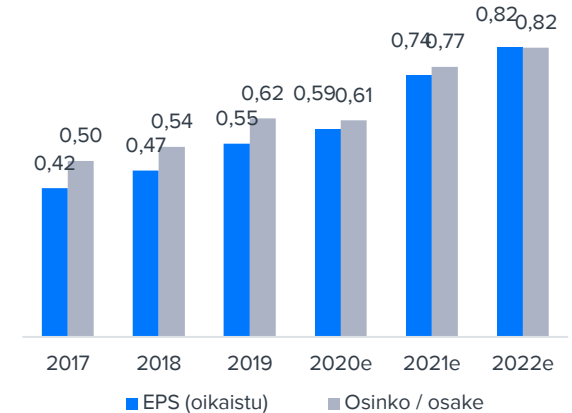
Lähde: Thomson Reuters

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 kulukurin ansiosta
- Uudet tuotteet
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Henkilöriskit
- Yleinen markkinatilanne



Arvostus

- Absoluuttisesti arvostus on korkea, mutta preemioarvostus verrokkeihin perusteltu verrokkeja matalampi riskitaso, liiketoimintojen laatu ja ennustettava tuloskasvunäkymä huomioiden
- Noin 5 %:n osinkotuotto ja ennustamamme noin vahva tuloskasvu nostavat osakkeen kokonaistuotto-odotuksen jo riittävälle tasolle

MCAP

463

MEUR

EV/EBIT

16,1

2020e

Osinko

4,8%

2020e

P/E (oik.)

21,6

2020e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Varainhoito	9-17
Corporate Finance (Advium)	18-19
Sijoitukset	20-21
Liiketoimintamallin riskiprofiili	22
Sijoitusprofiili	23
Toimiala ja kilpailukenttä	24-32
Taloudellinen tilanne	33-34
Konsernin tulosenusteet	35-36
Arvonmääritys	37-44
Liitteet	45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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 instituutiot sekä yksityishenkilöt. eQ:n hallinnoitavat varat olivat Q1'20:n lopussa yhteensä 8,0 miljardia euroa. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö- ja private equity -rahastotarjontaan ja pyrkinyt tällä erottautumaan kilpailijoistaan. Konserniin kuuluu myös Advium, joka tarjoaa yritys-, kiinteistö-, ja pääomajärjestelyihin liittyviä palveluita. Yhtiön kolmas segmentti on omasta taseesta sijoituksia tekevä Sijoitukset, ja yhtiön sijoitusomaisuuden tasearvo oli Q1'20 lopussa 16,4 MEUR. eQ:ssa työskentelee 91 henkilöä ja henkilöstön sekä hallituksen omistusosuus yhtiöstä on yli 70 %.

Yritysjärjestelyin rakennettu

Nykytuotoinen eQ syntyi vuonna 2011, kun pörssiyhtiö Amanda Capital osti yksityisessä omistuksessa olleet eQ Asset Managementin ja Advium Corporate Financen. Järjestelyn seurauksena eQ Asset Managementin ja Adviumin omistajista tuli Amanda Capitalin merkittäviä omistajia. Järjestelyssä Adviumin omistajat saivat 18 %:n ja eQ:n omistajat 12 %:n osuuden Amanda Capitalista. Samalla 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

muutuvaan toimintaympäristöön ja nousemaan seuraavaan kokoluokkaan. Vuonna 2012 uusi eQ-konserni teki merkittävän yritysjärjestelyn, kun se osti ICECAPITAL:n varainhoitoliiketoiminnan.

Yrityskaupan tarkoituksena oli nostaa eQ seuraavaan kokoluokkaan (hallinnoitava varallisuus kasvoi 3,4 mrd eurosta 6,0 mrd euroon) ja hyödyntää toimialalle tyypillisiä merkittäviä synergioita. Vuonna 2012 eQ myös osti 50 %:n omistuksen Finnreit-rahastoyhtiöstä ja laajensi tämän myötä tarjontaan kiinteistörahastoihin.

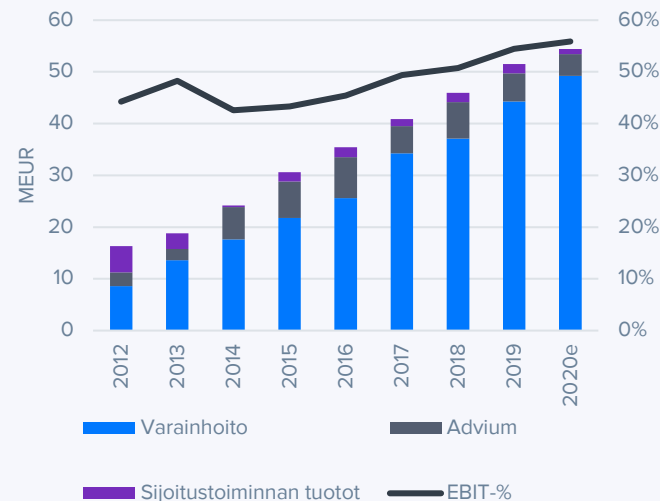
Vuoden 2013 aikana eQ saneerasi rajusti Varainhoitoaan, kun se karsi ICECAPITAL-ostosta syntyneitä päällekkäisyyksiä. eQ osti myös loput Finnreit-rahastoyhtiöistä. Vuoden 2014 aikana toteutettu saneeraus yhdessä onnistuneen myynnin ja positiivisen markkinatilanteen kanssa heijastuivat voimakkaasti yhtiön tulokseen. Yhtiön tulos nousi uudelle tasolle ja eQ:n pääpainopiste on ollut tästä lähtien vahvassa uusmyynnissä ja täyden tulospotentiaalin kapitalisoinnissa.

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 mm. seuraavat teemat:

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

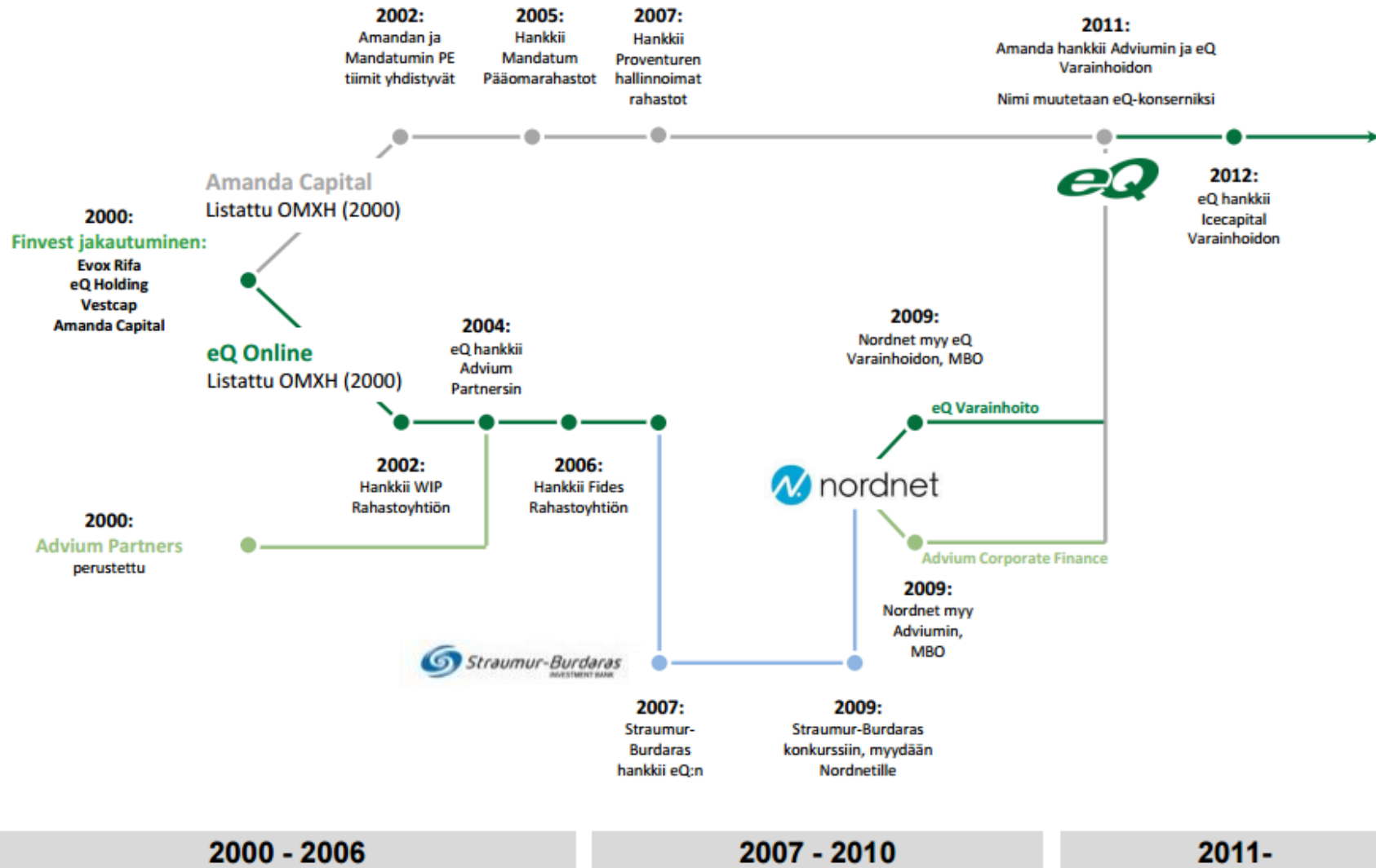
eQ:n historiallinen kehitys



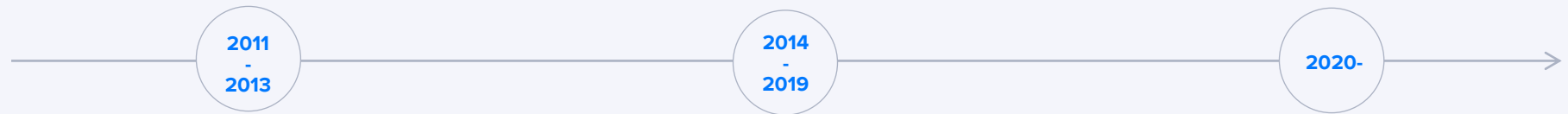
Tuloskehitys ja voitonjako 2015-2019



eQ:n historia



eQ:n strateginen kehitys



Uuden eQ:n synty ja tulokoneen viritys

- eQ-konsernin syntyminen useiden yritysjärjestelyiden kautta
- Varainhoidon saneeraus ja konsernin laajuinen IT-integraatio
- Ensimmäisen kiinteistörahaston perustaminen
- Markkinatilanne 2011-2012 haastava eurokriisistä johtuen ja Suomen transaktiomarkkina jäissä

Tulospotentiaalin realisoituminen

- Vahvaa kasvua suotuisan markkinatilanteen ja onnistuneen uusmyynnin avulla
- Strategian tiukka fokus mahdollistaa erinomaisen kulutehokkuuden
- Voimakas kasvu skaalautuu kauniisti erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta
- Orgaanista kasvua suotuisan markkinakehityksen tukemana
- Transaktiomarkkinan vahva aktiviteetti tukee Adviumin tulosesitystä
- Yliomavarainen tase puretaan vuolaalla voitonjaolla

Tuloskasvun jatkuminen

- Strategiassa tiukan fokuksen ylläpitäminen
- Tuotetarjonnan laajentaminen mm. asuntorahastoihin
- Epäorgaanisten kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen
- Omistaja-arvon maksimointi strategisia valintoja ohjaavana ohjenuorana
- Markkinatilanteen selvä heikentyminen

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- eQ-konsernin syntyminen yritysjärjestelyiden kautta
- ICECAPITALin Varainhoitoliiketoiminan osto
- Pohjan rakentaminen kiinteistörahastoille Finnreit-hankinnalla
- Kiinteistö- ja PE-liiketoimintojen kasvattaminen kriittiseen kokoluokkaan

Lähitulevaisuus 1-2v

- Hyvien sijoitustuottojen tekeminen asiakkaille haastavammassa markkinassa
- Vahvan uusmyynnin ylläpito uudessa markkinatilanteessa
- Asuntorahaston onnistunut ylösajo
- Erinomaisen kulutehokkuuden säilyttäminen
- Vastuullisuuden integrointi osaksi liiketoimintaa

Seuraavat 5 vuotta

- Tuotetarjonnan laajentaminen
- Liiketoiminnan ja yritysikuluttuurin jatkuvuuden varmistaminen keskeisten avainhenkilöiden mahdollisesti vaihtuessa
- Yritysjärjestelyt olisivat looginen askel seuraavaan kokoluokkaan siirryttäessä

Varainhoito

Suomen toiseksi käytetyin yhteisövarainhoitaja

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

Liiketoimintamalli



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

Markkinajohtaja
kiinteistöjärjestelyissä

Sijoitukset

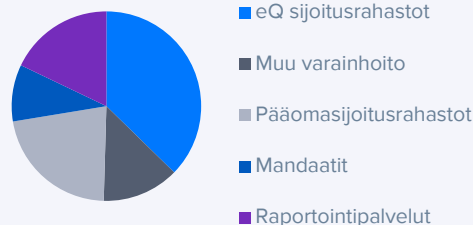


16,4 MEUR:n sijoitukset

Valtaosa sijoituksista
omissa rahastoissa

Hallinnoitava varallisuus

8,0 mrd€ (Q1'20)



Resurssit



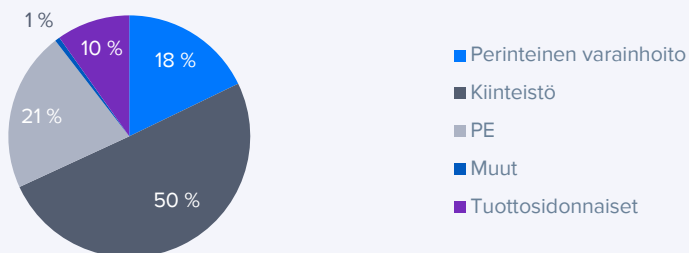
91 asiantuntijaa Q1'20
lopussa

Asiakkaat



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

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma (2019)



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 uusi standardi

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- ja kiinteistörahasot, raportointipalvelut, strukturoidut tuotteet sekä omat sijoitusrahastot. Yhtiön Varainhoito keskittyy instituutioihin sekä varakkaisiin yksityishenkilöihin, mutta valtaosa yhtiön palkkioista tulee instituutioilta. Instituutioiden keskuudessa yhtiön asema on viime vuosina vahvistunut merkittävästi ja yhtiö on noussut SFR:n tutkimuksessa Suomen toiseksi käytetyimmäksi ja laadukkaimmaksi instituutiovarainhoitajaksi. Nousu on merkittävä sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Segmentti työllistää 72 henkilöä Suomessa.

Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli Q1'20 lopussa noin 8,0 miljardia euroa. Tästä pääomasta omissa sijoitusrahastoissa yhtiöllä on noin 2,9 miljardia euroa ja rahastopääomalla mitattuna yhtiö on Suomen seitsemänneksi suurin varainhoitaja. Pankkitoiminnasta riippumattomista toimijoista eQ on Suomen suurin. eQ:lla on 27 omaa sijoitusrahastoa ja yhtiön keihäänkärkituotteita ovat kiinteistörahasot sekä kehittyvien markkinoiden osake- ja korkorahastot.

Hallinnointipalkkioiden skaala eri rahastojen välillä on erittäin suuri. Kiinteistörahasoissa 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 osake- ja korkorahastoissa oli Q1'20 lopussa pääomia 409 MEUR, kiinteistörahasoissa 1697 MEUR ja muissa rahastoissa noin 885 MEUR.

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q1'20 lopussa 1760 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 16 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 777 MEUR:n edestä. Mandaateissa tyypillisesti huomattava osa rahasta menee yhtiön omiin rahastoihin ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Noin 1,4 miljardia hallinnoitavista varoista on eQ:n raportointipalvelun piirissä. Tästä pääomasta eQ saa vain marginaalista korvausta, mutta suuren skaalan ja tehokkaiden IT-järjestelmien myötä toiminta on yhtiön kannalta kannattavaa ja parantaa asiakaspalvelua.

Muun varainhoidon alla eQ:lla on noin 1,1 miljardin edestä pääomaa. Tämä pääoma jakautuu arviomme mukaan puoliksi

yhteistyökumppaneiden rahastojen sekä erilaisten täyden valtakirjan varainhoidon mukanaan tuomien osake-/korkosalkkujen kanssa.

Varainhoidon palkkiotuotot

Varainhoito-segmentti raportoi liikevaihdon neljässä osassa: Perinteiset varainhoidon hallinnointipalkkiot (sis. täysi valtakirja, rahastot, konsultatiivinen varainhoito yms.), Kiinteistö- ja private equity-rahastojen 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 2019 noin 18 %. 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. Yhtiön track-record on kuitenkin omissa sijoitusrahastoissa etenkin kehittyvien markkinoiden rahastojen osalta erinomainen ja noin 67 % yhtiön omista rahastoista on ylittänyt vertailuindeksin tuoton viimeisen viiden vuoden ajanjaksolla.

Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkioiden osalta lähivuosien kasvu riippuu pitkälti kehittyvien markkinoiden suosiosta sekä hallinnoitavan varallisuuden kehityksestä. Perinteisen varainhoidon palkkiotuotoista selvästi yli 50 % tulee arviomme mukaan kehittyvien markkinoiden rahastoista.

Varainhoito

Muut palkkiotuotot edustavat alle 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 2019 noin 10 %. Tuottosidonnaiset palkkiot koostuvat kiinteistö- ja private equity-rahastoista, sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Arviomme mukaan perinteisistä rahastoista sekä mandaateista tulevien tuottopalkkioiden merkitys yhtiölle on hyvin rajallinen ja valtaosa tuottopalkkioista syntyy kiinteistö- ja PE-rahastoista.

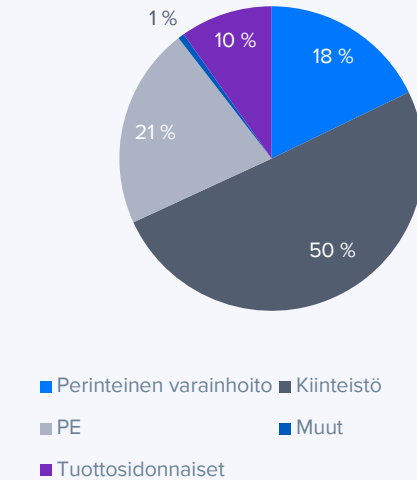
Tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosina johtuen kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen PE -rahastojen voitonjaosta. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat olemaan kohtuullisella tasolla lähivuosina johtuen kasvavista voitonjako-osuustuotoista PE-rahastoissa ja kiinteistörahastojen tuottosidonnaisista palkkioista. Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta on tärkeä ymmärtää, että niiden taso voi vaihdella merkittävästi kvartaalien välillä johtuen PE-rahastojen irtaantumisten ajoittumisista. Kiinteistörahastojen osalta tuottopalkkiot ovat tasaisempia ja niiden ennustettavuus on

suhteellisen hyvä.

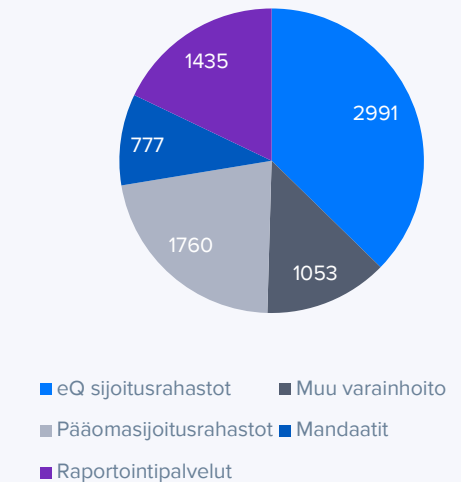
Kiinteistö- ja PE -rahastojen hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2019 32,2 MEUR tai 71 % Varainhoidon palkkiotuotoista. Tästä Private Equityn osuus on arviomme mukaan hieman alle 10 MEUR ja kiinteistörahastojen yli 22 MEUR. Kiinteistörahastot ovat edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa ja tästä johtuen 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 Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma on viime vuosina kehittynyt sijoittajan kannalta erittäin myönteiseen suuntaan. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottojen rooli on supistunut merkittävästi ja erittäin ennustettavien ja vakaiden kiinteistö- ja PE-rahastojen rooli on kasvanut oleellisesti.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma 2019



Hallinoitava varallisuus Q1'20 lopussa



Kiinteistörahastot 1/2

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 Q1'20 lopussa 996 MEUR ja Liikekiinteistöt -rahaston 701 MEUR. Rahastojen palkkiotaso on erinomainen ja arviomme mukaan noin 1,4-1,5 %. Kiinteistörahastojen palkkiot olivat tuottopalkkiot huomioiden vuonna 2019 arviomme mukaan noin 27 MEUR tai noin 62 % koko Varainhoidon palkkiotuotoista.

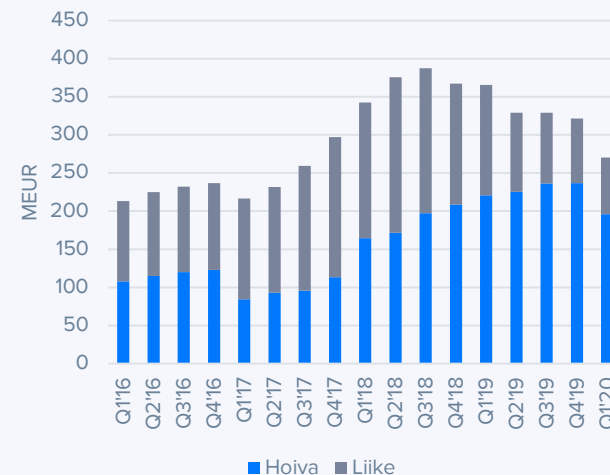
Kiinteistörahastojen uusmyynti on sujunut erityisesti Hoivakiinteistöjen osalta erinomaisesti ja eQ:n kiinteistörahastot keräsivät viime vuonna 321 MEUR:n nettomerkinnät (2018: 365 MEUR). Liikekiinteistörahaston uusmyynti jäi viime vuonna vaisuksi (nettomerkinnät 85 MEUR), mikä johtui arviomme mukaan rahaston vaisusta tuottatasosta Q3'18-Q3'19 välillä. Rahaston tuottotasoa painoi arviomme mukaan tuolloin matalalla tasolla ollut velkavipu ja koholla ollut käteispaino. Liikekiinteistön tuottotaso elpyi Q4'19:lla kuitenkin selvästi ja koko vuoden 2019 tuotoksi muodostui 7,6 %.

Molempien kiinteistörahastojen tuotot ovat olleet perustamisesta lähtien 8,9 % vuodessa (Q1'20-tilanne). Vaikka vuotuiset tuotot ovat molemmissa rahastoissa olleet erinomaisia, ovat rahastojen kassavirtatuotot säilyneet hyvillä tasoilla ja Hoivakiinteistön kassavirtatuotto oli Q1'20 lopussa 5,7 % ja Liikekiinteistön 6,0 %.

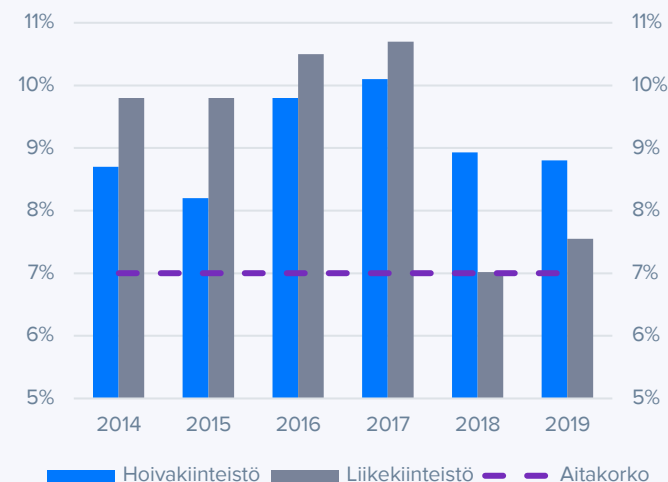
eQ ilmoitti tammikuussa 2020 laajentavansa kiinteistötuotetarjontaa perustamalla ensimmäisen Asuntorahaston. Hoiva- ja Liikekiinteistörahastoista poiketen uuden asuntorahaston rakenteena tulee olemaan suljettu kommandiittiyhtiö, joka on pääosin suunnattu ammattimaisille instituutiosijoittajille. Arviomme mukaan rahaston oma pääoma tulee olemaan noin 100-120 MEUR:n välillä ja velkavivun huomioiva kokonaispääoma noin 400 MEUR. Arviomme mukaan eQ:n saama palkkiotaso rahaston kokonaispääomasta (GAV) on noin 0,5 % vuodessa. Rahastossa on ison velkavivun johdosta myös merkittävä tuottopalkkiopotentiali, jota saadaan kuitenkin odottaa vuosikymmenen jälkipuoliskolle asti. Ennusteissamme ensimmäisen Asuntorahaston perustaminen ajoittuu Q3'20:lle ja arviomme mukaan seuraavan asuntorahaston yhtiö tulee perustamaan vuonna 2021, kun ensimmäinen rahasto pääsee täyteen sijoituskapasiteettiinsa.

Asuntorahastot ovat mielestämme looginen lisä eQ:n kiinteistötarjontaan ja kiinteistöportfolion laajennusta oli odotettu yhtiöltä jo useampi vuosi. Asuntomarkkinalla hyvien tuottojen saaminen on muuttunut yhä vaikeammaksi ja näkemyksemme mukaan omaperusteinen asuntotuotanto yhdessä tehokkaan velkavivun kanssa ovat vaatimuksina hyville tuotoille. Koronakriisin luoma poikkeustila tarjoaa mielestämme eQ:lle hyvän tilaisuuden sijoittaa Asuntorahaston salkku hyvillä ehdoilla. Tässä mielessä suljettu rahasto on järkevä rakenne, sillä se helpottaa rahaston sijoitustoimintaa (ei auki lunastuksille) ja mahdollistaa isomman velkavivun.

Kiinteistörahastojen nettomerkinnät (rullaava 12kk)



Kiinteistörahastojen tuotto-% 2014-2019



Kiinteistörahastot 2/2

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 arviomme mukaan noin 1,4-1,5 %. Yhtiö saa rahastoista myös voitonjako-osuustuottoja ja 7 %:n ylimenevästä vuosituotosta eQ saa 20 %.

Pitkän aikavälin näkymät edelleen vahvat

Erilaisten reaaliomaisuustuotteiden kysyntä on ollut viime vuodet poikkeuksellisen vahvalla tasolla mm. matalasta korkotasosta johtuen. Kiinteistöjen pitkän aikavälin kysyntänäkymät ovat näkemyksemme mukaan edelleen vahvat, mutta meneillään oleva koronavirusepidemia tulee väistämättä heijastumaan myös kiinteistöjen kysyntään ja aiheuttamaan haasteita rahastojen lyhyen aikavälin sijoitusperformanssille.

Koronaviruksen vaikutukset näkyvät arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä selvimmin eQ:n Liikekiinteistöt-rahastossa. Arviomme mukaan rahaston kassavirtatuottoon ja vuokrausasteisiin voi kohdistua lähikuukausina laskupainetta vuokralaisten heikentyneen maksukyvyn myötä (vuokravapaat kuukaudet ja mahdolliset konkurssit). Koronaviruskriisin myötä uudet kohdehankinnat voivat myös vaikeutua rahoituksen heikentyneen saatavuuden myötä (rahoitus kanavoituu mm. maksuvaikeuksissa

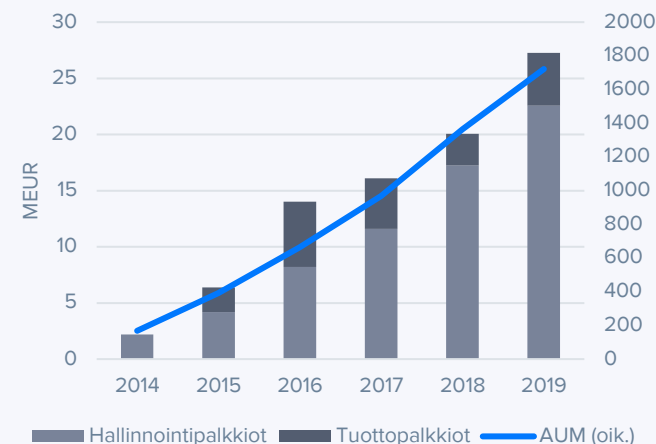
oleville pk-yrityksille). Kohonnut epävarmuus voi myös nostaa liiketilojen tuottovaatimuksia, mikä vaikuttaisi luonnollisesti negatiivisesti rahaston arvonkehitykseen.

Hoivasektorilla koronan vaikutukset jäävät arviomme mukaan suhteellisen rajallisiksi. Kotimaassa toimivat hoivaoperaattorit (mm. Esperi Care ja Attendo) jarruttivat investointiaktiiviteettiaan viime vuonna voimakkaasti kohtaamiensa taloudellisten haasteiden myötä ja arviomme mukaan hoivaoperaattorit tulevat jatkossa pohtimaan investointejaan entistäkin tarkemmin. Koronakriisin myötä myös julkisen sektorin tekemät tuntuvat menonlisäykset voivat myös jossain määrin vähentää hoivapalveluihin kohdistettavia resursseja. Emme kuitenkaan usko, että Hoivasektorilla nähdään ainakaan merkittävää tuottovaatimusten nousua.

Asuntomarkkinalla koronaviruskriisi ja voimakkaasti heikentynyt talousympäristö tulevat arviomme mukaan iskemään asuntokysyntään erityisesti yksityishenkilöissä. Heikentynyt kysyntä tulee heijastumaan myös asuntojen hintakehitykseen, mutta alueelliset erot tulevat kuitenkin myös jatkossa olemaan suuria.

Lyhyen aikavälin kohonneesta epävarmuudesta huolimatta kiinteistörahastojen pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat edelleen varsin vahvat. Keskuspankkien rahapolitiikka on nykyisessä kriisissä voimakkaan elvyttävää ja arviomme mukaan likviditeettiä tulee kanavoitumaan myös jatkossa reaaliomaisuuteen. Kiinteistöt ovat myös jo oleellinen osa monen instituution perusallokaatiota ja kyseisen omaisuuslajin pohjakysyntä tulee säilymään näin ollen myös jatkossa vahvalla tasolla.

Kiinteistörahastojen kehitys 2014-2019



Private Equity-rahastot

eQ:lla on tällä hetkellä yhteensä 14 Private Equity-rahastoa ja 2 Private Credit-rahastoa, joissa sillä on 1760 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 2017-2019 aikana pääomarahastojen nettomerkinnot ovat olleet keskimäärin noin 300 MEUR vuodessa. Lisäksi yhtiö raportoi PE-liiketoiminnan alle myös raportointipalvelut sekä pääomarahastomandaatit, joka nostaa PE-puolen raportoitaman AUM:n yli 3,9 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 1997-2019 välillä keskimääräinen IRR on 21 %. Lukua nostavat vanhempien rahastojen poikkeuksellisen korkeat tuottoluvut ja arviomme mukaan uusien rahastojen tuottotasot ovat jääneet selvästi tämän alapuolelle, mutta ne ovat 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.

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen private equity -rahastoissa. Tyypillinen aikakorko

on maltillinen 6-8 % ja rahastojen tuottopalkkiopotentiali on merkittävä yhtiön vahva tuottohistoria huomoiden.

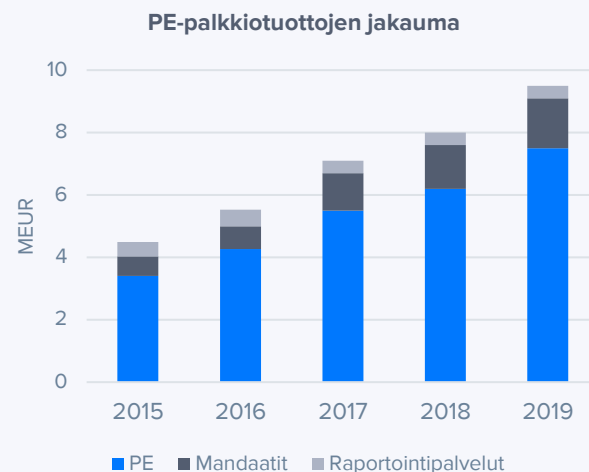
eQ antoi Q4'19-tuloksen yhteydessä poikkeuksellisesti tarkemman aikataulun PE-rahastojen voitonjako-osuustuotoista. Yhtiö arvioi tuolloin, että Amanda IV-rahasto tulee siirtymään votonjakoon vuoden 2020 loppupuolella. Q1'20-tuloksen yhteydessä eQ päivitti näkymiään rahaston voitonjakoaikataulusta ja kertoi, että voitonjako saattaa siirtyä vuodelle 2021. Amanda IV:n jälkeen viisi rahastoa tulee siirtymään voitonjakoon välillä 2022-2026 ja kaksi rahastoa vuoden 2026 jälkeen. PE-rahastojen voitonjakopotentiali on merkittävä ja rahastojen voitonjaot tulevat muodostumaan tämän vuosikymmenen jälkipuoliskolla merkittäväksi tulosajuriksi eQ:lle.

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 400 MEUR:lla vuodessa ja hallinnointipalkkioiden kasvavan noin 15 %:lla per vuosi. Ennustamme eQ:n lanseeraavan vuosittain yhden private equity -rahaston ja yhden credit-rahaston.

Rahasto	Perustettu	Koko (MEUR)	Voitonjakoon
Amanda III	2006	110	Ei
Amanda IV	2007	90	2020-2021
Amanda V	2011	50	Ei
eQ PE VI North	2013	130	2022-2026
eQ PE VII US*	2015	~70	2022-2026
eQ PE VIII North	2016	160	2022-2026
eQ PE IX US	2017	105	2022-2026
eQ PE SF	2017	124	-
eQ PE X North	2018	175	2026-
eQ PE SF II	2018	135	2022-2026
eQ PE XI US*	2019	~200	2026-
eQ PE XII North	2020	157	-
eQ SF III	2020	115	-
eQ Private Credit	2017	92	-
eQ Private Credit II	2019	74	-

Lähde: eQ. Huom. eQ PE VII US 80 MUSD ja eQ PE XI US 217 MUSD



Varainhoidon kulurakenne

Erittäin skaalautuva kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat yksittäin selvästi suurin kuluerä (2019: 35 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Erinomaisen tuloskehityksen myötä Varainhoidon henkilöstökulut ovat nousseet voimakkaasti ja keskimääräinen henkilökulu on kohonnut vuoden 2013 100 TEUR/v tasolta 2019 yli 225 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.

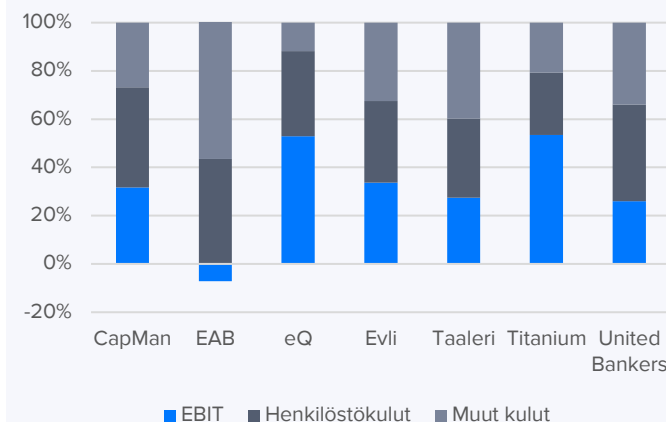
Muiden kulujen osuus on huomattavasti pienempi (2019: 6 % liikevaihdosta). Muut kulut koostuvat mm. IT- ja hallintokuluista. IFRS16 muutoksen myötä vuokratulut näkyvät poistoissa ja niiden osuus on hieman yli 1 %.

Liiketoiminnan tulospöytä on kulurakenteesta johtuen merkittävä ja tämä tulospöytä heijastuu hyvin Varainhoidon viime vuosien numeroissa. 2013 alkaen Varainhoidon liikevaihdon kasvusta hämmästyttävät yli 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. Kannattavuutta analysoitaessa on tärkeä

huomioida, että yhtiön poikkeuksellisen korkea kannattavuus ei selity kertaluontoisilla tuottopalkkioilla, vaan myös tuottopalkkioista oikaistuna yhtiön kannattavuus on kirkkaasti keskeisiä verrokkeja korkeampi.

Keskeinen ero suhteessa verrokkeihin syntyy Muista kuluista, jossa eQ:n taso on räikeästi keskeisiä verrokkeja matalampi. Selittäviä tekijöitä tässä ovat mielestämme tiukka strateginen fokus, suhteellisen kapea tuotetarjonta, kulutehokkuuteen kannustava bonusmalli, yrityskulttuuri, toimiva IT-järjestelmä ja asiakaskunnan keskittyminen rajalliseen joukkoon instituutioita.

Verrokkien Varainhoidon kulurakenteet ja kannattavuus 2019



Inderesin huomiot:

- CapManin kohdalla Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne ja kannattavuus
- EAB Groupin kulurakenne ja kannattavuus konsernitasolla
- eQ:n Varainhoitoa räsitetty konsernikuluilla
- Titanium konsernitasolla ilman liikearvoapoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa

Varainhoidon tulosenennusteet

Tuloskehitys ollut vakuuttavaa

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 2013-2019 välillä keskimäärin 18 % vuodessa. Tämä kasvu on tullut käytännössä kokonaan Kiinteistö ja PE-rahastoista sekä niistä saatavista tuottopalkkioista. Liikevoitto on kasvanut samana aikana keskimäärin 35 % vuodessa erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta.

Vahva tulokasvu jatkuu

Vuoden 2020 osalta Varainhoidon tulokasvunäkymä on erittäin vahva. Vaikka markkinatilanne onkin koronavirukseen myötä heikentynyt selvästi, iskee kriisi eQ:hun varsin vähän sen erinomaisesti asemoituneen tuotetarjonnan johdosta.

Matala korkotaso ja pääomamarkkinoiden kasvanut epävarmuus pitävät yllä kiinteistö- ja PE-rahastojen vahvaa kysyntää. Odotamme näiden tuotteiden uusmyynnin säilyvän erinomaisella noin 600 MEUR:n tasolla. Näiden tuotteiden vahva kasvu sekä Amanda IV-rahaston voitonjako-osuustuotot (ennusteessamme 50 % kirjattu Q4'20) kasvattavat Varainhoidon 2020 liikevaihtoa arviomme mukaan 11 %:lla. Tulos kasvaa käsi kädessä liikevaihtojen kanssa ja ennustamme liikevoiton kasvavan 14 %:lla 29 MEUR:oon.

Vuosina 2021-2022 odotamme tulokasvun jatkuvan vahvana (23 % ja 12 %) Kiinteistö ja PE-rahastojen vetäessä tutusti ylärivin kasvua. Tulokasvu on erittäin laadukasta, sillä tuottosidonnaisten palkkioiden osuus laskee 2022

poikkeuksellisen alas (4%/liikevaihto) johtuen kiinteistörahastojen laskevista tuottotasosta sekä Private Equitin voitonjako-osuustuottojen puuttumisesta.

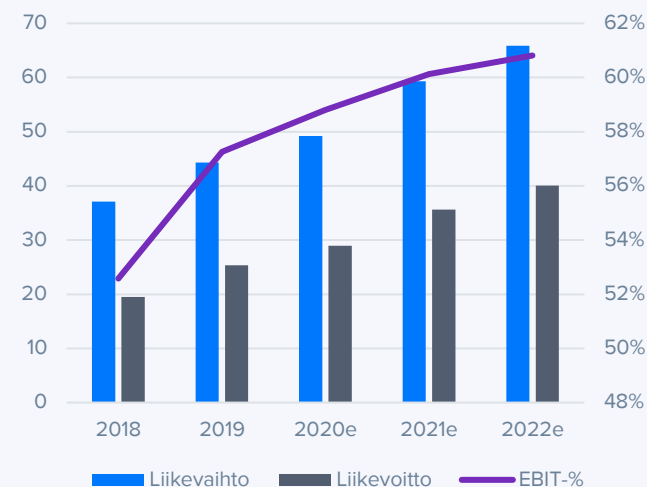
2020 aikana lanseerattava ensimmäinen Asuntorahasto alkaa näkyä yhtiön numeroissa täysimääräisesti 2021 aikana. Asuntorahaston merkitys jää kuitenkin kokonaisuudessa varsin pieneksi ja valtaosa kasvusta tulee edelleen vanhoista kiinteistörahastoista sekä uusista jatkuvasti kasvavista PE-rahastoista sekä mandaateista. Sijoittajien on hyvä huomioida, että vaikka eQ:n tuotetarjonta ei oleellisesti lähivuosina laajenisi nykytasolta, on sillä edellytykset ylläpitää vahvaa tulokasvua nykyisen tuotetarjonnan kasvavan uusmyynnin myötä. Näkemysmme mukaan yhtiön asiakaskentässä vaihtoehtojen omaisuusluokkien osuus on edelleen suhteellisen matala ja etenkin Private Equitin puolella näemme merkittävää kasvun varaa jo pelkästään nykyisissä asiakkaissa. Odotammekin uusmyynnin jatkavan asteittaista kasvuaan.

Pitkällä aikavälillä (2023 eteenpäin) eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää +10 %:n vuotista tulokasvua. Tulokasvu saa yhä selvemmin tukea PE-rahastojen voitonjako-osuustuotoista, kun nykyisen eQ:n aikaiset rahastot alkavat siirtyä voitonjakoon. Lisäksi Asuntorahastojen osalta voitonjakopotentiali on huomattava mikäli rahaston kehityksessä onnistutaan hyvin. 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 2018-2022e



Palkkiotuotot ja kannattavuus



Varainhoidon arvo

Ylivoimaisesti eQ:n arvokkain liiketoiminta

Varainhoito-segmentin arvoa haarukoidessa olemme poikkeuksellisesti käyttäneet eteenpäin katsovaa tulosta. Tyypillisesti finanssisektorin yhtiöissä käytämme useamman vuoden keskiarvotuloksia saadaksemme paremman kuvan normaalista tulostasosta. Kuitenkin eQ:n tapauksessa pidämme perusteltuna käyttää eteenpäin katsovaa tulosta johtuen yhtiön poikkeuksellisen hyvästä ennustettavuudesta sekä track-recordista. Käytämme laskemassamme vuosien 2020-2021 keskiarvotulosta, sillä näkemyksemme mukaan historiallisien tuloksien käyttäminen ei anna oikeaa eQ:n Varainhoidon arvosta.

Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kerroin on tällä hetkellä noin 12x. Lukua nostaa verrokkien keskimäärin varsin vaisut tulokset ja vuoden 2021 EV/EBITDA on enää 8-9x. Historiallisesti sektorin yhtiöitä on hinnoiteltu noin 10x EV/EBITDA-kertoimella. Näkemyksemme mukaan eQ:n Varainhoito tulee hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä, johtuen sen liiketoiminnan paremmasta jakaumasta (iso paino vaihtoehtoisissa), erinomaisesta track-recordista ja vahvoista kasvunäkymistä. Arviomme mukaan käypä EV/EBITDA-kerroinhaarukka on 12-14x (aik. 11-13x) ja tästä saatava arvo 388-452 MEUR. Olemme laskelmissamme käyttäneet käypänä arvona haarukan ylälaitaa, sillä yhtiön suoritus koronaviruksen aikana on laskenut entisestään yhtiön riskiprofilia. Näin ollen verrokkiryhmän kautta laskettu käypä arvo Varainhoidolle on 452 MEUR.

AUM-pohjainen arvonmäärittäminen

Toisena arvonmäärittämallina olemme käyttäneet eQ:n hallinnoitavaa varallisuutta. eQ Varainhoidon liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimmekin käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä pääoman pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistykseenä 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 kiinteistörahastojen pääoma (1696 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 (1760 MEUR) arvottamiseen olemme käyttäneet 10 %:n kerrointa. Kerroin on noussut aiemmin käyttämästämme 8 %:sta, sillä mielestämme eQ:n PE AUM:n laatu on viime vuosina parantunut selvästi, kun yhä suurempi osa pääomasta on

sijoitettu suhteellisen uusiin rahastoihin. Tämä puolestaan parantaa liiketoiminnan jo valmiiksi erinomaista ennustettavuutta. 10%:n kerroin on hyvin korkea, mutta PE-rahastoissa pysyvyys on poikkeuksellisen korkea (sijoitussitoumukset keskimäärin 10v) ja tuottopalkkiot huomioiva palkkiotaso houkutteleva.

Mandaatit (777 MEUR) olemme hinnoitelleet 4 %:n kertoimella. Mandaatit ovat yhtiölle houkuttelevaa liiketoimintaa, mutta niiden palkkiotaso on kuitenkin omia rahastoja matalampi.

Osake ja korkorahastoille (AUM ~1300 MEUR) olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa, joka on käyttämämme normaalikerroin perinteiselle rahastopääomalle.

Muu varallisuus (~2500 MEUR) pitää sisällään raportointipalvelun ja konsultatiiviset salkut olemme arvottaneet matalalla 0,5 %:n kertoimella, johtuen niiden matalasta tuottotasosta.

Yhteensä hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmissamme 428 MEUR, joka on jonkin verran alle kerroin pohjaisen analyysimme lopputulosta. Mielestämme tämä kertoo ennen kaikkea siitä, että eQ saa AUM:sta poikkeuksellisen paljon irti erinomaisen kannattavuutensa ansiosta. Huomautamme, että AUM-pohjainen laskelma on suuntaan antava ja huomattavasti kerroinanalyysiä subjektiivisempi.

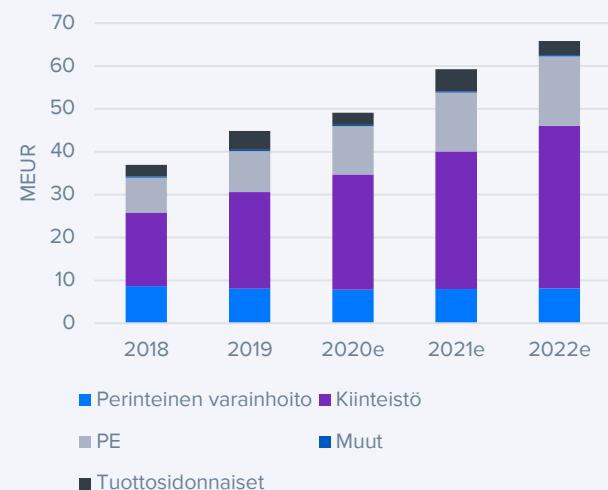
Varainhoito yhteenveto

MEUR	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Varainhoito liikevaihto	25,6	34,3	37,1	44,3	49,2	59,3	65,9	77,4
Kasvu-%	17 %	34 %	8 %	19 %	11 %	20 %	11 %	17 %
Perinteinen varainhoito	7,7	8,9	8,6	8,0	7,8	8,0	8,1	8,1
Kiinteistö ja PE hallinnointipalkkiot	13,8	18,4	25,5	32,1	38,4	45,9	54,2	62,6
<i>Kiinteistö*</i>	8,2	11,6	17,2	22,6	26,9	32,1	38,0	43,8
<i>PE*</i>	5,5	7,1	8,1	9,6	11,3	13,8	16,2	18,9
Muut palkkiotuotot	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tuottosidonnaiset palkkiot	3,9	6,4	2,7	4,4	2,8	5,1	3,3	6,3
<i>Kiinteistö*</i>	5,8	5,5	2,9	4,8	1,1	3,4	3,1	2,5
<i>PE*</i>	0,5	1,0	0,0	0,1	1,5	1,5	0,0	3,6
<i>Muut*</i>	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Henkilöstökulut	-10,2	-12,6	-13,8	-15,6	-16,8	-19,9	-21,9	-25,2
Muut kulut	-3,4	-3,3	-3,4	-3,3	-3,5	-3,8	-4,0	-4,0
Liikevoitto	12,0	18,0	19,5	25,4	29,0	35,6	40,1	48,2
Liikevoitto-%	47 %	53 %	53 %	57 %	59 %	60 %	61 %	62 %
Kulut/henkilö (tEUR) (sis. Bonukset)**	-159	-204	-206	-227	-229	-255	-270	-300
Henkilömäärä**	66	64	67	69	75	78	81	84
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	8775	8432	9486	11686	8682	9600	10505	11420
Kiinteistöt AUM	664	968	1365	1722	1971	2316	2671	3036
Muut eQ:n omat rahastot	1262	1336	1120	1554	1400	1500	1500	1500
Muu varainhoito	2520	972	952	1206	1100	1100	1100	1100
Pääomasijoitusrahastot	735	1072	1420	1609	1984	2384	2834	3334
Mandaatit	694	720	610	677	777	850	950	1000
Raportointipalvelut	2890	3412	4019	4919	1450	1450	1450	1450
Kiinteistöt								
Hoivakiinteistö AUM	404	520	750	1010	1196	1436	1686	1946
Liikekiinteistö AUM	260	448	615	712	776	881	986	1091
Hoivakiinteistö tuotto-%	9,8 %	10,1 %	8,9 %	8,8 %	7,4 %	8,0 %	7,8 %	7,6 %
Liikekiinteistö tuotto-%	10,5 %	10,7 %	7,0 %	7,6 %	4,7 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %

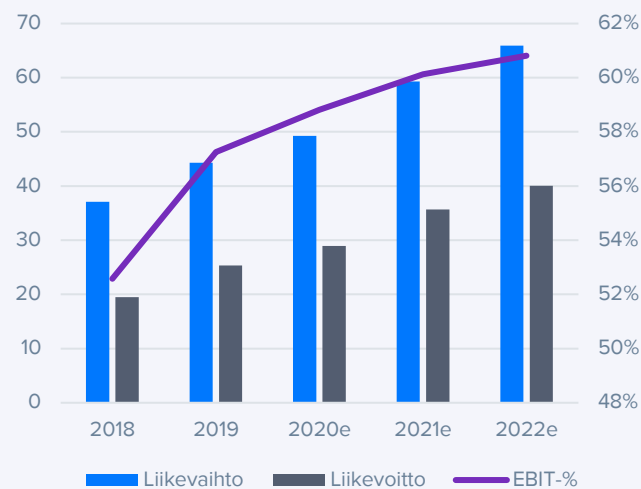
* Inderesin ennuste koko periodilta

** 2017 alkaen henkilömäärä kuvastaa kokopäiväresurssia

Varainhoidon palkkiotuotot 2018-2022e



Palkkiotuotot ja kannattavuus



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 yli 80 kiinteistötransaktiossa, joiden kokonaisarvo on noin 9,0 mrd euroa. 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 se on toteuttanut perustamisestaan lähtien noin 110 yritysjärjestelyä, joiden yhteenlaskettu arvo on noin 6,0 mrd euroa. Yritysjärjestelyiden saralta merkittäviä toimeksiantoja ovat olleet viime vuosina mm. neuvonantajana toimiminen YIT/PEAB-järjestelyssä ja pörssi-yhtiö Pöyrystä tehdyssä ostotarjouksessa.

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 (2019: 0,6 MEUR tai 11 % liikevaihdosta). Lisäksi kulurakenteelle on

tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulospöytä on erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä näkyy myös Adviumin historiallisessa kehityksessä ja yhtiön liikevaihtotasoa 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 2014-2019 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja sen liikevaihto nousi noin 5-8 MEUR:n ja liikevoitto noin 2-3,7 MEUR:n tasolle. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut noin 4,8 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,0 MEUR.

Arviomme mukaan Adviumin tarvitsee noin 2,0 MEUR:n liikevaihdon positiivisen liiketuloksen 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 laski Suomessa viime vuonna 6,3 mrd euroon vuosien 2017-2018 ennätystasoilta (9,3 ja 10,2 mrd euroa). Transaktiovolyymien viime vuoden laskua selitti osaltaan yksittäisten poikkeuksellisten suurten transaktioiden poissaolo. Kiinteistötransaktiomarkkina veti vielä vuoden 2020 alussa aikana hyvin ja transaktiovolyymit

kohosivat Q1'20:lla 2,3 mrd euroon. Koronaviruspandemian ja heikentyneen talouskuvan myötä transaktiomarkkina on tällä hetkellä kuitenkin käytännössä täysin pysähtynyt. Transaktioaktiiviteetin pysähtyminen heijastuu kuluvana vuonna luonnollisesti myös Adviumin toimeksinantomääriin.

Adviumin tulos jäikin Q1'20:llä matalasta liikevaihtotasosta (Q1'20: 0,4 MEUR) ja kiinteästä kulurakenteesta johtuen lievästi tappiolliseksi (Q1'20 EBIT -0,1 MEUR). Näkemyksemme mukaan kuluvasta vuodesta onkin tulossa Adviumille tuloksellisesti selkeä välivuosi ilman transaktioaktiiviteetin selvää piristymistä. Kokonaisuudessaan ennustamme Adviumin liikevaihdon jäävän kuluvana vuonna noin 4,2 MEUR:n tasolle (2019: 5,4 MEUR) ja liikevoiton 1,3 MEUR:n tasolle (2019: 1,9 MEUR).

Vuoden 2020 jälkeen ennustamme Adviumin tuloskehityksen elpyvän asteittain piristyvän transaktiomarkkinan myötä ja ennustamme lähivuosien liikevaihdon olevan noin 5,5-5,8 MEUR:n tasolla ja liikevoiton noin 2-2,3 MEUR tasolla.

Sijoittajan on syytä huomioida, että konsernin näkökulmasta Adviumin merkitys alkaa olla vuositasolla suhteellisen rajallinen, sillä Adviumin osuus koko eQ-konsernin liiketuloksesta oli viime vuonna vain noin 7 %. Kvartaalikohtaisesti vaikutus voi olla kuitenkin merkittävä, sillä Adviumin liikevaihto heilahtelee kvartaaleittain voimakkaasti onnistumispalkkioiden ajoituksista johtuen.

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, mikä on varsin hyvin 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 lainkaan strategisia hyötyjä ja kyseessä on puhdas liiketoimintakauppa (esim. MBO tai LBO). Vastaavasti ostajan saadessa kaupasta strategisia hyötyjä voidaan yllälaidan kertoimia pitää perusteltuina.

Adviumin historiallisen suorituskyyky ja vahva markkina-asema huomioiden, voidaan sitä mielestämme perustellusti hinnoitella arvohaarukkamme yllälaidan 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 kauppojen aikana, voidaan näitä korkeampi arvostus perustella mielestämme yhtiön entisestään vahvistuneella markkina-asemalla ja erinomaisella track-recordilla.

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

Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q1'20 lopussa 16,4 MEUR. Näistä 14,2 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 2,2 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 lähivuosien aikana. Tämän lisäksi yhtiö tulee samaan pääoman palautuksia myös omista rahastoistaan. Samaan aikaan pääomakutsut eQ:n omiin rahastoihin ovat verrattain maltillisella tasolla (lindes ennuste: noin 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 2020 osalta ennustamme sijoitustoiminnan liikevoiton olevan 0,7 MEUR ja nettokassavirran 1,1 MEUR. Sijoitustoiminnan kuluvan vuoden liikevoittoa painaa osaltaan Q2'20:lle ennakoimamme noin -0,6 MEUR:n tulosvaikutteinen käyvän arvon muutos. Kassavirrassa ajurina toimivat kuluvana vuonna pääomanpalautukset muiden hallinnoimista rahastoista ja kassavirta Amanda IV-rahastosta.

Vuosien 2021-2023 välillä ennustamme vuosittain noin 1,1 MEUR:n liiketulosta ja noin 1,5-2,5 MEUR:n kassavirtaa. Kassavirtaa tukee viimeisten ulkopuolisten rahastojen kotiutumisesta sekä Amanda-rahastojen pääomanpalautukset. Yksittäisenä vuotena kassavirta voi poiketa oleellisesti ennusteestamme johtuen rahastojen

irtaantumisten ajoituksista. Kokonaisuutena 2020-2023 välillä ennustamamme noin 6 MEUR:n nettokassavirta on kokoluokaltaan varsin lähellä oikeaa.

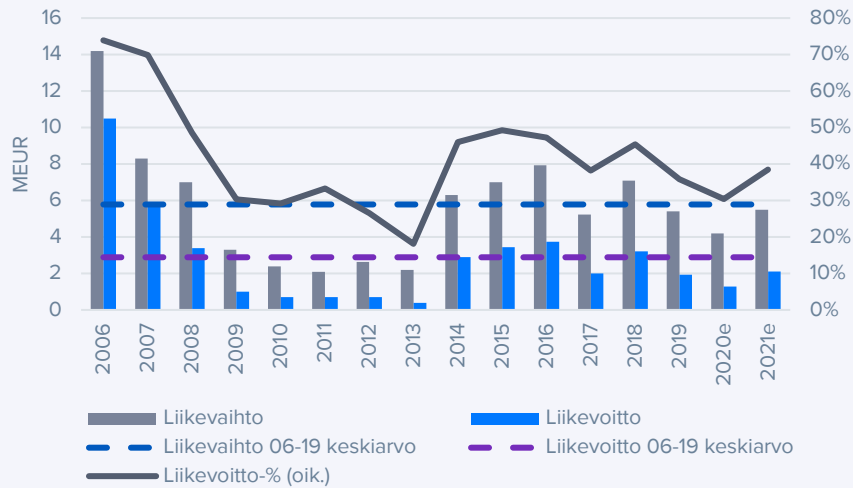
Vuoden 2020 jälkeen eQ:lla ei arviomme mukaan ole enää sijoituksia muiden toimijoiden rahastoissa ja sen omien rahastosijoitusten käypä arvo on ennusteissamme 15,5 MEUR. Tämä taso tulee jatkamaan vielä laskuaan kun yhtiön tekemät isot sijoitukset Amanda-rahastoihin (Amanda III: 2,8 MEUR ja Amanda V: 4,6 MEUR) kotiutuvat. Amanda-rahastojen jälkeen yhtiön omat sijoitukset tulevat olemaan alle 10 MEUR. Tällä on positiivinen vaikutus yhtiön vakavaraisuuteen, sillä omat sijoitukset syövät vakavaraisuuspääomaa.

Sijoitustoiminnan arvo

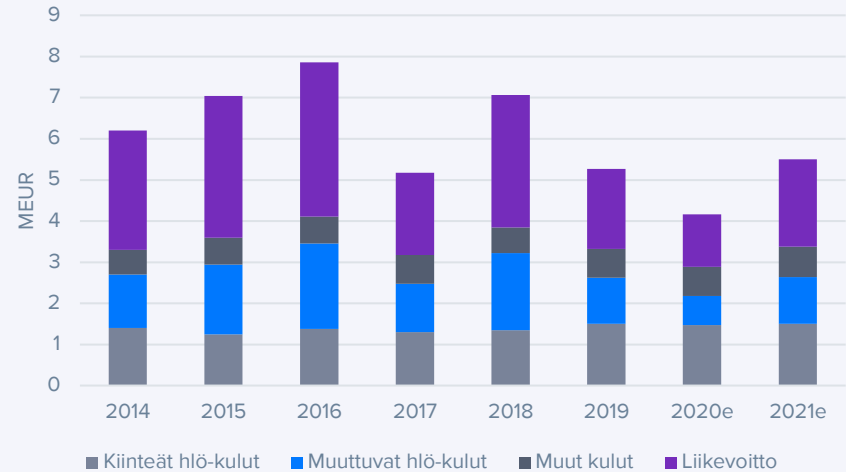
Sijoitustoiminnalla ei ole eQ:lle erityistä strategista arvoa ja sen rooli on puhtaasti tukea konsernin varainhankintaa ja hyötyä hyvistä sijoitustuotoista. Näin ollen sijoitustoiminnan arvonmääritys on hyvin suoraviivaista ja arvo on sijoitussalkun sen hetkinen tase-arvo. Tase-arvoihin liittyy hyvin rajallisesti subjektiivisuutta, sillä rahastojen arvot ovat luotettavia. Näin ollen käytämme osien summa-laskelmassamme Q1'20 lopun mukaista sijoitussalkun arvoa 16,4 MEUR.

Advium ja Sijoitukset yhteenveto

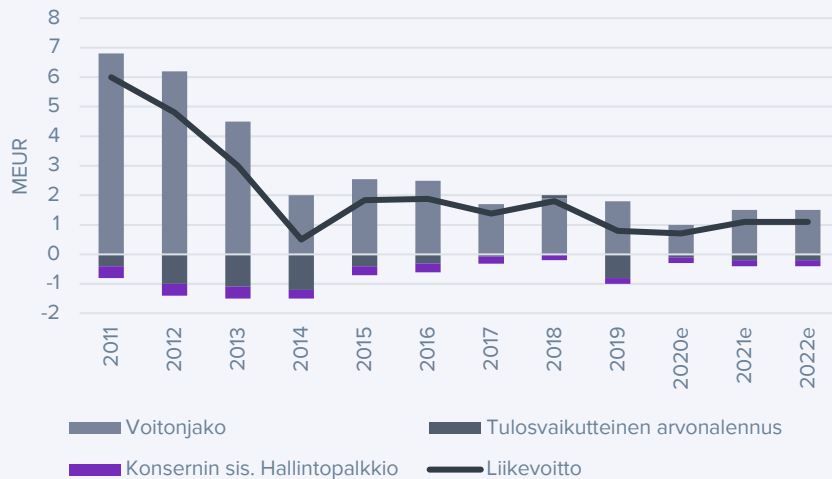
Adviumin liikevaihto- ja tuloskehitys 2006-2021e



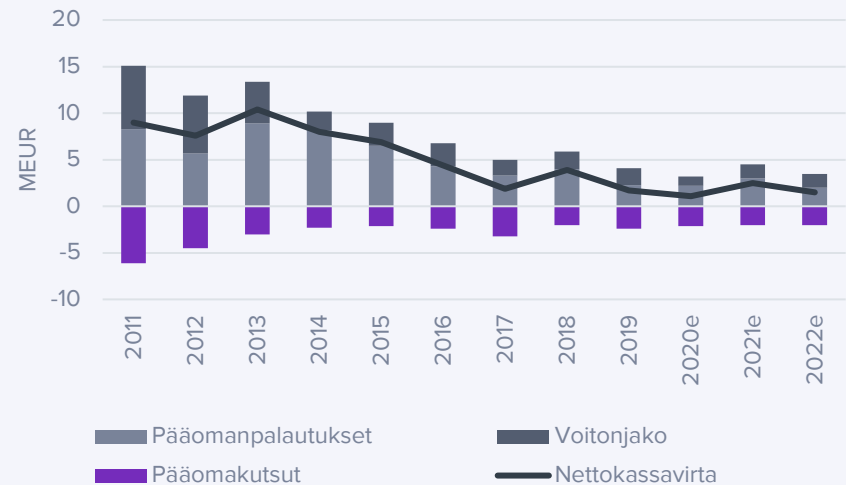
Adviumin kulurakenne 2014-2021e



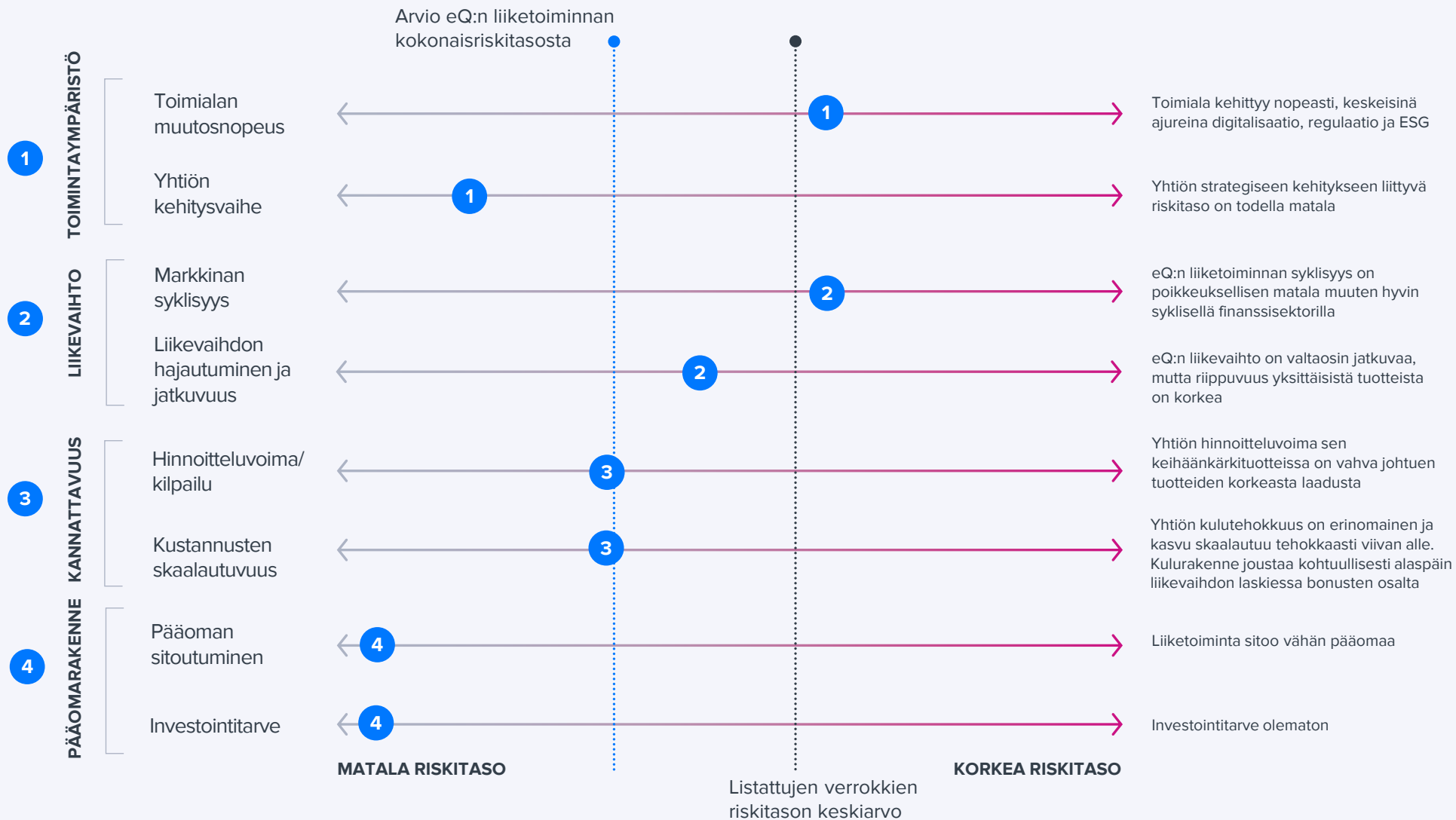
Sijoitustoiminnan tuloskehitys 2011-2020e



Sijoitustoiminnan kassavirrat 2011-2020e



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvu

2.

Poikkeuksellinen kulutehokkuus

3.

Erinomainen kassavirta jaetaan kokonaan osinkoina

4.

Yritysjärjestelyoptio

5.

Toimialan yhtiöksi liiketoiminta poikkeuksellisen ennustettavaa

Potentiaali



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

Riskit



- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Henkilöriskit
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Korkojen nousu
- Yleinen markkinatilanne

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 käyttöileillä 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 syyskuussa 2019 noin 230 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvu on

selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 230 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 varallisuus-arvojen 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 kestävytydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta

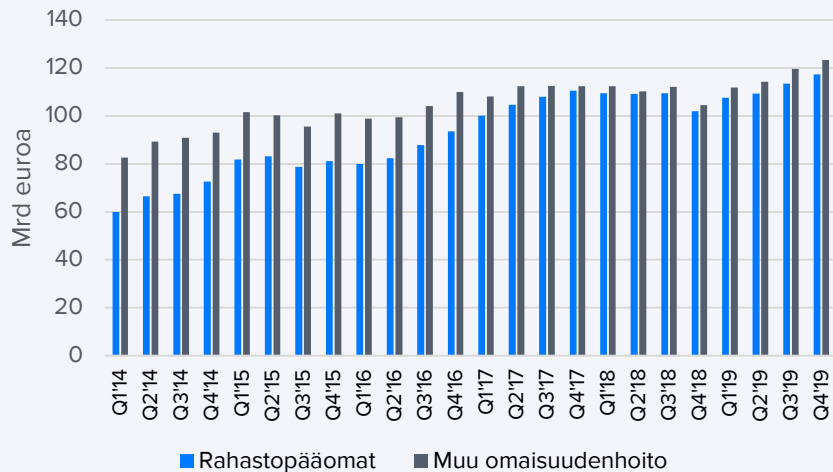
alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvu ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

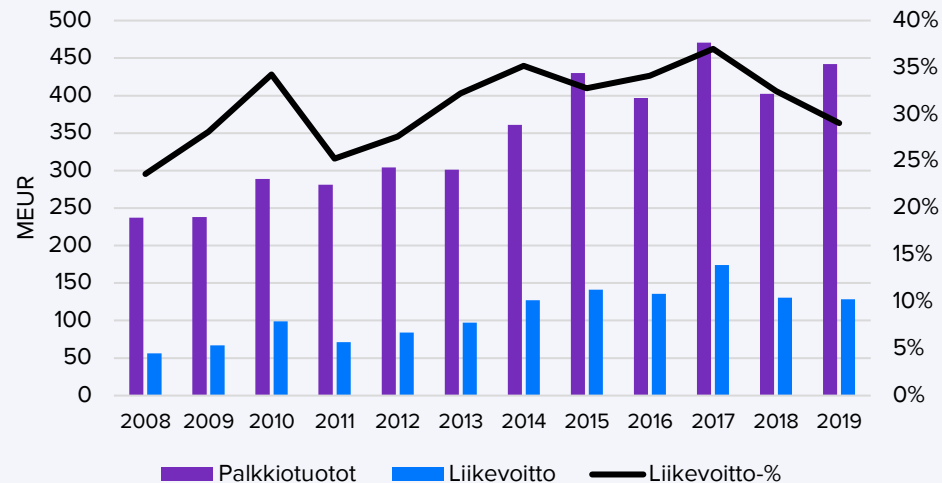
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. 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 kuitenkin merkittävästi koronaviruksen myötä kasvaneet taantumapelot ja alkuvuonna 2020 nähty omaisuusarvojen voimakas lasku.

Varainhoitomarkkina

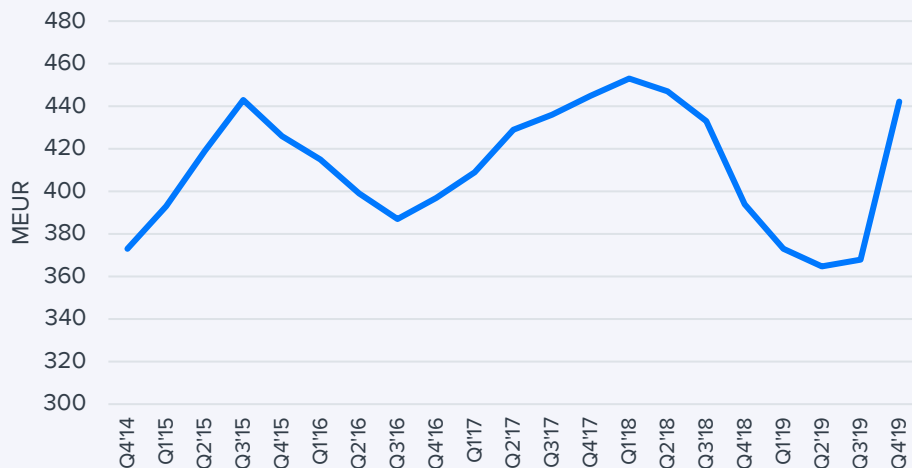
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



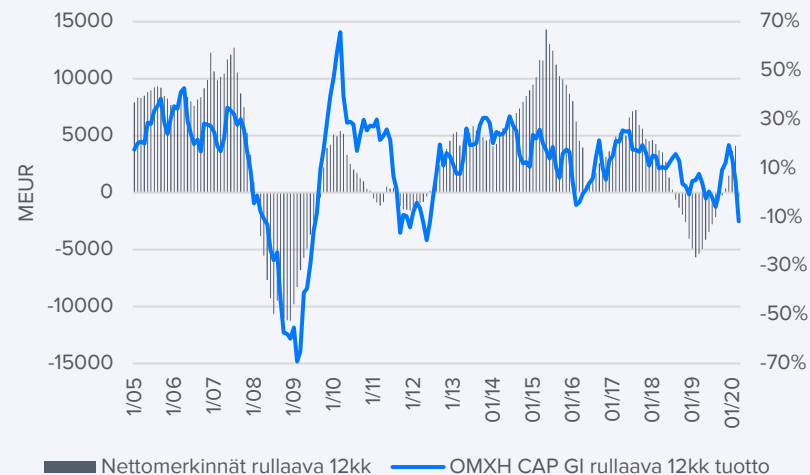
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)

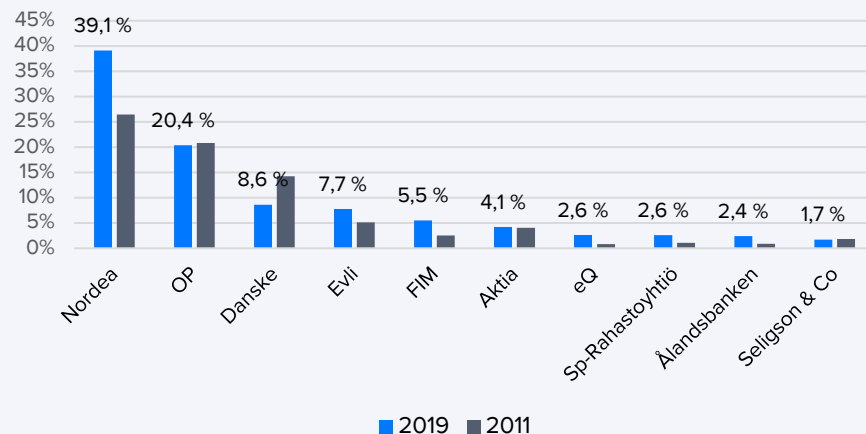


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (rullaava 12kk)

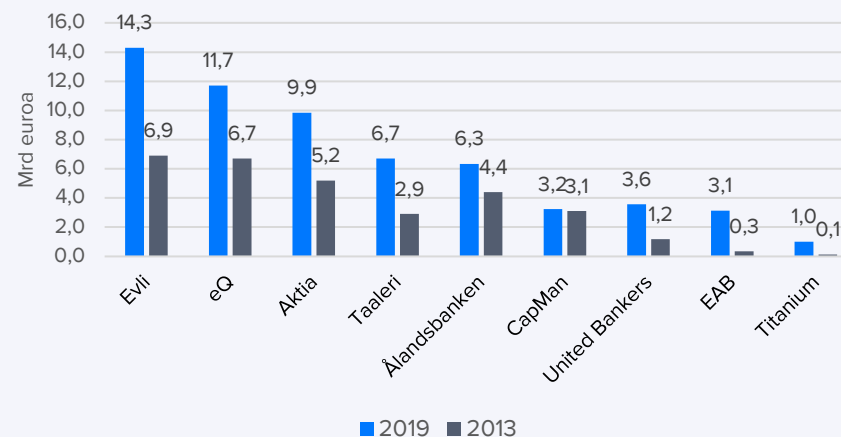


Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

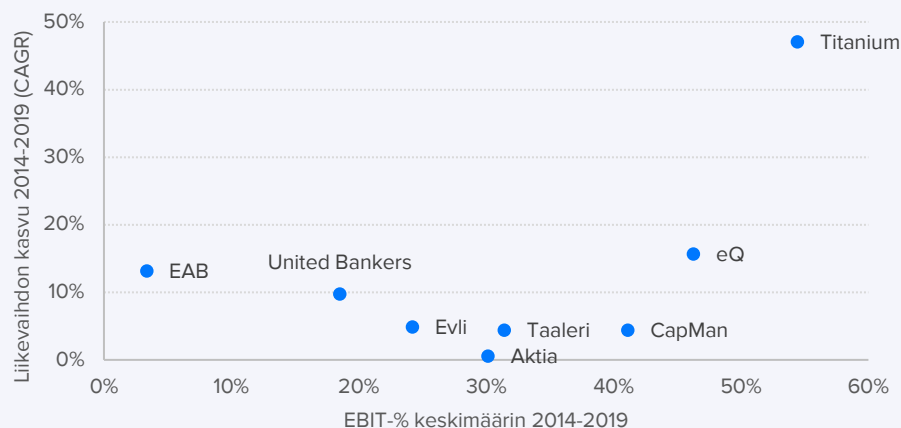
Kymmmenen suurinta kotimaista rahastoyhtiötä markkinaosuudella mitattuna (2019 lopussa)



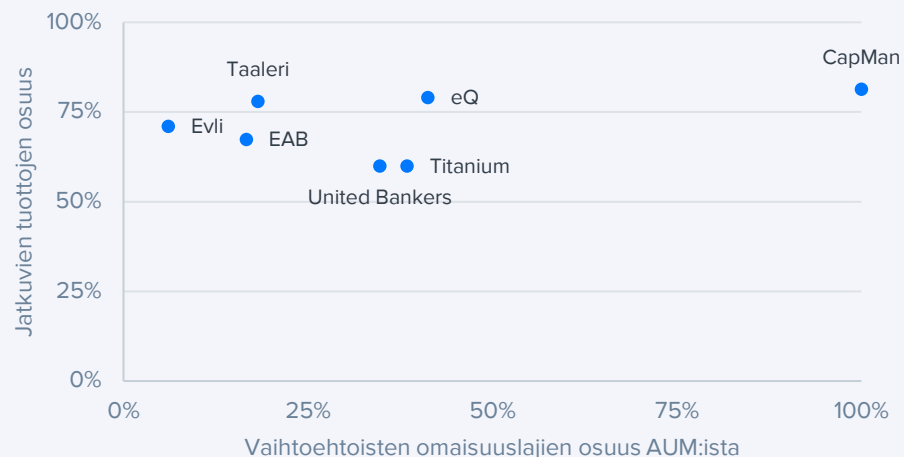
Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus (2019 lopun tilanne)



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

Korkotaso on globaalisti madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista finanssi- ja eurokriisin jälkeen. Myös riskittömän koron käsite on muuttunut, kun aiemmin riskittömänä pidettyjen valtioiden velanhoitokykyä on alettu kyseenalaistaa.



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

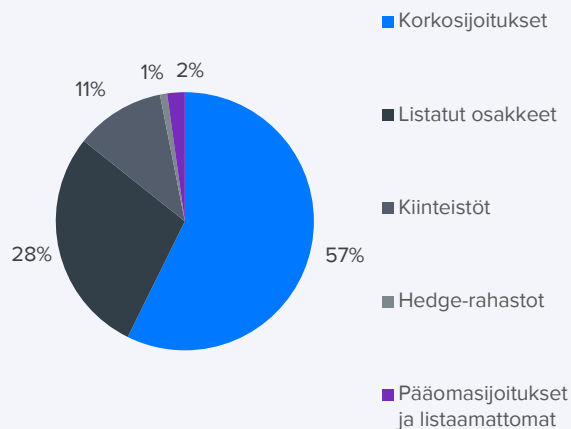
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

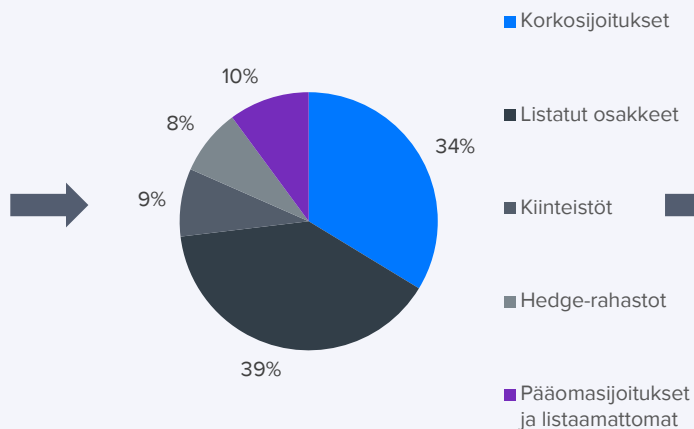
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

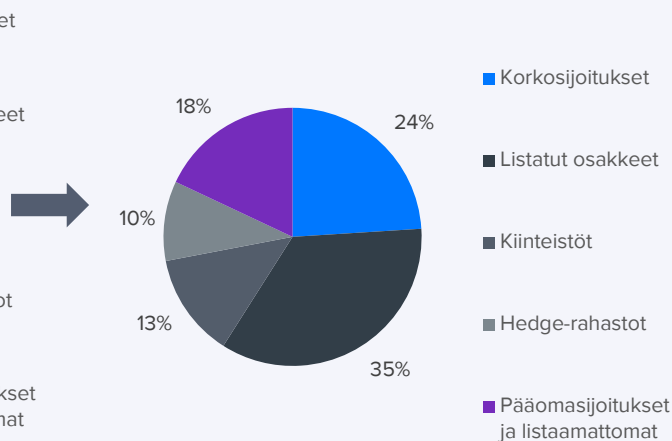
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

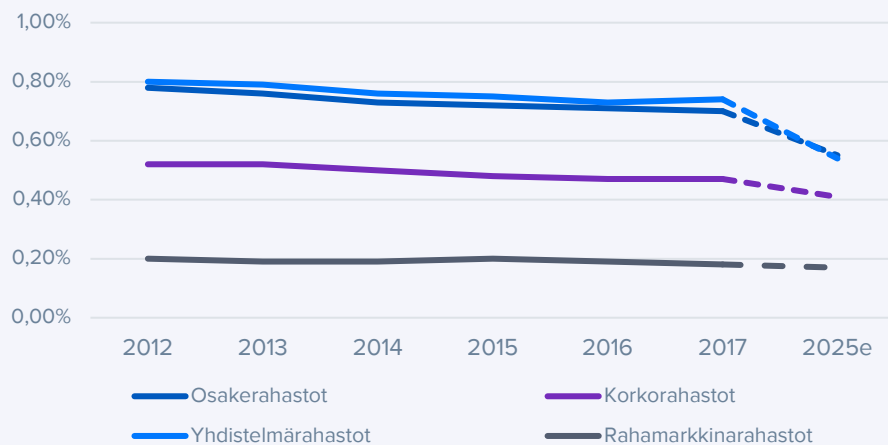


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

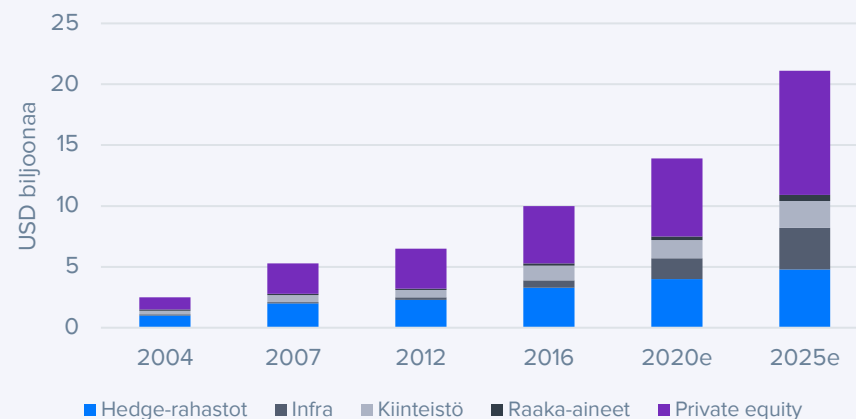


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e



Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

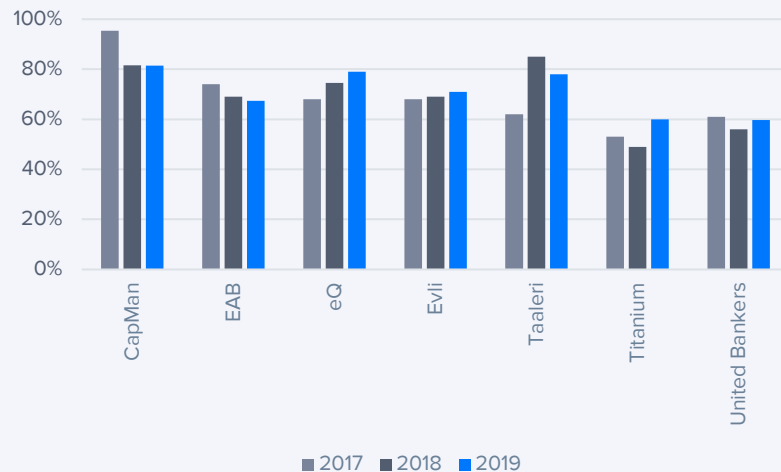
Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓ ✓	eQ:lla ei ole ollut mainittavia haasteita uuden regulaation kanssa. Yhtiön järjestelmät ja prosessit ovat jo valmiiksi olleet hyvässä kunnossa, eikä regulaation kasvu ole heijastunut yhtiön kuluihin. Instituutioihin keskittynyt liiketoiminta sekä suhteellisen suppea tuotetarjonta ovat myös osaltaan helpottaneet uuden regulaation implementointia.
Vaativuustason 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 matalan korkotason ruokkimasta korkeasta transaktioaktiiviteetista.
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 instituutiovarainhoidossa on erittäin kilpailukykyinen ja vahvan track-recordinsa ansiosta yhtiön hinta-/laatusuhde on perinteisessä instituutiovarainhoidossa Suomen parhaimmista. 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). Instituutiovarainhoitajana vastuullisuus on yhtiön asiakkaille tärkeä tema, mikä heijastuu myös eQ:n omassa tekemisessä.

Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

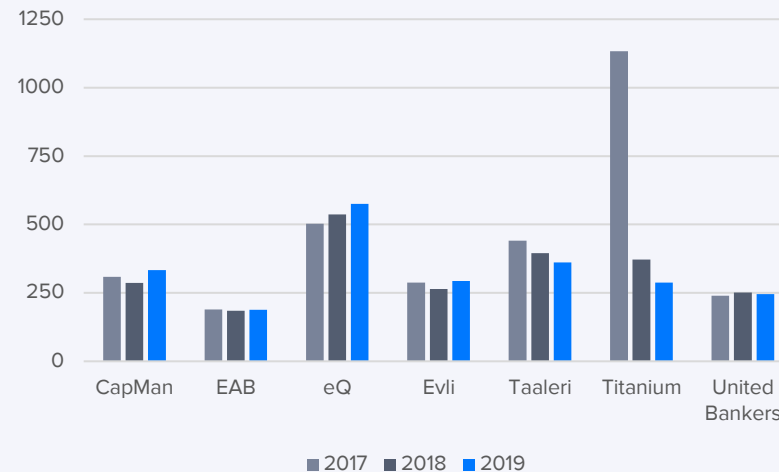
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia
MCAP (MEUR)	500	180	90	200	30	290	80	570
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1000%. IRR ~30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto lähes 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR +20%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR +10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -60%, IRR ~ -20 %.	2013 alkaen kokonaistuotto +100%. IRR ~15%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~140%. IRR ~10 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT ~25%. Kannattavuus kohtuullisella tasolla, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	2019 EBIT +30 %. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuihin tuottoihin.	2019 tulos tappiollinen. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsernitasolla kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viimevuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).
Track-record	2014-2019 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organaisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2019 EPS +4,6e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaisua johtuen kuluhaasteista.	14-19 EBIT (oik. CAGR-%) ~50 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2019 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos noussut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.
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 pankkitoiminta heikkouksina.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus alle potentiaalin.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fusion jälkeinen kulutaso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa 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.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäanteessä ja KY-liiketoiminnan ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yrityssostot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.

eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

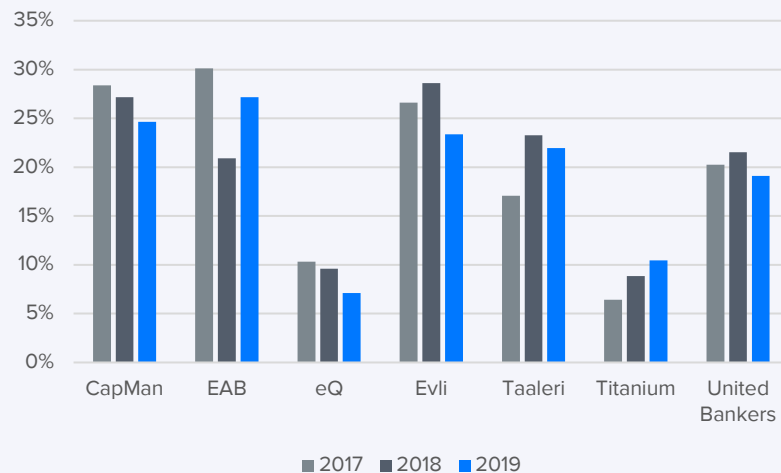
Jatkuvien tuottojen kehitys (konserni)*



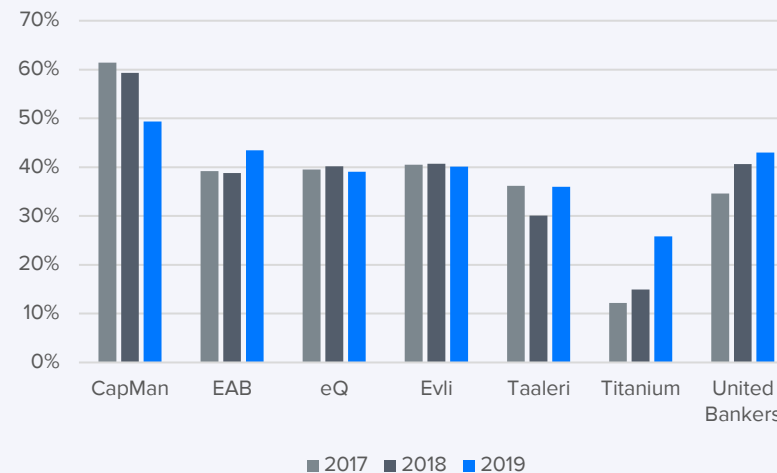
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallinto- ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen ja selkeä

Taseen loppusumma oli 2019 lopussa 85,4 MEUR, oma pääoma 65,1 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 2,7 MEUR. Tästä valtaosa liittyy IFRS16 vuokravastuisiin ja tästä oikaistuna kiinteää omaisuutta on vain marginaalisesti. Toinen merkittävä pitkän aikavälin tase-erä ovat yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli 2019 lopussa sijoituksia pääomarahastoihin 16,2 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin kappaleessa ”Sijoitukset”.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2019 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 32,3 MEUR:n arvosta sekä noin 4,7 MEUR saamisia.

eQ maksoi huhtikuussa taseestaan osinkoa noin 24 MEUR ja näin ollen taseen loppusumma sekä käteisvarat ovat merkittävästi vuodenvaihteen tasoa matalammat.

Arviomme mukaan eQ haluaa säilyttää taseensa nettovelattomana myös jatkossa, sillä se haluaa säilyttää riittävän liikkumavaran operatiivisessa liiketoiminnassa. Ainoa skenaario jossa yhtiö ottaisi taseeseensa velkaa, olisi mielestämme yritysjärjestelyt. Käsittelemme yritysjärjestelyjä tarkemmin sivulla 43.

Osingonjako pysyy vuolaana

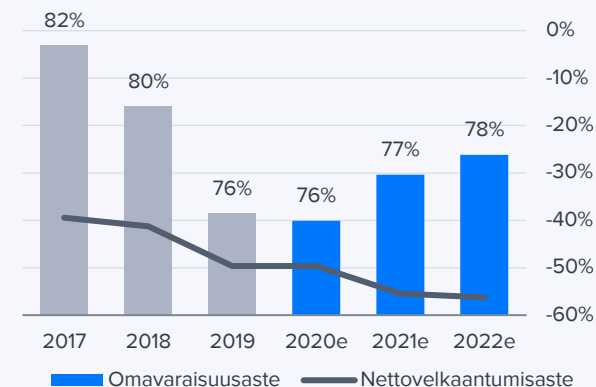
Nettovelattomuuden lisäksi uskomme eQ:n haluavan säilyttää taseensa erittäin pääomatehokkaana myös jatkossa. eQ:n tavoitteena on ollut jakaa tilikauden tulos osinkona. Osingon lisäksi yhtiö voi palauttaa omistajille pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa konsernin saamasta kassavirrasta tilikauden tuloksen yltävältä osalta. Käytännössä yhtiö tulee arviomme mukaan jakamaan tulevina vuosina 100 % tuloksestaan osinkoina ja tämän lisäksi pääoman palautusta joitain senttejä vuodessa omien rahastosijoitusten kassavirrasta riippuen.

Tase on erinomaisessa kunnossa

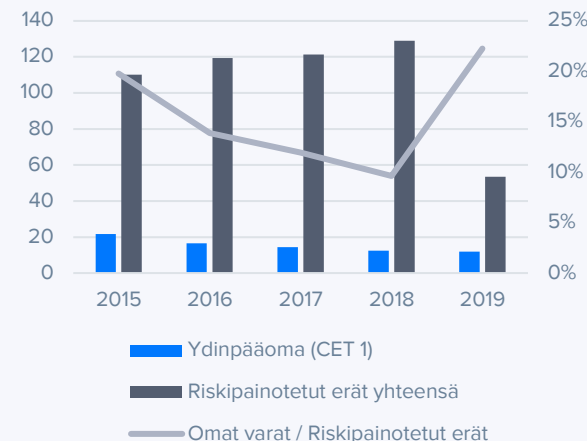
Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2019 lopussa noin 76 % ja nettovelkaantumisaste noin -50 %.

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 2019 lopussa 22,2 % ja vakavaraisuuspääoma 11,9 MEUR (osingonjako huomioitu). Vaikka suhteellinen vakavaraisuus onkin reippaasti yli yhtiön oman tavoitetaso, ovat absoluuttiset summat pieniä taseen kevyestä rakenteesta johtuen. 2019 lopussa yhtiöllä oli omia varoja 6,6 MEUR yli yhtiön oman tavoitetaso. Yhtiön ennustettava liiketoiminta ja poikkeuksellisen kannattavuus huomioiden emme pidä tätä ongelmana.

Taseen avainlukujen kehitys



eQ:n vakavaraisuuden kehitys*



*eQ:n riskipainotetut erät laskivat merkittävästi 2019 aikana yhtiön tehdessä muutoksen eQ Varainhoito Oy:n toimilupaan

Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	46,7	48,4	47,8	45,4	45,4
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2
Käyttöomaisuus	0,3	2,7	2,7	2,7	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,9	16,2	15,6	13,2	13,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	31,6	37,0	36,8	44,6	47,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,8	4,7	4,9	5,9	6,6
Likvidit varat	25,7	32,3	31,9	38,7	40,6
Taseen loppusumma	78,2	85,4	84,6	90,0	92,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	62,2	65,1	64,3	69,7	72,3
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	23,8	27,3	26,4	31,8	34,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,0	26,5	26,5	26,5	26,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,9	20,3	20,3	20,3	20,3
Laskennalliset verovelat	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelka kirjainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	15,2	19,4	19,4	19,4	19,4
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	78,2	85,4	84,6	90,0	92,6

Konsernin tulosenusteet

Käsitlemme tässä kappaleessa tiiviisti konsernitason tulosenusteet. Tarkemmat segmenttikohtaiset tulosenusteet löytyvät segmenttien omista osioista. Isossa kuvassa ennusteidemme lähtökohtana on markkinatilanteen säilyminen aiempaa vaikeampana ja emme odota paluuta vuoden 2019 ympäristöön lähivuosina. Emme myöskään odota markkinan merkittävää heikentymistä nykyisestä ja keskeisenä teemana markkinoilla tulee lähivuosina olemaan reaalityuden epävarmuus sekä matala korkotaso.

eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa johdosta positioitunut poikkeuksellisen hyvin tämänkaltaiseen markkinaan ja näkemysemme 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 2020 tulee erinomainen

Ennustamme eQ:n osakekohtaisen tuloksen kasvavan kuluvana vuonna 8 %:lla 0,59 euroon Varainhoidon erinomaisen kehityksen johdosta. Varainhoidon tulokasvua ajaa kiinteistö- ja PE-rahastojen vahva kasvu sekä kohtuulliset tuottosidonnaiset palkkiot (Hoivarahasto sekä 50 % Amanda IV:stä). Adviumilta odotamme vaisua vuotta, kun koronaviruksen pitää transaktiomarkkinan hiljaisena ainakin Q2:n ja Q3:n ajan. Adviumin merkitys konsernin kannalta on kuitenkin supistunut hyvin pieneksi ja Adviumin osuus konsernin tuloksesta on

kuluvana vuonna enää noin 4 %. Sijoituksista odotamme vain 0,7 MEUR:n tulosta, kun koronaviruksen aiheuttaa arvonalennuksia sen sijoitussalkkuun. Näin ollen 2020 tulos onkin käytännössä täysin Varainhoidon tekemä.

Yhtiön kassavirta tulee laskelmiemme mukaan olemaan muutaman sentin tulosta korkeampi oman taseen sijoitusten pääomanpalautusten ansiosta. Ennustamme voitonjaon (osinko + pääomanpalautus) olevan 0,62 euroa yhtiön jatkaessa avokätistä osinkolinjaansa.

2021-2022 tulokasvu hidastuu väliaikaisesti

2021 ja 2022 ennustamme eQ:n tulokasvun olevan 26 % ja 11 %. Kasvun kiihtymisen taustalla on Varainhoidon vahvan suorittamisen jatkuminen sekä Adviumin ja Sijoitustoiminnan tuloparannukset. Adviumin osalta odotamme edelleen kohtuullista vuotta, sillä matala korkotaso tukee yhtiölle kriittistä kiinteistötransaktiomarkkinaa.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että tuottosidonnaisen palkkioiden osuus tulee asteittain laskemaan 2020-2022 aikana, kun pääomarahastoista ei väliaikaisesti tule tuottopalkkioita ja kiinteistörahastojen tuottotasot jatkavat laskuaan kohti 7 %:n aita-korkoa. Näin ollen tuloksen mix paranee jatkuvasti, kun yhä suurempi osa tuloksesta tulee ennustettavista jatkuvista palkkioista Varainhoidosta.

Jatkuvien palkkioiden osalta kasvun taustalla ovat kiinteistö- ja PE-rahastot, joissa odotamme

uusmyynnin kasvavan asteittain.

Vuosien 2021 ja 2022 EPS-ennusteemme ovat 0,74 ja 0,82 euroa. Kassavirta per osake on hieman tätä korkeampi johtuen rahastojen pääoman palautuksista ja voitonjaossa yhtiö jatkaa ”pajatso tyhjäksi” politiikkaansa.

Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä on vahva

Pidemmällä aikavälillä (2023 eteenpäin) eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää tervettä yli 10 %:n vuotuista tulokasvua. Toimialan trendit tukevat kiinteistö- ja PE-rahastojen myyntiä myös pidemmällä aikavälillä ja yhtiön kulutehokkuus tulee myös säilymään erinomaisena. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat näyttämään 2023 jälkeen aiempaa merkittävämpää roolia yhtiön tuloksessa, kun ensimmäiset eQ:n omat PE-rahastot alkavat siirtyä voitonjakoon.

Yhtiön kasvaneen kokoluokan johdosta suhteellinen tulokasvu tulee kuitenkin hidastumaan väistämättä. On mielestämme selvää, että mikäli eQ haluaa ylläpitää viime vuosina nähtyä voimasta kasvua konsernitason (2015-2019 20 % p.a.), pitää yhtiön asteittain laajentaa myös tuotetarjontansa tai vaihtoehtoisesti aktivoitua yritysjärjestelyissä. Uskomme mahdollisen tuotetarjonnan laajentamisen keskittyvän etenkin vaihtoehtoisii omaisuusluokkiin. Yritysjärjestelyjä käymme tarkemmin läpi sivulla 43.

Konsernin ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	45,6	11,7	11,4	11,9	15,6	50,6	12,0	11,4	13,3	17,3	54,0	65,9	72,8	84,3
Varainhoito	36,9	10,4	10,7	10,7	12,5	44,3	11,3	11,2	12,4	14,4	49,2	59,3	65,9	77,4
Sijoitukset	1,8	0,2	0,1	0,0	0,6	0,8	0,6	-0,7	0,4	0,4	0,8	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	7,1	1,1	0,7	1,1	2,5	5,4	0,4	0,8	0,5	2,5	4,2	5,5	5,8	5,8
Konsernihallinto	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	22,7	5,5	5,9	7,1	8,7	27,3	6,2	5,7	7,9	9,9	29,7	37,8	42,3	50,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,5	5,3	5,7	6,9	8,4	26,3	6,0	5,4	7,7	9,6	28,7	36,9	41,3	49,4
Liikevoitto	22,5	5,3	5,7	6,9	8,4	26,3	6,0	5,4	7,7	9,6	28,7	36,9	41,3	49,4
Varainhoito	19,5	5,3	6,0	6,8	7,2	25,4	6,4	6,4	7,7	8,4	29,0	35,6	40,1	48,2
Sijoitukset	1,8	0,2	0,0	0,1	0,6	0,8	0,6	-0,7	0,4	0,4	0,8	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	3,2	0,3	0,1	0,4	1,2	1,9	-0,1	0,2	0,0	1,3	1,3	2,1	2,3	2,2
Konsernihallinto	-2,1	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-1,8	-0,9	-0,5	-0,4	-0,5	-2,3	-2,0	-2,1	-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	22,5	5,3	5,7	6,9	8,4	26,3	6,0	5,4	7,7	9,6	28,7	36,9	41,3	49,4
Verot	-4,7	-1,1	-1,1	-1,4	-1,7	-5,3	-1,2	-1,1	-1,6	-2,0	-5,9	-7,6	-8,5	-10,1
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	17,8	4,2	4,6	5,5	6,7	21,0	4,8	4,3	6,1	7,6	22,9	29,3	32,9	39,3
EPS (oikaistu)	0,47	0,11	0,12	0,14	0,18	0,55	0,13	0,11	0,16	0,20	0,59	0,74	0,82	0,97
EPS (raportoitu)	0,47	0,11	0,12	0,14	0,18	0,55	0,13	0,11	0,16	0,20	0,59	0,74	0,82	0,97

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	12,2 %	22,4 %	4,3 %	14,2 %	6,0 %	10,9 %	3,0 %	-0,4 %	11,7 %	10,5 %	6,6 %	22,1 %	10,5 %	15,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	11,6 %	20,4 %	10,9 %	24,4 %	14,0 %	17,1 %	13,5 %	-3,8 %	11,0 %	14,1 %	9,3 %	28,3 %	12,2 %	19,6 %
Käyttökate-%	49,7 %	47,3 %	51,8 %	60,1 %	55,5 %	53,9 %	51,9 %	49,9 %	59,6 %	57,1 %	55,0 %	57,4 %	58,1 %	59,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	49,2 %	45,3 %	49,5 %	58,2 %	53,9 %	51,9 %	49,9 %	47,8 %	57,9 %	55,7 %	53,3 %	56,0 %	56,8 %	58,7 %
Nettotulos-%	39,0 %	35,9 %	40,2 %	46,4 %	43,1 %	41,6 %	40,0 %	38,0 %	46,0 %	44,3 %	42,4 %	44,5 %	45,2 %	46,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

eQ:lle on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaajista. Näin ollen suhteellinen arvonmääritys on keskeinen tekijä haarukoidessamme yhtiön käypää arvoa. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme osien summa laskelmalla sekä kassavirta-analyysillä (DCF). Lopuksi tarkastelemme yhtiön arvostusta myös suhteessa sen historialliseen arvostustasoon nähden.

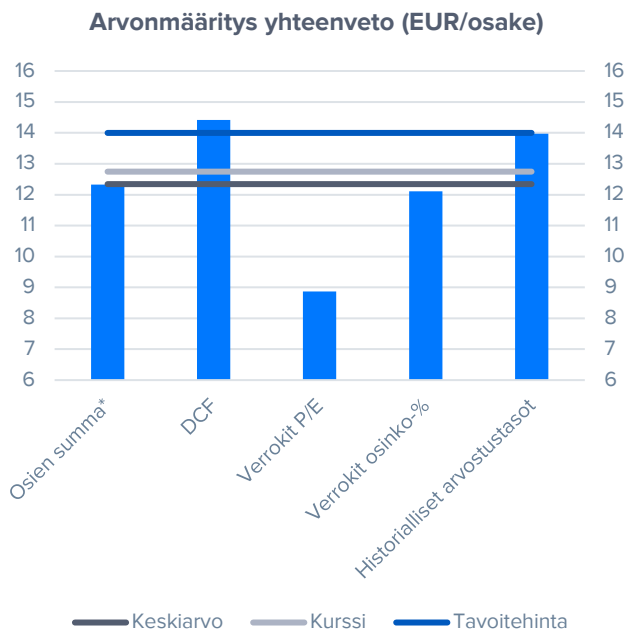
Arvonmääritysmenetelmiemme mukainen arvo eQ:lle on 8,7 – 14,6 euroa per osake keskiarvon ollessa 12,4 euroa. Tavoitehintamme 14,0 euroa on haarukan ylälaidassa. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Tuotto-odotus nojaa osinkoon

eQ:n arvostustaso (2020e: P/E 22x) ei ole edullinen, mutta linjassa yhtiön historiallisen tason kanssa. Yhtiötä hinnoitellaan oikeutetusti merkittävällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen poikkeuksellisesta laadukkuudesta.

Korkeasta arvostustasosta johtuen kertoimissa ei näkemyksemme mukaan ole nousuvaraa ja osakkeen tuotto-odotus lepääkin tulevina vuosina täysin tulokasvun sekä osingon harteilla. Pidämme mahdollisena, että osa ripeästä tulokasvusta tulee hautautumaan kertoimien normalisoitumisen alle, mutta tästä huolimatta tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan 10-15

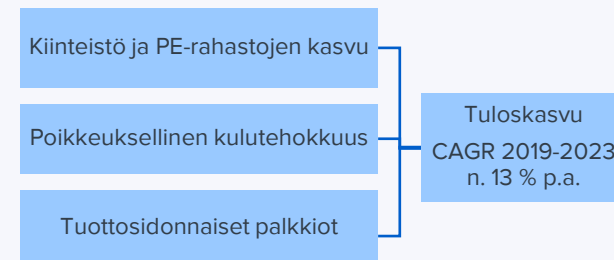
%:n välillä. 10-15 % vuotuinen tuottotaso on mielestämme edelleen houkutteleva korvaus yhtiön suhteellisen matalan riskiprofiilin kantamisesta. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme tulokasvun hidastumiseen ja/tai pysähtymiseen, sillä se johtaisi väistämättä myös hyväksyttävien arvostustasojen laskuun. Yhtiön tulokasvuun liittyvä riski on mielestämme kuitenkin verrattain matala.



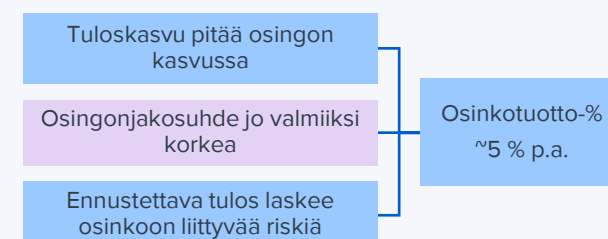
Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

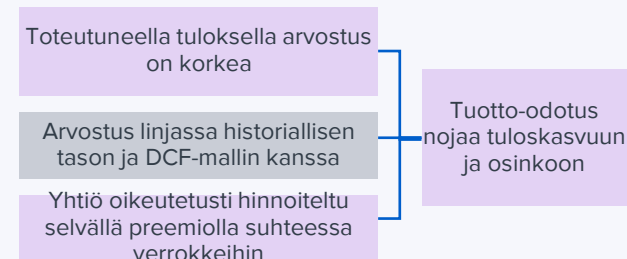
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
(n. 10-15 % p.a.)

Arvonmääritys 2/4

Osien summa

Osien summa laskelmallamme eQ:n osien summa on 472 MEUR tai 12,33 euroa per osake. Arvo on noussut jälleen vuodentakaisesta (aik. 313 MEUR) johtuen Varainhoidon erinomaisesta kehityksestä ja korkeammista hyväksymistämme kertoimista. Ylivoimaisesti suurin osa eQ:n arvosta on Varainhoidossa ja arvotamme Varainhoidon 452 MEUR:oon (sivu 16). Sijoitukset-segmentin arvo on 16,4 MEUR (sivu 19) ja Adviumin arvo 17 MEUR (sivu 20). eQ:n nettokassa oli Q1 lopussa osingonjako huomioiden noin 8,6 MEUR. Konsernihallinnolla on negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon ja sen diskontattu nettonykyarvo on noin -22 MEUR.

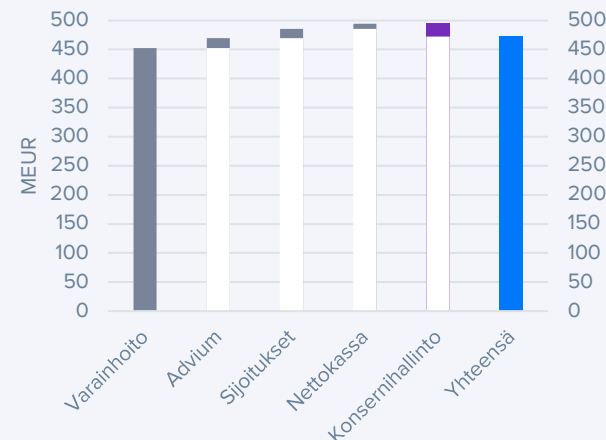
eQ:ta hinnoitellaan tällä hetkellä lievällä preemiolla suhteessa sen osien summaan. Preemio suhteessa osien summaan on kuitenkin perusteltua kahdesta syystä: 1) konsernin osat ovat yhdessä arvokkaammat kuin erillisinä ja 2) yhtiössä on yritysjärjestelyoptio. Etenkin Adviumin arvo on mielestämme selvästi 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 2023 jälkeen. Kannattavuus pysyy lähivuodet nykyisenkaltaisella poikkeuksellisen hyvällä tasolla ja laskee vasta ennusteperiodin loppupäässä (2025 jälkeen), mutta on edelleen toimialan parhaimmalla tasolla. Soveltamamme WACC-% on 8,2 % (aik. 8,7 %) heijastelee yhtiön toimialalle maltillista riskitasoa ja se on matalin taso finanssisektorin seuraamistamme yhtiöistä. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 14,4 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme osien summan preemiohinnoittelusta. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys eQ:n osalta on noussut selvästi viime vuosina yhtiön vahvan tulosekehityksen ansiosta. Tuloseennusteisiimme liittyy mielestämme selvästi aiempaa vähemmän riskiä, mikä parantaa DCF-mallin luotettavuutta.

Osien summa laskelma



Verrokkien oman pääoman kustannus ja WACC-%



Arvonmääritys 3/4

Korkea arvostus on perusteltu

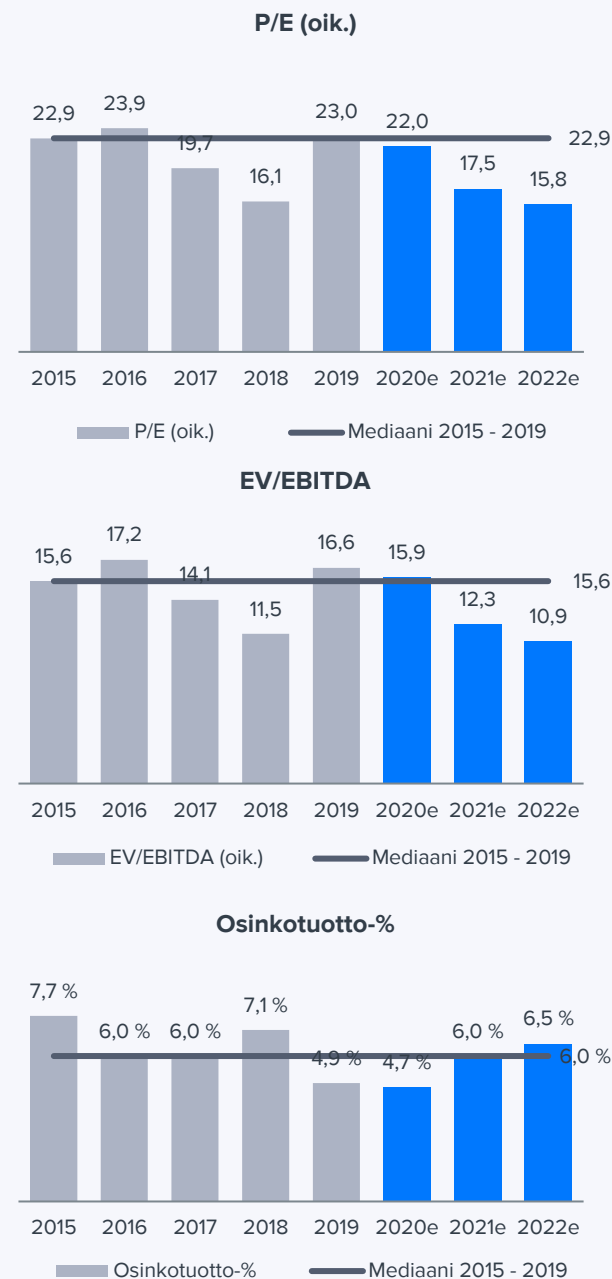
eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tulostekijöillä (2014-2019 keskiarvo P/E 21x ja EV/EBITDA 15x) johtuen yhtiön vahvoista tulostekijöistä. Näkemysmme mukaan eQ:n hyväksyttävä arvostustaso on lähellä näitä tasoja, sillä vaikka yhtiön tulostekijä onkin hidastunut merkittävästi suhteessa historialliseen tasoon (2014-2019: EPS CAGR-% 35 % & 2019-2023: 13 %), on yhtiön riskitaso laskenut merkittävästi samaan aikaan. Yhtiön riskitasoa ovat näkemysmme mukaan laskeneet: kasvanut kokoluokka, mixin parantuminen (paino jatkuviin vaihtoehtoihin tuottoihin), erinomainen track-record, näytöt liiketoiminnan kestävydestä myös heikommassa markkinatilanteessa ja laajentunut tuotetarjonta. Näin ollen onkin mielestämme edelleen perusteltua, että eQ:ta hinnoitellaan sen historiallisilla arvostuskertoimilla, vaikka tulostekijävauhti onkin väistämättä hidastunut kokoluokan kasvun myötä.

Viimeisen 12kk tuloksesta lasketut kertoimet (P/E 23x ja EV/EBITDA 16x) ovat lievästi yli historiallisen tason ja emme näe nykyisessä arvostuksessa enää nousuvaraa. Näin ollen osakkeen nousuvaraa nojaakin puhtaasti tulostekijän jatkumiseen. 2021 P/E-kertoimen laskee selvästi alle yhtiön historiallisen tason (~17,5x) ja tulostekijän jatkuessa osakkeessa on edelleen hyvää nousuvaraa. Sijoittajien on kuitenkin syytä huomioda, että mikäli tulostekijä syystä tai toisesta pysähtyisi, olisi yhtiön nykyisessä arvostustasossa laskuvaraa.

Osinkotuotto on ennusteillamme hieman alle 5 % ja painunut lähelle yhtiön historian matalinta tasoa.

Osinko on varsin turvallinen ja siihen liittyvä riski on pienentynyt jatkuvasti. Näin ollen osinkotuoton lasku on mielestämme ollut perusteltua ja historiallinen osinkotasoa ei anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön hyväksyttävästä arvostustasosta.

Mikäli sovellamme eQ:n vuosien 2020-2021e keskimääräisiä tulos- ja osinkoennusteita yhtiön historiallisiin arvostuskertoimiin, saamme osakekohtaiseksi arvoksi 14,6 euroa.



Arvonmääritys 4/4

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa olemme käyttäneet tulospohjaisesti P/E-kertoimia, sillä ne huomioivat parhaiten verrokkien kirjanpidolliset erot (FAS/IFRS). Olemme myös käyttäneet osinkotuottoa, koska osinkotuotto on näkemyksemme mukaan yksi keskeisiä sijoitustarinan kulmakiviä sijoituspalveluyhtiöissä.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia Helsingin pörssiin listattuja seuraamiamme finanssipalveluyhtiöitä ja olemme täydentäneet tätä ryhmää muutamalla hyvällä ulkomaiselle verrokkiyhtiöllä. Kokonaisuutena ryhmä antaa mielestämme varsin hyvän ja luotettavan kuvan eQ:n hyväksyttävästä arvostustasosta normaalina aikana.

2020 P/E-kertoimilla eQ on hinnoiteltu 16 % yli verrokkiryhmän. Ero on suhteellisen pieni johtuen verrokkien merkittävästi heikentyneistä tuloksista ja tämän myötä kohonneista arvostustasoista. 2021 parantuvilla tuloksilla verrokkiryhmän keskimääräinen P/E-kerroin laskee 12x tasolle ja suhteessa tähän eQ hinnoitellaan 50 %:n preemiolla. Keskimääräinen preemio 2020-2021 tulospohjaisissa kertoimista laskettuna on tällä hetkellä hieman yli 30 % ja tämä on linjassa viime vuosin keskimääräisen tason kanssa. Verrokkien 2020-2021 tulokertoimista laskettuna eQ:n arvo ilman preemiota olisi 8,7 euroa per osake. Laskelma ei huomii yhtiön laadun mukanaan tuomaa preemiota ja mielestämme se antaa virheellisen kuvan yhtiön käyvästä arvosta.

Näkemyksemme mukaan eQ ansaitsee merkittävän preemion suhteessa sen verrokkeihin johtuen sen merkittävästi paremmasta track-

recordista, matalammasta riskitasosta sekä keskimääräistä paremmasta tuloskasvunäkymästä.

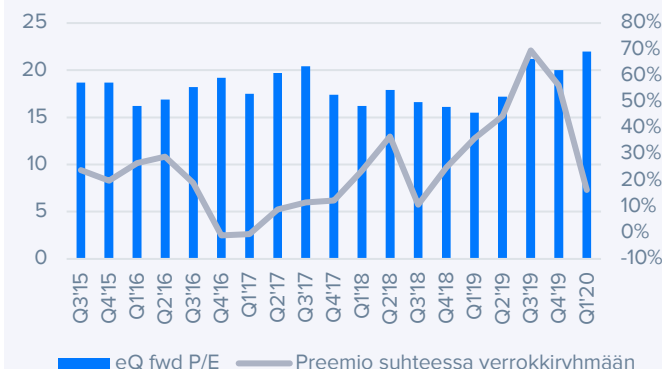
Osinkotuotolla (2020-2021) eQ on hinnoiteltu linjassa verrokkiryhmän kanssa jota se on ollut myös viime vuosina. Näkemyksemme mukaan eQ:ta on perusteltua hinnoitella suunnilleen verrokkiryhmän tasolla olevalla osinkotuotolla, sillä vaikka osingon riskitaso onkin matalampi ja tuloskasvunäkymä parempi, on eQ:n osingonjakosuhde verrokkiryhmän korkein. Verrokkiryhmän 2020-2021 osinkotuotoilla laskettuna yhtiön arvo olisi 12,1 euroa per osake.

Inderesin toimialalle hyväksymät arvostustasot

Koska verrokkiryhmän arvostustaso antaa tällä hetkellä varsin epäyhtenäisen kuvan hyväksyttävistä arvostustasoista johtuen meneillään olevasta koronaviruksesta, olemme myös hahmotelleet eri seuraamillemme yhtiöille hyväksyttäviä arvostustasoja normaalitilanteessa. Tähän liittyvä taulukko löytyy seuraavalta sivulta. Näkemyksemme mukaan tämä taulukko antaa nykytilanteessa paremman kuvan kotimaisten listattujen finanssiyhtiöiden suhteellisesta arvostustasosta eteenpäin mentäessä.

Vertailussa näkyy mielestämme selvästi eQ:n poikkeuksellisuus suhteessa sen vertailuryhmään, minkä seurauksena olemme valmiit hyväksymään eQ:lle selkeän preemiohinnoittelun suhteessa sen verrokkeihin.

eQ:n tulospohjainen arvostus vs. verrokkit



eQ:n osinkopohjainen arvostus vs. verrokkit



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
EAB Group	1,81	25	35	65,5	14,5	9,4	5,8	1,9	1,5	179,6	15,8	0,3	3,6	1,4
CapMan	1,86	289	308							21,5	11,7	7,5	8,1	2,7
Evli	8,34	200		15,7	10,0	11,0	7,8	3,3	2,7	19,4	11,4	4,8	7,2	2,7
Titanium	8,28	84	69	8,9	7,8	6,5	6,4	3,7	3,3	23,6	9,5	9,1	9,7	4,0
Taaleri	6,22	175	251	12,3	10,0	18,0	10,2	2,9	2,8	15,4	10,7	5,7	6,1	1,2
United Bankers	7,75	81	84	19,3	10,7	12,8	9,4	2,7	2,2	25,0	15,5	4,0	5,2	2,3
Aktia	8,16	565	3211							13,6	9,6	5,8	7,9	0,9
AGF Management	4,19	218	340							10,2	10,9	7,6	7,6	0,4
GAM Holding	2,08	304	94								13,2		3,2	0,5
Wisdom Tree Investments	2,98	430	629							18,4	16,1	4,0	3,9	1,3
River and Mercantile Group	185,00	180	155	13,3	14,2	12,9	12,4	2,4	2,4	16,0	15,2	5,1	5,4	2,7
eQ (Inderes)	12,95	503	471	16,4	12,6	15,9	12,3	8,7	7,0	22,0	17,5	4,7	6,0	7,8
Keskiarvo				22,5	11,2	11,8	8,7	2,8	2,5	34,3	12,7	5,4	6,2	1,8
Mediaani				14,5	10,4	11,9	8,6	2,8	2,5	18,9	11,7	5,4	6,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	21 %	33 %	43 %	212 %	177 %	16 %	49 %	-12 %	-1 %	479 %

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

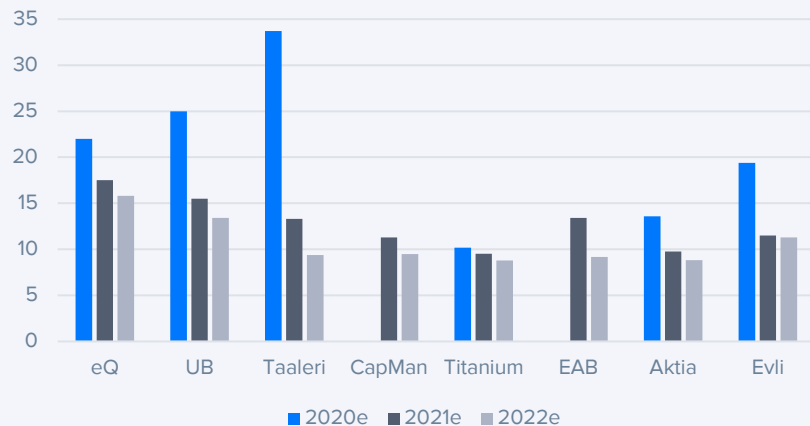
Yhtiö	eQ	Evli	EAB	Taaleri	United Bankers	Titanium	CapMan	Aktia
Toteutunut operatiivinen tulokasvu	5	4	1	2	2	4	4	2
Tuloksen laatu	5	4	2	2	3	3	3	4
Ennusteisiin liittyvä epävarmuus	5	4	2	3	3	2	4	3
Tulokasvunäkymä	4	4	2	3	3	3	4	4
Riskitaso (CoE-%)	8,2 %	9,2 %	11,9 %	10,2 %	10,9 %	11,2 %	8,5 %	9,3 %
Historiallinen P/E (toteutunut)	22x	16x	34x	15x	17x	11x	18x	13x
Hyväksyttävä fwd P/E	20x	13-14x	10x	11-13x	10-12x	10-12x	14-15x	10-12x

*Asteikko 1-5: 1= Heikko, 2=Välttävä, 3=Kohtalainen, 4= Hyvä ja 5 = Erinomainen

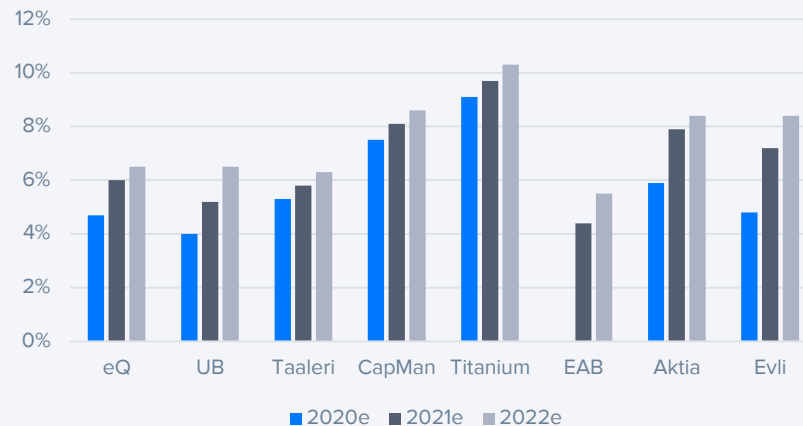
Kaikki arviot Inderesin näkemyksiä

eQ:n arvostus suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

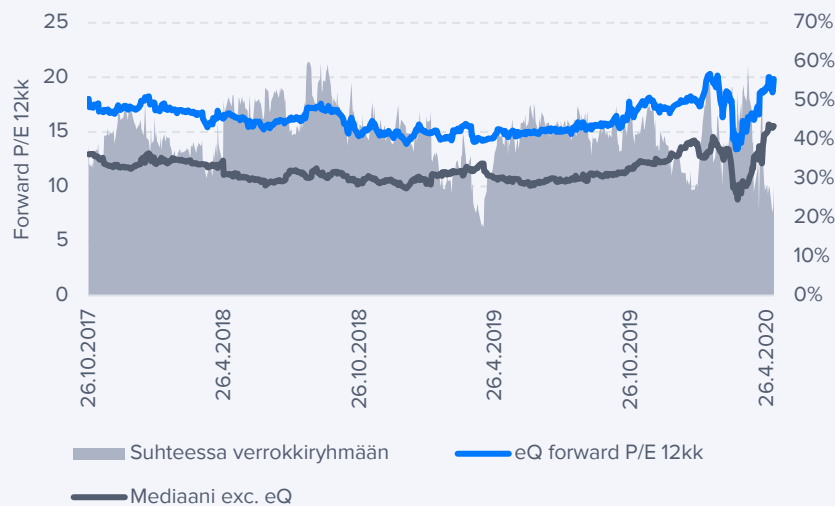
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



Kotimaisten verrokkien osinkotuotot

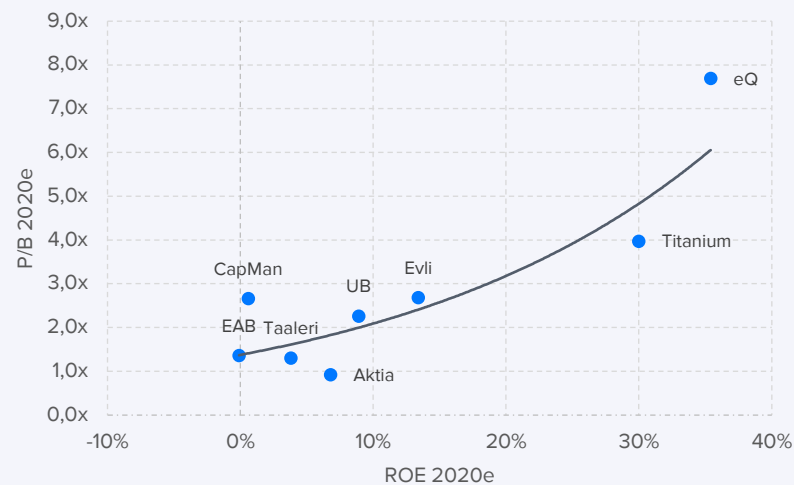


eQ:n tulospohjainen arvostus vs. kotimaiset verrokkit



Lähde: Thomson Reuters, Inderes

ROE ja P/B 2020e



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+hallitus) ovat kiinnostuneita osallistumaan yritysjärjestelyihin myös jatkossa, mikäli ne tarjoavat mahdollisuuden omistaja-arvon luomiseen.

Yhtiön johto on aikaisemmin myynyt silloisen eQ-konsernin islantilaiselle Straumur-Burdasarille 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 taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen.

Finanssisektorin laajemman fuusion osalta uskomme, että toimialalle tulee lähivuosien aikana syntymään yksi selvästi nykyisiä keskusuria toimijoita suurempi yhtiö, joka pystyy mittakaavansa ja tarjontansa puolesta haastamaan aiempaa voimakkaammin perinteiset isot 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 1-3 vuoden tähtäimellä.

Arviomme mukaan eQ tavoittelisi mahdollisilla yritysjärjestelyillä joko Varainhoidon kansainvälistämistä, tuotetarjonnan laajentamista (esim. uudet pääomarahastot) tai puhtaasti hallinnoitavan varallisuuden kasvattamista.

Järjestelyiden todennäköisyys kasvanut

Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyiden todennäköisyys on eQ:n tapauksessa kasvanut selvästi viime vuosien aikana. Tätä seikkaa tukevat

yhtiön erittäin vahva viime vuosien tuloskehitys, joka on heijastunut myös voimakkaan positiivisesti eQ:n markkina-arvoon. Tämän seurauksena yhtiön oma osake on suhteellisesti erittäin houkutteleva kauppaväline tällä hetkellä.

eQ:n pääomistajien nousu Aktian [suurimmiksi omistajiksi](#) hiljattain nostaa myös jälleen esiin eQ:n osakkeessa piilevän yritysjärjestelyoption mahdollisuuden. eQ:n pääomistajien tarkkojen motiivien arviointi on vaikeaa, mutta näkemyksemme mukaan eQ:n ja Aktian välisen järjestelyn (fuusio) teollinen logiikka olisi erinomainen ja näin ollen järjestelyn mahdollisuutta ei mielestämme voida sulkea pois. Näin ollen suhtaudumme tähän myös positiivisesti, kuten muuhunkin eQ:hun liittyvään yritysjärjestelyoptioon.

DCF-laskelma

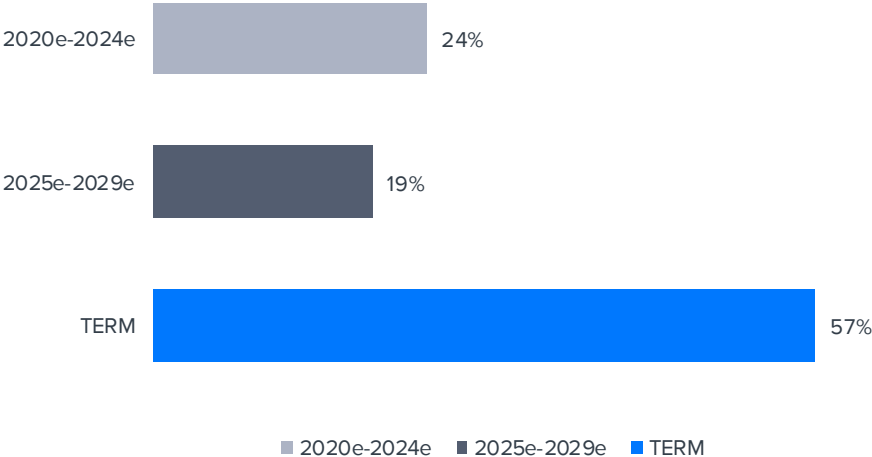
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	26,3	28,7	36,9	41,3	49,4	48,7	48,8	47,4	48,8	47,8	49,0	
+ Kokonaispoistot	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-5,2	-5,9	-7,6	-8,5	-10,1	-10,0	-10,0	-9,7	-10,0	-9,8	-10,0	
- verot rahoituskuluista	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	1,2	-0,2	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	23,2	23,6	29,2	33,2	39,2	39,2	39,4	38,3	39,5	38,6	39,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,6	-0,3	1,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	24,8	23,3	30,6	32,3	38,3	38,3	38,5	37,4	38,6	37,7	37,8	
+/- Muut	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	26,8	23,3	30,6	32,3	38,3	38,3	38,5	37,4	38,6	37,7	37,8	677
Diskontattu vapaa kassavirta		22,1	26,9	26,2	28,7	26,5	24,6	22,1	21,1	19,0	17,6	316
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		551	529	502	476	447	420	396	374	353	334	316
Velaton arvo DCF		551										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		32,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-23,8										
Oman pääoman arvo DCF		559										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,4										

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	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	40,7	45,6	50,6	54,0	65,9
Käyttökate	20,4	22,7	27,3	29,7	37,8
Liikevoitto	20,1	22,5	26,3	28,7	36,9
Voitto ennen veroja	20,1	22,5	26,3	28,7	36,9
Nettovoitto	15,9	17,8	21,0	22,9	29,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	76,8	78,2	85,4	84,6	90,0
Oma pääoma	62,7	62,2	65,1	64,3	69,7
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Nettovelat	-24,7	-25,7	-32,3	-31,9	-38,7

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	20,4	22,7	27,3	29,7	37,8
Nettokäyttöpääoman muutos	6,9	-2,5	1,2	-0,2	-1,1
Operatiivinen kassavirta	23,1	15,7	23,2	23,6	29,2
Investoinnit	0,2	1,7	-2,6	-0,3	1,4
Vapaa kassavirta	25,8	19,5	26,8	23,3	30,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Fennogens Investments S.A.	20,5 %
Chilla Capital Sa	15,3 %
Anchor Oy Ab	15,0 %
Teamet	10,6 %
OY Cevante Ab	3,7 %
Peter Fazer	3,3 %
Lähde: Inderes	

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,42	0,47	0,55	0,59	0,74
EPS (oikaistu)	0,42	0,47	0,55	0,59	0,74
Operat. kassavirta / osake	0,61	0,42	0,61	0,61	0,74
Vapaa kassavirta / osake	0,68	0,52	0,70	0,60	0,77
Omapääoma / osake	1,66	1,65	1,70	1,66	1,76
Osinko / osake	0,50	0,54	0,62	0,61	0,77

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	15 %	12 %	11 %	7 %	22 %
Käyttökateen kasvu-%	21 %	11 %	20 %	9 %	27 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	12 %	17 %	9 %	28 %
EPS oik. kasvu-%	22 %	12 %	16 %	7 %	26 %
Käyttökate-%	50,2 %	49,7 %	53,9 %	55,0 %	57,4 %
Oik. Liikevoitto-%	49,5 %	49,2 %	51,9 %	53,3 %	56,0 %
Liikevoitto-%	49,5 %	49,2 %	51,9 %	53,3 %	56,0 %
ROE-%	25,0 %	28,5 %	33,0 %	35,4 %	43,8 %
ROI-%	31,6 %	35,9 %	41,3 %	44,4 %	55,0 %
Omavaraisuusaste	81,5 %	79,6 %	76,2 %	76,0 %	77,4 %
Nettovelkaantumisaste	-39,4 %	-41,2 %	-49,6 %	-49,6 %	-55,4 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	7,1	5,7	8,9	8,6	6,9
EV/EBITDA (oik.)	14,1	11,5	16,6	15,6	12,1
EV/EBIT (oik.)	14,3	11,6	17,2	16,1	12,4
P/E (oik.)	19,7	16,1	23,0	21,6	17,2
P/B	5,0	4,6	7,4	7,7	7,1
Osinkotuotto-%	6,0 %	7,1 %	4,9 %	4,8 %	6,1 %

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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla 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 latineen 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
3.11.2016	Lisää	7,20 €	6,86 €
11.1.2017	Vähennä	7,80 €	8,29 €
6.2.2017	Vähennä	7,80 €	8,37 €
21.4.2017	Lisää	8,00 €	7,51 €
29.4.2017	Lisää	8,20 €	7,60 €
10.8.2017	Lisää	8,60 €	8,18 €
27.10.2017	Lisää	8,60 €	8,17 €
24.1.2018	Lisää	9,20 €	8,80 €
5.2.2018	Lisää	9,20 €	9,00 €
25.4.2018	Lisää	9,20 €	8,48 €
15.8.2018	Lisää	9,20 €	8,64 €
17.9.2018	Vähennä	9,20 €	9,20 €
30.10.2018	Lisää	8,40 €	7,92 €
10.1.2019	Vähennä	8,20 €	8,24 €
8.2.2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28.2.2019	Lisää	9,20 €	8,62 €
27.4.2019	Lisää	9,50 €	8,96 €
14.8.2019	Lisää	10,00 €	9,36 €
24.10.2019	Vähennä	11,00 €	11,80 €
6.2.2020	Vähennä	13,50 €	14,70 €
14.4.2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
29.4.2020	Lisää	13,50 €	12,25 €
11.5.2020	Lisää	14,00 €	12,75 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**