

EQ

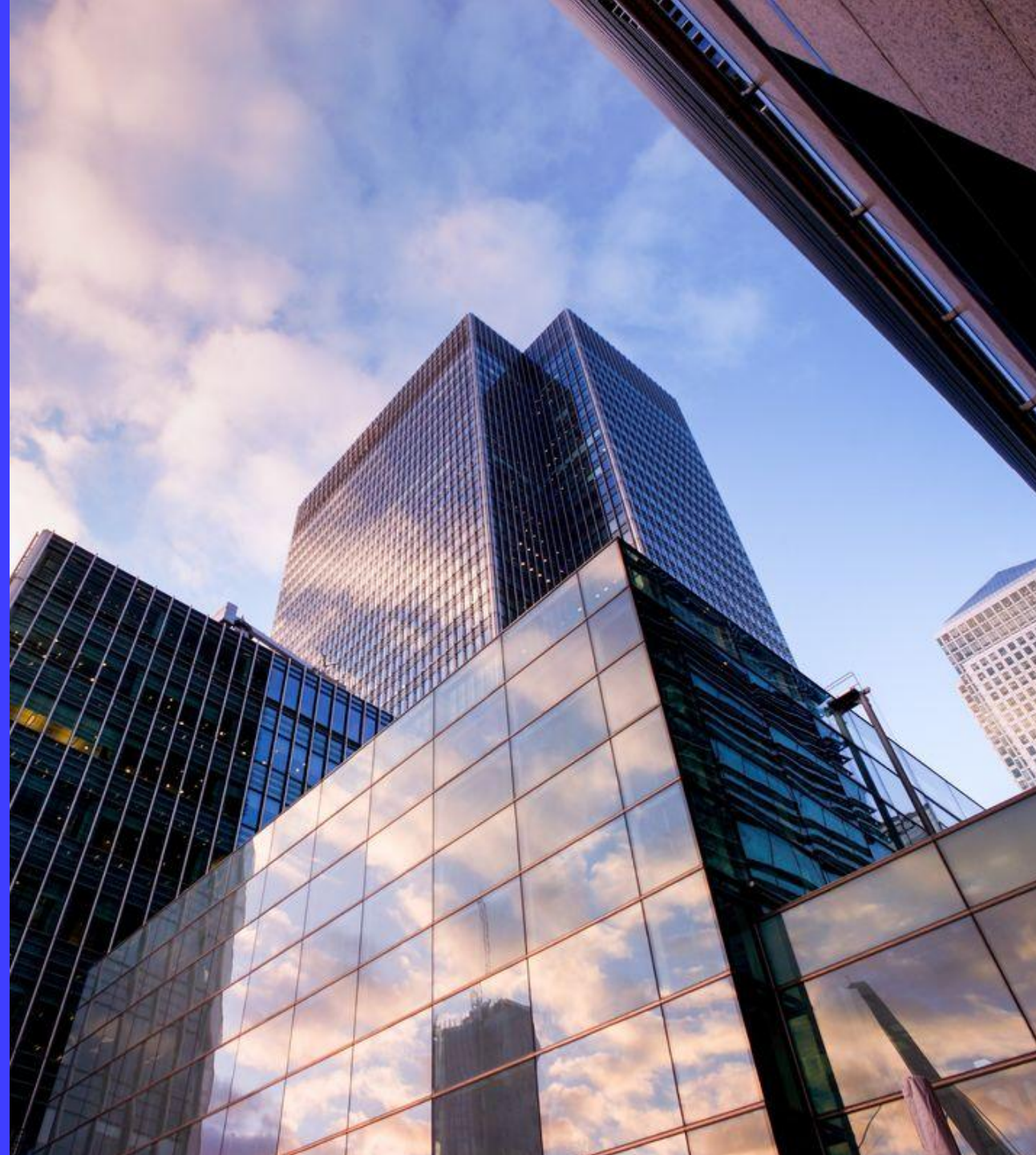
29.11.2025 20.40 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Tuloskäänne lähestyy, katse uudessa strategiassa

eQ:n viime vuodet ovat olleet vaikeita ja se on kärsinyt pahoin kiinteistörahasojen haasteista. Tuloksen pohjakosketus alkaa kuitenkin olla käsillä ja odotamme merkittävää tulosparrannusta ensi vuodesta alkaen. Lyhyellä aikavälillä epävarmuus on kuitenkin selvästi koholla ja tähän suhteutettuna arvostustaso on edelleen haastava. Toistammekin 11 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen ja jääme odottamaan riski-/tuottosuhteen parantumista.

Kotimainen instituutiovarainhoitaja

eQ on kotimainen täyden palvelun instituutiovarainhoitaja ja sen tuotetarjonnan keihäänkärkenä ovat kiinteistö- sekä private equity (PE) -rahastot. Sen hallinnoitavat varat olivat Q3'25 13,7 miljardia euroa ja se on johtavia instituutiovarainhoitajia Suomessa. Konserniin kuuluu myös investointipankki Advium, sekä konsernin oman taseen sijoitukset, mutta näiden merkitys eQ:n arvolle on marginaalinen.

Nykymuotoinen eQ syntyi 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Yhtiö teki strategisesti oikeita valintoja, ja oli edelläkävijä vaihtoehtoisissa sijoituksissa Suomessa. Laadukkaat tuotteet, vahva myynti ja markkinan vetoapu johtivat liikevaihdon hurjaan ~17 %:n keskimääräiseen kasvuun 2011-2023 välillä. Tiukan fokuksen johdosta kannattavuus oli myös poikkeuksellisen vahva. Vuodet 2023-2025 ovat olleet eQ:lle puolestaan vaikeita johtuen kiinteistörahasojen ongelmista. Hyvin tiiviin tuotetarjontansa johdosta se ei ole kyennyt paikkaamaan täältä syntynyttä lovea ja liikevaihto sekä tulos ovat laskeneet reippaasti.

Uusi strategia julkaistaan helmikuussa Q4 yhteydessä

Uuden strategian tarkoituksena on luonnollisesti saada yhtiö takaisin kestäväen tulokasvun tielle. Mielestämme on selvää, että yhtiö tulee uudessa strategiassaan laajentamaan sekä tuotetarjontaansa että asiakaskuntaansa. Asiakaskunnassa kasvua haetaan myös Suomen rajojen ulkopuolelta ja

tuotetarjonnassa fokus säilyy vaihtoehtoisissa tuotteissa.

Tulostrendi on vihdoin kääntymässä

Ennustamme eQ:n tuloksen kääntyvän 2026 aikana reippaaseen kasvuun, kun PE-rahastojen kauan odotetut tuottopalkkiot alkavat vihdoin realisoitua myös kassavirtana. Uusmyynnin osalta 2026 on tärkeä vuosi, kun PE-rahastojen pitäisi kääntyä takaisin reippaaseen kasvuun parantuneen markkinatilanteen sekä laajentuvan tuotetarjonnan ansiosta. Kiinteistörahasojen osalta odotamme tilanteen vakautuvan 2026 aikana, mutta rästissä olevien lunastusten maksu painaa edelleen liikevaihtoa. eQ:lle hahmottelemallamme uusmyyntipotentiaalilla (~600MEUR/v) vuotuinen hallinnointipalkkioihin pohjautuva tulokasvupotentiaali olisi noin 10-15 % 2026 jälkeen. Tämä taso vaatii toteutuakseen vetoapua myös kiinteistörahasoilta, sekä erinomaista onnistumista PE-rahastojen myynnissä. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä 2025-2029 välillä 13 %:n vuotuista tulokasvua. Osinkopolitiikka säilyy avokätisenä ja yhtiö jakaa koko tuloksensa ulos osinkoina myös jatkossa.

Riski-/tuottosuhde ei vielä kukaan riittävä

Toteutuneella tuloksella osake on edelleen kallis (P/E 21x), mutta reipas tulokasvu painaa lähivuosien kertoimet neutraaliksi (P/E 15-16x). Osaketta hinnoitellaan myös reippaalla preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Myös DCF-mallimme on nykykurssin tasolla. eQ:n osakkeeseen liittyy tällä hetkellä paljon lyhyen aikavälin epävarmuutta johtuen 1) kiinteistörahasojen lunastusten mittakaavasta, 2) PE-rahastojen myynnin kääntein kulmakertoimesta, 3) PE-tuottopalkkioista sekä 4) uuden strategian onnistumisesta. Vaikka nämä tekijät hälvänevät pääosin seuraavan 12kk aikana, heikentävät ne osakkeen kiinnostavuutta lyhyellä aikavälillä. Mielestämme riski-/tuottosuhde onkin edelleen riittämätön ja seuraamme kehitystä edelleen katsomosta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

10,90 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	65,6	59,4	72,4	75,2
kasvu-%	-7 %	-10 %	22 %	4 %
EBIT oik.	34,5	27,5	36,6	38,3
EBIT-% oik.	52,6 %	46,3 %	50,5 %	51,0 %
Nettotulos	27,4	21,7	28,9	31,1
EPS (oik.)	0,66	0,52	0,69	0,73

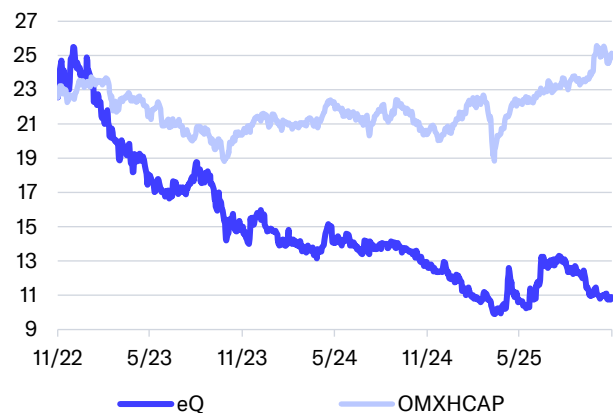
P/E (oik.)	19,6	21,0	15,9	14,9
P/B	7,3	6,7	6,1	6,0
Osinkotuotto-%	5,1 %	4,8 %	6,3 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	15,0	16,2	11,5	11,0
EV/EBITDA	14,5	15,5	11,1	10,7
EV/Liikevaihto	7,9	7,5	5,8	5,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

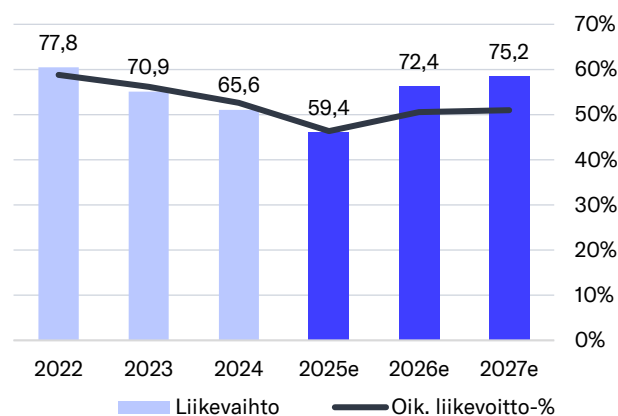
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



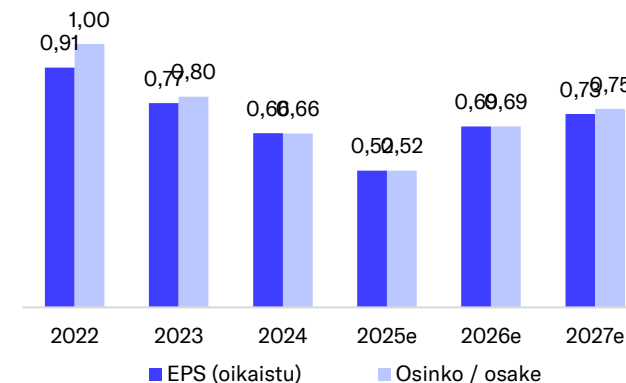
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kiinteistösektorin haasteet korkojen nousun myötä
- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Korkojen nousu heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää
- Avainhenkilöriskit
- Tuottopalkkioiden realisoituminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	460	463	466
Yritysarvo (EV)	449	426	427
P/E (oik.)	21,2	16,0	15,0
P/E	21,2	16,0	15,0
P/B	6,8	6,2	6,0
P/S	7,7	6,4	6,2
EV/Liikevaihto	7,6	5,9	5,7
EV/EBITDA	15,6	11,2	10,8
EV/EBIT (oik.)	16,3	11,6	11,2
Osinko/tulos (%)	100 %	100 %	103 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	6,2 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Varainhoito	9-21
Investointipankki	22
Sijoitukset	23
Strategia	24-26
Sijoitusprofiili	27-28
Markkinakatsaus	29-33
Taloudellinen tilanne	34
Ennusteet	35-38
Arvonmääritys	39-44
Taulukot, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45-50

eQ lyhyesti

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni.

2011

Listautuminen Helsingin Pörssin päälistalle

57,7 MEUR

Liikevaihto viimeisen 12kk Q4'24-Q3'25

26,3 MEUR

Liikevoitto viimeisen 12kk Q4'24-Q3'25

91 %

Jatkuvien palkkioiden osuus viimeisen 12kk

13,7 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus Q3'25 lopussa

~113

Henkilöstömäärä

2011-2014

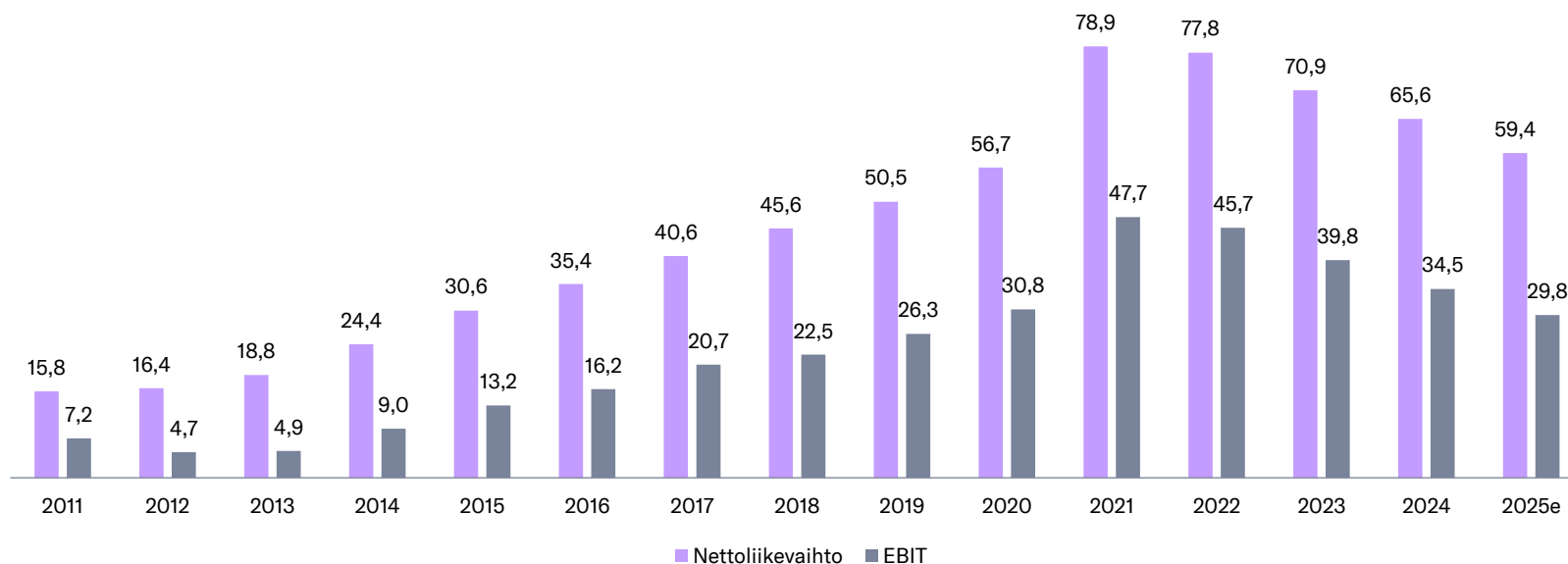
- eQ-konsernin syntyy useiden yritysjärjestelyiden kautta
- Varainhoidon saneeraus ja konsernin laajuinen IT-integraatio
- Strategiassa fokus vaihtoehtoihin sijoituksiin
- Ensimmäisen kiinteistörahaston perustaminen

2015-2021

- Vahvaa orgaanista kasvua suotuisan markkinatilanteen ja onnistuneen uusmyynnin avulla
- Uusmyynnissä fokus kiinteistö- ja PE-rahastoissa
- Strategian tiukka fokus mahdollistaa erinomaisen kulutehokkuuden ja liikevaihdon voimakas kasvu skaalautuu kauniisti tulokseen
- Yliomavarainen tase puretaan vuolaalla voitonjaolla

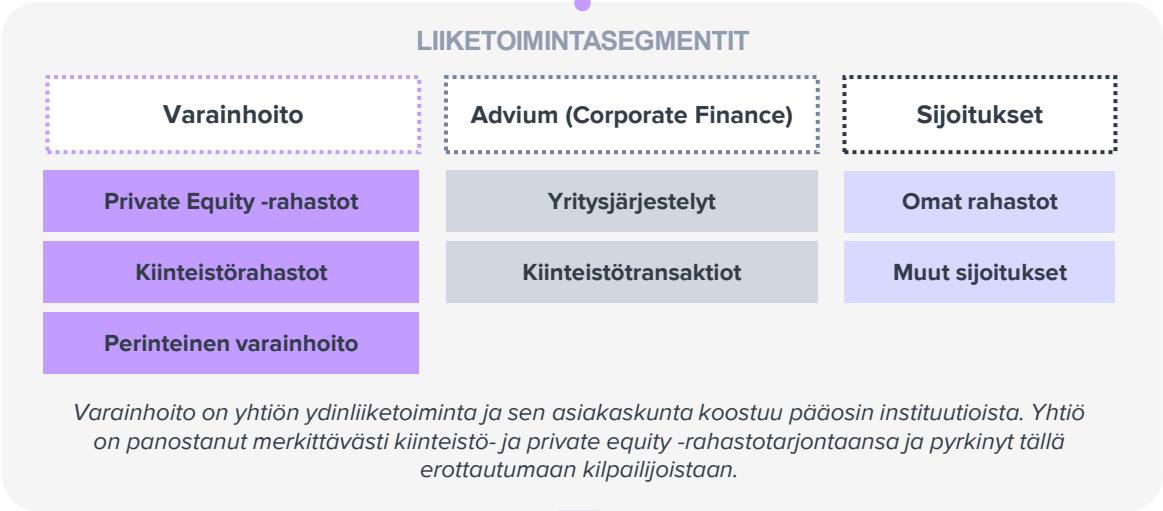
• 2022-2025

- Kiinteistömarkkinan haasteet painavat tuloksen selvään laskuun
- Kannattavuus yhä erinomaisella tasolla
- Yhtiö työstää uutta strategiaa ja sen tarkoituksena palauttaa yhtiö takaisin kannattavaan kasvuun
- Epäorgaanisten kasvumahdollisuuksien kartoittaminen



Yhtiökuvaus

Konsernitoiminnot (Muut ja eliminoinnit -segmentti raportoinnissa)



eQ:n strategiset valinnat keskittyä vaihtoehtoihin sijoituksiin ja rajattuun joukkoon instituutiosijoittajia toimi vuoteen 2022 asti erittäin hyvin, ja EPS kasvoi keskimäärin yli 20 %:lla vuodessa. Vuodesta 2023 alkaen yhtiöllä on ollut merkittäviä haasteita kiinteistörahastojensa kanssa ja tulos on laskenut reippaasti. Yhtiö päivittää parhaillaan strategiaansa, mutta uskomme sen nojaavan aiemman strategian tapaan seuraaviin tukipilareihin:



Panostus vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin



Skaalautuvat ja huippulaadukkaita tuotteet sekä asiakaskunnassa fokus instituutioissa



Keskittyminen ydinliiketoimintaan, rönsyjen välttäminen sekä tiukka kulukontrolli



Palkkioista valtaosa tulee Kiinteistö ja Private Equity –rahastoista



Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista



Henkilöstö ja hallitus merkittäviä omistajia yhtiössä

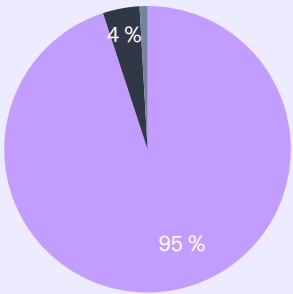


eQ on menestynyt erinomaisesti Suomen instituutiovainhoidon tutkimuksissa viimeisen vuosikymmenen



Osakkeen kokonaistuotto perustamisesta (2011 alusta) edelleen vahva +17 %

Konsernin liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2025e)



■ Varainhoito ■ Advium ■ Sijoitukset

Omistusrakenne

Selkeät ankkuriomistajat

eQ:n suurin osakkeenomistaja Fennogens Investments on hallituksen varapuheenjohtaja Georg Ehrnroothin perheen sijoitusyhtiö ja mukana eQ:ssa sen perustamisesta asti. Toiseksi suurin omistaja on Rettig, jonka omistajiin kuuluva Tomas von Rettig on ollut pitkään eQ:n hallituksessa. Kolmanneksi suurin omistaja on hallituksen puheenjohtaja sekä yhtiön perustaja Janne Larma ja neljänneksi suurin omistaja edesmenneen toimitusjohtaja Mikko Koskimiehen sijoitusyhtiö. Yhteensä neljä suurinta omistajaa omistavat yhtiöstä lähes 60 % ja käsityksemme mukaan heillä on myös varsin selkeä yhteinen näkemys eQ:n suunnasta. eQ:n osalta sijoittajien ei tarvitsekaan arvuutella, kuka yhtiössä käyttää valtaa.

Omistaja-arvo omistajien pohjantähtenä

Käsityksemme mukaan eQ:n pääomistajilla omistaja-arvon luominen on päätöksentekoa ohjaava tekijä, ja esimerkiksi tietyn omistususuuden, hallituspaikan tai eQ:n itsenäisyyden säilyttäminen ei ole ratkaiseva asia. Tämä avaa oven sepposen selälleen yritysjärjestelyjä ajatellen, ja eQ onkin ollut kotimaisen varainhoitosektorin keskeisiä yritysjärjestelykandidaatteja jo vuosien ajan. Uskommekin, että pääomistajat ovat kiinnostuneita osallistumaan yritysjärjestelyihin, mikäli ne tarjoavat mahdollisuuden omistaja-arvon luomiseen.

Johtoryhmällä ja henkilöstöllä myös merkittävää osakeomistusta yhtiössä

eQ:n johtoryhmään kuuluu kuusi jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut 1.9. alkaen Jouko Pölönen. Talousjohtajana on toiminut vuodesta 2011 Antti Lyytikäinen. Johtoryhmässä on useita pitkän linjan eQ:laisia, ja Estovirta, Jåfs sekä Surve ovat kaikki olleet eQ:ssa yli

vuosikymmenen.

Johtoryhmällä on myös merkittäviä omistuksia eQ:ssa, jotka olemme listanneet viereisessä taulukossa. Johtoryhmä omistaa yhteensä arviolta noin 3 % koko eQ:n osakesarjasta ja lisäksi johtoa on sitoutettu laajasti optio-ohjelmilla. Suurin omistus on uudella toimitusjohtaja Jouko Pölösellä, joka nimityksensä yhteydessä hankki eQ:n pääomistajilta osakkeita yli 11 MEUR:lla. Pidämme tätä luonnollisesti positiivisena, sillä se vahvistaa johdon ja osakkeenomistajien yhteisiä intressejä.

Myös henkilöstö omistaa laajasti yhtiön osakkeita ja noin 20-30 avainhenkilöä on sitoutettu yhtiöön varsin avokätisen optio-ohjelman kautta. Optio-ohjelmat ovat näytelleet merkittävää roolia yhtiön palkitsemisessa jo pidempään ja osakkeiden lukumäärä on kasvanut yhtiön perustamisen jälkeen noin 8 miljoonalla kappaleella (2025 41,4 milj. kpl.) pääosin optio-ohjelmien ansiosta. Luonnollisesti optioiden laimennusvaikutus on nykyään selvästi historiaa matalampi, sillä markkina-arvo on moninkertainen suhteessa ensimmäisiin optio-ohjelmiin.

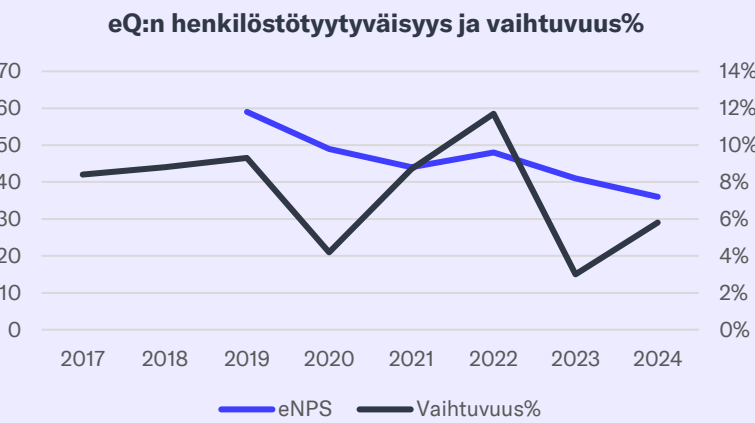
Mielestämme avokätinen ja laaja optio-ohjelma on eQ:n tapauksessa enemmän kun perusteltu. Yleisesti sijoituspalveluyhtiöissä kilpailu osajista on kovaa ja optiot ovat oiva tapa sitouttaa henkilöstöä. Lisäksi eQ käy tällä hetkellä läpi eräänlaista sukupolven vaihdosta, kun vanhoja avainhenkilöitä on viime vuosina siirtynyt sivuun ja myös tässä mielessä osakeomistuksen levittäminen uusille avainhenkilöille on ensiarvoisen tärkeää.

Henkilöstötyytyväisyys (eNPS) on ollut viimevuosina laskutrendillä, mutta se on edelleen erinomaisella tasolla. Myös vaihtuvuus on absoluuttisesti ja suhteellisesti alhainen, joka on toimialalla tärkeää.

Suurimmat osakkeenomistajat 11/2025

Fennogens Investments S.A.	18,70 %
Rettig Group Oy Ab	14,60 %
Chilla Capital (Janne Larma)	14,30 %
Teamet Oy	10,30 %
Oy Cevante Ab	3,40 %
Fazer Jan Peter	3,20 %
Privestment Oy	2,40 %
Procurator Holding Oy	1,90 %
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	1,70 %
Lavventura Oy	1,70 %
10 suurinta yhteensä	72,2 %

	Osakkeet	Optiot
Jouko Pölönen	1000000	100000
Antti Lyytikäinen	45000	100000
Tero Estovirta	140000	120000
Jacob af Forselles	0	40000
Staffan Jåfs	131778	120000
Juha Surve	51500	70000
Yhteensä	1368278	550000



Varainhoito 1/6

Varainhoito muodostaa konsernin ytimen

eQ on noussut viime vuosikymmenenä yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. Palveluihin kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- ja kiinteistörahastot sekä perinteiset osake ja korkorahastot. Liiketoiminta keskittyy vahvasti vaihtoehtoiisiin tuotteisiin (kiinteistöt ja private equity), joiden osuus palkkioista on hallitseva. Segmentti työllistää yli 90 henkilöä Suomessa.

Asiakaskunta on keskittynyt instituutioihin

eQ Varainhoito palvelee instituutioita ja varakkaita yksityishenkilöitä, mutta valtaosa palkkiotuotoista tulee instituutioasiakkailta. Tuote- ja palvelutarjonta on fokusoitunut keskeisiin rahastoihin, etenkin vaihtoehtoiisiin tuotteisiin. Institutionaalisten asiakkaiden keskuudessa yhtiön asema on vahva, ja se on ollut kärkisijoilla varainhoitajia mittaavissa laatu- ja käytettävyyss-tutkimuksissa. Kiinteistörahastojen vaikeudet heijastuivat 2024 instituutiotutkimuksiin: eQ putosi SFR:n tutkimuksessa ensi kertaa vuosikymmeneen mitalisijojen ulkopuolelle ja myös vuoden 2025 tuloksissa eQ:n jäi kauas kärkisijoista. Keskeinen syy heikolle kehitykselle ovat kiinteistörahastojen heikot tuotot.

Hallinnoitava varallisuus ja palkkiotuotot

Kiinteistörahastoissa yhtiöllä oli Q3'25 lopussa 1900 MEUR pääomia. Niiden osuus Varainhoidon palkkiotuotoista on nyt yli 40 %. Aiempina vuosina luku oli selvästi korkeampi kiinteistörahastojen tuottopalkkioiden vuoksi. Kiinteistörahastojen keskimääräinen ansainta on erittäin hyvä, ja ne ovat olleet suurin yksittäinen tekijä yhtiön historiallisen menestyksen taustalla. Kiinteistörahastoja käsitellään tarkemmin seuraavilla sivuilla.

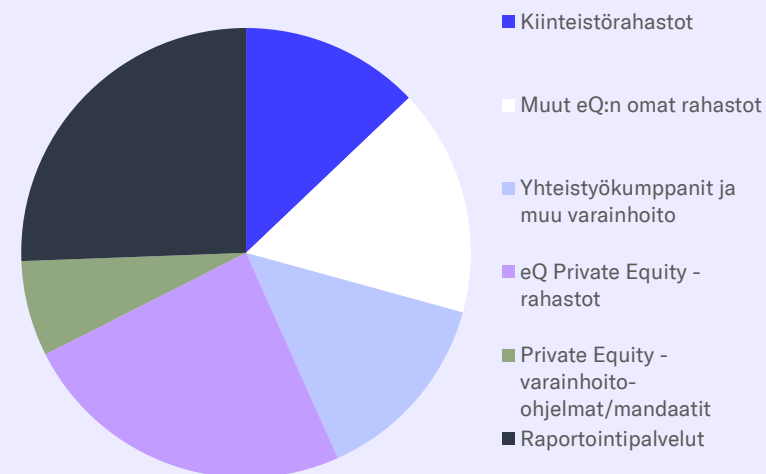
Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q3'25 lopussa 3231

MEUR hallinnoitavaa varallisuutta ja PE-mandaateissa/varainhoito-ohjelmissa 903 MEUR. Varainhoito-ohjelmat sijoittavat merkittävän osan pääomista eQ:n omiin tuotteisiin. PE-rahastot ja mandaatit tuottavat yhtiölle erittäin hyvää tulovirtaa; niiden osuus Varainhoidon palkkioista on tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden yli 40 % ja ilman niitä noin 35 %. Lisäksi Q3'25 lopussa PE-raportointipalveluiden piirissä oli noin 3500 MEUR, mutta sen merkitys palkkiotuotoille on olematon. PE-rahastoja käsitellään tarkemmin seuraavalla sivulla.

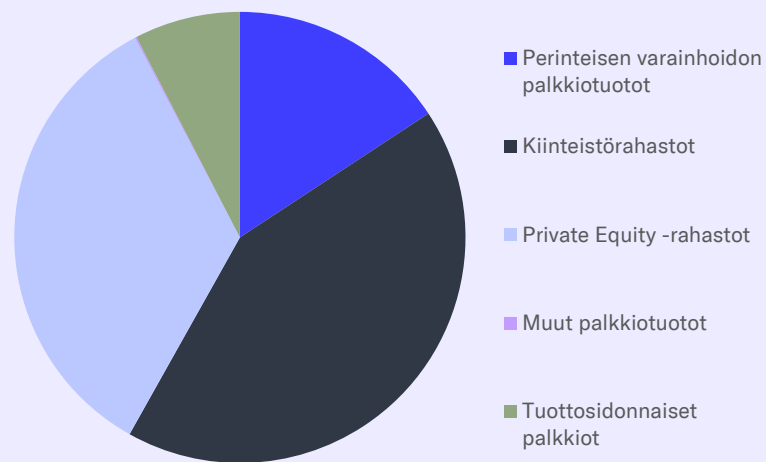
Perinteisessä varainhoidossa yhtiöllä on 24 sijoitusrahastoa, joissa pääomia on yhteensä 2218 MEUR. Keihäänkärkituotteita ovat kehittyvien markkinoiden osake- ja pienyhtiörahastot. Lisäksi perinteisen varainhoidon palkkioiden alla raportoidaan Muun varainhoidon ja yhteistyökumppanien rahastot (AUM 1920 MEUR), jotka koostuvat muun muassa täyden valtakirjan ja konsultatiivisesta varainhoidosta.

Perinteisen varainhoidon osuus Varainhoidon palkkiotuotoista on ~15 %, ja se on laskenut tasaisesti pitkään (pois lukien viimeiset kaksi vuotta). Osuuden laskua selittää kiinteistö- ja PE-rahastojen voimakas kasvu. Vaikka yhtiön kilpailukyky perinteisessä varainhoidossa on hyvä, ei se ole kyennyt saavuttamaan oleellista hallinnointipalkkioiden kasvua. Keskeinen syy on yhtiön kokema raju hintakilpailu. Kun perinteisen ja Muun varainhoidon AUM:t suhteutetaan niistä saataviin palkkioihin, yhtiön palkkioprosentti on lähes puolittunut vuodesta 2018. Tämä kuvastaa markkinan kireää hintakilpailua instituutiopuolella ja yhtiön hinnoittelustrategiaa, jossa asiakaskohtaisen kannattavuuden kannalta tärkeimmät tuotteet ovat PE ja Kiinteistöt.

AUM jakauma 2025e



Palkkiotuottojen jakauma 2025e



Varainhoito 2/6

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista on nyt noin 8 %. Niitä kertyy yhtiön kiinteistö- ja private equity -rahastoista sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. eQ on vuodesta 2022 alkaen jaksottanut PE-rahastojen tuottosidonnaisten palkkioidensa voitontasauksen osuutta tuloslaskelmaansa. Tämä tarkoittaa, että yhtiö kirjaa osan arvioimistaan PE-rahastojen voitontasauksista etukäteen ennen niiden kassavirtojen tuloutumista. Suurin osa tuottosidonnaisten palkkioiden kokonaismäärästä tuloutetaan kuitenkin edelleen kassavirtojen toteutuessa. eQ:n tuottosidonnaiset palkkiot kasvoivat merkittävästi vuoteen 2022 asti kiinteistörahastojen vahvan vedon ansiosta. Vuodesta 2023 alkaen tuottopalkkiot ovat laskeneet ja tulleet täysin PE-rahastojen voitontasauksista. Jatkossa tuottosidonnaisten palkkioiden kasvun merkittävin ajuri on PE-rahastot, joissa useamman rahaston pitäisi siirtyä kassavirrallisesti voitonjakoon vuoden 2026 aikana. Yhtiö arvioi Q3-tulosinfossa, että ensimmäinen rahasto siirtyy voitonjakoon jo Q4'25, mikä olisi pitkän odotuksen jälkeen toivottavaa. Kiinteistörahastojen tilanne on haastava, sillä niissä on käytössä highwater mark, eli rahastojen on saavutettava kautta aikojen korkein arvonsa. Yhteiskuntakiinteistöt on laskenut huipultaan noin 13 % ja Liikekiinteistöt noin 20 %. Jos oletetaan rahastojen tuottavan jatkossa 7 % vuodessa, tuottopalkkio olisi teoriassa mahdollista YKK:n osalta 2028 ja Liikekiinteistöjen osalta 2029.

Tuottosidonnaisten palkkioiden taso vaihtelee huomattavasti kvartaalien välillä PE-rahastojen irtaantumisten ajoittumisten vuoksi, vaikka voitontasauksen jaksotus tasoittaakin heiluntaa. Yhtiön vuosittain julkaisema PE:n rahastokohtainen tuottopalkkiotaulukko löytyy s. 17.

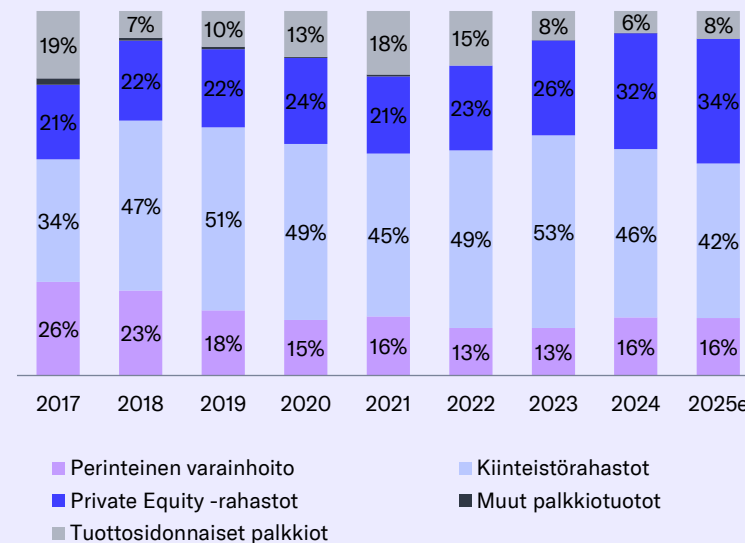
Myynti keskeinen ajuri osakekurssille

eQ:n kannalta uusmyynti on yksittäinen tärkein mittari pitkän aikavälin menestyksen kannalta. eQ raportoi itse rahastojen uusmyynnin perinteisten sijoitusrahastojen ja vaihtoehtorahastojen osalta. Koska yhtiön palkkioista +90 % tulee rahastoista, antaa rahastojen uusmyynti erittäin hyvän kuvan koko yhtiön kehityksestä.

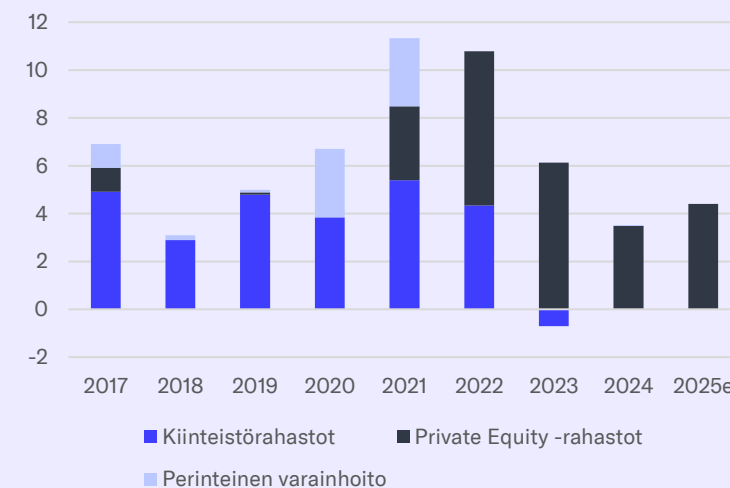
eQ:n myynti on historiassa keskittynyt täysin kotimaahan ja käsityksemme mukaan sen rahastoissa on hyvin rajallisesti ulkomaista pääomaa. Yhtiön myyntitiimi on myös hyvin tiivis ja se koostuu noin 15 pääosin seniorimyyjästä. Yhtiön asiakaskunta on tämän myötä myös varsin tiivis ja se on fokusoitunut etenkin instituutioihin sekä säätiöihin. Esimerkiksi sen PE-rahastoissa oli vuoteen 2021 asti kaikissa alle 100 yksittäistä sijoittajaa, ja osassa tuotteissa vain muutama kymmenen sijoittajaa. Yhtiön asema kotimaisessa instituutio- ja säätiökentässä on arviomme mukaan vahva, mistä kertoo erittäin korkea käytettävyyys SFR:n vuotuisissa tutkimuksissa (tulokset sivulla 14). Yhtiöllä ei ole yksityispankkiereja ja tämä on merkittävä ero eQ:n ja sen keskeisten listattujen verrokkien (Mandatum, Evli ja Aktia) välillä. Näin ollen sen rooli yksityishenkilöiden varainhoidossa on hyvin vaatimaton.

Kokonaisuutena näemme eQ:lla merkittävää kasvupotentiaalia kotimaisessa varainhoitokentässä ja sen kokoluokka ei rajoita kasvua. Suurin kasvupotentiaali on luonnollisesti varakkaissa yksityishenkilöissä, mutta vahvempi laajentuminen tänne vaatii lisäpanostuksia myyntihenkilöstöön ja/tai jakelukumppaneita. Ulkomaille markkinapotentiaali on luonnollisesti käytännössä rajaton, mutta suurin kysymys on yhtiön kyky löytää oikeat myyntikanavat. Käsitlemme näitä teemoja tarkemmin Strategia-osiossa.

Palkkiojakauman kehitys



Tuottopalkkioiden jakauma (MEUR)



Varainhoito 3/6

Uusmyynti laskenut selvästi huippuvuosista

eQ:n uusmyynti kasvoi tasaisesti vuoteen 2021 asti ja PE-rahastojen kokoluokat nousivat vuosi toisensa jälkeen, samalla kun kiinteistörahastojen merkinnät kasvoivat. 2021 markkinahuipulla yhtiön nettomerkinnot olivat yli 800 MEUR, mikä on absoluuttisesti sekä suhteellisesti lähes käsittämätön summa, kun se suhteutetaan eQ:n kapeaan tuotetarjontaan ja pieneen myyntitiimiin. Kuten kuvasta näkyy, perinteisten rahastojen nettomerkinnot ovat olleet vaisulla tasolla, ja niiden merkitys yhtiön numeroille on hyvin rajallinen, vaikka strategisesti ne ovatkin tärkeä osa palvelukokonaisuutta.

2022 oli yhtiölle vielä erinomainen vuosi, mutta 2023 yhtiön uusmyynti heikkeni merkittävästi johtuen kiinteistömarkkinan haasteista sekä yleisestä vastatuulesta vaihtoehtoisissa tuotteissa (korkeat allokaatiot, isot sitoumukset ja rajalliset palautukset). PE-rahastojen myynti on säilynyt olosuhteisiin nähden hyvällä tasolla, vaikka huipputasoista onkin tultu alas reippaasti. Kiinteistöissä vuosien 2023 ja 2024 nettomerkinnot eivät kerro koko totuutta, sillä yhtiöllä on edelleen rästissä maksamattomia lunastuksia rahastoissa. 2025 nettomerkinnot tulevat jäämään heikoksi, ja mikäli yhtiö maksaa kiinteistörahastojensa lunastuksia loppuvuoden aikana, saattaa yhtiön koko vuoden nettomyynti painua lähelle nollaa.

Uusmyynnin potentiaali

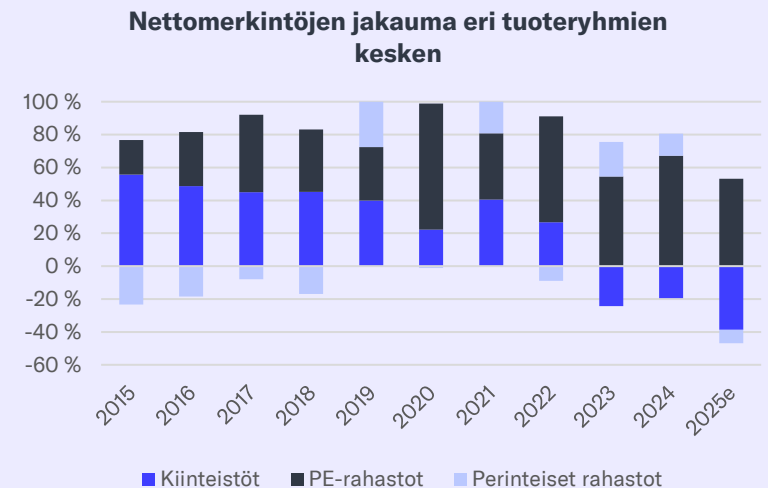
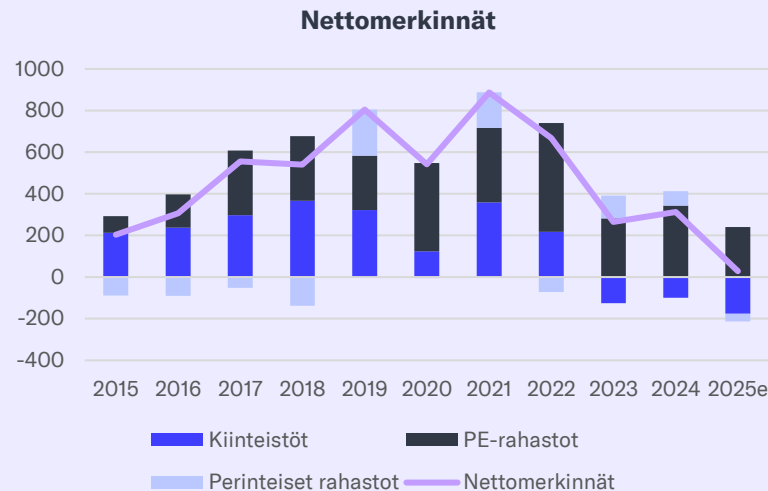
eQ:n uusmyynnin potentiaalia on tällä hetkellä vaikea haarukoida etenkin kiinteistörahastojen vuoksi. Kiinteistörahastoissa on mielestämme selvää, että nollakorkoajan myyntilukuihin ei ole paluuta muuttuneen markkinatilanteen johdosta. Kiinteistöissä uskomme, että Yhteiskuntakiinteistöllä on hyvät edellytykset terveeseen uusmyyntiin myös jatkossa, mutta Liikekiinteistöt -rahaston

osalta olemme skeptisiä. Suhtaudumme myös varauksella yhtiön kykyyn kerätä uusia Asuntorahastoja Asuntorahastojen 1&2 erittäin heikon kehityksen johdosta. Nykyisellä tuotetarjonnalla kiinteistöjen normaali myyntivolyymi jää arviomme mukaan 100-150 MEUR:n tuntumaan, mutta uudet tuotteet voivat toki nostaa tätä.

PE-rahastojen osalta on mielestämme varsin helppo argumentoida, että niiden myynti tulee pitkällä aikavälillä kasvamaan, kunhan nykyinen markkinatilanne paranee. eQ:n historialliset tuotot ovat olleet hyviä, ja yhtiöllä on suhteellisen selvät sävelet tuotetarjontansa laajentamisen osalta. Arviomme mukaan PE-rahastojen myynti tulee kääntymään takaisin kasvuun 2026 aikana ja kysymys onkin lähinnä kasvun kulmakertoimesta. Laajentuneen tuotetarjonnan turvin pidämme realistisena myyntitasona lähivuosille keskimäärin noin 400 MEUR/v. Pitkällä aikavälillä potentiaali on luonnollisesti tätä korkeampi.

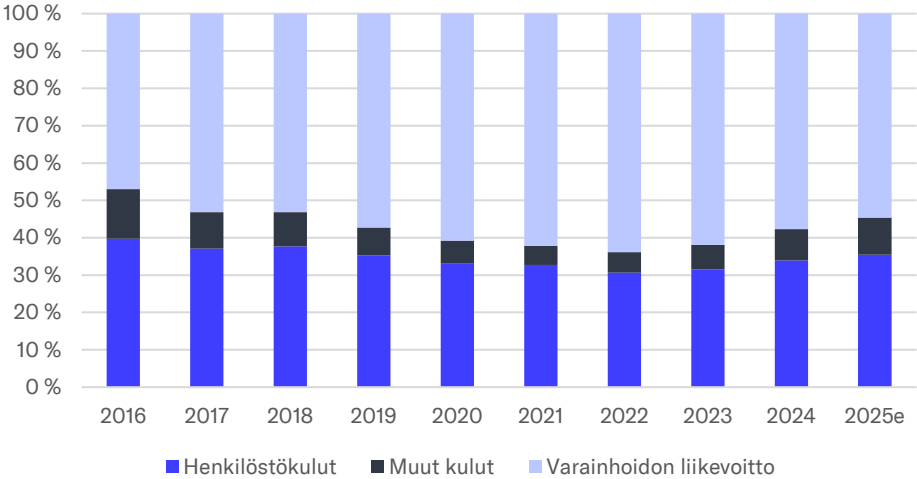
Perinteisessä varainhoidossa yhtiön nettomerkinnot omiin rahastoihin ovat viimeisen 10 vuoden ajalta lähellä nollaa, mikä on heikko suoritus. Arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla kaikki edellytykset myydä omia rahastoja noin 100 MEUR:lla vuodessa, mutta se vaatii arviomme mukaan organisaatiolta aiempaa enemmän panostuksia tähän.

Arviomme mukaan eQ:n vuotuinen myyntipotentiaali on tällä hetkellä noin 600 MEUR vuodessa. Pidemmällä aikavälillä potentiaalia on luonnollisesti enemmän, mutta se vaatii strategian onnistunutta toteuttamista tuotetarjonnan sekä asiakaskunnan laajentamisen osalta. Myös kiinteistömarkkinan elpymisellä olisi tähän selkeä positiivinen vaikutus. Huomautamme myös, että yhtiön myynti on katerakenteeltaan erittäin hyvää, sillä se sisältää käytännössä täysin korkean katteen tuotemyyntiä.

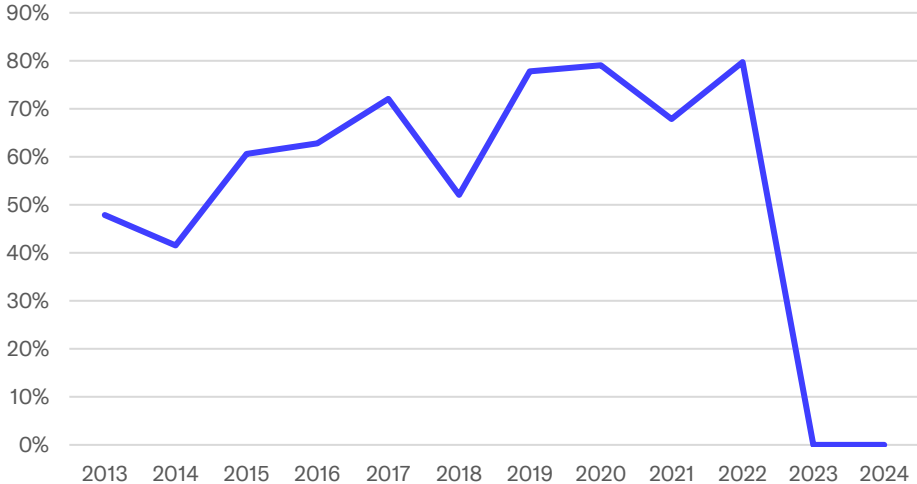


Varainhoidon yleiskuva

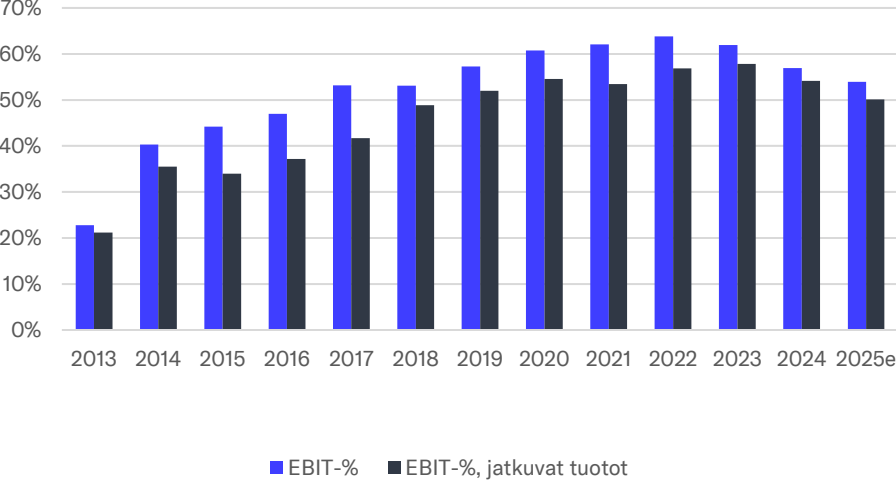
Varainhoidon kulurakenne



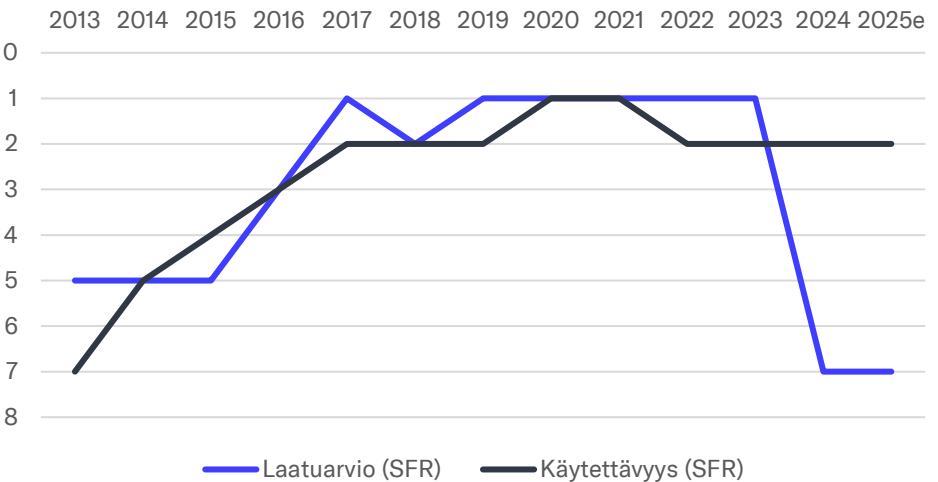
Varainhoidon tulosvipu (2023-2024 tuloskasvu negatiivinen)



Varainhoidon kannattavuus-%



eQ:n menestys SFR:n vuotuisessa tutkimuksessa



Varainhoito 4/6

Avoimet kiinteistörahastot

eQ laajeni kiinteistörahastoihin vuonna 2012 ostamalla Finnreit-rahastoyhtiön, jotka perustivat Hoivarahaston (nykyisin Yhteiskuntakiinteistöt) samana vuonna. Vuonna 2014 eQ lanseerasi Liikekiinteistöt-rahaston. eQ:n avoimet kiinteistörahastot ovat olleet keskeinen menestystekijä, ja niiden hallinnoitava varallisuus (AUM) oli Q3'25 lopussa 1621 MEUR. Avoimien rahastojen keskimääräinen palkkiotaso on erinomainen, ~1,4–1,5 %.

Yhteiskuntakiinteistöt-rahaston oma pääoma oli Q3'25 lopussa 1087 MEUR (rahaston koko velat huomioiden 1745 MEUR). Rahasto kasvoi erittäin voimakkaasti vuosina 2012–2022 erinomaisten tuottojen ja nollakorkoajan myötä tuulen siivittämänä. Vuodet 2023–2025 ovat olleet rahastolle vaikeita korkotason rajun nousun ja kiinteistömarkkinan haasteiden vuoksi. Rahaston arvo laski 2023 ~14 %:lla ja siitä lunastettiin pääomia ~120 MEUR:lla. Vuosina 2024–2025 rahaston tuotto on ollut nollan tuntumassa, ja rahasto on maksanut lunastuksia hieman yli 100 MEUR:lla. Lisäksi rahastolla on arviomme mukaan noin 100 MEUR maksamattomia lunastuksia rästissä. Rahaston track-record on kärsinyt heikon 2023–2025 periodin myötä, ja tuotto perustamisesta alkaen on edelleen kohtuullinen 5,9 %. Nettovuokratuotto oli Q3'25 lopussa 5,8 %, vuokrasopimuksen keskimaturiteetti 7,7v ja vuokrausaste 96 %. Vaikka kiinteistömarkkinatilanne on heikentynyt, Yhteiskuntakiinteistön fundamentit ovat edelleen hyvät, niin rahaston rakenteen kuin markkinankin osalta. Odotamme rahaston maksavan rästissä olevat lunastukset seuraavan 6 kuukauden aikana, ja H2'26 rahaston nettomerkinnoilla on edellytykset kääntyä kasvuun.

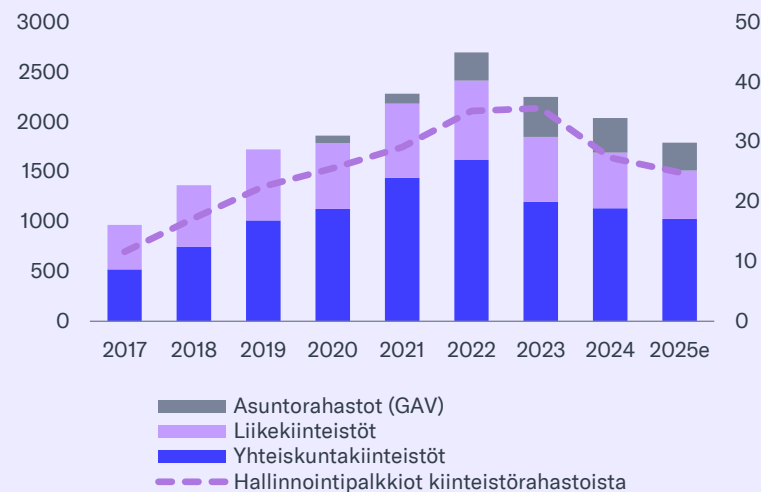
Liikekiinteistöt-rahaston oma pääoma oli Q3'25 lopussa 534 MEUR (rahaston koko 924 MEUR). Vuodet 2023–2025

ovat olleet rahastolle erittäin vaikeita, ja sen arvo on laskenut yli 20 %:lla. Lisäksi rahasto on joutunut lykkäämään lunastuksensa kesäkuusta 2024 alkaen. Rahaston fundamentit ovat selvästi Yhteiskuntakiinteistöä heikommalla, ja etenkin korkea vajaakäyttö (vuokrausaste 84 %) on sille iso haaste. Rahastolla on myös ollut hankaluuksia liian suuren velkavivun kanssa, mikä johti väliaikaisesti epäedulliseen rahoitusratkaisuun. Velkavipu on edelleen korkea 42 %, ja näkemyksemme mukaan rahastolla on tarve laskea sitä. Lunastusten määrä on arviomme mukaan iso, sillä rahaston viime vuosien haasteet ovat varmasti kasvattaneet lunastusmääriä. Arviomme mukaan rahastolla on maksamatta reilusti yli 100 MEUR:n lunastukset. Näemme myös selvän riskin, että lunastukset ovat odotuksiamme suuremmat. Suhtaudumme suurella varauksella rahaston näkymiin, ja meidän on vaikea nähdä sen kykenevän keräämään uutta pääomaa lähivuosina.

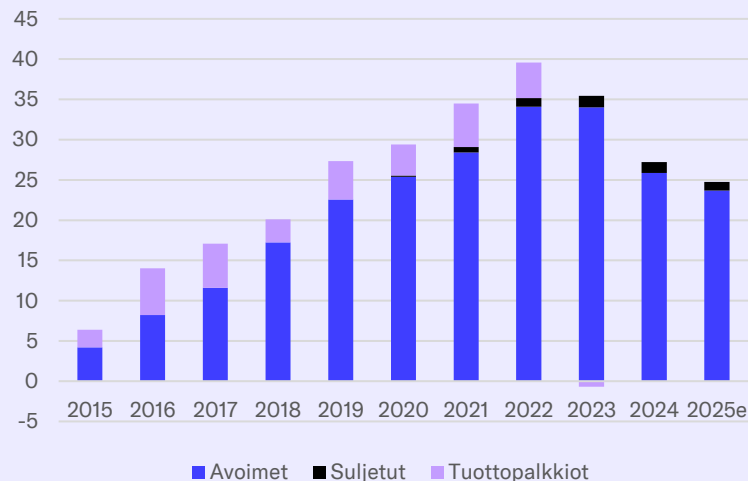
Suljetut asuntorahastot

eQ perusti ensimmäisen ammattimaisille sijoittajille suunnatun suljetun asuntorahaston 2020. Asuntorahasto I suljettiin huhtikuussa 2021 100 MEUR:n kokoisena (GAV 300 MEUR). Toisen asuntorahastonsa eQ perusti vuoden 2022 alussa, mutta sen kokoluokka jäi 53 MEUR:oon vaikean markkinatilanteen vuoksi. Jälkikäteen on helppo todeta, että yhtiö perusti rahastot huonoon aikaan, ja ne ajautuivat korkojen nousun myötä ongelmiin. Vuonna 2025 eQ toteutti järjestelyn, jossa asuntorahastot 1 ja 2 fuusioitiin asuntorahasto 3:een, mihin kerättiin samalla uutta pääomaa. Yhtiön alkuperäinen tavoite oli perustaa uusi asuntorahasto joka toinen vuosi, mutta emme pidä tätä tavoitetta nyt realistisena. Pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö ei enää saa kerättyä uusia asuntorahastoja, ja onnistunut keräys vaatii vähintään Asunto 3:n onnistumista.

Kiinteistörahastojen AUM ja hallinnointipalkkiot (MEUR)



Kiinteistörahastojen palkkiot (MEUR)



Avoimet kiinteistörahastot yhteenveto



Yhteiskuntakiinteistöt perustiedot Q3'25:

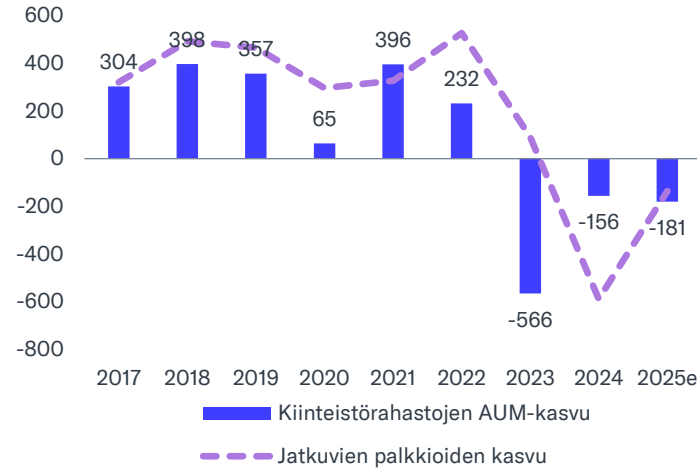
- NAV: 1087 MEUR
- GAV: 1745 MEUR
- Velkavipu: 38 %
- Vuokrausaste: 96 %
- *Nettovuokratuotto: 5,3 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 7,7 vuotta



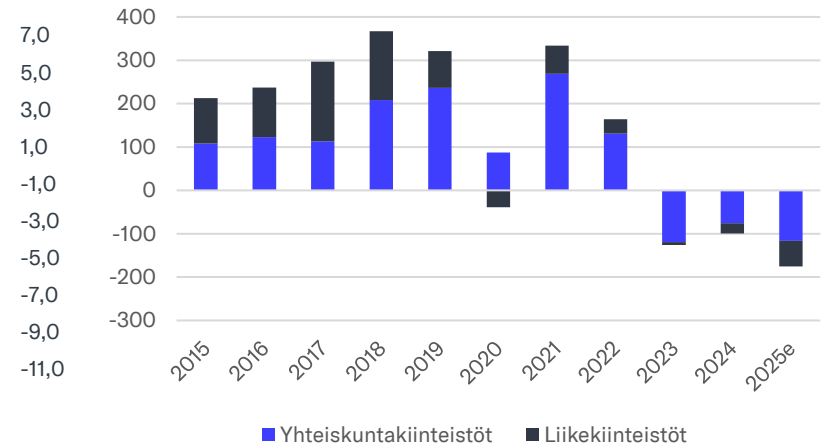
Liikekiinteistöt perustiedot Q3'25:

- NAV: 534 MEUR
- GAV: 924 MEUR
- Velkavipu: 42 %
- Vuokrausaste: 84 %
- *Nettovuokratuotto: 5,1 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 4,7 vuotta

Kiinteistörahastojen kasvu (MEUR)



Avoimien kiinteistörahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Avoimien rahastojen palkkiot:



Hallinnointipalkkio

- 1,95 % omasta pääomasta



Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta



Lunastuspalkkio

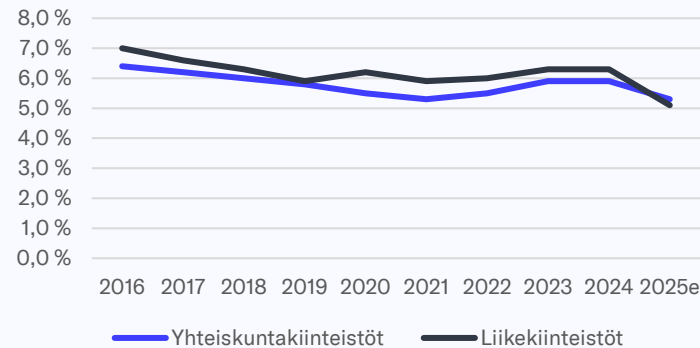
- 0–2 % (omistusajan mukaan)



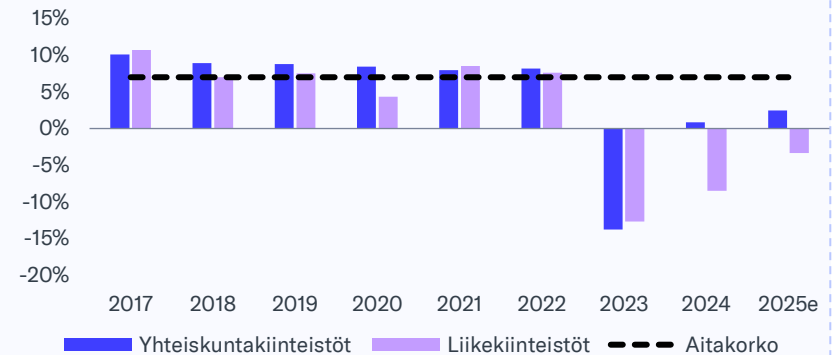
Tuottosidonnainen palkkio

- 20 % referenssituoton (7 %) yltävästä tuotosta

Kiinteistörahastojen nettovuokratuotot *



Kiinteistörahastojen vuosituotot



Varainhoito 5/6

PE-rahastot ovat eQ:n toinen tukijalka

eQ:n markkina-asema kotimaisessa PE-kentässä on erittäin vahva, ja yhtiö on segmentissä selvästi käytetyin instituutiovarainhoitaja. Yhtiö toimii rahastojen rahastomallilla. PE-liiketoiminta on kasvanut voimakkaasti (2015–2025 CAGR ~13 %), ja ennusteemme mukaan sen liikevaihto vuonna 2025 on 23,7 MEUR. Kasvu on tullut keihäänkärkirahastojen jatkuvasta kasvusta sekä tuotetarjonnan laajenemisesta sekä tuottopalkkioista. Vuoteen 2022 asti kasvu sai lisäksi tukea siitä, että vanhojen rahastojen palkkiot laskivat vain marginaalisesti (palkkiot alkavat yleensä laskea 4–5 vuoden jälkeen).

eQ:lla on 23 pääomarahastoa, joissa on pääomia 3231 MEUR. PE:n selkärangan muodostavat Pohjois-Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan sijoittavat, vuorovuosin kerättävät North- ja US-rahastoperheet. Rahastojen koot ovat kasvaneet tasaisesti, mutta viime vuosikerroilla koot ovat pienentyneet markkinahaasteiden vuoksi. Lisäksi tarjontaa täydentävät secondary-, VC- ja private credit -rahastot. VC- ja private credit -rahastojen on tarkoitus olla kahden vuoden välein kerättäviä tuotteita, mutta private creditissä ei toistaiseksi ole suunnitelmia uudesta rahastosta. Q3-tuloksen yhteydessä yhtiö kertoi aikovansa lanseerata uuden kanssasijoituksiin keskittyvän rahaston, josta pyritään tekemään säännöllisesti kerättävä tuote.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja 903 MEUR:n edestä sekä raportointipalveluita (3493 MEUR). Mandaattivarat sijoittuvat osin (~50 %) yhtiön omiin rahastoihin, jolloin tuotot realisoituvat pääosin rahastojen kautta; lopusta pääomasta eQ veloittaa maltillista hallinnointipalkkiota. Raportointipalvelut ovat liikevaihdon näkökulmasta vähämerkityksisiä, joten sijoittajan kannattaa seurata etenkin rahastopääomien ja mandaattien kehitystä.

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

PE-rahastoihin kuuluu tyypillisesti tuottosidonnainen komponentti, joka voi tuottaa merkittäviä palkkioita sijoitustoiminnan onnistuessa. eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa PE-rahastoissaan. Aitakorko on tyypillisesti 7–10 %, ja sen ylittävistä tuotosta yhtiö on oikeutettu tuottopalkkioon. eQ on avannut tuottopalkkioita rahastokohtaisesti, ja pitkän aikavälin näkymä on erittäin vahva: yhtiö arvioi nykyrahastojen tuottopalkkioiden olevan 165 MEUR niiden elinkaaren aikana. Voitonjaot muodostuvat jatkossa yhä merkittävämmäksi tulosajuriksi, kun samanaikaisesti useampi rahasto on voitonjaon piirissä. Vanhempien rahastojen ennusteet ovat luotettavia vahvan track-recordin vuoksi; uudempien rahastojen osalta kyse on enemmän arvauksesta kun ennusteesta, kun osassa rahastoista kaikkia rahoja ei ole edes vielä sijoitettu. eQ on vuodesta 2022 alkaen jaksottanut tuottopalkkioita etupainotteisesti ja Q3'25 lopussa sillä oli taseessa kirjattuna tuottopalkkiosaamisia noin 18 MEUR:lla. Tuottopalkkioiden kassavirran realisoituminen on lykkääntynyt useamman vuoden, mutta Q4'25 alkaen tuottopalkkioita pitäisi vihdoinkin alkaa realisoitua.

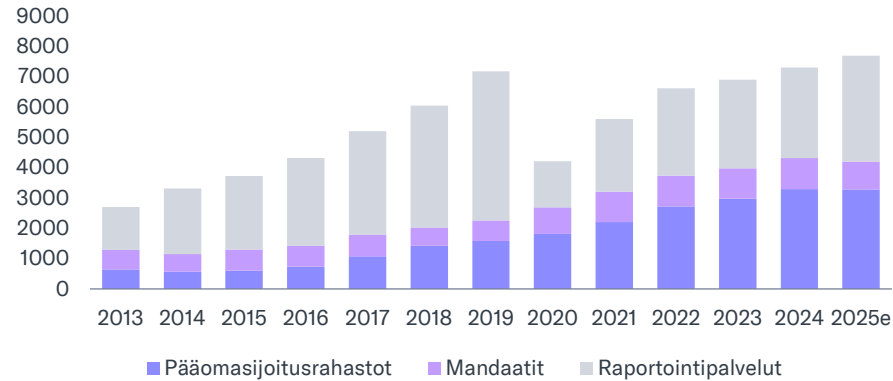
Kasvunäkymä on vahva

PE-rahastot ovat hallinnointiyhtiölle houkuttelevia vakaiden ja ennustettavien palkkioiden vuoksi. eQ:n rahastojen rahastot ovat skaalautuvia eikä kokoluokka rajoita niiden myyntiä. Tuottosidonnaiset palkkiot voivat olla merkittäviä. Vaikka PE-rahastojen volyymit ovat laskeneet vaihtoehtoisten omaisuusluokkien mukana, taso on säilynyt kohtuullisena. Pitkän aikavälin näkymä sektorilla on edelleen hyvin valoisa. Tarkemmat oletukset on käsitelty raportin ennusteosiossa.

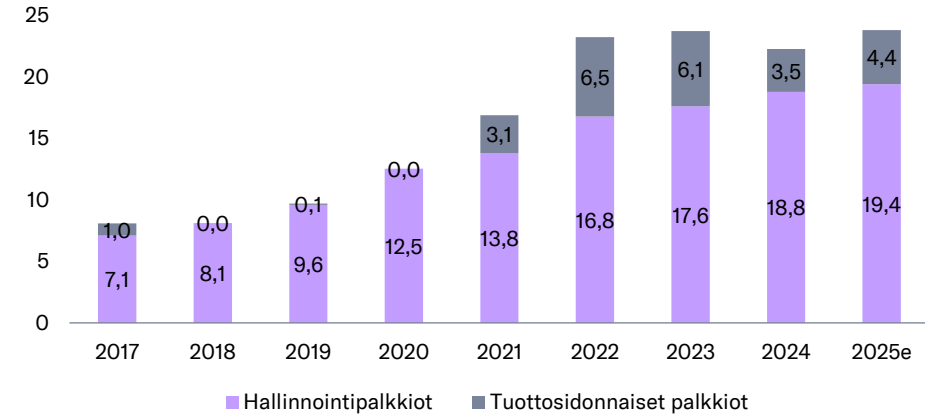
PE-rahastot	Perustettu	Koko (MEUR)
Rahastojen rahasto - Pohjois-Eurooppa		
PE XVI North	2024	227
PE XIV North	2022	288
PE XII North	2020	205
PE X North	2018	175
PE VIII North	2016	160
PE VI North	2013	100
Rahastojen rahasto - Pohjois-Amerikka*		
PE XVII US	2025	182
PE XV US	2023	283
PE XII US	2021	318
PE XI US	2019	217
PE IX US	2017	105
PE VII US	2015	80
Rahastojen rahasto – Secondary		
PE SV V	2024	106
PE SF IV	2022	121
PE SF III	2020	170
PE SF II	2018	135
PE SF	2017	124
Rahastojen rahasto – Muut		
Amanda V East	2011	50
eQ VC II	2023	54*
eQ VC	2021	71*
Private Credit III	2020	54
Private Credit II	2019	74
Private Credit	2017	92
* USD		

PE-rahastot yhteenveto

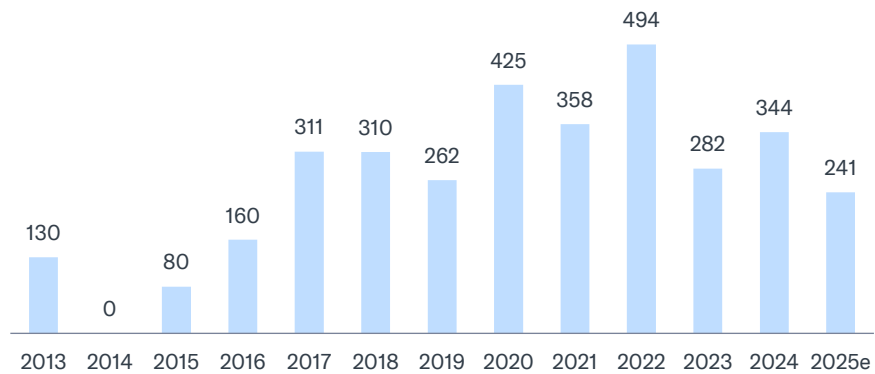
Private Equity AUM:n kehitys (MEUR)



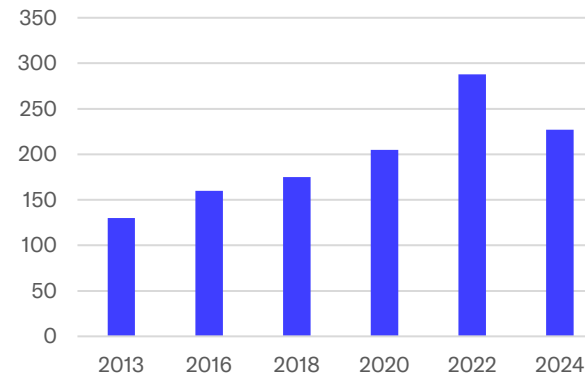
Private Equityn liikevaihdon kehitys (MEUR)



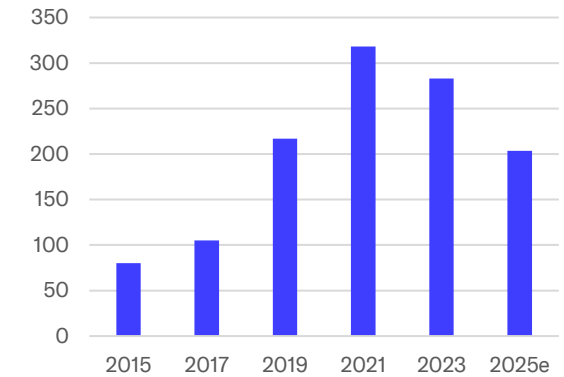
PE-rahastojen uusmyynti (MEUR)



eQ PE North rahastojen kokoluokan kehitys (MEUR)



eQ PE US rahastojen kokoluokan kehitys (MUSD)



PE-rahastojen tuottopalkkioarviot

Rahastot – 31.12.2024

Rahasto	Rahaston koko	Perustamisvuosi	Aitakorke	Tuottosidonnainen palkkio	eQ:n osuus tuottosid. palkkiosta	Tuottokerroin tällä hetkellä	Ennustettu tuottokerroin	Arvio aitakoron kassavirrallisesta saavuttamisesta	Arvioitu voitontasauksen määrä yht. MEUR (jaksotuksessa olevat)	Arvioitu tuleva tuottosidonnaisen määrä yht. MEUR	Rahaston arvoon tällä hetkellä jaksotettu tuottosidonnaisen määrä MEUR ¹⁾
Amanda III	110 MEUR	2006	6,00 %	10,00 %	100 %	1,1x	1,1x	Ei saavuta	n/a	n/a	n/a
Amanda V	50 MEUR	2011	6,00 %	10,00 %	100 %	1,4x	1,4x	Ei saavuta	n/a	n/a	n/a
eQ PE VI	100 MEUR	2013	7,00 %	7,50 %	100 %	1,5x	1,6x	2026	2,3	5,3	4,1
eQ PE VII	80 MUSD	2015	7,00 %	7,50 %	45 %	1,8x	2,1x	2026	1,0	3,4	2,4
eQ PE VIII	160 MEUR	2016	7,00 %	7,50 %	100 %	1,6x	1,9x	2026	3,1	11,9	7,6
eQ PE IX	105 MUSD	2017	7,00 %	7,50 %	45 %	1,8x	2,1x	2026	1,0	4,6	2,9
eQ PE X	175 MEUR	2018	7,00 %	7,50 %	100 %	1,3x	1,9x	2028	4,6	14,1	4,3
eQ PE XI	217 MUSD	2019	7,00 %	7,50 %	45 %	1,3x	2,1x	2028	2,2	9,2	2,4
eQ PE XII	205 MEUR	2020	7,00 %	7,50 %	100 %	1,2x	1,8x	2029	n/a	14,4	3,2
eQ PE XIII	318 MUSD	2021	7,00 %	7,50 %	45 %	1,1x	1,8x	2029 jälkeen	n/a	9,7	n/a
eQ PE XIV	288 MEUR	2022	7,00 %	7,50 %	100 %	1,1x	1,8x	2029 jälkeen	n/a	19,7	n/a
eQ PE XV	283 MUSD	2023	7,00 %	7,50 %	45 %	n/a	1,8x	2029 jälkeen	n/a	8,5	n/a
eQ PE XVI	227 MEUR	2024	7,00 %	7,50 %	100 %	n/a	1,8x	2029 jälkeen	n/a	16,4	n/a
eQ PE SF II	135 MEUR ²⁾	2018	10,00 %	10,00 %	100 %	1,3x	1,4x	Ei saavuta	n/a	n/a	n/a
eQ PE SF III	170 MEUR ³⁾	2020	10,00 %	10,00 %	100 %	1,5x	1,8x	2028	3,7	9,3	5,0
eQ PE SF IV	151 MEUR ⁴⁾	2022	10,00 %	10,00 %	100 %	1,2x	1,8x	2029	n/a	6	1,4
eQ PE SF V	85 MEUR ⁵⁾	2024	10,00 %	10,00 %	100 %	n/a	1,6x	2029 jälkeen	n/a	1,6	n/a
PE-ohjelmarahastot	198 MEUR	2013–16	8 % / 12 %	7,5 % / 12 %	100 %	n/a	n/a	2026–2028	10,2	24,9	14,4
eQ VC	77 MUSD	2021	7,00 %	7,50 %	45 %	1,0x	2,3x	2029 jälkeen	n/a	3,4	n/a
eQ VC II	54 MUSD	2023	7,00 %	7,50 %	45 %	n/a	2,3x	2029 jälkeen	n/a	2,4	n/a
Yhteensä									28,2	164,9	47,6
josta voitontasausjaksotuksen piirissä olevat									(31.12.23: 26,0)	(31.12.23: 141,5)	(31.12.23: 38,4)
kumulatiivisesti 31.12.2024 mennessä jaksotettu voitontasauksen määrä									28,2	82,8	43,1
arvioitu voitontasausjaksotus vuodelle 2025									15,4		
									4,4		

eQ:n esittämät tuottoennusteet perustuvat kohderahastojen hallinnointiyhtiöiltä saatuihin arvioihin niiden rahastojen osalta, jotka ovat täyteen sijoitettuja ja joiden kohderahastojen sijoituskaudet ovat päättyneet. Muutoin ennusteet perustuvat eQ:n omaan arviointimalliin.

¹⁾ Tuottosidonnaisen palkkion määrä, jonka eQ saisi mikäli rahastojen sijoitukset myytäisiin nykyiseen markkina-arvoon.

²⁾ Tuottosidonnaisen palkkion piirissä olevaa pääomaa 75 MEUR.

³⁾ Tuottosidonnaisen palkkion piirissä olevaa pääomaa 104 MEUR.

⁴⁾ Tuottosidonnaisen palkkion piirissä olevaa pääomaa 71 MEUR.

⁵⁾ Tuottosidonnaisen palkkion piirissä olevaa pääomaa 28 MEUR.

Varainhoito 6/6

Kulutehokkuus omalla tasollaan

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat selvästi suurin yksittäinen kuluerä (2025e: 35 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat hyvällä tasolla suhteessa verrokkiryhmään, mutta eivät erotu oleellisesti muusta joukosta (listattujen verrokkien keskiarvo ~40 %).

Merkittävää pesäeroa syntyy kuitenkin yhtiön henkilöstötehokkuudessa. eQ:n liikevaihto/henkilö - suhdeluku on täysin omalla tasollaan suhteessa listattuihin verrokkeihin (vertailu seuraavilla sivuilla). Tätä selittää etenkin yhtiön fokusoitunut asiakasryhmä sekä skaalautuvat tuotteet. Tämä taas mahdollistaa yhtiön erittäin kilpailukykyisen palkitsemisen ja yhtiön henkilöstökulut per työntekijä ovat niin ikään täysin omalla tasollaan. Yhtiö onkin arviomme mukaan toimialan parhaita palkanmaksajia, mikä on omiaan pienentämään henkilöstön vaihtuvuutta ja nostamaan eQ:n houkuttelevuutta työnantajana.

Suurin tehokkuusero suhteessa verrokkeihin syntyy konsernin muista kuluista (2025e: 10 % liikevaihdosta sis. IT & hallintokuluja, vuokrat ja poistot), mikä suurilta osin selittää myös yhtiön poikkeuksellista kannattavuutta. eQ:n muut kulut suhteessa kilpailijoihin ovat silmiinpistävän matalat. Arviomme mukaan tätä selittää osin yhtiön varsin kapea tuotetarjonta, fokus instituutioihin, toimivat IT-järjestelmät sekä erittäin skaalautuvat tuotteet. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön asiakas- ja tuotekohtaiset kannattavuudet ovat erittäin korkeita eikä yhtiöllä ole ollut tarvetta tehdä jatkuvia isoja IT-investointeja.

Lisäksi eQ on arviomme mukaan onnistunut luomaan

erittäin kulutietoisen kulttuurin ja säilyttämään liiketoiminnassaan kirkkaan fokuksen. Huomautamme, että kulutietoisin kulttuurin luominen tai rönsyjen välttäminen eivät ole toimialalla itsestäänselvyys ja moni verrokeista on kompastellut näiden teemojen kanssa viime vuosina liiketoimintojen kokoluokan kasvaessa.

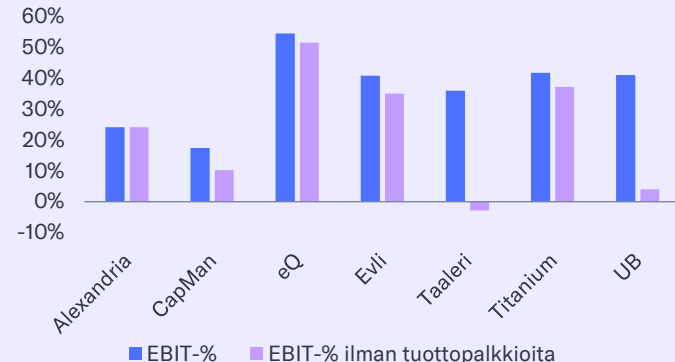
Vaikka eQ tuleekin uuden strategiansa puitteissa investoimaan aiempaa enemmän, ovat näihin liittyvät kulut kuitenkin suhteellisen maltillisia ja näin ollen yhtiön kannattavuustaso tulee pysymään toimialan kärjessä myös jatkossa.

Erittäin skaalautuva kulurakenne

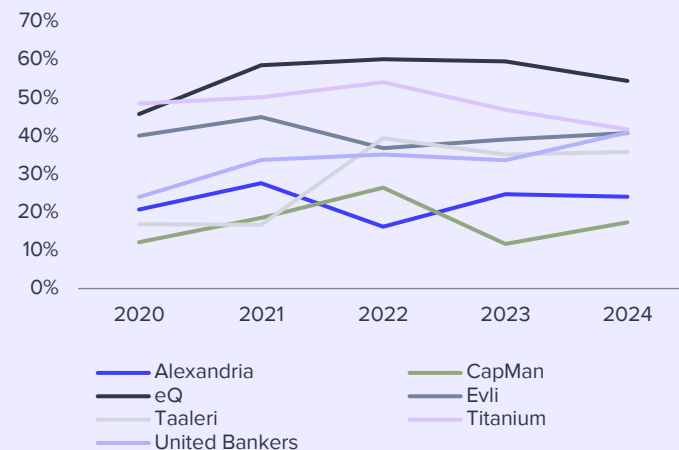
Liiketoiminnan tulosvipu on kiinteästä kulurakenteesta johtuen merkittävä, mikä on heijastunut Varainhoidon viime vuosien lukuihin: vuodesta 2013 vuoteen 2021 asti Varainhoidon liikevaihdon kasvusta lähes 70 % on valunut läpi liikevoittoon. Kiinteät kulut ovat pysyneet käytännössä ennallaan ja kulujen kasvu on rajoittunut pitkälti bonuksiin. Suoritus on täysin poikkeuksellinen suhteessa verrokkeihin ja Varainhoidon parhaimmillaan saavuttama yli 60 %:n liikevoittomarginaali on niin ikään poikkeuksellisen korkea. Viimeisen kolmen vuoden aikana liikevaihto on laskenut selvästi ja tähän suhteutettuna kannattavuus on pysynyt hämmästyttävän hyvänä ja liikevoittomarginaali on edelleen toimialan kärjessä.

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

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2024)*



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%

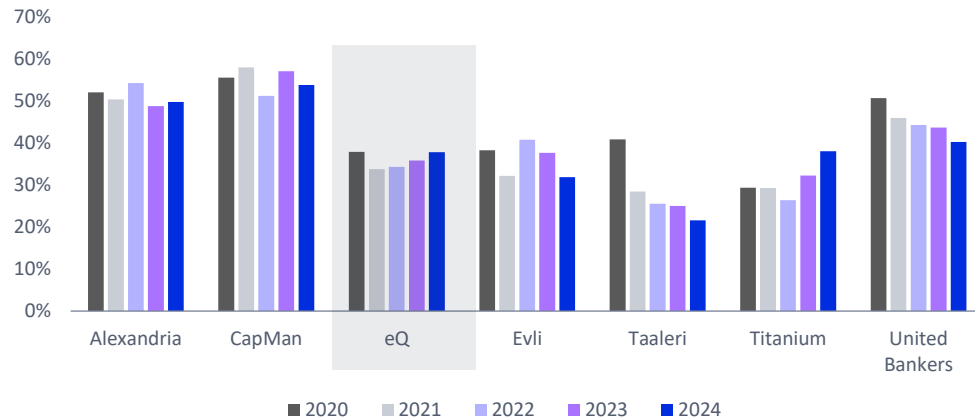


*Inderesin huomiot:

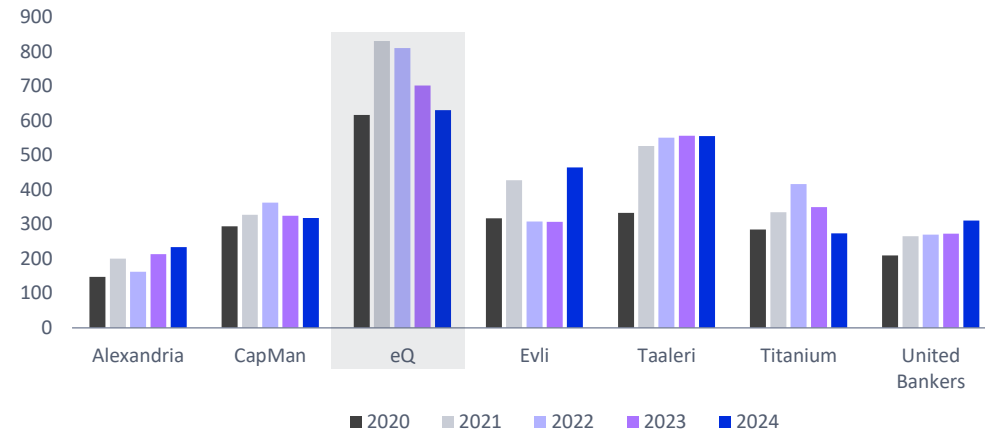
- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasisettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasisettuna konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasisettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot
- Taalerin kannattavuus rasisettu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

eQ suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2

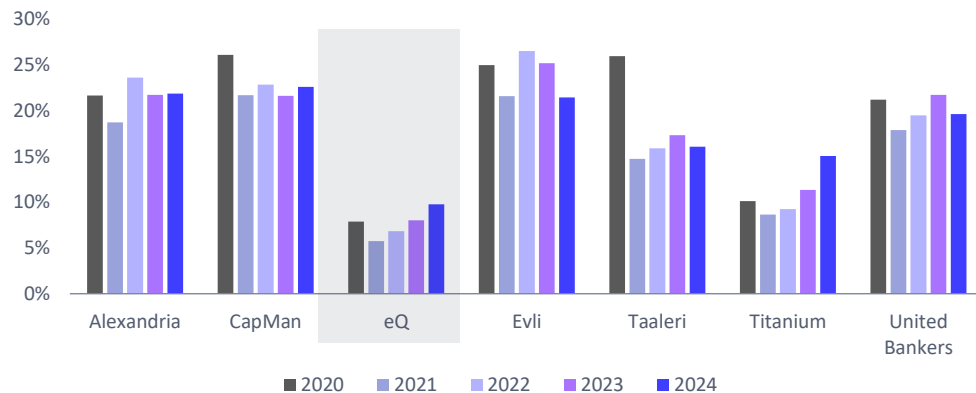
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



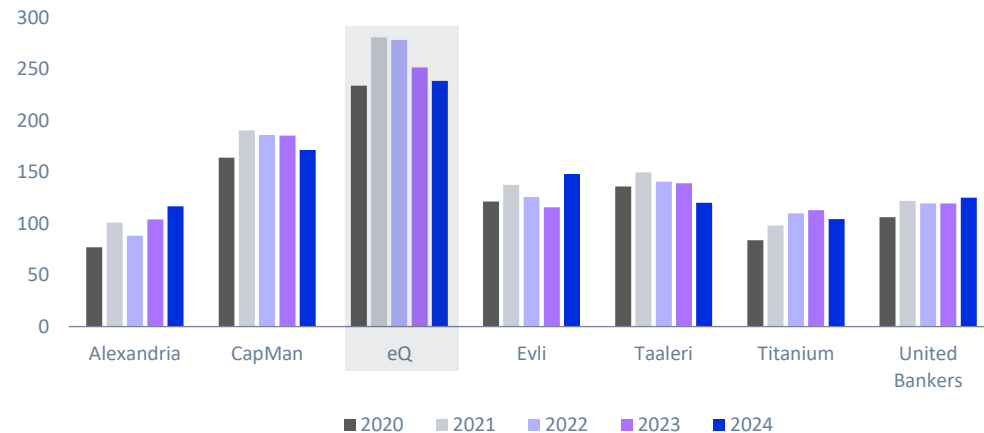
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)

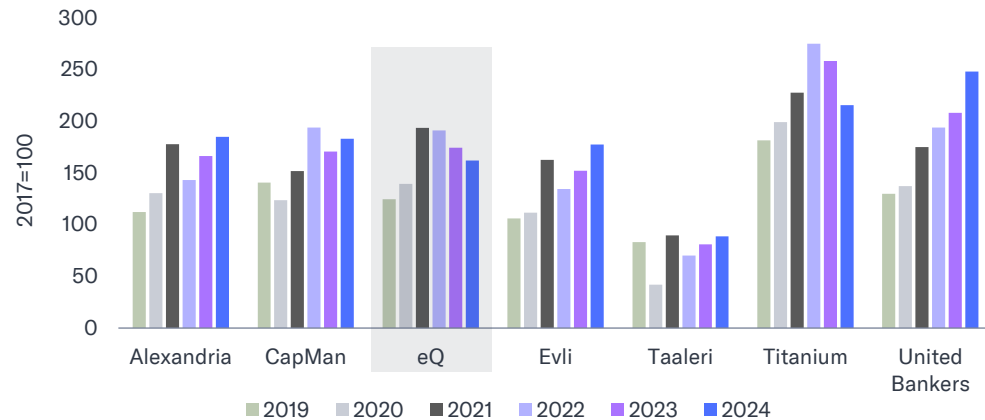


Inderesin huomiot:

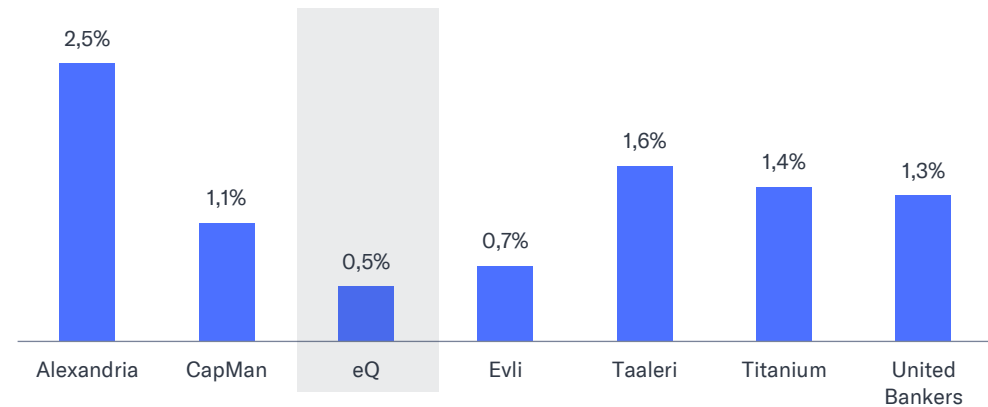
- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

eQ suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2

Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna

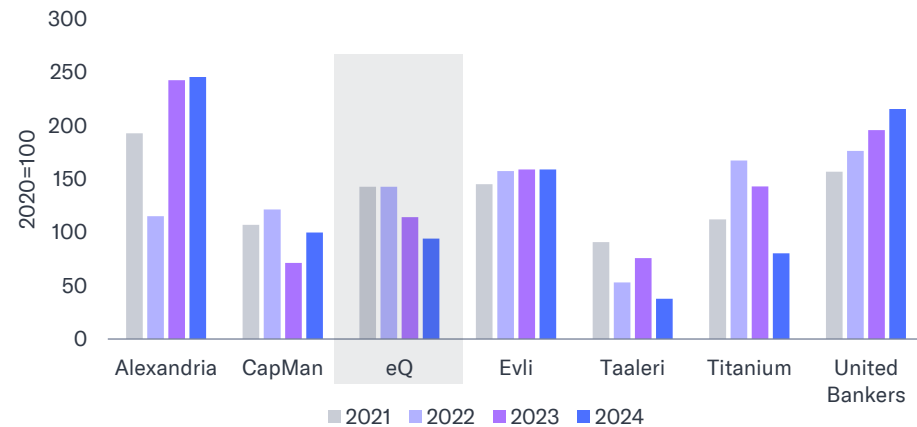


Liikevaihto/AUM-% (2024)*

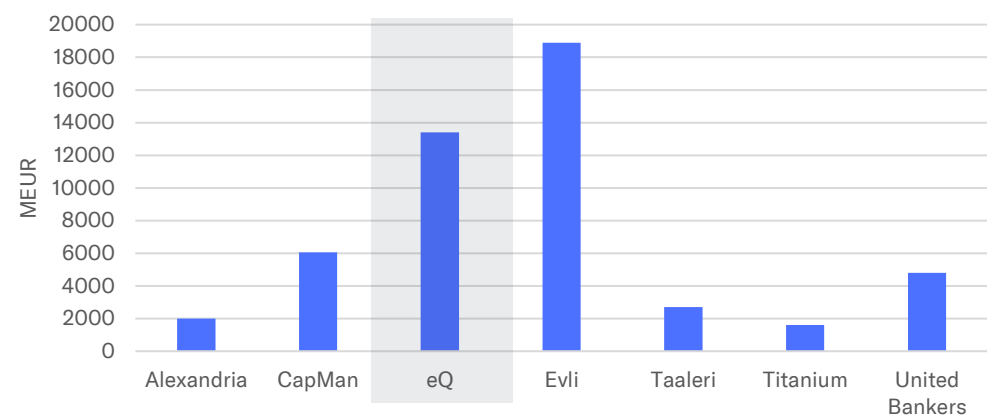


* Taalerilta mukana vain Pääomarahastot

Osinko per osake kehitys indeksoituna



Hallinnoitava varallisuus (AUM) 2024



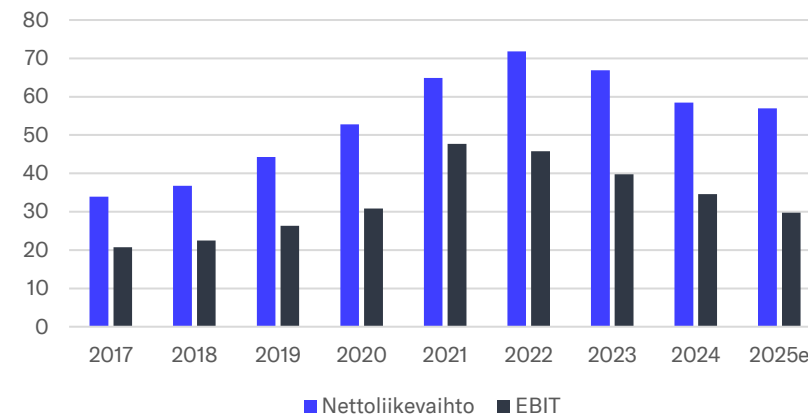
Varainhoidon tulosenusteet

Varainhoidon ennusteet (MEUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Perinteinen varainhoito	10,6	9,4	8,8	9,4	8,9	9,9	10,6	11,4	12,2
Kiinteistöjen ja PE:n hallinnointipalkkiot	42,9	52,0	52,9	46,1	44,3	43,8	46,7	51,1	57,0
<i>Kiinteistörahastot</i>	29,1	35,1	35,6	27,3	24,9	22,5	23,9	26,7	30,4
<i>Private Equity -rahastot</i>	13,8	16,8	17,6	18,8	19,4	21,3	22,9	24,4	26,6
Muut palkkiotuotot	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Tuottosidonnaiset palkkiot	11,4	10,8	5,4	3,6	4,4	11,6	10,5	9,5	11,8
<i>Kiinteistörahastot</i>	5,4	4,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Private Equity -rahastot</i>	3,1	6,5	6,1	3,5	4,4	11,6	10,5	9,5	11,8
<i>Perinteinen varainhoito</i>	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varainhoidon palkkiotuotot yhteensä	64,9	71,9	66,9	59,2	57,6	65,3	68,0	72,1	81,1
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	23 %	11 %	-7 %	-11 %	-3 %	13 %	4 %	6 %	12 %
Henkilöstökulut	-21,2	-22,0	-21,1	-19,9	-20,2	-22,7	-23,2	-24,4	-26,2
Muut kulut	-3,4	-3,9	-4,4	-4,9	-5,6	-6,9	-7,2	-7,5	-7,8
Varainhoidon liikevoitto	40,3	45,9	41,4	33,7	31,1	35,2	37,0	39,6	46,5
<i>Liikevoitto-%</i>	62 %	64 %	62 %	57 %	54 %	54 %	54 %	55 %	57 %
Henkilöstökulut/henkilö (TEUR)*	-284	-293	-262	-244	-230	-235	-230	-235	-245
Henkilömäärä*	76	76	80	82	92	98	101	104	107
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	11584	12564	12915	13399	13690	14412	14881	15502	16222
<i>Kiinteistörahastot</i>	2282	2697	2250	2037	1791	1788	1851	1930	2199
<i>Muut eQ:n omat rahastot</i>	2082	1687	1993	2155	2262	2437	2622	2815	3015
<i>Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito</i>	1619	1561	1773	1903	1940	2020	2070	2120	2170
<i>eQ Private Equity -rahastot</i>	2203	2726	2973	3295	3286	3695	3816	4066	4216
<i>Private Equity -varainhoito-ohjelmat/mandaatit</i>	1001	1009	1009	1019	918	978	1028	1078	1128
<i>Raportointipalvelut</i>	2397	2885	2917	2990	3493	3493	3493	3493	3493
<i>Hallinnoitavien varojen kasvu-%**</i>	23 %	5 %	3 %	4 %	-2 %	7 %	4 %	5 %	6 %
Kiinteistörahastojen hallinnoitava varallisuus	2282	2697	2250	2037	1791	1788	1851	1930	2199
<i>Yhteiskuntakiinteistöt</i>	1437	1616	1198	1132	1028	1106	1277	1485	1732
<i>Liikekiinteistöt</i>	745	799	651	561	484	404	424	445	467
<i>Asuntorahastot (GAV)</i>	100	282	401	344	279	279	150	0	0

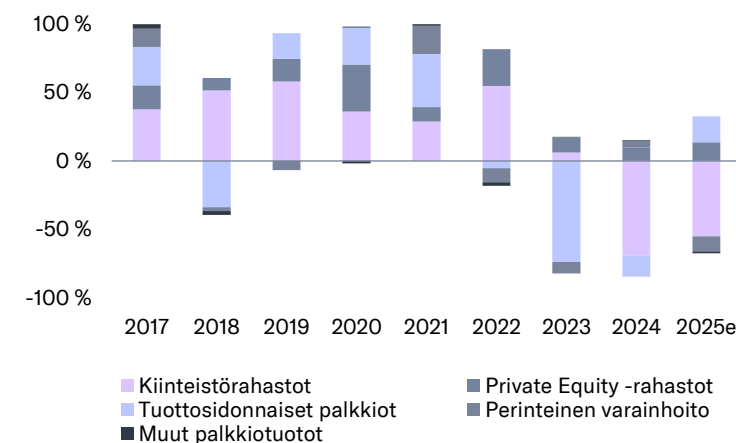
* Henkilötyövuosia, sisältää kiinteät ja muuttuvat palkat

** Ilman raportointipalveluita

Varainhoidon kehitys (MEUR)



Varainhoidon liikevaihdon kasvun jakauma



Investointipankki

Alansa johtavia toimijoita

Vuonna 2000 perustettu eQ:n Corporate Finance -yksikkö Advium on yksi Suomen johtavista investointipankeista. Adviumin asema on erityisen vahva kiinteistöjärjestelyiden puolella, ja yhtiö on kiinteistöjärjestelyissä selvä ykkönen Suomessa. Yhtiön fokus on Suomen markkinalla, ja asiakaskunta koostuu pääosin suomalaisista yhtiöistä, jotka toteuttavat yritys- tai kiinteistökauppoja Suomessa tai ulkomailla.

Yhtiö on toteuttanut yli 20 vuotisen historiansa aikana yli 200 yritys- ja kiinteistöjärjestelyä, joiden yhteenlaskettu arvo on yli 20 miljardia euroa. Merkittäviä transaktiota ovat viime vuosina olleet muun muassa: Espoon sairaalan myynti LähiTapiolan rahastolle, Pöyryn ja Kotipizzan ostotarjoukset sekä Nordkalkin ja Purmon myyntitoimeksiannot.

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä vain muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista, ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2024: 0,7 MEUR). 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 segmentin liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi.

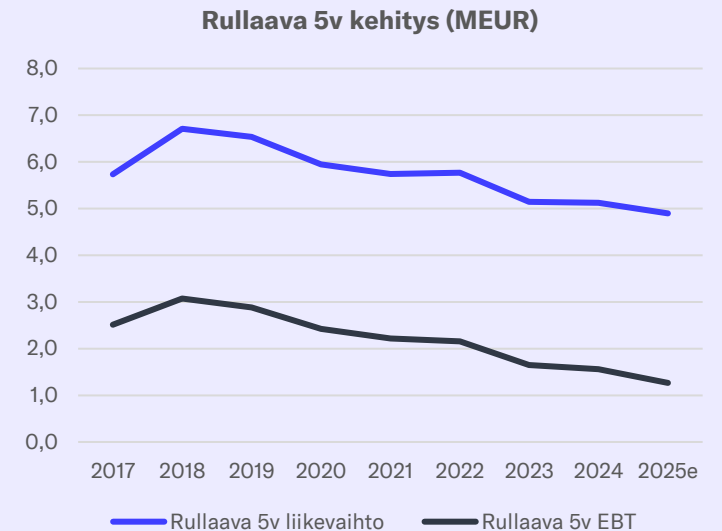
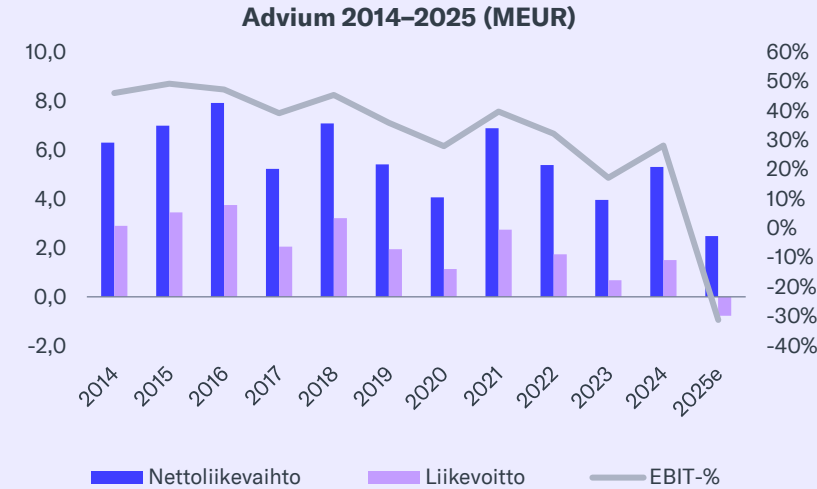
Vuosina 2011–2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta, ja segmentin liikevaihto pysyi 2,1–

2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4–0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014–2022 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia, ja liikevaihto vaihteli 4–8 MEUR:n välillä ja liikevoitto noin 1,1–3,7 MEUR:n välillä.

2023–2025 Advium on kärsinyt Suomen erittäin vaisusta kiinteistömarkkinasta, mikä on painanut sen liikevaihtoa. Tähän suhteutettuna 2023–2025 keskiarvo liikevaihto ~4 MEUR on mielestämme kohtalainen suoritus.

Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut 5,2 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,1 MEUR. Vaikka lyhyellä tähtäimellä Adviumin liikevaihto voikin heilua melko paljon, antaa yhtiön historiallinen liikevaihtokehitys erittäin hyvän indikaation sen normaalista tasosta. Arviomme mukaan normalisoitu liikevaihtotaso on jonkin verran historiallista tasoa korkeampi, sillä Adviumin suhteellinen markkinaosuus on vahvistunut ja kauppohenkilökunnat ovat samalla nousseet.

Sijoittajan on syytä huomioida, että konsernin näkökulmasta Adviumin merkitys on vuositasolla suhteellisen rajallinen, sillä Adviumin osuus koko eQ-konsernin liikevaihtokokouksesta on alle 5 %. Kvartaalikohtaisesti vaikutus voi olla kuitenkin huomattava, sillä Adviumin liikevaihto heilahtelee kvartaaleittain voimakkaasti onnistumispalkkioiden ajoituksista johtuen.



Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q3'25 lopussa 16,6 MEUR. Näistä 14,3 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 2,1 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) hyötyäkseen rahastojen hyvästä kehityksestä. Yhtiön omien rahastosijoitusten tuotot ovat historiallisesti olleet erittäin hyvällä tasolla.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

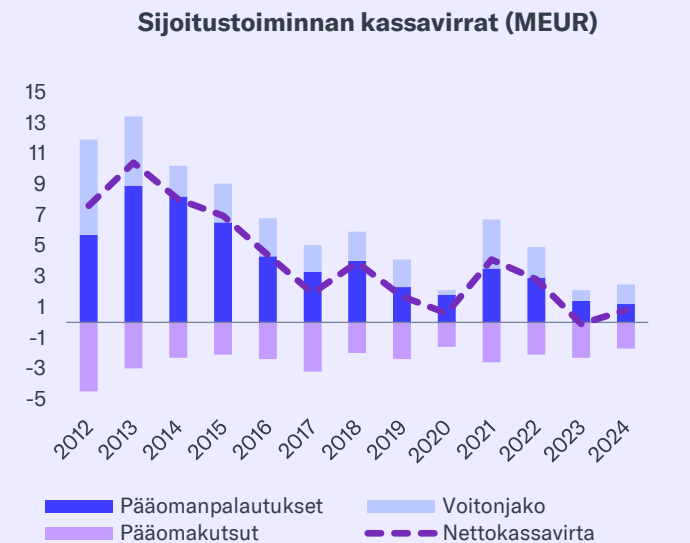
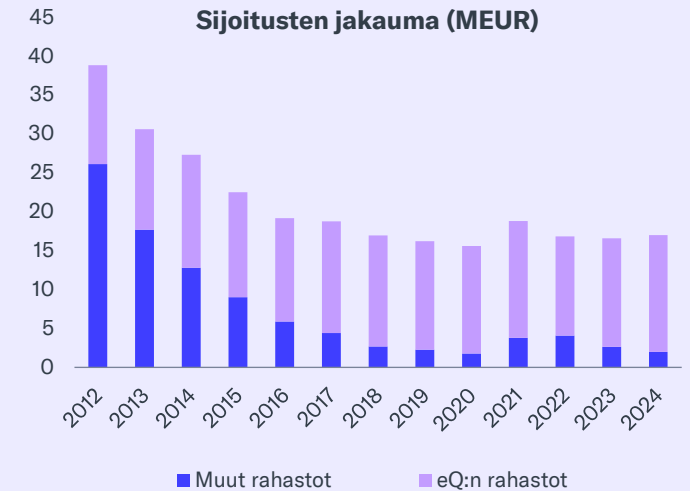
Sijoitukset-segmentin kirjanpidollinen tulos ja rahavirta poikkeavat toisistaan. Tuloslaskelman puolelle eQ kirjaa rahastoista tulevan voitonjaon ja rahastojen arvonmuutokset. Lisäksi Sijoitukset-segmentti kirjaa tuloslaskelmaansa kuluna konsernin sisäisen hallinnointipalkkion, jonka kokoluokka on ollut noin 150 TEUR vuodessa. Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamansa pääomanpalautukset, voitonjaon sekä pääomakutsut.

Sijoitussalkusta ei enää odotettavissa ylimääräistä kassavirtaa

eQ:n sijoitussalkku on supistunut merkittävästi viimeisen reilun 10v aikana ja tämä pääoma on palautettu sijoittajille pääoman palautuksina. Pidämme todennäköisenä, että salkun koko ei enää oleellisesti laske nykyisestä. Vaikka vanhoihin rahastoihin on tehty tuoreempia rahastoja suurempia sijoitussitoumuksia, tulee eQ laajentamaan tuotetarjontaansa

lähivuosina ja uskomme sen tekevän näihin rahastoihin jonkinlaiset sijoitukset. Näin ollen odotamme sijoitussalkun pysyvän suunnilleen nykyisellä tasolla ja emme odota sieltä enää ylimääräistä kassavirtaa salkun supistumisen kautta. Vaikka eQ:n on tarkoitus tuoda useita uusia tuotteita lähivuosina markkinoille, emme odota sen tekevän normaalia suurempia sijoituksia näihin.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että Adviumin tapaan Sijoitukset-segmentin merkitys eQ:lle on supistunut marginaaliseksi. Sijoitussalkun arvo suhteessa koko eQ:n arvoon on vain muutama prosentti samoin kun sen osuus konsernin tuloksesta.



Strategia 1/3

Uusi strategia tulee helmikuussa

eQ on työstänyt uutta strategiaa jo vuoden alusta alkaen. Strategiatyö on kestänyt normaalia pidempään, sillä uusi toimitusjohtaja Jouko Pölönen pääsi aloittamaan toimitusjohtajana vasta syyskuun alusta. Yhtiö on kertonut julkistavansa strategiansa helmikuussa Q4-tuloksen yhteydessä. Vaikka strategiaa ei vielä julkaistu, alkavat strategian isot linjat olla mielestämme jo varsin hyvin tiedossa yhtiön kommenttien ja jo toteutettujen toimenpiteiden pohjalta.

Strategian tarkoituksena on luonnollisesti saada yhtiö takaisin kestävänsä tulokasvun tielle. Mielestämme on selvää, että yhtiö tulee uudessa strategiassaan laajentamaan sekä tuotetarjontaansa että asiakaskuntaansa.

Asiakaskuntaa halutaan laajentaa

Asiakaskunnan laajentamisen osalta yhtiö hakee kasvua useasta eri suunnasta. Yksi selkeä suunta ovat kansainväliset sijoittajat, ja tähän liittyen yhtiö on jo tehnyt ensimmäisen rekrytinnin. Uskomme yhtiön tulevan hyödyntämään myynnissään jakeluagentteja ("placement agent"), ja maantieteellinen fokus on varmuudella Euroopassa. Arviomme mukaan yhtiö tulee keskittymään myynnissään PE-tuotteisiinsa, ja etenkin keihäänkärki rahastojen rahastoihin (North ja US –rahastot). Emme myöskään yllätyisi mikäli yhtiö jatkossa pyrkisi tarjoamaan myös Yhteiskuntakiinteistöä tässä kanavassa.

Kansainvälisessä myynnissä on luonnollisesti merkittävää potentiaalia, mutta tässä kanavassa onnistumisen todennäköisyyttä on tässä vaiheessa vaikea arvioida. Lisäksi on mielestämme selvää, että tämä tulee parhaassakin tapauksessa viemään aikaa, sillä yhtiö lähtee

liikkeelle käytännössä nolista.

Kotimaassa yhtiö tulee arviomme mukaan hakemaan kasvua vielä aiempaa laajemmin instituutioista, jotka ovat historiassa olleet yhtiön ydinkohderyhmä. Huomautamme, että historiallisesti yhtiön asiakaskunta on ollut erittäin fokusoitunut ja esimerkiksi sen PE-rahastoissa oli vuoteen 2021 asti kaikissa alle 100 yksittäistä sijoittajaa ja osassa tuotteissa vain muutama kymmenen sijoittajaa. Näin ollen näemmekin yhtiöllä edelleen tilaa kasvaa kotimaisessa instituutiokentässä, vaikka sen asema siellä onkin jo vahva. Instituutioiden lisäksi yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan laajentamaan myös varakkaisiin yksityishenkilöihin. Koska yhtiöllä ei ole laajaa yksityispankkiirien verkostoa, uskomme sen keskittyvän erittäin varakkaisiin yksityishenkilöihin. Yhtiö on käsityksemme mukaan palkannut tähän kenttään muutamia myyjiä, ja uskomme sen jatkavan myyjien rekrytointia tänne. Lisäksi uskomme, että yhtiön pitää tehdä jonkin verran muutoksia palvelumalliinsa, sillä käsityksemme mukaan se on räätälöity palvelemaan etenkin instituutioita.

Kokonaisuutena uskomme, että eQ:n myyntitiimi tulee kasvamaan selvästi historialliselta reilulta 10 henkilön tasolta. Lisäksi suurempien asiakasmäärien prosessointi ja yksityisasiakkaiden palveleminen tulee vaatimaan investointeja sen IT-järjestelmiin, ja tähän liittyvät hankkeet ovat käsittääksemme jo käynnissä.

Neljäntenä kanavana asiakaskunnan laajentamisessa ovat yhteistyökumppanit Suomessa. Pidämme hyvin todennäköisenä, että eQ tulee tarjoamaan sen PE-tuotteita jonkin kotimaisen varainhoitajan kautta tämän asiakaskuntaan. Loogisia jakelukumppaneita voisivat olla mm. Aktia tai Alexandria.



eQ:n toimitusjohtaja Jouko Pölönen avasi Q3-haastattelussamme ajatuksiaan yhtiön strategiatyöstä

Strategia 2/3

Tuotetarjontaa halutaan laajentaa

Historiallisesti eQ:n tuotetarjonta on ollut hyvin kapea, ja yksittäiset tuotteet ovat dominoineet liiketoimintaa. Korkeimmillaan kahden kiinteistörahaston osuus yhtiön liikevaihdosta oli tuottopalkkiot huomioiden reippaasti yli 50 % ja Yhteiskuntakiinteistön osuus yli kolmannes. Onkin selvää, että yhtiö haluaa laajentaa tarjontaansa. Q3-infossa eQ kertoi lanseeraavansa ensi vuonna uuden kanssasijoituksia tekevän PE-rahaston. Rahasto on looginen lisä yhtiön tarjontaan, ja todennäköisesti kiinnostava erityisesti suurille instituutioille. Tavoitteena on tehdä siitä vuosikertatuote, joka lanseerataan 2–3 vuoden välein.

Pidämme mahdollisena, että yhtiö palaa myös private credit -rahastoihin, joita eQ toteutti kolmen rahaston verran vuosina 2017–2020. Yhtiön täytyy löytää uusi kumppani edellisen tilalle, mutta tämän ei pitäisi olla ylitsepääsemättömän vaikeaa. Private credit olisi luonteva lisä ja siitä voisi kasvaa merkittävä osa liiketoimintaa. Mahdollista on myös kokonaan uuden omaisuusluokan, kuten infrastruktuurin, tuominen tarjontaan. Myös infran osalta keskeinen haaste on löytää kumppani sekä oma tiimi.

Kiinteistörahastoissa uusien tuotteiden lanseeraaminen on todennäköistä markkinatilanteen parantuessa. Avoin asuntorahasto olisi luonteva lisä, mutta sijoittajakiinnostus voi olla rajallista omaisuusluokan maineen ollessa heikko. Apporttien kautta rakennettavat avoimet teemarahastot voisivat myös sopia eQ:n asiakaskunnalle. Käytännössä siis eQ kokoaisi asiakkailtaan taseista kiinteistökohteita yhteen rahastoon, jonka hoitamisesta se huolehtisi.

Kokonaisuutena uskomme tuotetarjonnan laajenevan

selvästi tulevina vuosina. Yhtiö ei kuitenkaan voi tuoda liian monta tuotetta samanaikaisesti, joten ylösajo tapahtuu asteittain. Pidämme todennäköisenä, että PE-tuotteiden suhteellinen osuus kasvaa merkittävästi ja että suurin kasvu tulee nimenomaan tästä segmentistä. Kiinteistöpuolella kasvu jäänee heikommaksi vaikean markkinatilanteen vuoksi ainakin lyhyellä aikavälillä.

Odotamme myös taloudellisia tavoitteita

eQ:lla ei aiemmin ole ollut markkinalle julkaistuja taloudellisia tavoitteita, mutta uskomme, että ne tuodaan nyt strategian yhteydessä. Tämä on tervetullutta ja antaa kuvaa yhtiön tavoitetasosta. Liikevaihdossa olisi järkevää ohjeistaa hallinnointipalkkioiden kasvua, sillä suuret voitonjako-osuudet heiluttavat raportoitua liikevaihtoa. Siksi esimerkiksi liikevaihtotavoite vuodelle 2030 ei ole mielekäs. Pidämme realistisena 10–15 % vuosikasvua strategiakaudella.

Kannattavuudessa yhtiö todennäköisesti tavoittelee korkeaa tasoa (esim. yli 50 %) koko strategiakauden ajan. Vaikka yhtiö tekee etupainotteisia investointeja strategiaansa liittyen, sen tavoitteena on säilyttää erinomainen kannattavuus. Myös tuottopalkkioiden tarkempi ohjeistus olisi perusteltua (esim. yli 50 MEUR strategiakauden aikana).

Voitonjakotavoite säilyy ennallaan, ja yhtiö maksaa jatkossakin koko tuloksensa osinkoina.



Taloudelliset tavoitteet

Historiallisesti eQ:lla ei ole ollut markkinoille julkaistuja taloudellisia tavoitteita, pois lukien voitonjakoon liittyen. Uskomme kuitenkin, että yhtiö antaa kunnolliset tavoitteet strategiapäivityksensä yhteydessä.

- eQ:n tavoitteena on jakaa tilikauden tulos osinkona. Osingon lisäksi eQ voi palauttaa omistajille pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa konsernin saamasta kassavirrasta tilikauden tuloksen ylittävältä osalta.

Arviomme eQ:n tulevista taloudellisista tavoitteista:

- Hallinnointipalkkioiden vuotuinen kasvu **10-15 %**
- Liikevoittomarginaali **+50 % läpi strategiakauden**
- Koko tilikauden tulos ulos osinkoina

Strategia 3/3

Yrityskaupat ovat työkalupakissa mukana

Kuten olemme aiemmin todenneet, on eQ:n omistajarakenne optimaalinen yritysjärjestelyjä ajatellen. Käsitksemme mukaan omistaja-arvon luonti on pääomistajille järjestelyissä ohjaava tekijä, ei esimerkiksi firman nimi tai hallituspaikkojen jako. Yhtiön pääomistajien näytöt yritysjärjestelyistä ovat erinomaiset. Yhtiön johto on aikaisemmin myynyt silloisen eQ-konsernin islantilaiselle Straumur-Burdarasille erinomaiseen hintaan (EV/EBIT 14x, P/B 3,5x) ja ostanut eQ Varainhoidon sekä Adviumin takaisin Nordnetiltä MBO:lla erittäin edullisin hinnoin (Varainhoidon hinta 3,5 MEUR, Adviumin hinta arviomme mukaan samaa luokkaa).

Myös uuden eQ:n syntymisen yhteydessä toteutettua järjestelyä voidaan pitää erittäin onnistuneena eQ:n vanhojen omistajien kannalta, sillä Amandasta saatu suhteellinen omistusosuus oli varsin korkea, eikä Amandan silloinen osakekurssi heijastellut näkemyksemme mukaan sen sijoitussalkun täyttä arvoa.

Potentiaalisia järjestelypolkuja on useita

eQ on avoimesti ilmaissut kiinnostuksensa yritysjärjestelyitä kohtaan ja nostanut sen myös yhtenä polkuna osana kasvustrategiaansa. Mielestämme yritysjärjestelyt olisivat hyvin looginen reitti eQ:lle, sillä nykyisellä tuotepaletilla orgaaninen kasvunäkymä on vaisuhko ja yritysjärjestelyillä kasvua voitaisi kiihdyttää oleellisesti.

Mielestämme loogisin ja todennäköisin vaihtoehto yrityskaupoissa olisi, että eQ ostaa jonkun itseään selvästi pienemmän varainhoitajan. Arviomme mukaan eQ pyrkisi tällä joko kasvattamaan tuotetarjontaansa (esim. uudet vaihtoehtorahastot) tai laajentamaan asiakaskuntaansa.

Mielestämme myös jalansijan vahvistaminen perinteisessä varainhoidossa voisi olla perusteltua, etenkin mikäli yhtiö päättäisi panostaa vahvemmin yksityisasiakkaisiin. Vaihtoehtorahastotalojen osalta haasteena on niiden vähäinen määrä Suomessa ja ne harvat hyvät tiimit on hinnoiteltu erittäin korkealle.

Yhtenä yritysjärjestelyiden reittinä on mielestämme myös se, että koko eQ myytäisi. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen, sillä kotimaisia ostajia meidän on vaikea eQ:lle löytää.

Uskomme myös eQ:n olevan kiinnostunut isommista järjestelyistä sektorilla. Paperilla eQ sopisi yhteen useamman eri varainhoitajan kanssa, mutta loogisimmat fuusiokumppanit olisivat mielestämme pankit Aktia ja Ålandsbanken. Vaikka järjestelyn teollinen logiikka olisi paperilla erittäin selkeä huomautamme, että eQ:n hurjasta kulutehokkuudesta johtuen järjestelyn kulusynergia jäisivät monia muita vastaavia järjestelyjä vähäisemmiksi. Suurimpana haasteena tämänkaltaiselle suurelle järjestelylle ovat todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen hintalapuista sekä kulttuurilliset tekijät. Pidämmekin suuremman järjestelyn todennäköisyyttä verrattain pienenä, sillä etenkin kotimaasta meidän on vaikea nähdä eQ:n löytävän sopivaa tanssiparia. Kansainvälisen fuusioparin löytymisen todennäköisyyttä on vaikea arvioida, mutta esimerkiksi Ruotsalainen Catella sopisi paperilla kohtuullisen hyvin eQ:lle.

Kokonaisuutena annamme kohtalaisen korkean todennäköisyyden sille, että eQ on osana yritysjärjestelyjä tulevien vuosien aikana.



eQ:n nykyinen hallituksen puheenjohtaja Janne Larma avasi yhtiön ajatuksia yritysjärjestelyihin liittyen Q2'25 haastattelussamme

Sijoitusprofiili

1

Uuden strategian tavoitteena palauttaa yhtiö takaisin kasvu-uralle

2

Kannattavuus toimialan ehdotonta kärkeä

3

Suomen kiinteistömarkkinan elpymisellä iso vaikutus yhtiön liiketoimintaan

4

Yritysjärjestelyt

5

Vuolas voitonjako

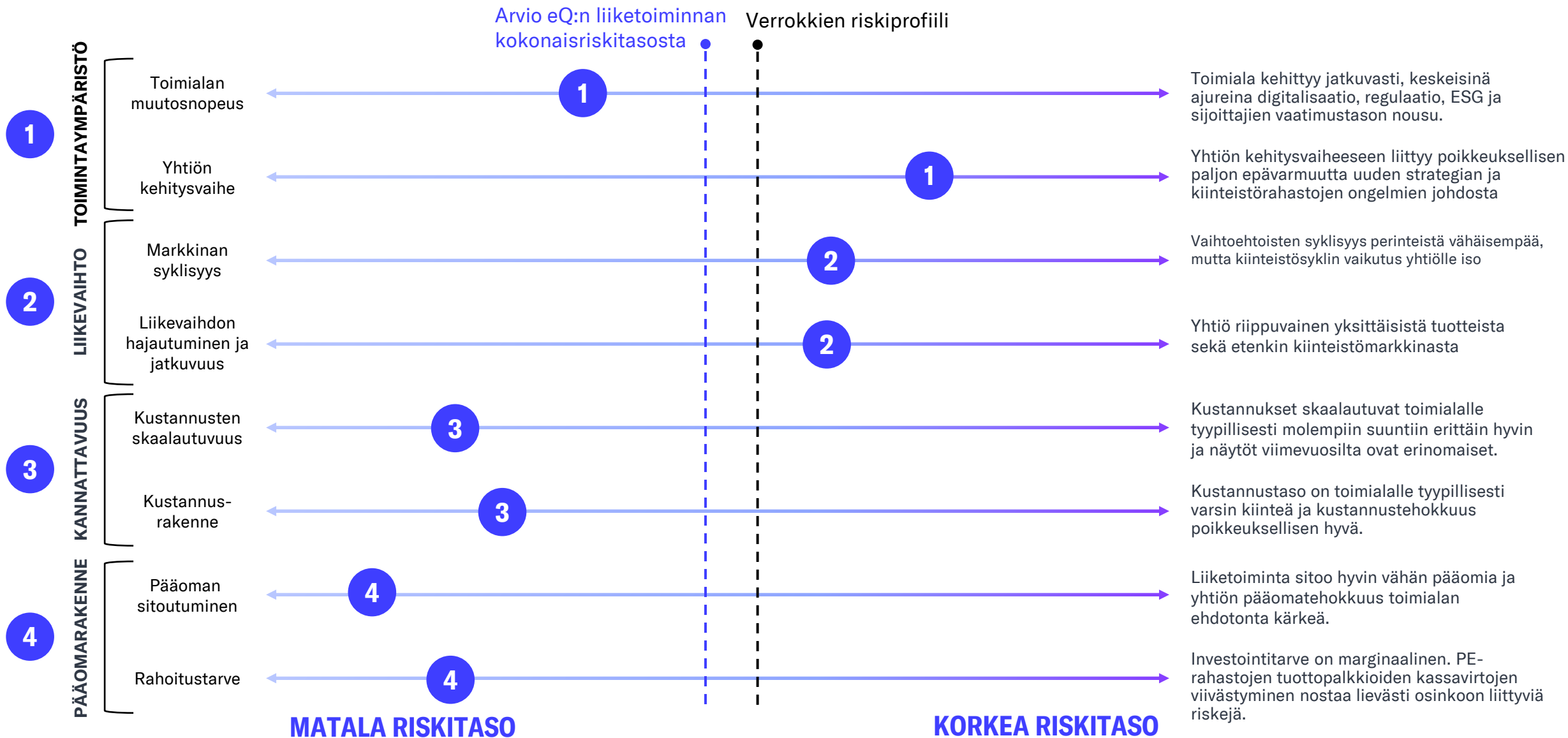
Potentiaali

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

Riskit

- Kiinteistösektorin haasteet korkojen nousun myötä
- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Korkojen nousu heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää
- Avainhenkilöriskit
- Tuottopalkkioiden realisoituminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori 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 kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 miljardia euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arvioimme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden

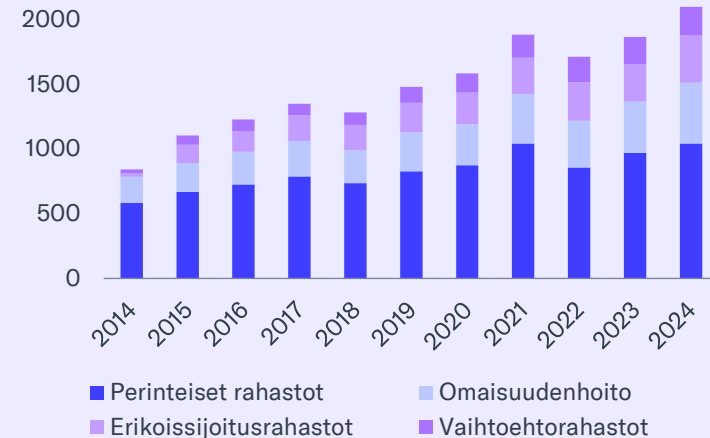
osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, on näistä tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle aiempaa pienemmille sukupolville perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta, ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiselle. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisiä ajureita Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyseessä on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM

CapMan



Nordea

TITANIUM

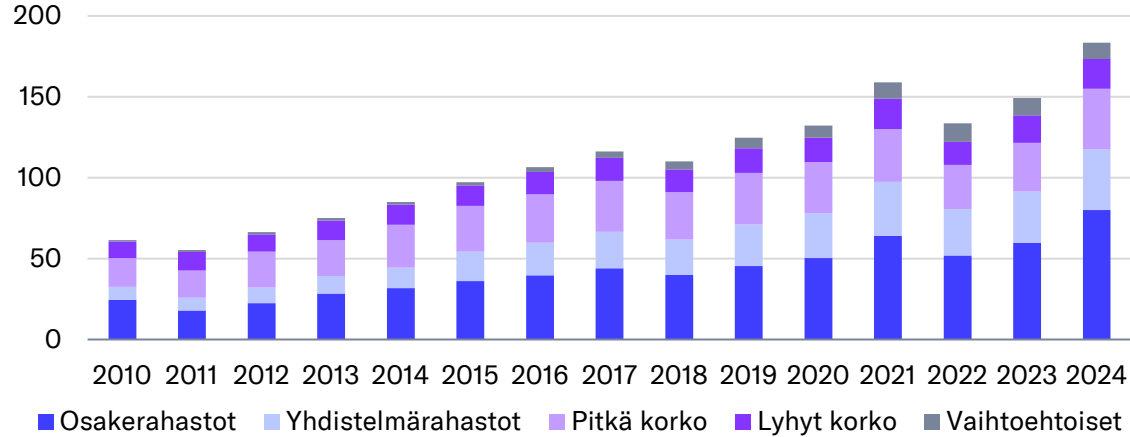


EVLI

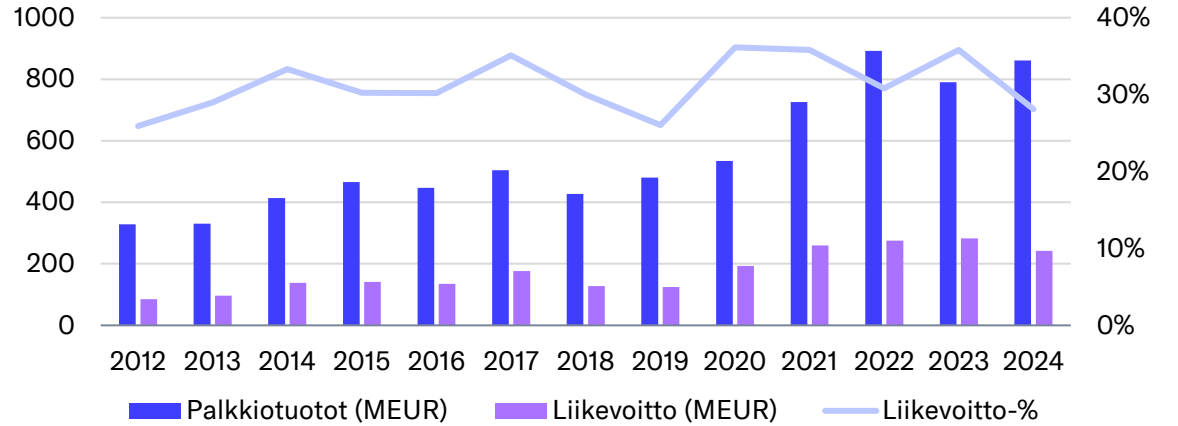
TAALERI

Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

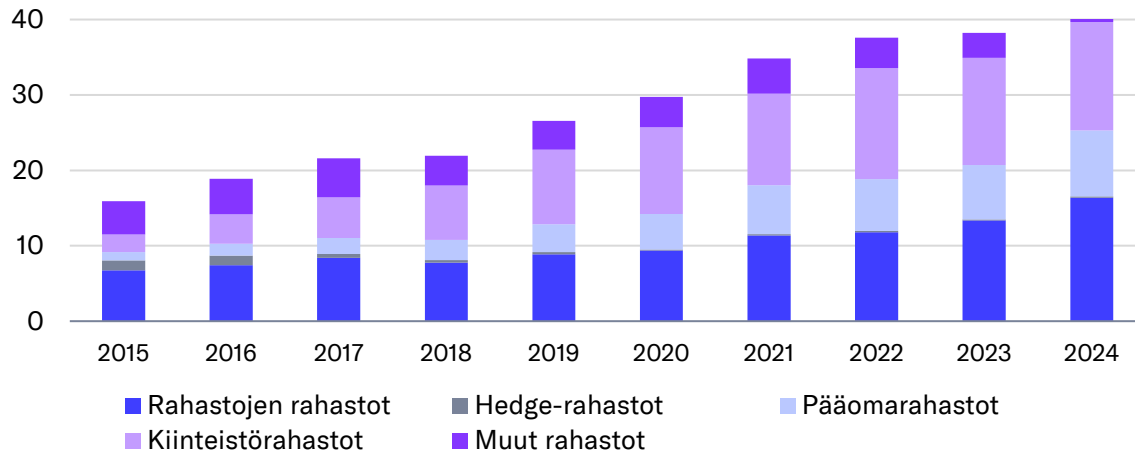
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



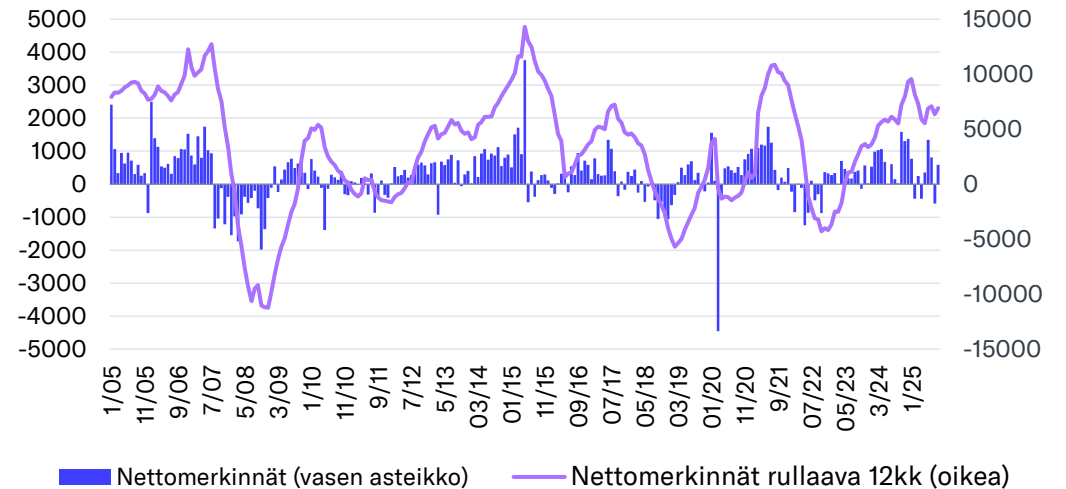
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnät (MEUR)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päätyy varainhoidon piiriin (+1 % AUMista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päätyy varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaamat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailtuna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat

kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkymä taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat aina rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkinnot suhde pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi kumota tämän vaikutusta.

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä



Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen ja selkeä

eQ:n taseen loppusumma oli 2024 lopussa 95 MEUR. Omaa pääoma yhtiöllä oli 73 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 Amanda Capital ja Advium -yritysjärjestelyyn. Emme näe kyseiseen erään liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa aktivoituun määrään on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä oli taseessa noin 4 MEUR ja tästä valtaosa liittyy IFRS 16 -vuokravastuisiin. Toinen merkittävä pysyvien vastaavien tase-erä on yhtiön sijoitukset, joita eQ:lla oli 2024 lopussa pääomarahastoihin yhteensä 17 MEUR (kts. kappale Sijoitukset).

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2024 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 17 MEUR:n arvosta sekä noin 28 MEUR saamisia. Saamiset koostuvat valtaosin PE-rahastojen jaksotetuista tuottopalkkioista, joiden pitäisi purkautua kassavirtana lähivuosina.

Tase on erinomaisessa kunnossa

Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2024 lopussa noin 77 % ja nettovelkaantumisaste noin -23 %. Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomaa ja viranomais sääntelyn mukaiset vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Sääntelyn mukainen minimitaso yhtiön ydinpääomalle (CET1) on 8 % ja yhtiön omana tavoitteena on 10 %:n taso. Yhtiön CET1-vakavaraisuus oli 2024 lopussa 23,6 % ja vakavaraisuuspääoma 16,7 MEUR (osingonjako huomioitu). Vaikka suhteellinen vakavaraisuus onkin

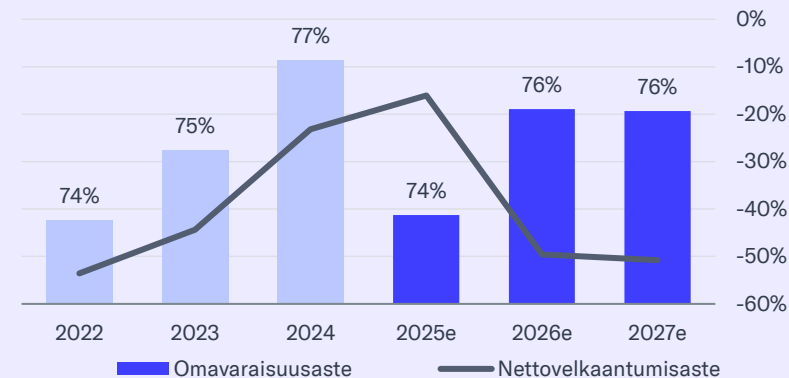
reippaasti yli yhtiön oman tavoitetason, ovat absoluuttiset summat pieniä taseen kevyestä rakenteesta johtuen. Yhtiön ennustettava liiketoiminta ja poikkeuksellisen hyvä kannattavuus huomioiden emme pidä tätä ongelmana. 2024 lopussa yhtiöllä oli omia varoja 9,6 MEUR yli yhtiön oman tavoitetason.

Osingonjako pysyy vuolaana

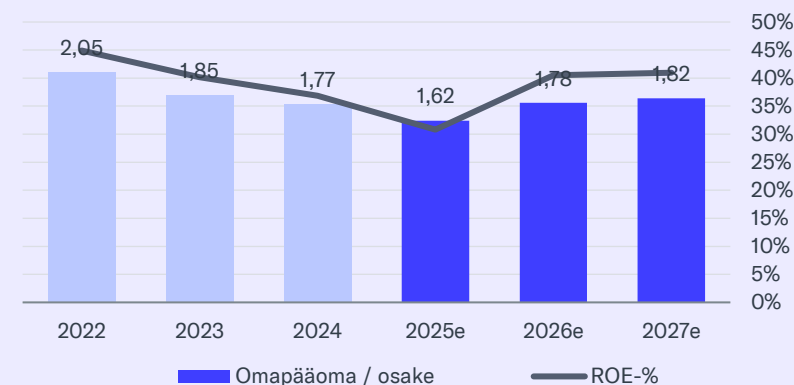
eQ:n tavoitteena on ollut jakaa tilikauden tulos osinkona, minkä lisäksi yhtiö voi palauttaa omistajilleen pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa konsernin saamasta kassavirrasta tilikauden tuloksen ylittävältä osalta. Käytännössä yhtiö tulee arviomme mukaan jakamaan tulevina vuosina 100 % tuloksestaan osinkoina.

Huomautamme, että eQ:lla oli Q3'25 lopussa kirjattu noin 18 MEUR:lla jaksotuksia PE-rahastojen tulevista tuottopalkkioista. Tämän johdosta yhtiön kassa on supistunut selvästi, ja osin tämän johdosta yhtiö onkin alkanut maksamaan osinkojaan 2x vuodessa. Yhtiön kassatilanne alkaa olla varsin kireä ja mikäli PE-rahastojen tuottopalkkioiden kassavirrat eivät ala seuraavan 6kk aikana realisoitumaan, kohdistuisi osinkoon painetta alaspäin. Yhtiö on kuitenkin kertonut, että Q4'25 alkaen tuottopalkkioita pitäisi vihdoinkin alkaa realisoitua. Huomautamme, että mikäli tuottopalkkiot lykkääntyisivät syystä tai toisesta, voitaisi niiden kuranttiutta alkaa kyseenalaistaa, sillä vanhimmat tuottopalkkiot ovat ensi keväänä olleet taseessa jo neljä vuotta (ensimmäinen jaksotus 2022).

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Suomen pääomamarkkinat piristyivät merkittävästi vuonna 2025, ja Helsingin pörssi on seurannut maailmanlaajuista nousumarkkinaa. Kotimainen kiinteistösektori näyttää varovaisia elpymisen merkkejä pitkän taantuman jälkeen, mikä parantaa sijoittajien sentimenttiä ja luo pohjaa varainhoitomarkkinan kasvulle seuraavan 12 kuukauden aikana. Pitkän aikavälin näkymät ovat hyvät vahvojen rakenteellisten kasvuajurien ansiosta.

Korkojen noustua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi markkina on normalisoitunut, mikä on hillinnyt vaihtoehtoisten sijoitusten aiempaa ylikuumenemista. Vaikka vaihtoehtoiset tuotteet ovat keskeinen osa sijoitussalkkua, korkojen nousu kiristää kilpailua ja korostaa tuotteiden laatua. eQ:lle korkotilanteen normalisoituminen on ollut haitallista heikentyneiden kiinteistömarkkinanäkymien vuoksi, eikä perinteinen varainhoito ole yhtiölle merkittävä osa-alue.

Lyhyen aikavälin ennustettavuus poikkeuksellisen heikko

Lyhyellä aikavälillä eQ:n ennusteisiin liittyy sen standardeilla poikkeuksellisen paljon epävarmuutta. Keskeinen epävarmuus liittyy kiinteistörahojen lunastusten mittakaavaan sekä myöhemmin mahdollisen käänteen kulmakertoimeen. Vaikka private equity (PE) -puolen uusmyynnin odotetaan kääntyvän kasvuun lähivuosina, liittyy tähän ja etenkin sen jyrkkyyteen epävarmuutta. Myös PE:n tuottopalkkioihin liittyy edelleen selvää epävarmuutta, ja oma ennusteemme (n. 65 MEUR vuosikymmenen loppuun mennessä) on varovaisempi kuin eQ:n julkistaman voitonjakotaulukon ennusteet indikoivat. Lisäksi käynnissä oleva strategiapäivitys luo epävarmuutta uusien omaisuusluokkien ja tuotelanseerausten menestyksestä.

Ennusteriskien odotetaan kuitenkin laskevan seuraavan 12 kuukauden aikana, kun kiinteistörahojen lunastukset maksetaan, uusi strategia julkaistaan ja PE-rahastojen

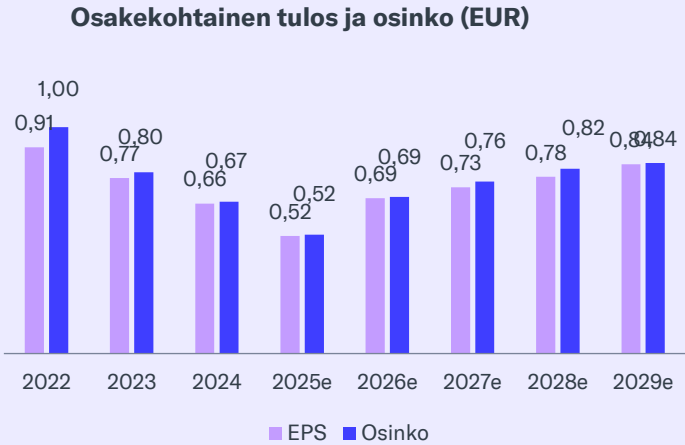
tuottopalkkiot alkavat realisoitua kassavirtana. Pidemmällä aikavälillä eQ:n ennustettavuuden odotetaan parantuvan erityisesti PE-tuotteiden ennustettavan vuosikertamallin ja vaihtoehtoisten tuotteiden hallinnointipalkkioiden ansiosta.

Ennustemuutokset ja yhteenveto

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia, mutta konsernitasolla muutokset ovat jääneet pieniksi. Odotamme yhtiön uusmyynnin kääntyvän merkittävään kasvuun ensi vuodesta alkaen ja kiinteistörahoissa pahimman olevan takana. Myös tuottopalkkioiden osalta ennustamme merkittävää kasvua PE-rahastojen vetämänä. Kokonaisuutena ennustamme 2025-29 ~13 %:n EPS kasvua.

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	59,4	59,4	0 %	72,3	72,4	0 %	73,0	75,2	3 %
Liikevoitto	27,5	27,5	0 %	37,7	36,6	-3 %	37,0	38,3	4 %
Tulos ennen veroja	27,5	27,5	0 %	37,7	36,6	-3 %	37,0	38,3	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,52	0,52	0 %	0,71	0,69	-3 %	0,71	0,73	3 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,71	0,69	-3 %	0,73	0,75	3 %

Lähde: Inderes



Ennusteet 2/4

2025 on ollut vaikea

Yhtiön liikevaihto on laskenut alkuvuoden aikana 16 %:lla 42,9 MEUR:oon, ja tämän taustalla ovat kiinteistörahas-tojen laskevien palkkioiden lisäksi erittäin heikon liikevaihdon tekevä investointipankki sekä negatiivisen liikevaihdon kirjaava Sijoitukset-segmentti. Huomautamme, että 2025 liikevaihdon lasku ei kerro täyttä totuutta, sillä yhtiöllä on rästissä merkittävät lunastukset molemmissa kiinteistörahas-toissa. Nämä huomioden, olisi liikevaihdon lasku selvästi suurempaa.

Uusmyynnillisesti vuosi on ollut vaikea, sillä kiinteistörahas-tojen myynti on sattuneesta syystä hyvin hankalaa. Vaikka PE:ssä myynti vetää olosuhteisiin nähden ihan kohtuullisesti, laskee keräysvuorossa olevan keihäänkärkirahaston koko selvästi edellisestä.

Kannattavuus on kestänyt olosuhteisiin nähden hyvin ja vaikka liikevoitto onkin laskenut 30 %:lla, on liikevoittomarginaali ollut edelleen absoluuttisesti ja suhteellisesti hyvä ~45 %.

Q4:n kehitykseen liittyy eQ:n mittakaavassa poikkeuksellisen paljon jännittävää. Kiinnostavin yksittäinen asia on PE-rahastojen tuottopalkkiot, joita yhtiö odottaa vihdoin alkavan realisoitua Q4:llä. Vaikka nämä tuottopalkkiot näkyvät aluksi vain kassavirrassa (ja varauksien purkuna), on tämä tärkeä askel kohti isompia tuottopalkkioita 2026. Odotamme yhtiön myös maksavan pois rästissä olevia lunastuksia kiinteistörahas-toista vielä Q4 aikana. Lopuksi varainkeruussa olevan PE-rahasto XVII North lopullinen kokoluokka antaa kuvan siitä, että miten paljon yhtiön keihäänkärkituotteiden myynti tällä hetkellä laskee suhteessa edelliseen vastaavaan vuosikertaan.

Itse Q4-raportti on luonnollisesti erittäin mielenkiintoista luettavaa, sillä yhtiö tulee kertomaan siinä uudesta

strategiastaan sekä päivittämään PE-tuottopalkkioiden taulukkonsa (sivulla 17).

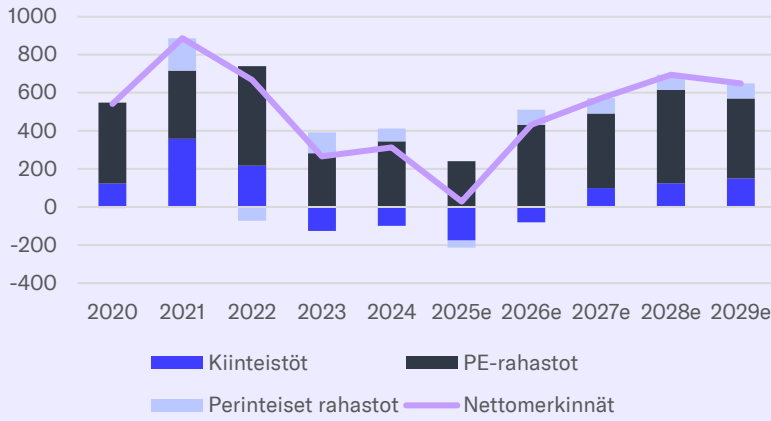
Kokonaisuutena numerot ovat Q4-raportissa sivuroolissa. Odotamme koko vuoden osalta 59,4 MEUR:n liikevaihtoa (-10 % vs. 2024) ja 27,5 MEUR:n liikevoittoa (-20 % vs. 2024). EPS:n ennustamme olevan 0,52 euroa ja yhtiö jakaa koko tuloksensa osinkoina ulos. Edellyttäen, että yhtiö alkaa vihdoin saada PE-tuottopalkkioista myös kassavirtaa H1'26 aikana, ei yhtiöllä ole mitään ongelmia osinkoon liittyvän likviditeettinsä kanssa.

2026 tulos kasvaa merkittävästi

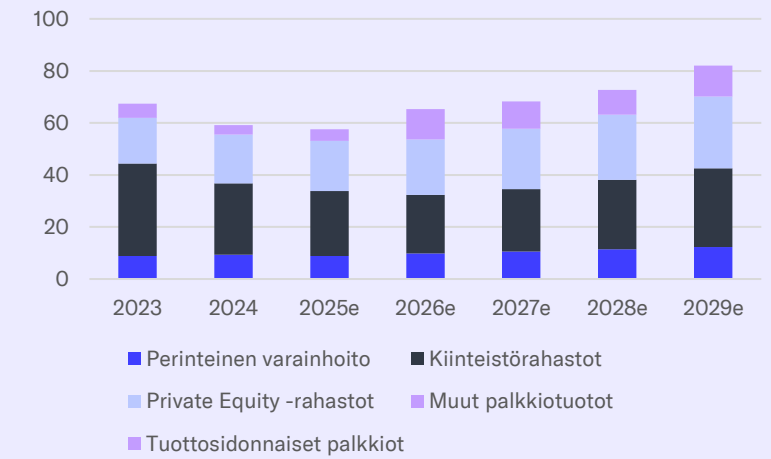
2026 ennustamme tulokasvun kiihtyvän selvästi. Tulokasvu on pitkälti PE-tuottopalkkioiden harteilla, joiden ennustamme kasvavan yli 10 MEUR:oon, kun useampi rahasto menee yhtäaikaisesti voitonjakoon ja irtaantumismarkkina jatkaa piristymistään. PE-rahastojen uusmyynti lähtee reippaaseen kasvuun, kiitos laajentuvan tuotetarjonnan. Huomautamme, että ennustamme yli 400 MEUR:n nettomerkinnät PE-rahastoihin olisi yhtiöltä erinomainen suoritus, ja sen historian toiseksi paras taso.

Kiinteistörahas-tojen osalta odotamme yhtiön saavan kesään mennessä maksettua rästissä olevat lunastuksensa pois, ja odotamme lunastusaalossa pahimman olevan takana. Ennustamme Yhteiskuntakiinteistön alkavan kerätä varovasti nettomerkintöjä H2'26 alkaen. Odotamme myös perinteisen varainhoidon nettomerkintöjen kääntyvän selvään kasvuun, kun yhtiö alkaa aiempaa enemmän panostaa myös tänne. Kokonaisuutena PE-rahastojen vahva uusmyynti hautautuu kiinteistörahas-tojen isojen lunastuksien alle ja hallinnointipalkkiot kasvavat vain hieman. Adviumilta ja sijoituksilta odotamme selvää parannusta surkeasta vertailukaudesta.

Uusmyyntiennusteet (MEUR)



Varainhoidon palkkiotuottojen ennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

Vaikka eQ tekee merkittäviä investointeja kasvustrategiaansa (rekrytoinnit, IT-järjestelmäuudistus), niiden kokoluokka on yhtiön mittapuulla suhteellisen pieni. Konsernin liikevoittomarginaalin odotetaan nousevan yli 50 %:iin ja liikevoiton kasvavan yli 30 %:lla 36,6 MEUR:oon vuonna 2026. Tulorakenteen ennustetaan olevan poikkeuksellisen heikko tuottopalkkioiden osuuden ollessa lähes kolmannes koko tuloksesta, mutta PE-rahastojen laaja hajautus tekee näistä palkkioista jatkuvampia kuin perinteisessä varainhoidossa. Osakekohtaisen tuloksen (EPS) ennustetaan olevan 0,69 euroa, joka jaetaan kokonaisuudessaan osinkoina.

2027 alkaen uusmyynti määrittää kasvun kulmakertoimen

2027 alkaen keskeinen kysymys eQ:lla on sen uusmyynnin normaali taso. Yhtiön kulutehokkuus säilyy varmuudella erinomaisena, ja kasvu valuu tehokkaasti viivan alle. Aiemmin hahmottelemamme normaali ~600 MEUR:n uusmyyntivolyyymi tarkoittaisi aiempien PE-rahastojen laskevat palkkiot huomioiden noin 5-6 MEUR:n vuotuista kasvua hallinnointipalkkioihin. Korkean tulosvivun ansiosta kasvun pitäisi valua viivan alle yli 70 %:n suhteella. Näin ollen jatkuviin palkkioihin pohjautuva liikevoitto kasvaisi vuosittain 4-5 MEUR (oma ennusteemme 2027-2029 4 MEUR/v). Tämä tarkoittaisi 10-15 %:n vuotuista tuloskasvua 2026 tasolta.

Kovemman myynnin vipu tulokseen on kova, ja mikäli yhtiö yltäisi esimerkiksi historiansa parhaaseen yli 800 MEUR:n vuotuisen uusmyyntiin, olisi tuloskasvu 15-20 %/v. PE-rahastojen osalta uusmyyntiennusteemme ovat mielestämme jo varsin optimistiset, ja ne heijastelevat markkinan parantumista sekä laajentuvaa tuotetarjontaa. Selvästi ennusteitamme kovempi kasvu vaatisi näkemyksemme mukaan onnistumista kansainvälisessä myynnissä. Kiinteistöjen osalta olemme puolesta konservatiivisia ja

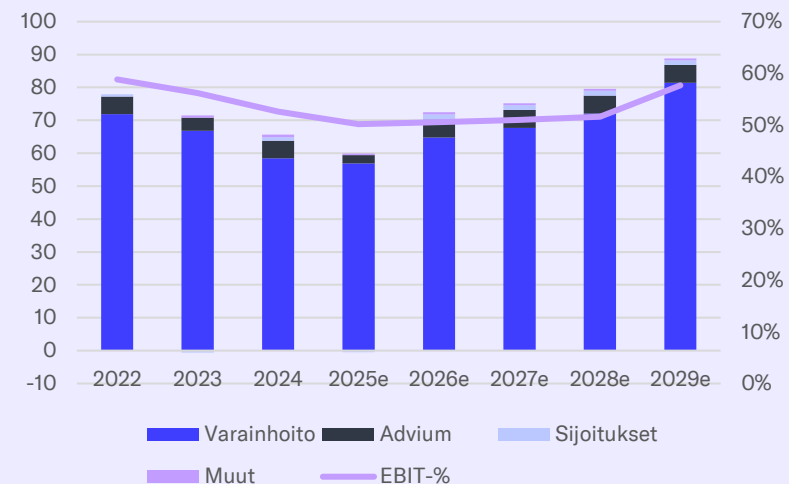
etenkin uudet tuotelanseeraukset voivat tarjota odotuksia vahvempaa kasvua. Huomautamme, että kuitenkin jo varovaisilla ennusteillamme kiinteistörahastot tekevät euromääräisesti konsernin suurinta kasvua 2027 alkaen johtuen niiden erittäin houkuttelevasta palkkiorakenteesta. Perinteisessä varainhoidossa ennusteemme heijastelevat selvästi yhtiön historiallista vahvempaa suorittamista.

Toinen iso muuttuja ennusteissamme ovat PE-rahastojen tuottopalkkiot. Omat ennusteemme ovat hieman yli 10 MEUR/v tasolla, kun yhtiö itse odottaa tuottopalkkiotaulukon perusteella (löytyy sivulta 17), merkittävästi korkeampia tuottopalkkioita. Laskelmiemme mukaan yhtiön omat arviot viittaavat yli 15 MEUR:n vuotuisiin keskimääräisiin tuottosidonnaisiin palkkioihin. Meidän ennusteissamme tuottopalkkiot eivät 2026 hypyn jälkeen enää kasva, kun taas yhtiö suurella todennäköisyydellä itse odottaa niiden kasvavan. Luonnollisesti tuottopalkkioiden kasvulla olisi merkittävä positiivinen vaikutus koko yhtiön tuloskasvuun.

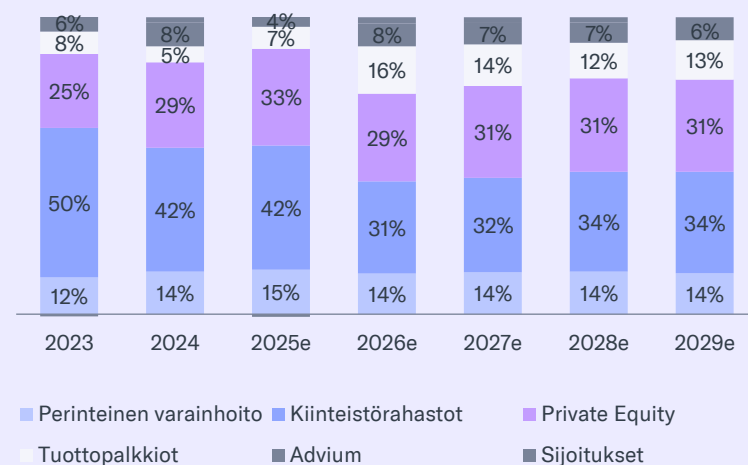
Kokonaisuutena odotamme eQ:n liikevaihdon kasvavan 2026-2029 välillä keskimäärin noin 5 %:lla. Kasvu tulee täysin Varainhoidon jatkuvista palkkioista (kasvu 9 %), sillä Advium ja Sijoitukset eivät enää 2026 parannuksen jälkeen kasva. Kulut kasvavat hieman liikevaihtoa hitaammin ja ennustamme liikevoiton kasvavan keskimäärin 7 %:lla. Liikevoittomarginaali säilyy yli 50 %:ssa, mikä on absoluuttisesti ja suhteellisesti erinomainen taso. Huomautamme, että historiallinen lähes 60 %:n taso saavutettiin poikkeuksellisen ohuilla resursseilla ja hyvin vahvalla palkkioiden mixillä (kiinteistörahastojen korkea osuus). Näin ollen meidän on vaikea nähdä yhtiön yltävän vastaaville tasoille ilman selvästi suurempia tuottopalkkioita.

Tuttuun tyyliin yhtiö jakaa koko tuloksensa osinkoina, ja yksittäisenä vuonna yhtiö saattaa jakaa muutaman sentin pääoman palautusta sijoitusten kassavirtaan pohjautuen.

Konsernin ennusteet (MEUR)

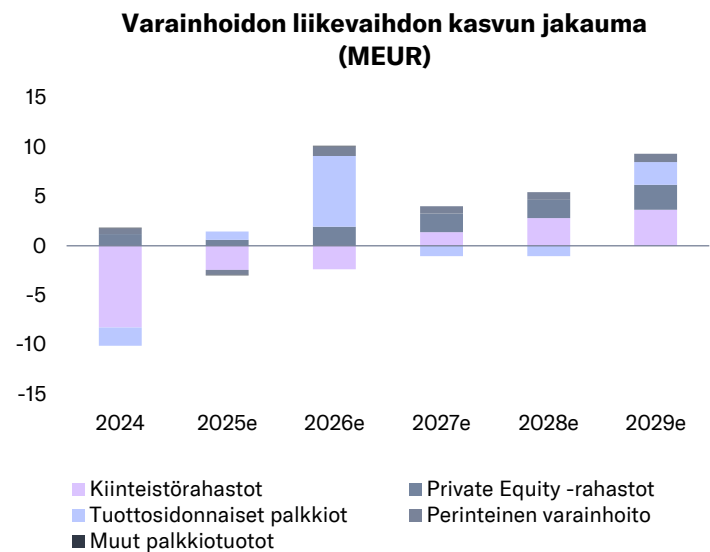


Konsernin liikevaihtojakauman kehitys (% liikevaihdosta)



Ennusteet 4/4

Konsernitason ennusteet (MEUR)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Nettoliikevaihto	77,8	70,9	65,6	59,4	72,4	75,2	79,5	83,5
Varainhoito	71,9	66,9	58,4	56,9	64,7	67,7	72,1	81,4
Advium	5,4	4,0	5,3	2,5	5,5	5,4	5,4	5,4
Sijoitukset	0,7	-0,6	1,1	-0,5	1,6	1,5	1,4	1,4
Muut	-0,1	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,0	0,0
EBIT	45,7	39,8	34,5	29,8	36,6	38,3	43,4	50,6
Varainhoito	45,9	41,4	33,7	31,1	35,2	37,3	40,2	47,4
Advium	1,7	0,7	1,5	-0,8	1,9	1,7	1,7	1,7
Sijoitukset	0,7	-0,6	1,1	-0,5	1,6	1,5	1,4	1,4
Konsernihallinto	-2,6	-1,7	-1,8	0,0	-2,1	-2,2	0,0	0,0
EBIT-%	58,8 %	56,2 %	52,6 %	50,2 %	50,5 %	51,0 %	54,5 %	60,5 %
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-9 %	-7 %	-10 %	22 %	4 %	6 %	5 %
EPS	0,91	0,77	0,66	0,52	0,69	0,73	0,78	0,84
EPS kasvu-%	-6 %	-15 %	-15 %	-21 %	32 %	7 %	6 %	7 %
Osinko	1,00	0,80	0,67	0,52	0,69	0,76	0,82	0,84
Osingonjakosuhde-%	110 %	103 %	101 %	101 %	101 %	103 %	105 %	101 %



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 tämä verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme erittäin hyvän pohjan eQ:n käypää arvoa haarukoitaessa. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet eQ:n arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien, kassavirtamallin sekä hallinnoitavien pääomien arvon kautta.

Eri arvonmääritysmenetelmämme antavat hyvin samankaltaisia tuloksia. Lyhyellä aikavälillä osake vaikuttaa kalliilta, mutta ensi vuoden kovalla tuloskasvulla arvostus painuu neutraaliksi. Arvostuspreemio suhteessa verrokkeihin on myös leveä, etenkin nykyisessä poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa. Myös DCF-malli indikoi osakkeen olevan suunnilleen oikein hinnoiteltu.

Huomautamme, että osakkeeseen liittyy tällä hetkellä eQ:n mittakaavassa poikkeuksellisen paljon epävarmuutta johtuen: 1) kiinteistörahastojen lunastusten mittakaavasta, 2) PE-rahastojen myynnin käänteen kulmakertoimesta, 3) PE-tuottopalkkioista sekä 4) uuden strategian onnistumisesta. Tämä epävarmuus hälvenee merkittävästi seuraavan 12kk aikana, kun kiinteistörahastojen lunastukset maksetaan, uusi strategia julkaistaan ja PE-rahastojen tuottopalkkiot alkavat realisoitua kassavirtana. Pidemmällä aikavälillä eQ:n ennustettavuuden odotetaan parantuvan erityisesti PE-tuotteiden ennustettavan vuosikertamallin ja vaihtoehtoisten tuotteiden hallinnointipalkkioiden ansiosta.

Huomioiden kohollaan oleva riskitaso, ei nykyinen arvostustaso kannusta riskinottoon. Mielestämme sijoittajien

tuotto-odotus nojaakin lyhyellä aikavälillä pitkälti osinkotuottoon, mikä ei ole riittävä korvaus riskien kantamisesta.

Sijoittajien pitää kuitenkin olla osakkeen suhteen tarkkana, sillä yhtiön alla olevat fundamentit ovat edelleen erittäin vahvat ja mielestämme sillä on kaikki edellytykset kuulua toimialan pitkän aikavälin voittajiin. Epävarmuuden asteittain hälventyessä ja uuden strategian edistyessä voi tuotto-/riskisuhde muuttua varsin nopeastikin selvästi nykyistä houkuttelevammaksi.

Osaketuoton ajurit 2025-2029e



Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmä

Suhteellista arvostusta haarukoidessa painotamme P/E-kertoimia ja osinkotuottoa. EV-pohjaiset kertoimet eivät toimi hyvin monille verrokeille (mm. vähemmistöjen tulososuudet, erot taserakenteissa yms.), emmekä pidä niiden käyttöä järkevänä.

eQ on historiallisesti hinnoiteltu korkeilla tulokertoimilla (2015–2024 keskiarvo P/E ~20x), perustuen hurjalla tuloskasvuvauhdilla (2014-2021 EPS CAGR +30%) ja ylivertaisella suorittamisella. Kolme edellistä vuotta ovat olleet vaikeita kiinteistömarkkinan haasteiden ja PE-rahastojen tuottopalkkioiden jatkuvan viivästymisen vuoksi. eQ:n tulos on ollut laskusuunnassa ja status sektorin ylivertaisena ykkösenä on kiistämättä rapistunut. Vaikka eQ on edelleen kaikilla mittareilla kiistatta laatuyhtiö, on verrokkeihin suhteutetun arvostuspreemion sulaminen ollut mielestämme täysin perusteltua.

eQ:n kannattavuus on edelleen sektorin kärkeä ja lyhyen

aikavälin riskien hälventyessä sen tuloksen ennustettavuus on edelleen korkea. Näemme edelleen, että yhtiötä voidaan hinnoitella preemiolla suhteessa kotimaisiin verrokkeihin, etenkin tilanteessa, kun lyhyen aikavälin riskitaso on hälventynyt.

Tällä hetkellä eQ:ta hinnoitellaan tulospohjaisesti ~30-40 %:n preemiolla suhteessa verrokkeihin ja osinkotuotto on noin 30 % alle verrokkien. Vaikka absoluuttisesti tarkan hyväksyttävän preemion määrittäminen on mahdotonta, on nykyinen taso mielestämme varsin korkea ja meidän on vaikea perustella tätä korkeampaa preemiota. Kokonaisuutena suhteellinen arvostus vaikuttaakin mielestämme neutraalilta.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Keskeinen kysymys eQ:n kohdalla on sen hyväksyttävä arvostustaso. Yhtiötä on edelleen perusteltua hinnoitella preemiolla verrokkeihin (historiallisesti P/E ~13x), mutta alle omien historiallisten kertoimien. Pidämme P/E 15x tasoa

järkevänä käyvän arvon haarukkana, heijastaen nykyistä kohollaan olevaa epävarmuutta sekä maltillista tuloskasvukuvaa. Mikäli tuloskasvukuva kirkastuisi ja epävarmuus hälvenisi arvioimastamme, korkeampi kerroin olisi hyväksyttävä, sillä hurjan kulutehokkuuden johdosta kasvu on erittäin kannattavaa.

2025 numeroilla osake on mielestämme kallis (P/E 21x, EV/EBIT 16x), hinnoitellen sisään merkittävää tuloskasvua. 2026 merkittävällä tuloskasvulla P/E ~16x on neutraali taso. 2026 arvostustaso olisi mielestämme kiinnostava, jos tuloskasvunäkymä olisi nykyistä parempi ja epävarmuus alhaisempi. Keskeiset epävarmuustekijät ovat kiinteistörahastojen lunastukset ja myynti sekä PE-rahastojen tuottopalkkiot. Uusi strategia ohjaa tuloskasvunäkymää.

Kokonaisuutena absoluuttiset kertoimet puhuvat samaa kieltä kuin verrokkiarvostus. Osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu, ja kertoimissa on vaikea nähdä nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Aktia	801								9,4	9,7	7,6	8,6	1,1
Alexandria	105	101	9,3	7,6	7,5	6,5	1,9	1,8	13,3	10,7	8,1	9,0	3,2
Capman	329	345	11,9	9,2	11,7	8,9	5,5	4,9	17,5	12,3	8,1	8,6	1,7
Evli	584	581	11,6	10,8	10,8	10,1	4,9	4,7	17,4	15,3	5,5	5,9	3,7
Taaleri	205	207	8,2	4,0	7,9	4,0	3,5	2,3	11,9	7,7	5,1	7,8	0,9
Titanium	64	52	8,3	8,7	7,4	8,0	2,6	2,6	12,7	13,0	7,4	7,5	4,0
United Bankers	210	192	10,8	9,9	9,5	8,9	3,4	3,1	15,4	14,6	6,0	6,3	3,3
Mandatum	3279								21,1	22,4	15,3	10,9	3,1
eQ (Inderes)	460	449	16,3	11,6	15,6	11,2	7,6	5,9	21,2	16,0	4,7	6,2	6,8
Keskiarvo			10,0	8,3	9,1	7,7	3,6	3,2	14,8	13,2	7,9	8,1	2,6
Mediaani			10,0	8,9	8,7	8,4	3,4	2,9	14,4	12,7	7,5	8,2	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			63 %	31 %	80 %	34 %	122 %	106 %	47 %	27 %	-37 %	-24 %	117 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/4

DCF-malli

DCF-malli toimii eQ:lle hyvin, sillä yhtiön liiketoiminta on pitkällä aikavälillä hyvin ennustettavaa, investointitarpeet ovat olemattomat ja tase on kevyt. DCF-laskelmassamme oletamme eQ:n kasvun vakiintuvan ~5 %:iin 2026 jälkeen. Oikaistu liikevoittomarginaali pysyy yli 50 %:ssa läpi ennusteperiodin ja terminaalijaksolla (50 %) se on erinomainen verrokkeihin nähden. Yhtiön tuottovaatimus on kohonnut markkinakorkojen nousun ja tuloskehityksen epävarmuuden vuoksi.

Sovellamme eQ:hon 9,5 %:n tuottovaatimusta (WACC), mikä on alle verrokkiryhmän keskiarvon (9,9 %). Mielestämme nykyinen koholla oleva WACC on perusteltu epävarmuuden vuoksi, mutta voisi olla alhaisempi sen hälvetessä. DCF-mallimme mukainen arvo eQ:n osakkeelle on noin 11,5 euroa per osake, eikä näin ollen tarjoa olennaista nousuvaraa nykyennusteilla. Jos tuottovaatimus olisi 0,5-1,0 % alhaisempi, arvo olisi 12,3-13,3 euroa. Huomautamme, että kovempi liikevaihdon kasvu yhdistettynä laskevaan tuottovaatimukseen voisi nostaa arvon 15-17 euroon realistisessa skenaariossamme.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo

Viimeisenä arvostusmenetelmänä olemme käyttäneet eQ:n hallinnoitavaa varallisuutta (AUM). AUM:n arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta ja pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Karkeana yleistystenä valtaosa AUM:sta hinnoitellaan 1–5 %:n arvoiseksi, mikä on linjassa historiallisten yrityskauppojen kanssa. Olemme käyttäneet poikkeuksellisesti vuoden lopun pääomia, mikä huomioi osittain kiinteistörahastojen tulevia lunastuksia.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa ja muussa varainhoidossa (2025e: ~4200 MEUR) olemme soveltaneet 2 %:n arvokerrointa. Yhtiön tuotteet ovat täällä pääosin laadukkaita, on niistä saatava keskimääräinen palkkiotaso suhteellisen alhainen (2025e: 0,22 %) johtuen instituutioasiakkaista sekä tuottopalkkioiden alhaisesta potentiaalista. Näin ollen jää arvokerroin suhteellisen alhaiseksi.

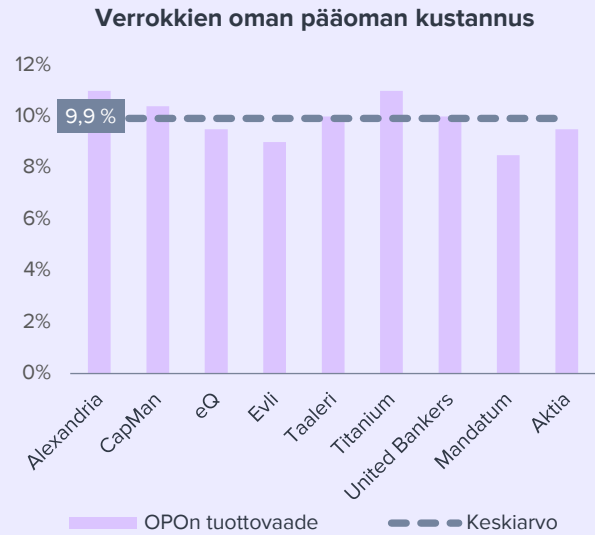
PE-rahastot ja mandaatit: (2025e: ~4200 MEUR) olemme hinnoitelleet 6 %:n kertoimella, joka on linjassa sektorin keskimääräisten tasojen kanssa. Yhtiön pääomarahastoista valtaosa on suljetuissa rahastoissa ja niiden hallinnointipalkkiot ovat terveitä. Lisäksi tuottopalkkiopotentiaali on huomattavaa potentiaalia. PE AUM onkin näkemyksemme mukaan ylivoimaisesti eQ:n AUM:n arvokkain osa.

Kiinteistörahastot (2025e: ~1800 MEUR) olemme hinnoitelleet niin ikään 6 % kertoimella. Kiinteistörahastojen tuottama suhteellinen palkkiotaso on ylivertainen suhteessa eQ:n muihin omaisuusluokkiin ja tämä tekee siitä erittäin arvokasta pääomaa. Keskeinen haaste on kuitenkin lyhyen aikavälin epävarmuus pääoman pysyvyyteen johtuen lunastusten määrästä sekä riippuvuus yksittäisistä tuotteista.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi noin 11 euroa osakkeelta. Adviumin ja Sijoitusten arvo menee karkeasti päittäin konsernikulujen nettonykyarvon kanssa ja näin ollen AUM:n hinta antaaakin hyvän indikaation koko konsernin arvosta. Mielestämme AUM:lle voitaisi antaa korkeampi hintalappu, mikäli kiinteistöjen riskitaso olisi alhaisempi ja/tai PE-rahastojen tuottopalkkioiden näkyvyys paranisi.

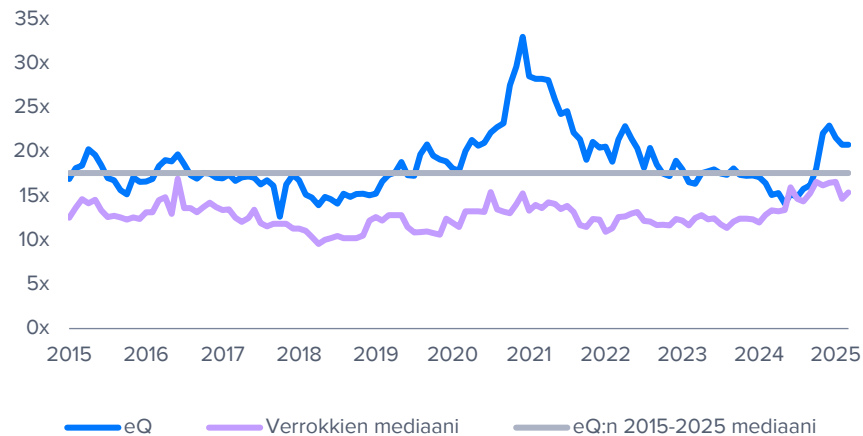
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	460	463	466
Yritysarvo (EV)	449	426	427
P/E (oik.)	21,2	16,0	15,0
P/E	21,2	16,0	15,0
P/B	6,8	6,2	6,0
P/S	7,7	6,4	6,2
EV/Liikevaihto	7,6	5,9	5,7
EV/EBITDA	15,6	11,2	10,8
EV/EBIT (oik.)	16,3	11,6	11,2
Osinko/tulos (%)	100 %	100 %	103 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	6,2 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 4/4

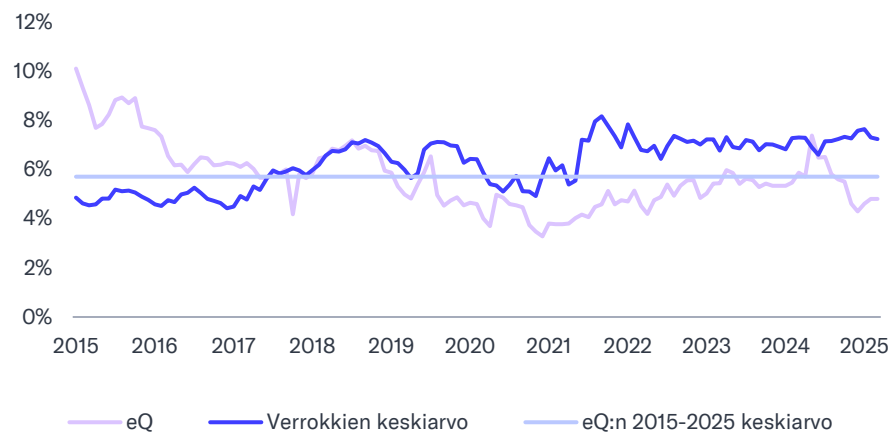
eQ:n ja verrokkien P/E-kerroin



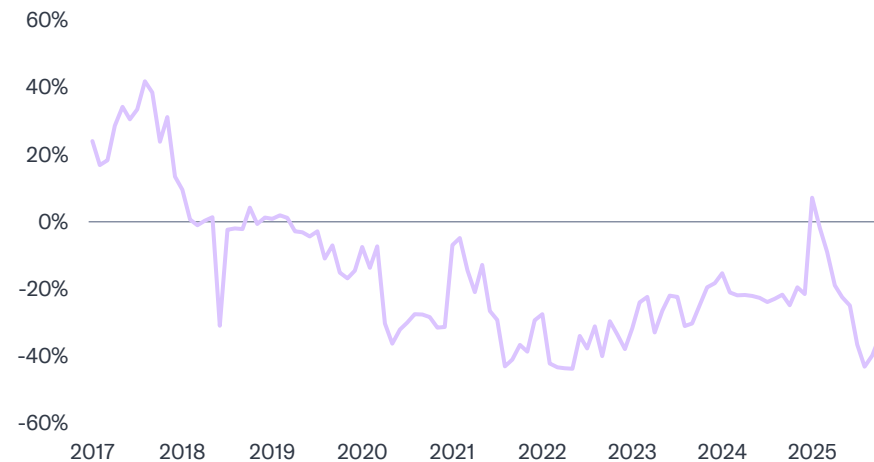
eQ:n P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



eQ:n ja verrokkien osinkotuotto-%

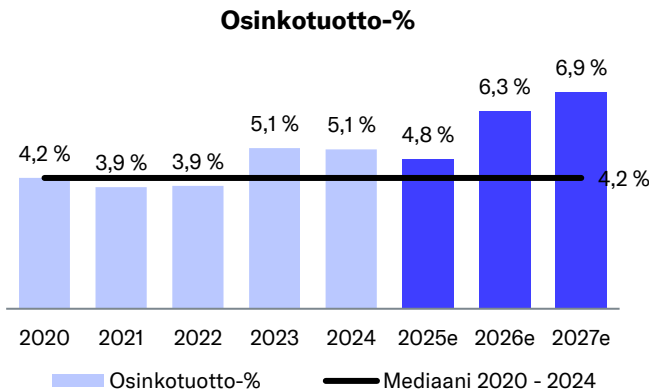
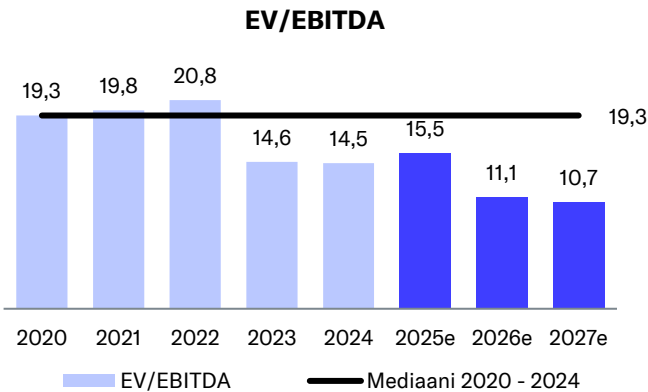
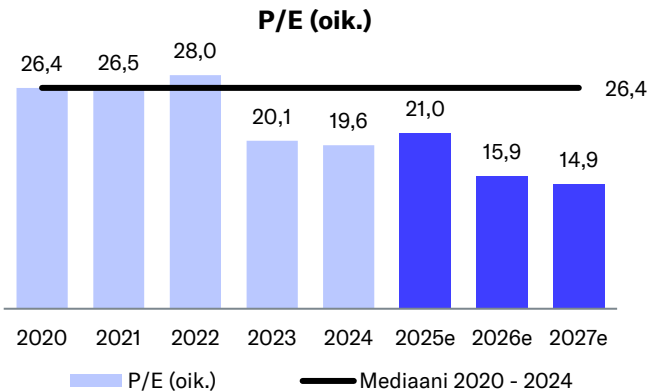


eQ:n osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	16,8	25,8	25,5	15,6	13,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	651	1021	1021	635	536	460	463	466	470
Yritysarvo (EV)	615	964	978	601	519	449	426	427	429
P/E (oik.)	26,4	26,5	28,0	20,1	19,6	21,2	16,0	15,0	14,1
P/E	26,4	26,5	28,0	20,1	19,6	21,2	16,0	15,0	14,1
P/B	9,6	12,8	12,5	8,4	7,3	6,8	6,2	6,0	6,0
P/S	11,5	12,9	13,1	9,0	8,2	7,7	6,4	6,2	5,9
EV/Liikevaihto	10,9	12,2	12,6	8,5	7,9	7,6	5,9	5,7	5,4
EV/EBITDA	19,3	19,8	20,8	14,6	14,5	15,6	11,2	10,8	10,1
EV/EBIT (oik.)	20,0	20,2	21,4	15,1	15,0	16,3	11,6	11,2	10,5
Osinko/tulos (%)	110,5 %	104,1 %	110,5 %	103,2 %	99,7 %	100,0 %	100,0 %	102,7 %	103,8 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,9 %	3,9 %	5,1 %	5,1 %	4,7 %	6,2 %	6,9 %	7,4 %



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Aktia	801								9,4	9,7	7,6	8,6	1,1
Alexandria	105	101	9,3	7,6	7,5	6,5	1,9	1,8	13,3	10,7	8,1	9,0	3,2
Capman	329	345	11,9	9,2	11,7	8,9	5,5	4,9	17,5	12,3	8,1	8,6	1,7
Evli	584	581	11,6	10,8	10,8	10,1	4,9	4,7	17,4	15,3	5,5	5,9	3,7
Taaleri	205	207	8,2	4,0	7,9	4,0	3,5	2,3	11,9	7,7	5,1	7,8	0,9
Titanium	64	52	8,3	8,7	7,4	8,0	2,6	2,6	12,7	13,0	7,4	7,5	4,0
United Bankers	210	192	10,8	9,9	9,5	8,9	3,4	3,1	15,4	14,6	6,0	6,3	3,3
Mandatum	3279								21,1	22,4	15,3	10,9	3,1
eQ (Inderes)	460	449	16,3	11,6	15,6	11,2	7,6	5,9	21,2	16,0	4,7	6,2	6,8
Keskiarvo			10,0	8,3	9,1	7,7	3,6	3,2	14,8	13,2	7,9	8,1	2,6
Mediaani			10,0	8,9	8,7	8,4	3,4	2,9	14,4	12,7	7,5	8,2	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			63 %	31 %	80 %	34 %	122 %	106 %	47 %	27 %	-37 %	-24 %	117 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	70,9	16,5	17,7	16,7	14,8	65,6	14,0	13,8	15,1	16,4	59,4	72,4	75,2	79,5
Varainhoito	66,9	15,1	15,1	15,2	13,0	58,5	14,4	14,2	14,1	14,2	56,9	64,7	67,7	72,1
Sijoitukset	-0,6	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,1	-0,6	-0,7	0,2	0,6	-0,5	1,6	1,5	1,4
Corporate Finance	3,9	0,8	2,1	1,3	1,0	5,3	0,1	0,3	0,6	1,5	2,5	5,5	5,4	5,4
Konsernihallinto	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,8	0,2	0,0	0,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6
Käyttökate	41,0	9,1	9,6	9,9	7,1	35,7	6,1	6,2	8,0	8,4	28,7	37,9	39,7	42,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	7,6	8,1	27,5	36,6	38,3	41,1
Liikevoitto	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	7,6	8,1	27,5	36,6	38,3	41,1
Varainhoito	41,4	8,9	8,6	9,4	6,9	33,7	7,9	7,3	8,4	7,5	31,1	35,2	37,3	40,2
Sijoitukset	-0,6	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,1	-0,6	-0,7	0,2	0,6	-0,5	1,6	1,5	1,4
Corporate Finance	0,7	0,1	0,9	0,5	0,0	1,5	-0,8	-0,1	-0,4	0,5	-0,8	1,9	1,7	1,7
Konsernihallinto	-1,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3
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	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	7,6	8,1	27,5	36,6	38,3	41,1
Verot	-8,2	-1,8	-1,9	-2,0	-1,4	-7,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,7	-5,8	-7,7	-7,2	-7,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	31,6	7,0	7,4	7,6	5,5	27,4	4,6	4,7	6,0	6,4	21,7	28,9	31,1	33,3
EPS (oikaistu)	0,78	0,17	0,18	0,18	0,13	0,66	0,11	0,11	0,14	0,15	0,52	0,69	0,73	0,78
EPS (raportoitu)	0,77	0,17	0,18	0,18	0,13	0,66	0,11	0,11	0,14	0,15	0,52	0,69	0,73	0,78

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,9 %	-7,0 %	-1,7 %	0,7 %	-20,4 %	-7,3 %	-15,0 %	-21,9 %	-9,5 %	11,1 %	-9,6 %	22,0 %	3,8 %	5,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,0 %	-11,8 %	-5,6 %	-6,0 %	-29,6 %	-13,2 %	-33,6 %	-35,7 %	-20,1 %	16,9 %	-20,3 %	33,0 %	4,7 %	7,1 %
Käyttökate-%	57,9 %	55,1 %	54,0 %	59,3 %	48,4 %	54,4 %	43,6 %	45,2 %	52,7 %	51,2 %	48,4 %	52,4 %	52,8 %	53,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	56,1 %	53,4 %	52,4 %	57,2 %	46,7 %	52,6 %	41,7 %	43,2 %	50,5 %	49,2 %	46,3 %	50,5 %	51,0 %	51,6 %
Nettotulos-%	44,6 %	42,4 %	41,5 %	45,4 %	37,2 %	41,7 %	32,6 %	34,1 %	39,9 %	39,1 %	36,6 %	39,9 %	41,4 %	41,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	50,4	49,8	50,1	50,4	51,0
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,0	4,0	4,2	4,4	4,8
Käyttöomaisuus	4,6	3,6	3,8	3,8	4,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,6	17,0	17,0	17,0	17,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	49,8	45,2	41,6	48,0	50,4
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	16,4	28,2	26,7	10,9	11,3
Likvidit varat	33,5	17,0	14,8	37,1	39,1
Taseen loppusumma	100	95,1	91,7	98,4	101

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	75,4	73,3	67,7	74,9	77,1
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	39,4	34,7	29,1	36,2	38,5
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	24,7	27,3	27,3	27,3	27,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Lyhytaikaiset velat	19,9	17,8	20,0	19,6	20,3
Korolliset velat	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,9	17,8	16,0	19,6	20,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	100	95,1	91,7	98,4	101

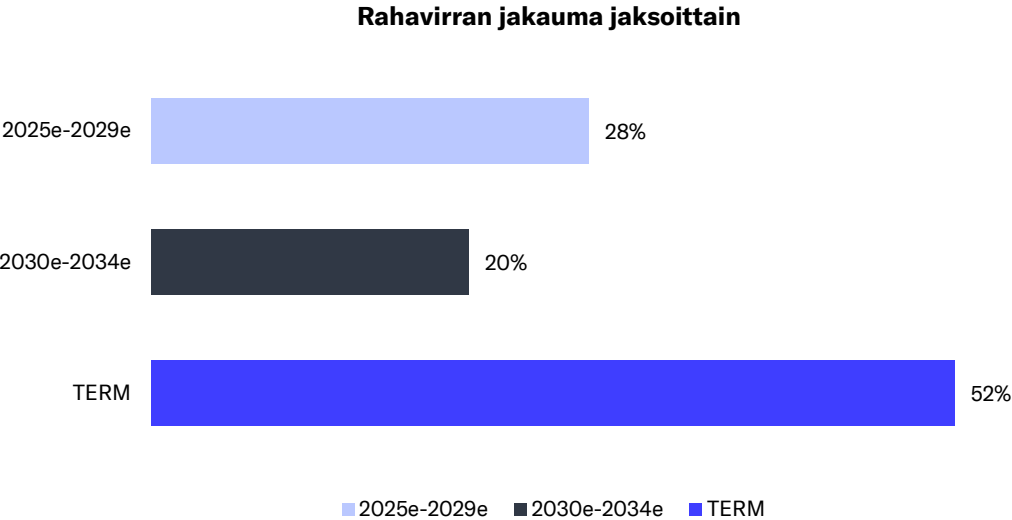
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-7,3 %	-9,6 %	22,0 %	3,8 %	5,8 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,6 %	46,3 %	50,5 %	51,0 %	51,6 %	53,0 %	52,0 %	51,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Liikevoitto	34,5	27,5	36,6	38,3	41,1	44,3	45,6	46,7	47,2	48,6	49,8	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-7,1	-5,8	-7,7	-7,2	-7,7	-8,3	-8,6	-8,8	-8,9	-9,1	-9,2	
- 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	-14,0	-0,2	19,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	14,6	22,7	49,6	32,8	35,3	37,9	39,1	40,1	40,4	41,7	42,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,1	21,2	48,0	30,9	33,3	35,7	36,8	37,8	38,0	39,3	39,7	
+/- Muut	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa kassavirta	12,6	20,6	47,4	30,3	32,7	35,1	36,2	37,2	37,4	38,7	39,1	575
Diskontattu vapaa kassavirta		20,4	42,9	25,1	24,7	24,2	22,8	21,4	19,7	18,6	17,2	252
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		489	469	426	401	376	352	329	308	288	269	252
Velaton arvo DCF		489										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-27,3										
Oman pääoman arvo DCF		479										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,5										

Pääoman kustannus (WACC)

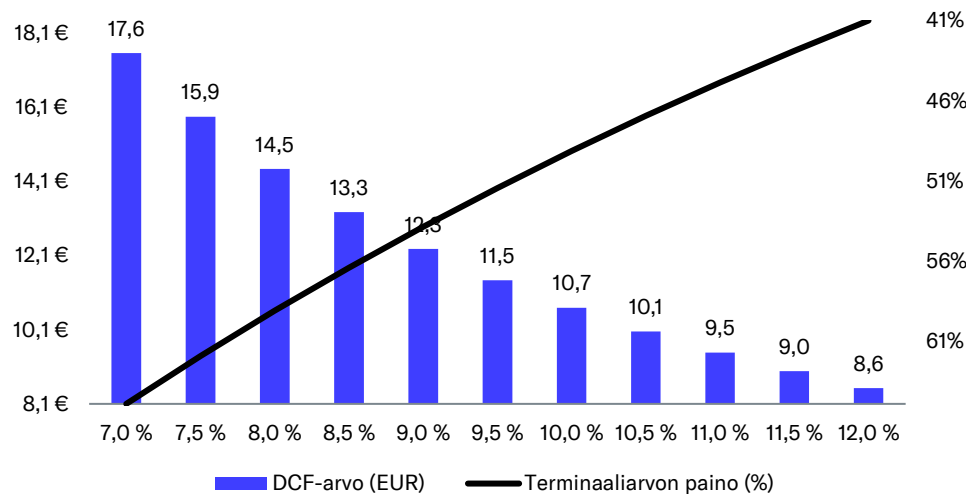
Vero-% (WACC)	18,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,47
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

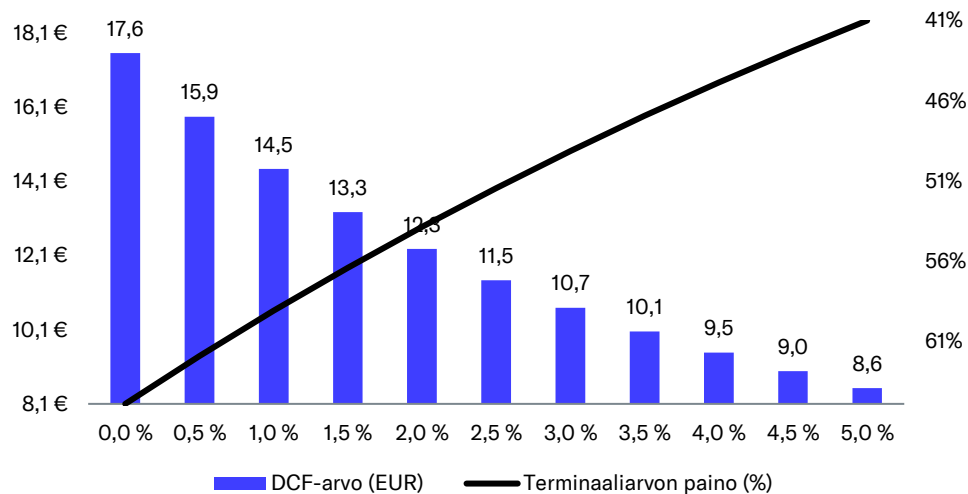


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

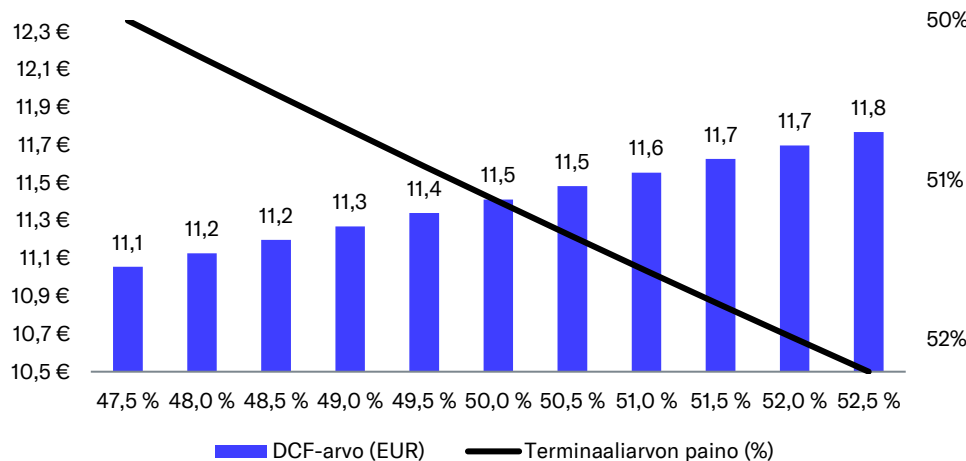
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



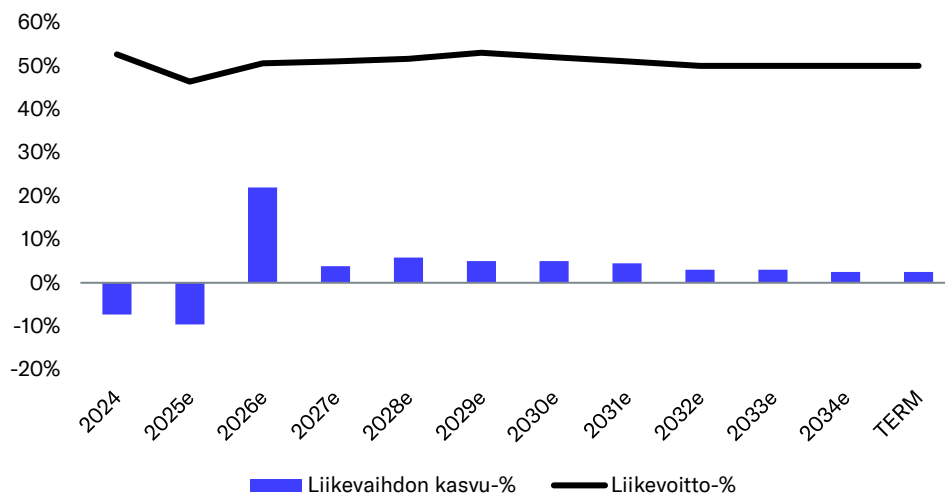
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	77,8	70,9	65,6	59,4	72,4
Käyttökate	46,9	41,0	35,7	28,7	37,9
Liikevoitto	45,7	39,8	34,5	27,5	36,6
Voitto ennen veroja	45,7	39,8	34,5	27,5	36,6
Nettovoitto	36,3	31,6	27,4	21,7	28,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	110,9	100,3	95,1	91,7	98,4
Oma pääoma	81,8	75,4	73,3	67,7	74,9
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Nettovelat	-43,8	-33,5	-17,0	-10,9	-37,1

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	46,9	41,0	35,7	28,7	37,9
Nettokäyttöpääoman muutos	13,5	-4,9	-14,0	-0,2	19,4
Operatiivinen kassavirta	46,8	27,9	14,6	22,7	49,6
Investoinnit	-3,6	0,3	-0,5	-1,5	-1,6
Vapaa kassavirta	22,2	27,8	12,6	20,6	47,4

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	12,6	8,5	7,9	7,5	5,8
EV/EBITDA	20,8	14,6	14,5	15,5	11,1
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,1	15,0	16,2	11,5
P/E (oik.)	28,0	20,1	19,6	21,0	15,9
P/B	12,5	8,4	7,3	6,7	6,1
Osinkotuotto-%	3,9 %	5,1 %	5,1 %	4,8 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,91	0,77	0,66	0,52	0,69
EPS (oikaistu)	0,91	0,77	0,66	0,52	0,69
Operat. Kassavirta / osake	1,17	0,69	0,35	0,54	1,18
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,56	0,68	0,31	0,49	1,13
Omapääoma / osake	2,05	1,85	1,77	1,62	1,78
Osinko / osake	1,00	0,80	0,66	0,52	0,69

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-9 %	-7 %	-10 %	22 %
Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-13 %	-13 %	-20 %	32 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-4 %	-13 %	-13 %	-20 %	33 %
EPS oik. kasvu-%	-6 %	-15 %	-15 %	-21 %	32 %
Käyttökate-%	60,3 %	57,9 %	54,4 %	48,4 %	52,4 %
Oik. Liikevoitto-%	58,8 %	56,1 %	52,6 %	46,3 %	50,5 %
Liikevoitto-%	58,8 %	56,1 %	52,6 %	46,3 %	50,5 %
ROE-%	44,9 %	40,2 %	36,8 %	30,8 %	40,5 %
ROI-%	56,6 %	50,6 %	46,4 %	37,9 %	49,9 %
Omavaraisuusaste	73,8 %	75,2 %	77,1 %	73,9 %	76,1 %
Nettovelkaantumisaste	-53,6 %	-44,4 %	-23,2 %	-16,1 %	-49,6 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevast. 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

Inderesin tutkimusta 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkittamista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Suositus historia (>12 kk)				
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi	
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 €	
12.8.2020	Vähennä	14,00 €	13,90 €	
27.10.2020	Osta	15,00 €	13,10 €	
9.12.2020	Vähennä	15,00 €	16,85 €	
8.2.2021	Vähennä	17,00 €	19,60 €	
28.4.2021	Vähennä	20,00 €	20,45 €	
9.6.2021	Lisää	22,00 €	20,45 €	
11.8.2021	Vähennä	25,00 €	29,90 €	
26.10.2021	Vähennä	25,00 €	27,85 €	
7.2.2022	Lisää	27,00 €	25,55 €	
24.3.2022	Vähennä	27,00 €	27,65 €	
27.4.2022	Lisää	26,00 €	23,35 €	
10.8.2022	Lisää	26,00 €	24,00 €	
26.10.2022	Lisää	23,00 €	20,75 €	
1.2.2023	Vähennä	23,00 €	23,85 €	
8.2.2023	Vähennä	22,00 €	22,30 €	
26.4.2023	Lisää	20,00 €	18,18 €	
9.8.2023	Lisää	18,00 €	16,90 €	
20.10.2023	Vähennä	16,50 €	16,00 €	
25.10.2023	Vähennä	16,00 €	15,44 €	
11.1.2024	Vähennä	15,00 €	15,68 €	
7.2.2024	Vähennä	14,00 €	14,32 €	
25.3.2024	Vähennä	14,00 €	13,98 €	
24.4.2024	Lisää	14,00 €	13,15 €	
7.8.2024	Vähennä	14,00 €	14,15 €	
23.10.2024	Vähennä	14,00 €	13,55 €	
5.2.2025	Lisää	13,00 €	11,25 €	
30.4.2025	Vähennä	11,00 €	10,42 €	
6.8.2025	Vähennä	11,00 €	12,75 €	
22.10.2025	Vähennä	11,00 €	11,00 €	
1.12.2025	Vähennä	11,00 €	11,00 €	



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**