

EAB Group

Yhtiöraportti

4/2019

Konkreettisia näyttöjä tuloskasvusta tarvitaan

Tarkistamme EAB:n tavoitehintamme 2,50 euroon (aik. 2,70 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy) laskeneen osakekurssin johdosta. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset yltää selvään tulosparannukseen lähivuosina, mutta tämä tulosparannus on jo pitkälti osakkeen hinnassa. Yhtiön vaisun track-recordin johdosta pitkän aikavälin tuloskasvuennusteille ei voida antaa oleellista painoa ja näemmekin lyhyen aikavälin riski-/tuottosuhteen epätyytyttävänä. Jäämme odottamaan konkreettisia merkkejä tulosparannuksen realisoitumisesta ja riskiprofiilin laskusta.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Elite Alfred Berg (EAB) on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämis-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat asiakkaita henkilökohtaisesti 14 eri paikkakunnalla. EAB on keskittynyt erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiöllä on yli 10 000 asiakasta. EAB:n hallinnoitavat varat olivat 2018 lopussa hieman yli 3 miljardin euroa. EAB:n nykyinen konsernirakenne on muodostunut monien järjestelyiden kautta. Tuorein merkittävä järjestely oli Alfred Bergin Suomen toimintojen ostaminen, mikä laajensi merkittävästi yhtiön asiakaskuntaa. Samalla Elite sopi yhteistyöstä Alfred Bergin omistaneen globaalien finanssikonserni BNP Paribas kanssa. Kaupan myötä Elitestä tulee BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa, mikä laajentaa yhtiön sijoitustuotteiden tarjontaa merkittävästi.

Yhtiön tavoitteena kasvaa merkittävästi

EAB on kasvuyhtiö ja yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen lähivuosina. Erityisesti kasvua haetaan hallinnoitavan varallisuuden ja uusien pääomarahastojen kautta. Yhtiö pyrkii jatkamaan myös epäorgaanista kasvuun ja uskomme yhtiön olevan aktiivinen toimija yritysjärjestelykentällä myös jatkossa. Kasvu on mielestämme yhtiölle oikea strateginen valinta, mutta samalla yhtiön tulisi myös terävöittää fokustaan aiemmasta keskittyen yhä selvemmin sen ydinliiketoimintaan. Keskittymällä ydinliiketoimintaan yhtiöllä pitäisi olla paremmat edellytykset kulutehokkuuden selkeään parantumiseen, joka on kasvun ohella keskeinen ajuri pörssikurssille lähivuosina.

Yhtiöllä hyvät edellytykset selvällä tuloskasvulle

EAB:n historiallinen tuloskehitys on ollut vaisua ja yhtiö on jatkuvasti joutunut alentamaan aiempia arvioitaan tuloskehityksestä. Heikko operatiivinen kehitys heijastuu myös osakekurssiin joka on laskenut noin puoleen vuoden 2015 listautumishinnasta. Alfred Berg fuusion jälkeen yhtiön tulos parani 2018 merkittävästi, mutta jäi edelleen kauas yhtiön potentiaalista. Yhtiön vaisu track-record heikentää luottamusta yhtiön operatiivista suorittamista kohtaan ja olemme lähivuosien ennusteissamme varovaisia. Lähtökohtaisesti yhtiöllä on näkemysmme mukaan hyvät edellytykset selvään tulosparannukseen lähivuosien aikana, kunhan markkinatilanne kestää. Tulosparannuksen ajurina toimivat varainhoidon uusmyynnin vetämä liikevaihdon kasvu (2019e: +9 %) sekä säästöjen mahdollistama kulutehokkuuden selvä parantuminen. Uusmyynnissä onnistuminen ja kulutehokkuuden parannus ovatkin lyhyen aikavälin kaksi kriittistä teemaa sijoittajien kannalta. 2020 ennustamme tulosparannuksen jatkuvan samojen komponenttien vetämänä. Annamme kuitenkin tässä vaiheessa hyvin rajallista painoa 2020 ennusteille.

Lyhyen aikavälin tuotto-odotus ei houkuttele

Olemme tarkastelleet EAB:n arvostusta suhteellisesti, absoluuttisesti sekä kassavirta-analysillä. Viimeaikaisen kurssilaskun jälkeen osakkeen yliarvostus on purkautunut ja osake on huomattavasti aiempaa järkevämmiin hinnoiteltu. Osakkeen potentiaali nojaa kuitenkin koviin tuloskasvuennusteisiin (2020e P/E 11x) ja lyhyellä aikavälillä osakkeelle on vaikea löytää tukitasoja heikon tulostason ja epävarman osinkotuoton vuoksi. Pidämmekin lyhyen aikavälin riski-/tuottosuhdetta epätyytyttävänä ja pysymme odottavalla kannalla. Näkemysmme yhtiön käyvästä arvosta on 2,5 euroa per osake johon tarkistamme myös tavoitehintamme.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä



Edellinen: Myy

2,50 EUR

Edellinen: 2,70 EUR

Osakekurssi: 2,64 EUR

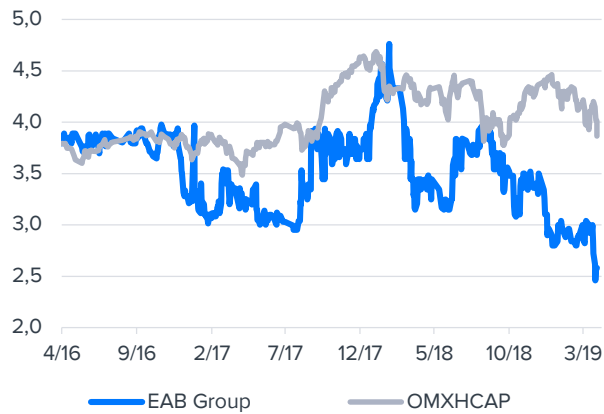
Potentiaali: -5%

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	19,6	21,3	23,8	25,8
kasvu-%	11 %	9 %	12 %	8 %
EBIT oik.	1,8	2,9	4,5	5,4
EBIT-% oik.	9,2 %	13,4 %	18,8 %	21,0 %
Nettotulos	1,5	2,0	3,4	4,2
EPS (oik.)	0,11	0,15	0,25	0,31
P/E (oik.)	27,6	17,9	10,7	8,6
P/B	1,8	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,5 %	5,7 %	6,8 %
EV/EBIT (oik.)	27,2	15,4	9,4	6,8
EV/EBITDA	12,0	8,5	6,6	5,0
EV/Liikevaihto	2,5	2,1	1,8	1,4

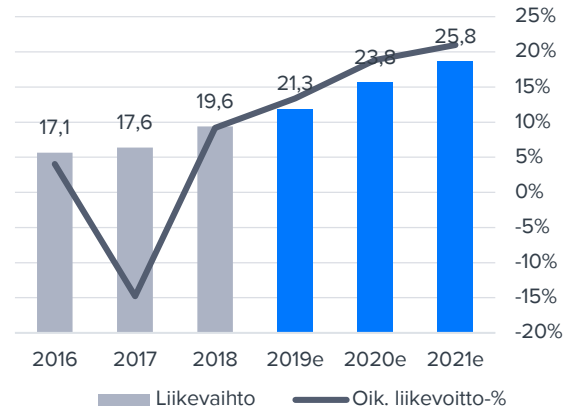
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



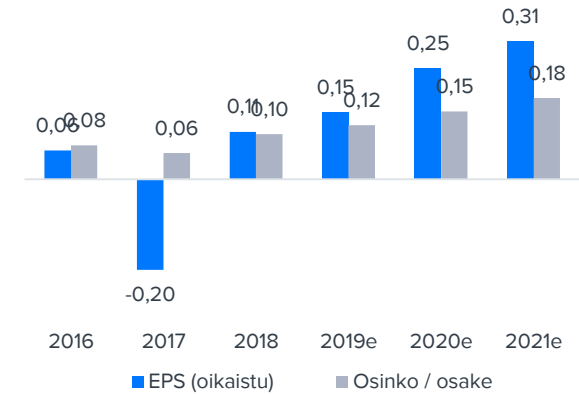
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

EPS ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Jatkuvien tuottojen kasvu
- Tuotekohtaisen kannattavuuden parantuminen
- Asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Kulurakenteen skaalautuvuus
- Alfred Berg-järjestelyn synergiat
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Maineriskit
- Heikko track-record
- Taseasema

Arvostus

- Toteutuneella tuloksella osake on kallis suhteellisesti sekä absoluuttisesti
- Tulostason täytyy parantua selvästi, jotta osakkeessa olisi nousuvaraa
- Osakkeelle vaikea löytää tukitasoja heikon osingon ja vaisun track-recordin myötä

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitusprofiili ja riskit	14-16
Markkinat ja kilpailu	17-23
Taseanalyysi	24
Ennusteet	25-27
Arvonmääritys	28-32
Liitteet	33-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

EAB Group lyhyesti

Elite Alfted Berg on kotimainen täyden palvelun sijoituspalveluyritys

2001

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

19,6 MEUR (+11 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

1,8 MEUR (9,2 % lv:sta)

Liikevoitto 2018

+70 %

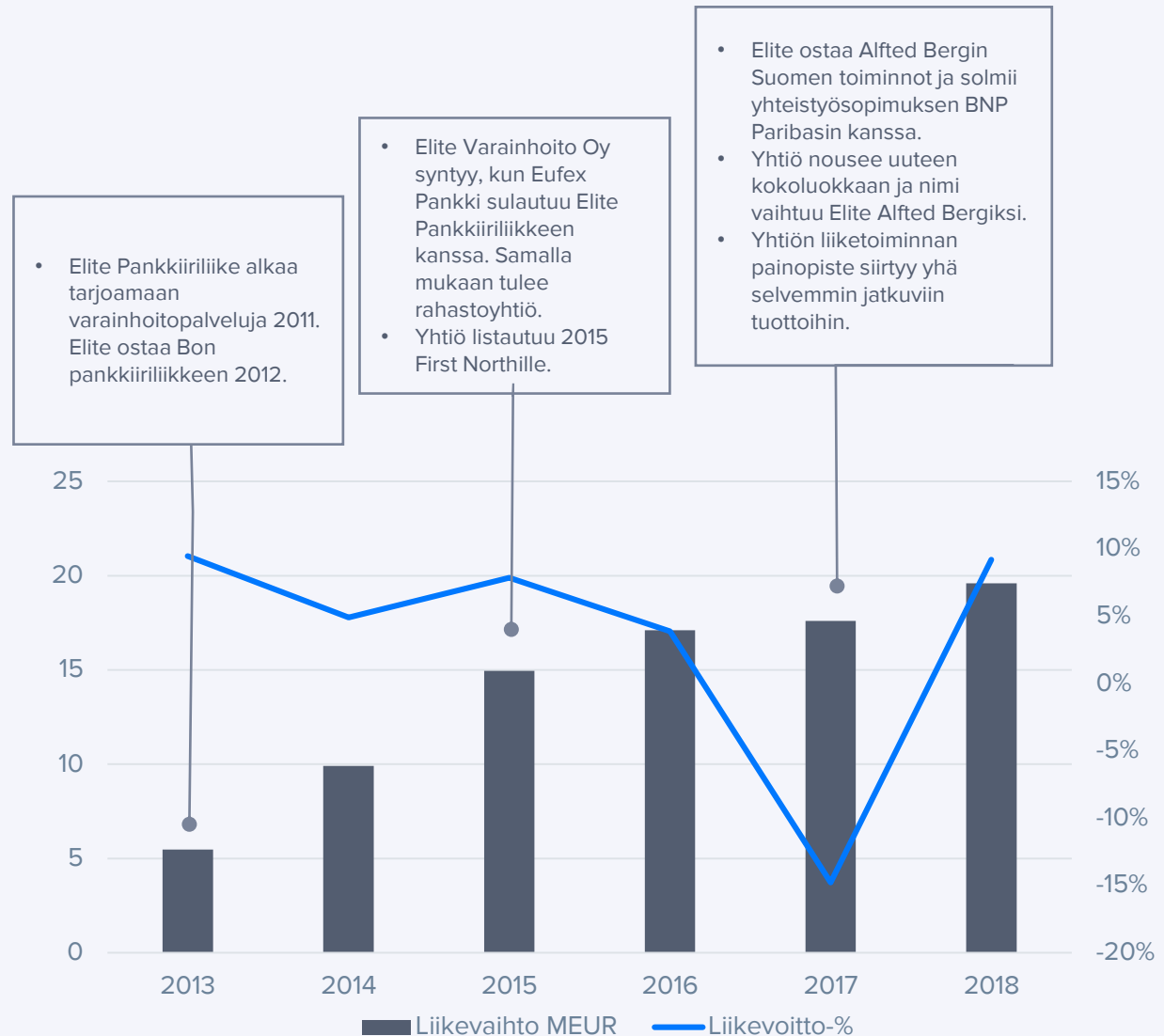
jatkuvat tuotot lv:sta 2018

140 kpl

Henkilöstö 2018 lopussa (sis. asiamiehet)

>10 000

Asiakasta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus & Strategia

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Elite Alfred Berg (EAB) on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämis-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat asiakkaita henkilökohtaisesti 14 eri paikkakunnalla. EAB on keskittynyt erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiöllä on yli 10 000 asiakasta. EAB:n hallinnoitavat varat olivat 2018 lopussa hieman yli 3 miljardin euroa. Yhtiö on siirtymässä First North -listalta pörssin päälistalle H1'19:n aikana ja samalla yhtiö tulee yhdistämään nykyiset kaksi osakesarjaansa 1:1 vaihtosuhteella.

EAB:n nykyinen konsernirakenne on muodostunut monien järjestelyiden kautta. Tuorein merkittävä järjestely oli Alfred Bergin Suomen toimintojen ostaminen, mikä laajensi merkittävästi Eliten asiakaskuntaa. Samalla Elite sopi yhteistyöstä Alfred Bergin omistaneen globaalien finanssikonserni BNP Paribasin kanssa. Kaupan myötä Elitestä tulee BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa, mikä laajentaa Eliten sijoitustuotteiden tarjontaa merkittävästi.

Strategia

EAB on kasvuyhtiö ja yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen

lähivuosina. Erityisesti kasvua haetaan hallinnoitavan varallisuuden ja uusien pääomarahastojen kautta. Näkemyksemme mukaan finanssisektorin nykyisessä ympäristössä, jossa regulaatio kiristyy ja digitalisaatio haastaa vanhoja toimintamalleja, kasvu on EAB:n kaltaiselle toimijalle ainoa oikea vaihtoehto.

Yhtiön kasvustrategian keskeisiä osa-alueita ovat näkemyksemme mukaan:

Hallinnoitavien varojen kasvattaminen. Tässä keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys. Arviomme mukaan keskeiset ajurit hallinnoitavan varallisuuden kasvulle ovat lähivuosina pääomarahastot ja täyden valtakirjan varainhoito. Yhtiöllä on tällä hetkellä kokoonsa nähden suuri määrä myyntihenkilöstöä ja yhtiöllä pitäisi olla edellytykset kasvattaa uusmyynnin tasoa nykyisestä myynnin tehokkuutta parantamalla.

Tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen.

Uskomme tässä fokuksen olevan etenkin pääomarahasto- ja reaaliomaisuusratkaisuissa. Yhtiö on tuomassa markkinoille uutta energiarahastoa ja arviomme mukaan Kiinteistökehitys 3-rahasto tullaan lanseeraamaan 2019 lopulla. Yhtiö on arviomme mukaan kiinnostunut kasvattamaan tarjontaansa myös yritysostojen kautta, jos sopivia kohteita olisi saatavilla. Yhtiön omana tavoitteena on nostaa pääomarahastojen osuuden 25 %:iin yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta.

Yritysjärjestelyt. Nykyinen EAB on syntynyt monien yritysjärjestelyiden seurauksena ja yhtiö

etsii aktiivisesti uusia yritysjärjestelykohteita. Haasteena ovat hyvien kohteiden suhteellisen vähäinen määrä ja korkeat hintapyynnöt. Odotamme yhtiön myös jatkavan pienien yritysostojen sarjaa, jossa kohteena ovat sijoitus- ja varainhoitopalveluja myyvät sidonnaisasiamiesyhtiöt. Näin yhtiö pystyy kerryttämään hallinnoitavia varoja sekä myyntivoimaa.

IT-järjestelmän kehittäminen. Finanssisektorin digitalisaatio mahdollistaa liiketoiminnan tehokkuuden merkittävän parannuksen (back-officen tehokkuus) ja mahdollistaa myös asiakaspalvelun kehittämisen (mm. raportointi, automaattinen jälkimarkkina). EAB:n ERP-projekti on käsityksemme mukaan valmistumassa H1'19, minkä jälkeen IT-investointien tason pitäisi kääntyä laskuun. Uusien järjestelmien myötä yhtiön sisäisen tehokkuuden sekä skaalautuvuuden pitäisi parantua.

Sijoittajien näkökulmasta EAB:n olisi mielestämme ensiarvoisen tärkeää keskittyä strategiassaan seuraaviin asioihin:

- Tuloksen volatiliteetin pienentäminen ja jatkuvien tuottojen osuuden kasvattaminen
- Sisäisen tehokkuuden parantaminen
- Skaalautuvuuden varmistaminen (IT, jakelu ja tuotteiden kokoluokka)
- Tuotteiden laadun parantaminen
- Kasvun fokusointi yhtiön ydintoimintoihin ja -tuotteisiin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Historiallinen kehitys

EAB:n historiallista kehitystä on vaikea tarkastella taloudellisen track-recordin kannalta, koska yhtiö on käynyt läpi monia merkittäviä muutoksia. Elite Varainhoito Oy syntyi vuonna 2014 Eufex Pankki Oyj:n sulautuessa Elite Pankkiiriliikkeeneseen.

EAB:n nykyistä ydintä eli varainhoitopalveluita yhtiö on tarjonnut vuodesta 2011 lähtien nimen Elite Pankkiiriliikkeen alla. Vuonna 2012 lopussa Elite Pankkiiriliike Oy:n asiakasvarat olivat 220 MEUR ja sen palveluksessa työskenteli 17 henkilöä. Tähän verrattuna nykyinen noin 3 miljardin euron asiakasvarallisuus on tietysti erittäin suuri ja EAB on selkeä kasvuyhtiö.

Yhtiö on pyrkinyt aktiivisesti kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan. Keskeisiä askelia tässä ovat useat pienemmät yrityskaupat, mutta selvästi suurin harppaus tapahtui, kun yhtiö hankki Alfred Bergin Suomen toiminnot.

Kokonaisuutena Elite on viimeisen viiden vuoden aikana moninkertaistanut kokonsa nettopalkkiotuoilla tai hallinnoitavilla varoilla mitattuna. Samalla yhtiön profiili on muuttunut voimakkaasti jatkuvia tuottoja kerääväksi varainhoitajaksi. Jatkuvien tuottojen osuus on jo korkealla tasolla ja yhtiön strategisena fokuksena on jatkossakin kasvattaa näitä voimakkaasti etenkin varainhoidon sekä pääomarahastojen kautta.

Alfred Berg -järjestely

EAB (silloin vielä Elite) kertoi elokuussa 2017 ostavansa 100 % Alfred Bergin Suomen

yksiköiden, Alfred Berg Omaisuudenhoito Suomi Oy:n ja Alfred Berg Rahastoyhtiö Oy:n, osakkeista. Järjestelyssä Elite vaihtoi nimensä Elite Alfted Bergiksi ja yhtiöstä tuli BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa. BNP Paribas on yksi maailman suurimmista finanssikonserneista ja BNP Paribas Asset Management on maailmanlaajuinen varainhoitoon erikoistunut yhtiö, jonka toiminta kattaa kaikki merkittävät markkina-alueet ja varallisuusluokat.

Alfred Berg oli selvästi tappiolla

Alfred Bergin ostettujen toimintojen liikevaihto oli noin 4 MEUR ja toiminta oli ostohetkellä elokuussa 2017 selvästi tappiollista. Yhteistyö laajensi Eliten asiakkailleen tarjoamaa sijoitusratkaisujen valikoimaa ja kasvattaa Eliten asiakaskuntaa erityisesti instituutiosijoittajien keskuudessa. Yrityskauppa lisäsi Eliten asiakasmäärää noin 3 000 uudella asiakkaalla noin 10 000 tasolle. Lisäksi järjestely toi mukaan noin 1,3 miljardia euroa hallinnoitavaa pääomaa (AUM) ja nosti Eliten asiakasvarallisuuden määrän noin 3 miljardiin euroon (ei huomioi päällekkäisyyksiä).

Kulusynergiat onnistuivat hyvin

Alfred Bergin ostos tarjosi Elitelle merkittäviä kulusynergioita ja Elite itse arvioi kaupan kasvattavan yhtiön käyttökattetta vuonna 2018 noin 2,5-3,0 MEUR:lla. Arviomme mukaan kulusynergiat realisoituvat pääosin yhtiön odotuksien mukaisesti ja Alfred Bergillä oli merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön

kannattavuuteen.

Myyntipuolella synergiat ovat käsityksemme mukaan jääneet kuitenkin selvästi odotuksista. Eliten tavoitteena oli tarjota Alfred Bergin asiakkaille omia tuotteitaan sekä täyden valtakirjan varainhoitoa, mutta tässä ei ole onnistuttu yhtiön toivomalla tavalla. Arviomme mukaan osasyynä on Alfred Bergin varainhoidon heikko performanssi viime vuosina.

Ennen kauppaa yksi suurimmista huolistamme liittyi Alfred Bergin hallinnoitavien varojen pysyvyyteen kaupan jälkeen. 1,5 vuotta järjestelyn jälkeen voidaan todeta, että tämä riski ei ole realisoitunut ja AB:n mukanaan tuoma AUM on säilynyt hyvin.

Kauppa oli erittäin onnistunut

Elite maksoi Alfred Bergistä laskelmiemme mukaan noin 8 MEUR, joka koostui pääosin Eliten osakkeista. Kulusynergioiden mukaan tuoma tulosparannus huomioiden kaupan EV/EBITDA-kerroin oli laskelmiemme mukaan noin 4x, jota voidaan pitää hyvin alhaisena tasona. Kun tähän lisätään kaupan tarjoama strateginen arvo (kokoluokan kasvu, BNP-yhteistyö, asiakaspeiton kasvu yms.), voidaan kauppaa pitää erittäin onnistuneena Eliten osakkeenomistajien näkökulmasta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Taloudelliset tavoitteet

EAB julkaisi elokuussa 2018 päivitettyt taloudelliset tavoitteet seuraavalle 3-5 vuodelle. Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat:

- Liikevaihdon orgaaninen kasvu keskimäärin 15 % vuodessa
- Liikevaihdon epäorgaaninen kasvu keskimäärin 10 % vuodessa
- Liiketoiminnan kaksinkertaistaminen 5 vuoden aikana liikevaihdolla mitattuna
- Kannattavuuden nostaminen yli 35 %:iin liikevoitolla mitattuna

Liikevaihdon orgaaninen kasvutavoite on mielestämme kunnianhimoinen ja toteutuakseen se vaatii taakseen onnistunutta uusmyyntiä, uusien hyväkatteisten tuotteiden lanseerauksia sekä suotuisaa markkinatilannetta. Omat kasvuennustemme ovat tavoitetason alapuolella ja ero tulee arviomme mukaan etenkin ennustamastamme tuotteiden hintaeroosiosta sekä yhtiötä negatiivisemmasta markkinanäkemyksestä.

Epäorgaaninen kasvutavoite riippuu yhtiön kyvystä löytää yritysostokohteita. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi yritysostojen osalta keskittyä isompiin strategiaa tukeviin kokonaisuuksiin. Vastaavasti yhtiön pitäisi pyrkiä välttämään pieniä irrallisia yritysjärjestelyjä, sillä ne vievät fokusta pois ydinliiketoiminnasta.

Uskomme, että EAB:llä on hyvät edellytykset kaksinkertaistaa liikevaihtonsa seuraavan viiden

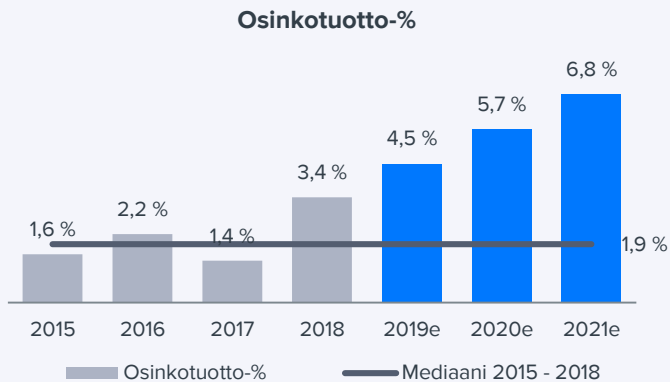
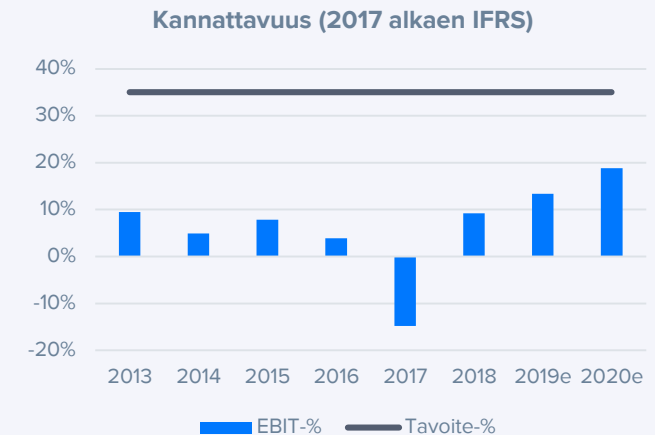
vuoden aikana. Mielestämme viiden vuoden aikana on jopa hieman konservatiivinen ja EAB:n historia huomioiden, emme yllättyisi mikäli yhtiö nousisi tähän kokoluokkaan seuraavan 3 vuoden aikana merkittävän yritysoston vetämänä.

Yhtiön kannattavuustavoite (35 % EBIT-%) on mielestämme erittäin kunnianhimoinen (2018: EBIT 9,2 %) ja toteutuakseen se vaatisi liikevaihdon selkeää kasvua sekä parantuvaa asiakas- ja tuotekohtaista kannattavuutta. Yhtiön pitää myös onnistua kulujen hallinnassaan aiempaa paremmin yltääkseen näin hyvällä kannattavuus-tasolla. Mielestämme tavoite ei ole realistinen ilman yrityskauppoja ja yhtiön kokoluokan kasvua nykyisestä. Huomautamme, että yhtiön verrokkiyhtiöistä vain parhaat toimijat yltävät varainhoidollaan näin korkeisiin kannattavuuksiin (vertailu sivulla 26). Ennustemme ovat selvästi yhtiön tavoitteen alapuolella (2022e EBIT-%: 24 %).

Voitonjakopolitiikka

Eliten osingonjakopolitiikkana on jakaa osinkona pääsääntöisesti puolet osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta kuitenkin niin, että liiketoiminnan kehitystarpeet huomioidaan eikä yhtiön vakavaraisuutta vaaranneta. Lisäksi tavoitteena on, että osakekohtainen osinko kasvaa vuosittain.

Yhtiöllä oli aiemmin tavoitteena, että keskipitkällä aikavälillä osinkotuotto on 5 % osakkeen hinnasta listautumisannissa marraskuussa 2015 (listautumishinta 5,0 euroa), mutta 2019 yhtiökokouksen yhteydessä yhtiö luopui tästä tavoitteestaan.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Varainhoitoliiketoiminnan ytimessä

EAB:n liiketoiminnan ytimessä on asiakkaiden varallisuuden hoito, jota yhtiö toteuttaa varainhoitomallien mukaisesti. Kaikki muut EAB:n liiketoiminnat ovat liitännäisiä varainhoitoon tai ainakin johdannaisia varainhoitoon liittyvistä resursseista.

Valtaosa varainhoidon asiakkaista on varakkaita yksityishenkilöitä. Vaikka hallinnoitavasta varallisuudesta arviomme mukaan noin 2/3 on instituutiovarallisuutta, tulee yhtiön palkkioista ylivoimainen enemmistö yksityishenkilöiltä.

Varainhoidossa EAB:n tärkeimpiä osa-alueita ovat täyden valtakirjan omaisuudenhoito sekä omat rahastot, jotka ovat osa yhtiön varainhoitomallia. Täyden valtakirjan omaisuudenhoidon lisätuotteena on vakuutusvarat, jotka tarkoittavat käytännössä vakuutuskuoria. Varainhoidon lisäksi EAB tarjoaa yksityishenkilöille asiaan liittyviä tukipalveluita, joita ovat esimerkiksi lakipalvelut, vakuutusturva sekä verojärjestelyt. Nämä kuuluvat oleellisesti kokonaisvaltaiseen omaisuudenhoitoon.

Varainhoidossa yhtiön hintataso on näkemyksemme mukaan suhteellisen korkea. Lisäksi yhtiön omien tuotteiden performanssi on viimevuosina ollut varsin vaisua, pois lukien yhtiön Kiinteistökehitysrahasto. Tämän seurauksena yhtiön varainhoito on näkemyksemme mukaan suhteellisen altis hintapaineelle, etenkin jos yhtiön tuotteiden performanssi ei parane nykyisestä.

Muut palvelut

EAB hallinnoi monia rahastoja ulkopuolisille salkunhoitajille, joilla ei ole rahaston hallinnointiin vaadittavaa infrastruktuuria. Tämä on yhtiölle varsin merkittävä tulonlähde ja tukee myös yhtiön omia rahastoja.

EAB tarjoaa yrityksille myös palkitsemispalveluita, joissa merkittävä elementti on henkilöstörahastot. Tämä on EAB:lle kasvava liiketoiminta ja on hiljalleen myös konsernin tasolla merkittävä. Myös yritysrahoituksesta EAB hakee merkittävää kasvua lähivuosina, mutta toistaiseksi liiketoiminta on varsin pientä. Yhtiö tarjoaa yrityksille myös lakipalveluita, joihin suhtaudumme tukipalveluina.

Joulukuussa 2016 Elite osti 48,73 % SAV-Rahoituksesta, joka tarjoaa yksityishenkilöille autorahoitusta sekä lainaa autovakuutta vastaan. SAV-Rahoitus Oyj on siis EAB:n osakkuusyhtiö ja sen vaikutus 2018 tulokseen oli 0,2 MEUR. SAV:n tulostäänne on EAB:n alaisuudessa onnistunut hyvin ja liiketoiminnan näkymät lähivuosille ovat kohtuullisen hyvät.

Laaja konttoriverkosta ja paljon myyntivoimaa

EAB:n liiketoiminnan kannalta keskeisessä roolissa on yhtiön laaja jakeluverkosto. Yhtiöllä on konttorit 14 eri paikkakunnalla ja yhtiöllä on yhteensä noin 40 henkilön myyntitiimi, josta noin puolet toimii asiamiehinä. Yhtiön markkina-asema on suhteellisesti vahvempi maakunnissa ja arviomme mukaan maakuntien vahva presenssi on osa yhtiön strategiaa.

Varainhoito

Rahastot
Täysi valtakirja
Vakuutuskuoret

Varakkaat
yksityishenkilöt

Instituutiot

Varainhoitomallit

Tukipalvelut

Lakipalvelut
Veropalvelut

Yrityspalvelut

Rahastojen hallinnointi
Palkitseminen
Henkilöstörahastot
Yritysrahoitus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Hallinnoitava varallisuus

EAB:n hallinnoitava varallisuus oli 2018 lopussa 3041 MEUR. AUM sisältää kuitenkin merkittäviä päällekkäisyyksiä, joten todellinen AUM ei ole näin suuri. Esimerkiksi täyden valtakirjan piirissä oleva varallisuus on käsityksemme mukaan merkittävin osin omien rahastojen pääomaa. Ilman päällekkäisyyksiä EAB:n AUM on laskelmiemme mukaan jonkin verran yli 2 miljardia euroa, mikä olisi vertailukelpoisempi luku ajatellen muita varainhoitoyhtiöitä.

EAB ei kerro hallinnoitavan varallisuutensa tarkempaa jakaumaa, minkä seurauksena AUM:n tarkka analysointi on hankalaa. Arviomme mukaan hallinnoitavasta varallisuudesta hieman yli 450 MEUR on yhtiön omista UCITS-rahastoissa ja hieman yli 150 MEUR KY-pääomarahastoissa.

Täyden valtakirjan varainhoidossa yhtiöllä on arviomme mukaan hieman yli 400 MEUR, josta merkittävä osa on sijoitettu yhtiön omiin rahastoihin. Yhtiö veloittaa täyden valtakirjan varainhoidosta erillisen palkkion, mutta täyden valtakirjan palvelussa merkittävin tulonlähde ovat yhtiön omat rahastot. Vakuutusvaroja (käytännössä kumppanien vakuutuskuoria) yhtiöllä on arviomme mukaan noin 200 MEUR:lla ja myös näistä merkittävä osa on sijoitettu yhtiön omiin tuotteisiin. Vakuutuskuoret ovat yhtiölle niin ikään hyvää liiketoimintaa, sillä myyntihetkellä yhtiö saa niistä merkittävän kertaluontoisen tuoton ja tämän jälkeen vuosittain pienemmän palkkion.

Jonkin verran yli miljardi euroa on arviomme mukaan yhteistyökumppani BNP:n sekä yhtiön välittämässä rahastoissa (vanha Eufrex-

liiketoiminta) rahastoissa. Tästä merkittävä osa on instituutionaalista rahaa, jonka palkkiotaso on hyvin matala. Lisäksi BNP saa merkittävän osan tästä palkkiovirrasta ja kokonaisuutena tämän pääoman ansainta on EAB:lle suhteellisen pieni. Hallinnoitavia rahastoja yhtiöllä on noin 600 MEUR:n edestä myös näiden palkkiotasot ovat erittäin matalia.

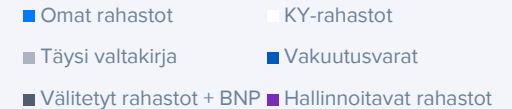
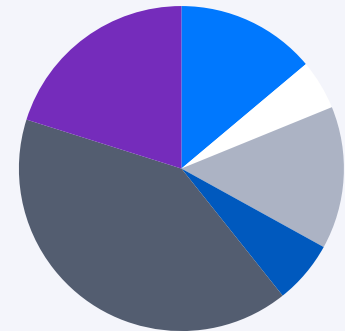
Kokonaisuutena yhtiön AUM:ssa sijoittajan kannalta keskeiset erät ovat yhtiön omat rahastot, täyden valtakirjan varainhoito sekä vakuutuskuoret.

Palkkiotuottojen jakauma

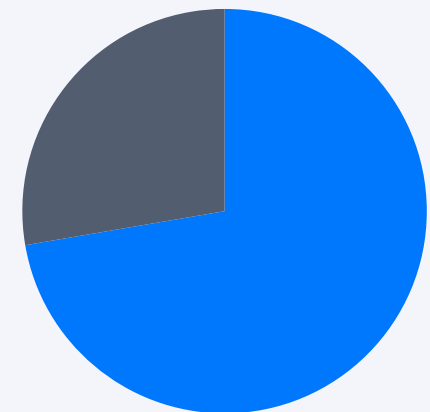
EAB:n läpinäkyvyys on ollut läpi pörssihistorian erittäin heikko ja palkkiovirtojen jakaumaan on ollut vaikea päästä käsiksi. H2'18-raportissaan yhtiö avasi ensimmäistä kertaa tarkemmin tulovirtojen jakaumaa ja tämä paransi läpinäkyvyyttä selvästi. Yhtiö raportoi tulovirtansa kahdeksassa osassa. Käsittelemme kaikki osat erillisinä ja mallinnukselle nojaa myös tähän.

UCITS-rahastot ovat yhtiön merkittävin tulonlähde ja niiden palkkiotuotot olivat 2018 8,7 MEUR tai 44 % yhtiön kaikista palkkiotuotoista. UCITS-rahastot kattavat yhtiön 10 Suomeen rekisteröityä sijoitusrahastoa. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne käsityksemme mukaan BNP:n rahastoista saamansa palkkionpalautukset sekä Eufexin kautta välitettyjen rahastojen palkkiot. BNP:n ja Eufex-rahastojen osuus tuloista on suhteellisen pieni ja valtaosa palkkioista tulee yhtiön omista rahastoista. Yhtiö saa omista rahastoistaan erittäin tervettä palkkiotasoa ja arviomme mukaan keskimääräinen hallinnointipalkkio selvästi yli 1%.

EAB AUM 2018e



Jatkuvien palkkioiden osuus-% 2018e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

KY-rahastot sisältävät yhtiön pääomarahastot (kiinteistökehitys, vuokratuotto, älyenergia ja Intia Aurinko) ja niiden palkkiotuotot olivat 2018 1,8 MEUR tai 9 % palkkiotuotoista. Palkkiotaso on näissä rahastoissa myös erittäin hyvä ja arviomme mukaan selvästi yli 1 %. KY-rahastot ovat yhtiön strategian keskiössä ja yhtiön tavoitteena on kasvattaa niitä voimakkaasti.

Tuottosidonnaiset palkkiot olivat 2018 noin 1,9 MEUR tai 10 % yhtiön palkkiotuotoista. Tuottosidonnaisia palkkioita tuli 2018 pääosin kiinteistökehitys I -rahastosta. Tuottosidonnaisten palkkioiden ennustettavuus on alalle tyypillisesti heikko. Arviomme mukaan tuottosidonnaiset palkkiot tulevat myös jatkossa keskittymään KY-rahastoihin.

Täyden valtakirjan omaisuudenhoidon palkkiotuotot olivat 2018 1,8 MEUR tai 9 % yhtiön palkkiotuotoista. Täyden valtakirjan salkuissa yhtiö saa arviomme mukaan noin 1 %:n palkkion, jonka lisäksi yhtiö saa myös alla olevien tuotteiden palkkiot. Valtaosa täyden valtakirjan varallisuudesta on sijoitettu omiin rahastoihin ja näin ollen täyden valtakirjan todellinen merkitys on raportoitua liikevaihtoa suurempi.

Vakuutustuotteiden myynnin palkkiotuotot olivat 2018 1,5 MEUR tai 8 % yhtiön palkkiotuotoista. Vakuutustuotteet tarkoittavat käytännössä kumppanien vakuutuskuoria, joiden myynnistä yhtiö kirjaa merkittävän kertaluontoisen palkkion. Tämän jälkeen vuosittain pienemmän palkkion. Vakuutuskuorien sisällä tuotteet sijoitetaan pitkälti yhtiön omiin rahastoihin, joista yhtiö kirjaa

erilliset palkkiot. Vakuutuskuorien myynti on vaikeutunut viimeisen vuoden aikana johtuen kasvaneesta regulaatiosta sekä epävarmuudesta verotukseen liittyen. Arviomme mukaan vakuutuskuorien suhteellinen osuus liiketoiminnasta tulee laskemaan jatkossa.

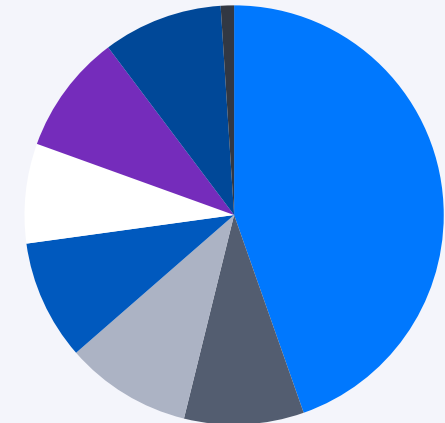
Muut sijoituspalvelutuotot ja välityspalkkiot olivat 2018 1,8 MEUR tai 9 % palkkiotuotoista. Ne sisältävät merkintä ja järjestelypalkkioita pääosin pääomarahastoista. Erä on vahvasti sidoksissa uusmyynnin kehitykseen ja se on luonteeltaan kertaluontoista. Sijoittajan kannalta tämän erän merkitys on vähäisempi, sillä asiamiehet saavat merkittävän osan merkintäpalkkioista.

Palvelutoiminnan tuotot olivat 1,8 MEUR ja 9 % konsernin palkkiotuotoista. Palvelutoiminnan tuotot sisältävät yhtiön palveluliiketoiminnan, joka kattaa mm. henkilöstörahastot, ulkopuolisten rahastojen hallinnoinnin sekä laki- ja neuvoantopalvelut. Palveluliiketoiminta on luonteeltaan jatkuvaa toimintaa ja yhtiöllä on strategisena tavoitteenaan kasvattaa tätä.

Muut tuotot olivat 0,2 MEUR ja ne sisältävät erilaisia pienempiä edellisiin eriin kuulumattomia tuotteita.

Kokonaisuutena yhtiön palkkiotuotoista hieman yli 70 % on arviomme mukaan jatkuvia. Luku on suhteellisen matala, kun huomioidaan yhtiön nykyinen vaisu kannattavuus ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää saada kasvatettua tätä osuutta. Jatkuvien tuottojen osuuden kasvattaminen on strategian keskiössä ja arviomme mukaan tämä taso tulee kasvamaan tulevaisuudessa.

Palkkiotuottojen jakauma 2018



- UCITS
- KY-rahastot
- Tuottosidonnaiset
- Täyden valtakirjan omaisuudenhoito
- Vakuutustuotteet
- Muut sijoituspalvelut&välityspalkkiot
- Palvelutoiminta
- Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Kulurakenne

Henkilöstökulut

Selvästi operatiivisesti merkittävin ja lyhyellä tähtämellä kiinteä kuluerä on henkilöstökulut (2018: 7,6 MEUR), jotka vastasivat noin 48 % palkkiotutoista 2018. Henkilöstökuluissa merkittäviä ajureita ovat henkilöstön määrä sekä keskimääräisen palkan kehitys (nousu). EAB:n henkilöstömäärä oli 2018 lopussa 108 (ei sisällä asiamiehiä).

Keskimääräinen vuosikulu/henkilö oli noin 70 TEUR vuonna 2018, mikä on alalle matala. Arviomme mukaan listattujen finanssisektorin yhtiöiden keskimääräinen työntekijäkulu on jonkin verran yli 100 TEUR. Arviomme mukaan eroa selittävät erityisesti erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät). EAB:llä on palkkalistoilla paljon tukifunktioissa työskenteleviä matalamman palkkatason henkilöitä, kun taas korkeapalkkaisemmat sidonnaisasiamiehet eivät näy palkkakuluissa (vaan palkkiokuluissa). Arviomme mukaan merkittävä osa EAB:n 4,1 MEUR:n palkkiokuluista meni sidonnaisasiamiehille. Asiamiehiä yhtiöllä oli vuoden vaihteessa hieman yli 20 kpl, joten keskimääräinen asiamiehen kustannus oli 2018 arviomme mukaan yli 150 TEUR. Jos nämä laskettaisiin mukaan kokonaisuuteen, nousisi keskimääräinen vuosikulu/henkilö yli 80 TEUR:n tasolle.

Palkkiokulut

Palkkiokulut ovat yhtiön toinen merkittävä kuluerä. Palkkiokulut koostuvat pääosin

asiamiesten palkkioista, mutta yhtiöllä on myös läpilaskutettavia rahastoja, joiden kulut näkyvät tällä rivillä. Palkkiokulujen määrä oli 2018 4,1 MEUR ja se vastasi 26 % yhtiön palkkiotutoista.

Muut hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut

Edellä mainittujen lisäksi merkittäviä kulueriä ovat muut hallintokulut sekä liiketoiminnan muut kulut. Muut hallintokulut liittyvät henkilöstökulujen ulkopuolisiin hallintokuluihin ja loput liiketoiminnan kulut ovat muita kuluja (mm. vuokrat, IT, markkinointi jne.). Yhteensä nämä kulut olivat vuonna 2018 noin 4,1 MEUR eli 26 % palkkiotutoista. Nämä kulut ovat pitkälti kiinteitä.

IFRS16 kasvattaa poistoja

EAB:n poistot olivat 2018 2,3 MEUR. Poistoista noin puolet koostui IFRS16:n mukaisista vuokratulujen poistoista ja toinen puolikas aineettomiin IT-investointeihin liittyviin poistoihin. Vuokratulujen lisäksi yhtiöllä ei ole muita merkittäviä aineellisia poistoja.

Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

Eliten kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja kulurakenteessa on vain vähän muuttuvia osia. Näin ollen tulospivu on erittäin voimakas molempiin suuntiin.

Näkemyksemme mukaan kaikkien kulurivien pitäisi skaalautua kohtalaisen hyvin liikevaihdon kasvaessa. Palkkiokuluissa asiamiehet saavat tuomistaan palkkioista arviomme mukaan noin 40 %:n osuuden ja näin ollen erä joustaa ja sekä skaalautuu varsin hyvin molempiin suuntiin

liikevaihdon mukana.

Henkilöstökulujen osalta emme näe oleellista painetta ylös henkilöstömäärässä, sillä IT-investointien hyötyjen myötä yhtiöltä pitäisi vapautua resursseja kasvun vaatimiin paikkoihin. Näemme kuitenkin painetta ylös yhtiön henkilöstökuluissa johtuen yhtiön toimialaa matalammista palkkatasoista sekä työntekijämixin asteittaisesta siirtymisestä kohti kalliimpia korkeamman lisäarvon työntekijöitä. Tästä huolimatta henkilöstökulujen pitäisi myös skaalautua suhteellisen hyvin.

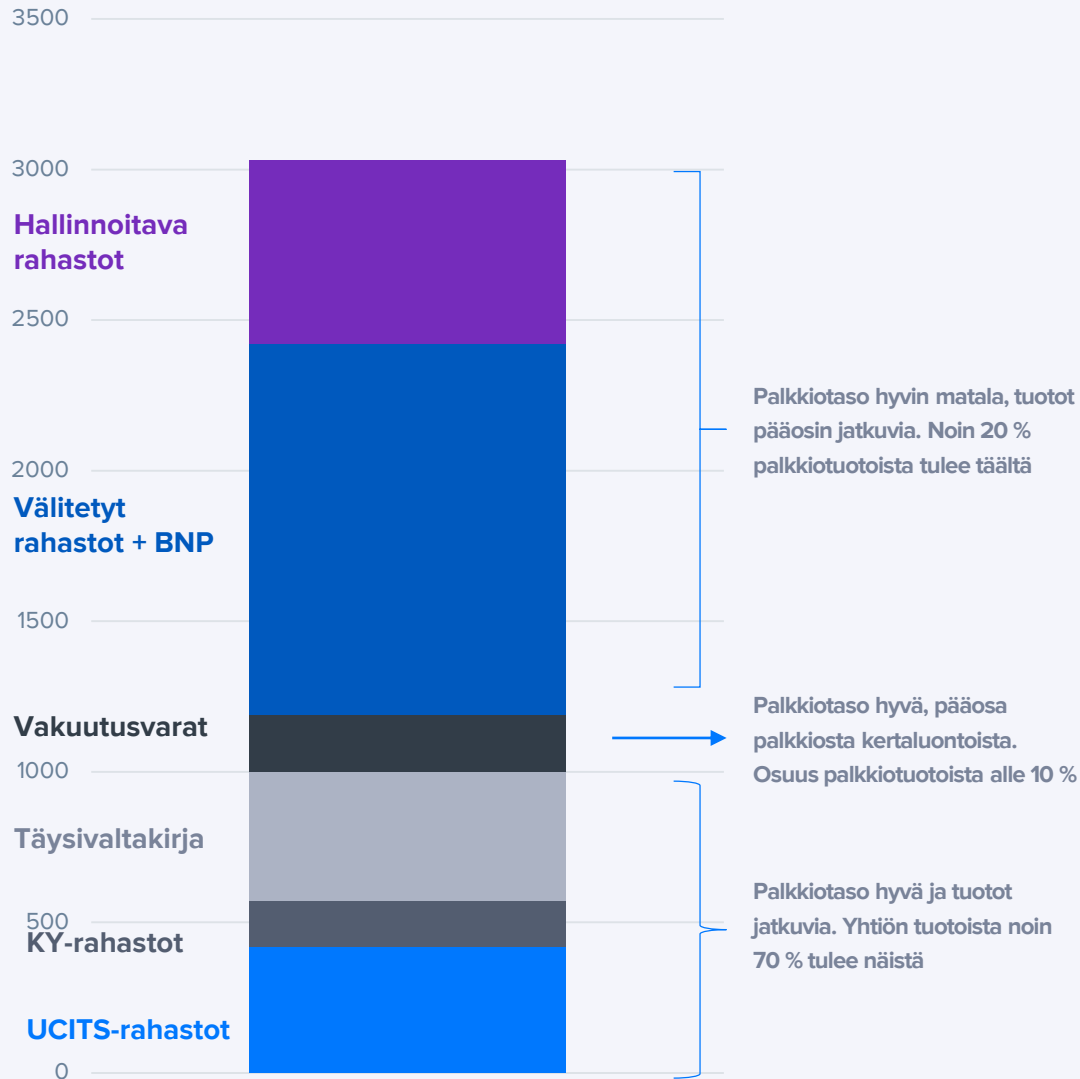
Muiden kulujen sekä poistojen osalta odotamme myös kohtuullista skaalautuvuutta, sillä yhtiöllä ei ole oleellisia paineita toimitiloissa tai IT-kuluissa nykytasolta. Markkinointikuluissa yhtiöllä on mielestämme selkeitä paineita ylös yhtiön panostaessa brändin rakentamiseen ja tunnettavuuteensa.

Kannattavuus vaisulla tasolla

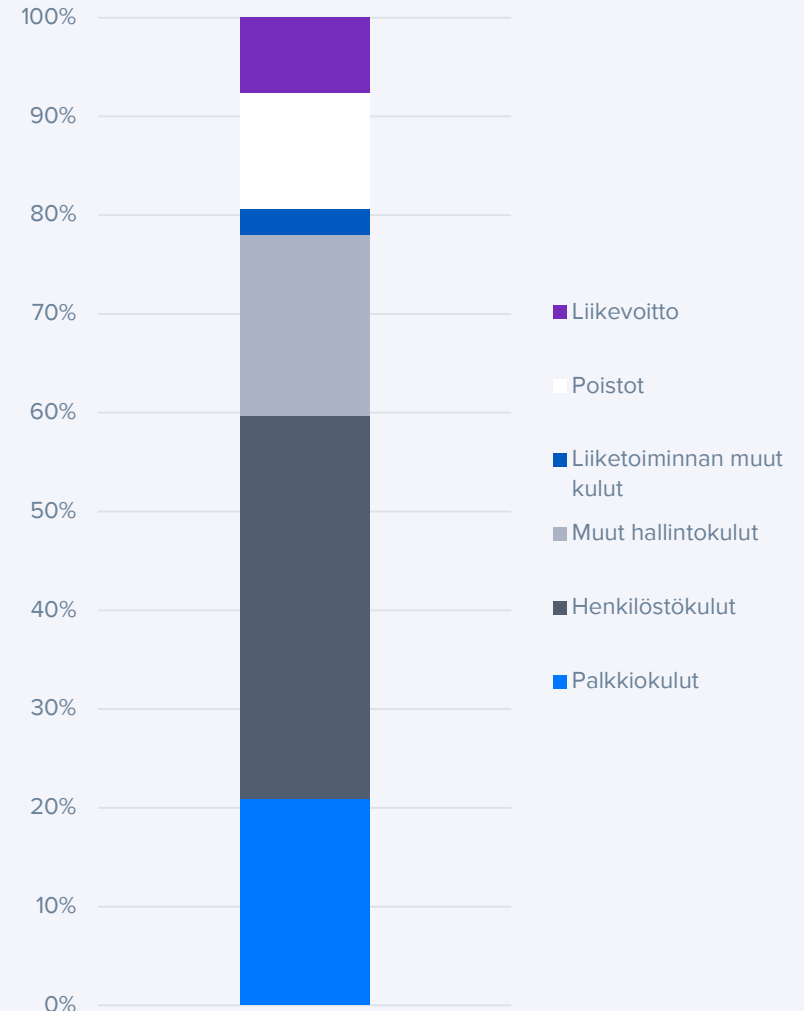
EAB:n liikevoittomarginaali oli 2018 vaatimaton noin 9 %. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan EAB:ssa liikevoittoprosenttia käyttökate-marginaalin sijaan, sillä yhtiön poistot ovat linjassa yhtiön investointien kanssa. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla edellytykset yli 20 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta se vaatisi taakseen liikevaihdon orgaanista kasvua ja onnistunutta kulujen hallintaa. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää parantaa kannattavuuttaan seuraavan 12 kk:n aikana, sillä nykyinen heikko kannattavuus ja suhteellisen ohut oma pääoma kasvattaa yhtiön riskiprofiilia.

EAB:n tulovirrat ja kulut

EAB AUM 2018e (MEUR)



EAB kulurakenne 2018



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Heikko track-record

3.

Skaalautuva kulurakenne

4.

Strategia kaipaisi terävöittämistä

5.

Yritysjärjestelyt

Potentiaali



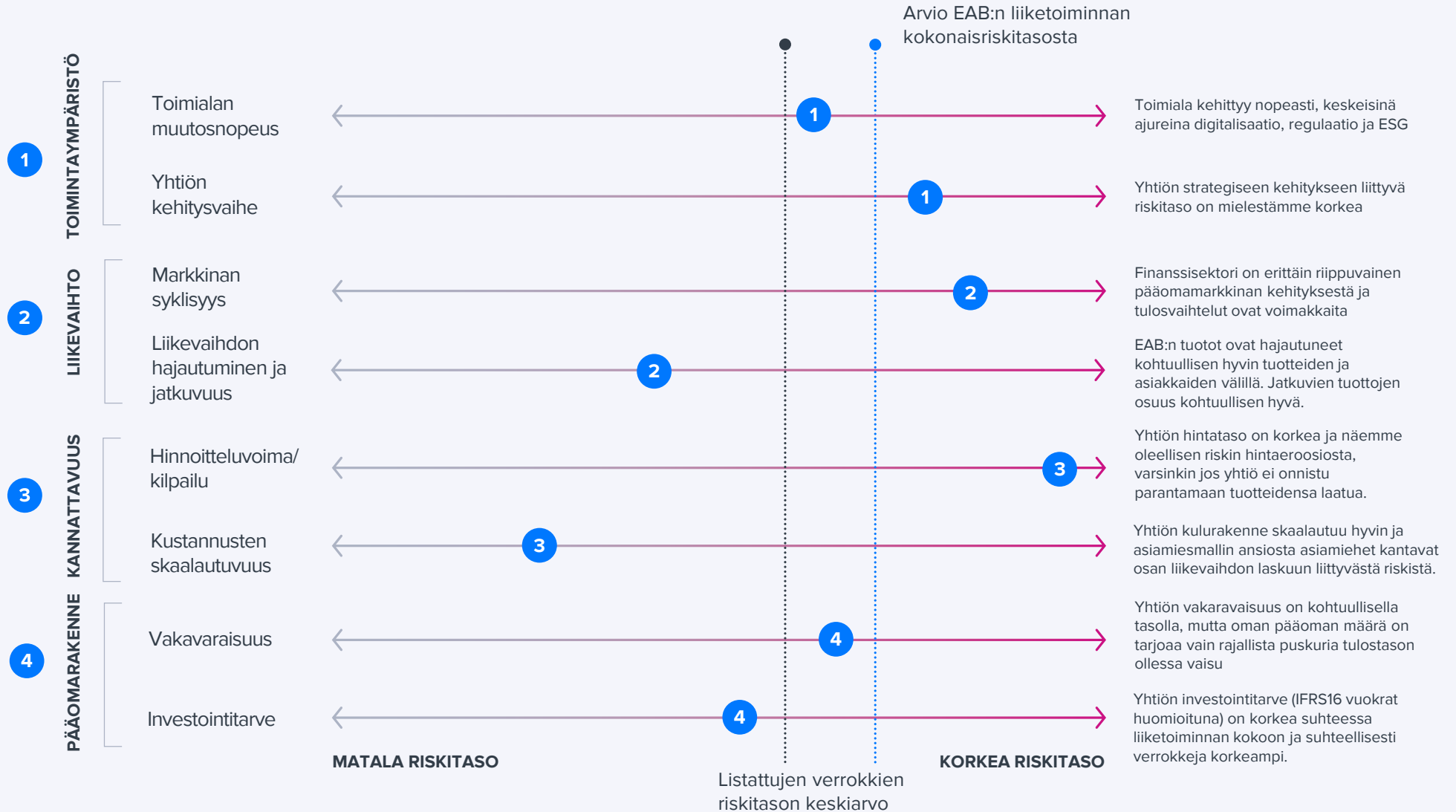
- Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa
- Uudet tuotteet ja palvelut
- Tuote- ja asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantaminen
- Liiketoiminnan skaalautuvuus
- Epäorgaaninen kasvu yritysjärjestelyillä

Riskit



- Palkkiotasojen eroosio
- Markkinatilanteen kestävyys
- Heikko kannattavuus ja ohut oma pääoma
- Strategian toteutuksen onnistuminen
- Maineriskit ja heikko track-record

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Riskit

Riskiprofiili on verrokkeja korkeampi

Näkemyksemme mukaan EAB:n riskitaso on sen verrokkeja korkeampi. Yhtiön riskitasoon vaikuttaa negatiivisesti yhtiön heikko track-record, tuotteiden vaisu performanssi ja verrokkeja heikompi positioituminen toimialan keskeisiin trendeihin (lisää sivulla 20). Tämä heijastuu myöhemmin yhtiöön soveltamassamme pääoman kustannuksessa sekä hyväksyttävässä arvostustasossa suhteessa verrokkeihin.

Tärkeimmät huomioitavat asiat riskeistä

Näkemyksemme mukaan Eliteen liittyvät keskeiset riskit ovat:

Strategian epäonnistuminen: Yhtiön track-record on heikko, mikä kasvattaa epävarmuutta strategian onnistuneeseen toteutukseen liittyen. Vaisulla tasolla oleva kannattavuus ja nykyinen taseasema antaa yhtiölle vain rajallista liikkumavaraa epäonnistumisia ajatellen. Yhtiön olisikin tärkeää saada liiketoiminta vakaamalle pohjalle ja kannattavuus nykyistä korkeammaksi operatiivisten riskien pienentämiseksi.

Palkkiotasojen eroosio. Näemme merkittävän riskin siitä, että keskipitkällä aikavälillä EAB:n nykyisiin kohtuullisen korkeisiin tuottotasoihin kohdistuu painetta. Näkemyksemme pohjautuu toimialan trendeihin, joihin näkemyksemme mukaan kuuluvat sijoittajien vaatimustason nousu, digitalisaation kiristävä kilpailu alemmissa segmenteissä sekä alan yleisessä hintatasossa nähtävissä oleva paine. Merkittävin tämä riski on mielestämme omissa rahastoissa, joiden täytyy onnistua sijoitustoiminnassaan erittäin hyvin, jotta nykyiset palkkiot ovat kestävällä tasolla.

Osakkeenomistajien tasavertainen kohtelu. EAB toteutti syksyllä 2018 järjestelyn, jossa se osti kahden suurimman osakkeenomistajansa (Nousukaari Oy sekä Elite Partners Oy) koko osakekannat. Näiden yhtiöiden omistajina ovat yhtiön avainhenkilöt (mm. hallituksen puheenjohtaja sekä kaksi muuta hallituksen jäsentä). EAB laski Nousukaari Oy:n sekä Elite Partners Oy:n omistajille uusia osakkeita saman verran kuin se oli järjestelyssä saanut, ja nämä järjestelyssä yhtiön haltuun tulleet osakkeet mitätöitiin. Järjestelyn vastapuolet myös maksoivat järjestelyn kulut, joten järjestely oli EAB:n muille osakkeenomistajille lopulta neutraali. Järjestelyä perusteltiin likviditeetin parantamisella sekä vapaasti vaihdettavien osakkeiden lisäämisellä mikä mahdollistaa päälistalle siirtymisen. Arviomme mukaan taustalla on todennäköisesti myös pääomistajien oma verosuunnittelu. Mielestämme järjestely asettaa EAB:n omistajat selvästi eriarvoiseen asemaan ja mielestämme se rikkoo hyvää hallintotapaa. Vaikka järjestelyllä ei lopulta ollut negatiivista vaikutusta EAB:n muille omistajille ja se mahdollistaa yhtiön päälistalle siirtymisen, kasvattaa se epävarmuutta ja epäluottamusta omistajien tasapuolisesta kohtelusta.

Markkinatilanteen kestävyys. Nykyinen nousumarkkina on kestänyt jo yli 10 vuotta ja on varsin todennäköistä, että osakemarkkinoiden tuotot jäävät lähivuosina merkittävästi viime vuosien erinomaisista tasoista. EAB:n hallinnoitava varallisuus ja sitä kautta saatava jatkuva tulovirta voisi laskea merkittävästi, jos osakemarkkinat kääntyisivät laskuun. Samalla myös yhtiön hyväksyttävä arvostustaso todennäköisesti laskisi sektorin mukana.

Regulaation muutokset. Regulaation jatkuvasti kasvava määrä on rasittanut finanssisektorin yhtiöitä viime vuosina merkittävästi. Vaikka regulaatioissa ei lyhyellä aikavälillä olekaan näköpiirissä uusia merkittäviä muutoksia, liittyy sen muutoksiin jatkuvaa epävarmuutta mikä kohottaa sektorin yhtiöiden riskitasoa. EAB:n kannalta merkittävin riski liittyyne sidonnaisasiamiesmalliin ja siihen mahdollisesti kohdistuviin muutoksiin. Regulaatiomuutoksilla voi lisäksi olla myös välillisiä, ei ennakoitavissa olevia vaikutuksia.

Yrityskauppariskit. EAB on historiansa aikana tehnyt erittäin paljon yritysjärjestelyitä ja näitä on odotettavissa myös tulevaisuudessa. Vaikka esimerkiksi Alfred Berg-järjestely onnistui hyvin, liittyy yritysostovetoiseen kasvuun myös merkittäviä riskejä. Jatkuvat rakennemuutokset heikentävät myös näkyvyyttä ja siten muuten suhteellisen hyvää tuloskehityksen ennustettavuutta.

Taseasema. Yhtiön vakavaraisuus oli 2018 lopussa kohtuullisen hyvä 17,2 %. Yhtiön ydinomapääoma oli 2018 lopussa noin 8,2 MEUR, mikä antaa vain rajallista puskuria mahdollisia tappioita tai alaskirjauksia vastaan. Yhtiön olisikin tärkeää saada kannattavuutensa nykyistä paremmalle tasolle, jotta taseeseen liittyvät riskit pienentyisivät.

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttöileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi merkittävästi vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

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

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

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

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien

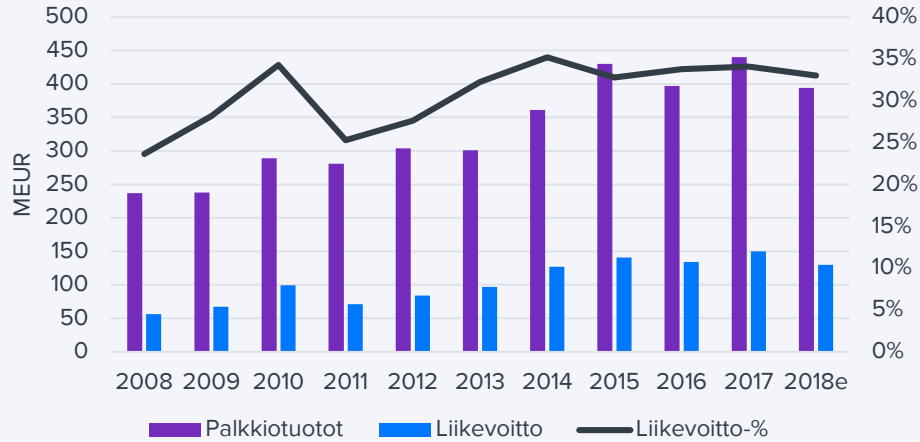
vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

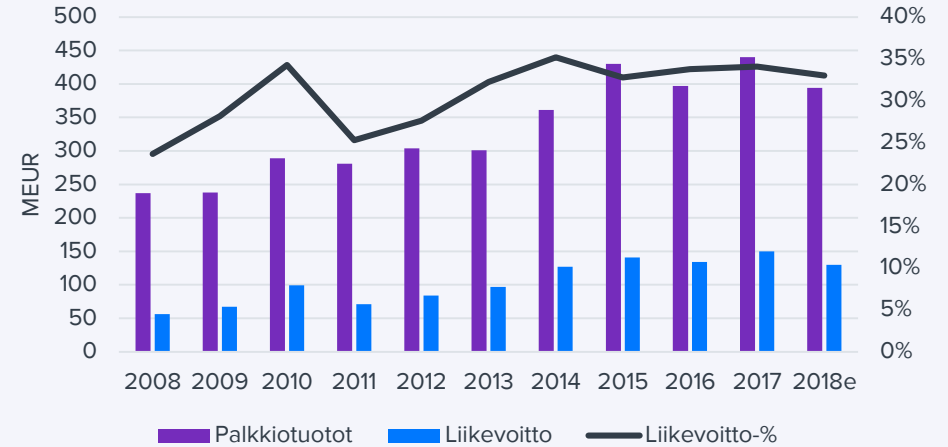
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vauhdilla, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa talousdatan H2'18:n aikana nähty selkeä heikentyminen ja tätä seurannut pääomamarkkinoiden epävarmuuden kasvu.

Varainhoitomarkkina

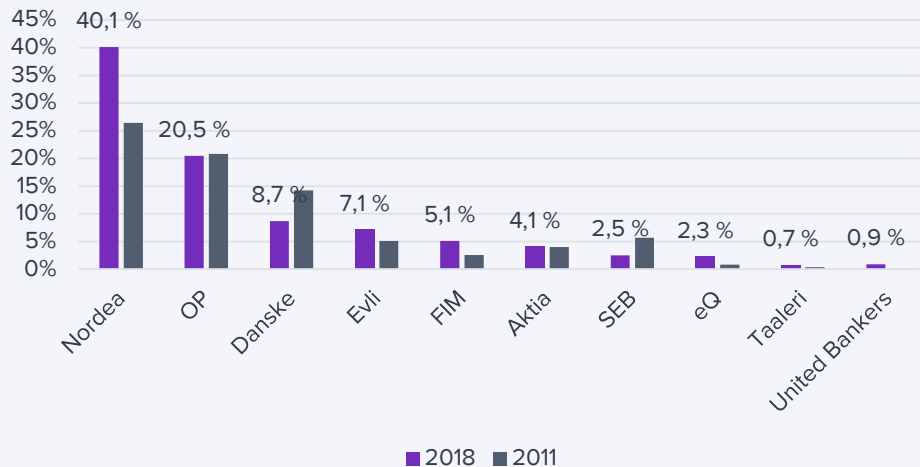
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



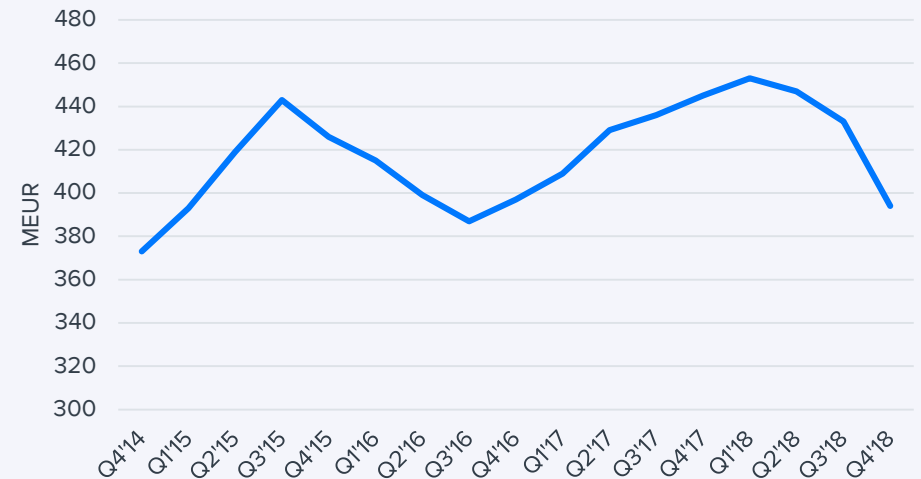
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



Toimialan trendit

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

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

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

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

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalveluista segmentistä (matalammat varallisuusluokat) on tullut houkutteleva kohderyhmä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

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

Pysyvästi matala korkotasoa. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan riskiprofiliaan paikatakseen korkosalkun jättämisen aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahasot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan.

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

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

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

EAB:n positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	EAB:n asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓	EAB on implementoinut uuden regulaation täysimääräisesti osaksi toimintaansa. 2018-2019 voimaan astunut regulaatio ei enää rasita yhtiön liiketoimintaa. Asiamiesmallin tulevaisuus pitkällä aikavälillä luo tiettyä epävarmuutta.
Vaatimustason nousu	✓	Yhtiön rahastojen menestys on viimevuosina ollut heikkoa ja rahastojen performanssilla on vaikea perustella niiden korkeita palkkiorakenteita. Kiinteistökehitysrahasto on tästä poikkeus.
Matala korkotaso	✓✓	Yhtiö ei ole täysimääräisesti pystynyt hyödyntämään matalan korkotason mahdollisuuksia tuotekehityksessään. Uusmyynnissä yhtiö on muiden finanssitoimijoiden tapaan hyötynyt matalan korkotason aiheuttamasta riskillisempien tuotteiden kysynnän kasvusta.
Digitalisaatio	✓✓	Yhtiöllä on ollut haasteita IT-järjestelmiensä kanssa ja niihin käytetyt kustannukset ovat merkittävät. 2019 aikana yhtiön tulisi viimein saada uusi IT-järjestelmänsä käyttöön jonka tulisi laskea kustannuksia ja tehostaa prosesseja. Yhtiö ei kuitenkaan ole juurikaan hyödyntänyt digitalisaation tuomia mahdollisuuksia esimerkiksi asiakaspeiton kasvattamiseksi.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓	Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat yhtiön strategian ytimessä, mutta tähän mennessä kiinteistökehitysrahastot ovat ainoat merkittävät konkreettiset tulokset tästä.
Hintatason jatkuva paine	✓	Yhtiön hintataso on korkea ja tuotteiden laatu ei ole viimevuosien track-recordin perusteella linjassa tämän kanssa. Näemme palkkioiden eroosion yhtenä keskeisenä riskinä. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää parantaa tuotteidensa laatua, jotta nykyisenkaltaiset palkkiotasot voidaan säilyttää.
Vastuullisuus	✓✓	Vastuullisuus ei ole EAB:n asiakaskunta huomioiden yhtiölle erityisen merkittävässä roolissa. Yhtiö on kuitenkin integroinut ESG:n osaksi sen salkunhoidon prosesseja. Yhtiö pystyy myös hyödyntämään BNP:n vahvaa ESG-osaamista mm. tuotetarjonnassaan.

Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

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

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa markkinatilanne. Rajusti lisääntynyt regulaatio on viime vuosina vauhdittanut alan konsolidaatiota. Toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota ja konsolidaatio on kiihtynyt entisestään kasvaneen regulaation myötä. Esimerkkejä konsolidaatiosta ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin SPL-hankinta, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfred Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: Valtaosalla tämän ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki,

välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite Alfred Berg, Titanium, ICECAPITAL ja United Bankers.

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

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Pankit ovat viime vuosina kasvattaneet voimakkaasti perinteisen pankkiliiketoiminnan ulkopuolisia tulovirtoja ja etenkin varainhoito on ollut strategiassa lähes kaikilla keskeisessä roolissa.

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

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa

laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatioissa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos ja ICECAPITAL) ovat mielestämme kiinnostavia ostokohteita johtuen vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kasvavasta kiinnostuksesta.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi (2018 aikana arvostustasot hieman laskeneet markkinan epävarmuuden kasvun johdosta). Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

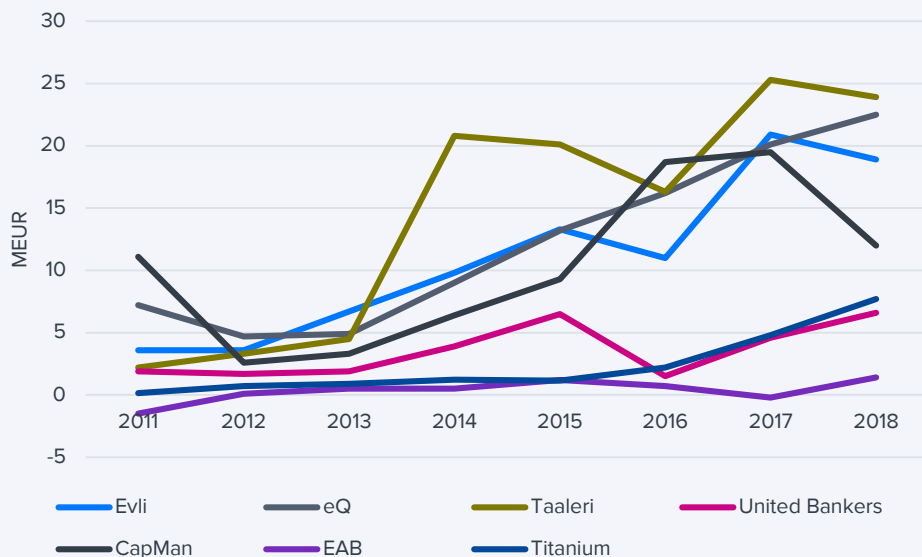
Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen asti.

Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

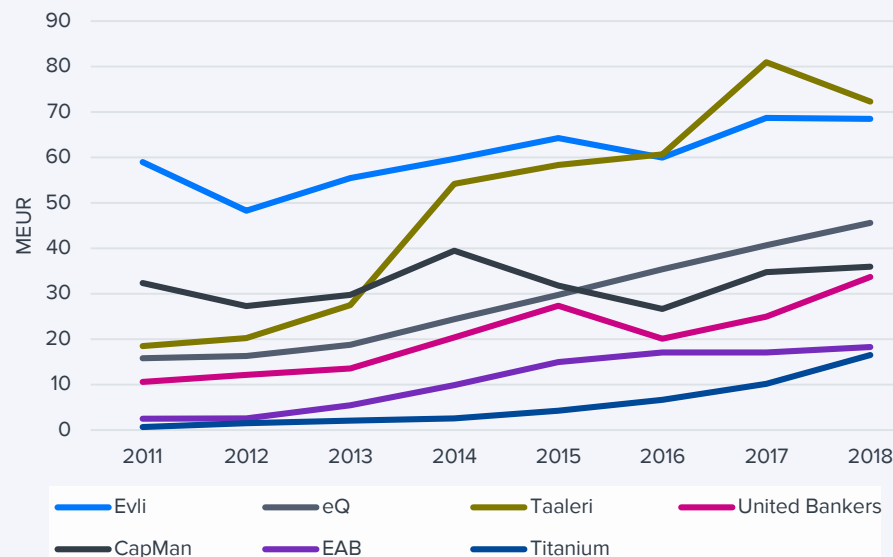
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Privanet
MCAP (MEUR)	365	207	90	190	40	250	75	15
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1000%. IRR 35%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +50%. IRR +35%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +35%. IRR 10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -35 %, IRR noin -10 %.	2013 alkaen kokonaistuotto noin 140%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR noin -30 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +30%. Kannattavuus vahva, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT noin 30%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	EBIT-% 2018 vaisu 9 %. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus parantunut, mutta vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	2018 tulos painui rumasti tappiolle myös käyttökatetasolla.
Track-record	2014-2018 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2018 EPS +4,0. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2018 EPS CAGR 12%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos noussut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on vahva.	Tuloskehitys jäänyt viimevuosien odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Heikkoutena myynnin tehokkuus ja tuotteiden vaihteleva laatu.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omissa sijoituksissa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysosot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Kannattavuuden parannus yhä selvemmin fokuksessa mm. kulutehokkuuden ja uusmyynnin myötä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitussalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yritysosot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien liikevaihtojen kehitys



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

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

EAB:n tase on sijoittajan näkökulmasta varsin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2018 lopussa 36,4 MEUR ja oma pääoma 22,1 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli vuoden lopussa 6 MEUR (ei sisällä IFRS16 myötä kasvaneita vuokravastuita, jotka ovat noin 3 MEUR).

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 13,4 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen viime vuosien yritysjärjestelyihin. Liikearvon ja aineettoman omaisuuden määrä on suhteellisen korkea suhteessa yhtiön nykyiseen tulokuntoon. Yhtiö käyttää omissa käyvän arvon laskelmissaan varsin kunnianhimoisia muuttujia (15 % liikevaihdon kasvu ja 5 %-yksikön marginaaliparannus per vuosi) ja suhteessa näihin muuttujiin yhtiöllä on edelleen kohtuullisesti puskuria. Emme lyhyellä aikavälillä näe aineettomiin eriin liittyvää alaskirjausriskiä, kunhan yhtiön tuloskehitys paranee nykyisestä. Liikearvon määrä suhteessa yhtiön vakavaraisuuspuskuriin on kuitenkin korkea ja mikäli tuloskehitys jatkuisi heikkona, nostaisi tämä yhtiön riskiprofilia selvästi.

Aineellista omaisuutta yhtiöllä on taseessa 3,2 MEUR ja tästä valtaosa on IFRS16 liittyviä vuokravastuita. Muilta osin liiketoiminta ei toimialalle tyypillisesti sido juurikaan aineellista pääomaa.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2018 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 1,1 MEUR:n arvosta sekä noin 13,2 MEUR saamisia. Saamisten korkeaa määrää selittää osin vakuutustuotteiden myynti, jossa yhtiö

kirjaa etupainotteisesti merkittävät tuotot, mutta saa niistä kassavirran vasta myöhemmin.

Kokonaisuutena yhtiön tase on kohtuullisessa kunnossa ja 2018 lopun omavaraisuusaste oli 61 %.

Vakavaraisuus

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Käsityksemme mukaan regulaattorin asettama minimitaso yhtiön kokonaispääoman vähimmäisvaateelle (CET 1) on EAB:n tapauksessa edelleen 8 %. Yhtiön raportoima CET1-vakavaraisuus oli 2018 lopussa 17,2 %.

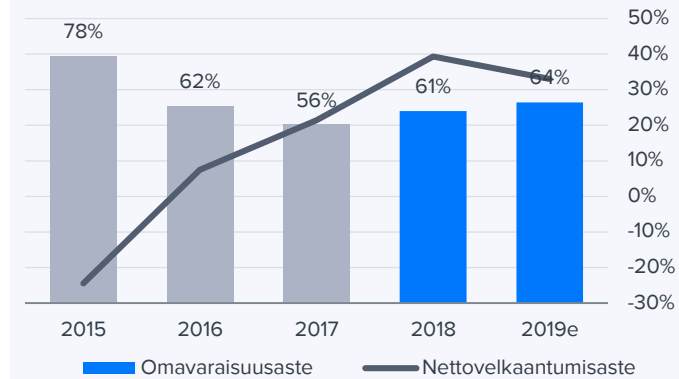
Vakavaraisuus parani selvästi 2018 syksyllä toteutetun osakeannin myötä ja on terveellä tasolla. Yhtiön tulokunto on kuitenkin tällä hetkellä heikko (H2'18 liikevoitto 0,3 MEUR) ja 8,2 MEUR:n ydinpääoma tarjoaa vain rajallista puskuria mahdollisia tappioita tai alaskirjauksia vastaan.

Tase mahdollistaa kohtuullisen kokoisia yrityskauppoja

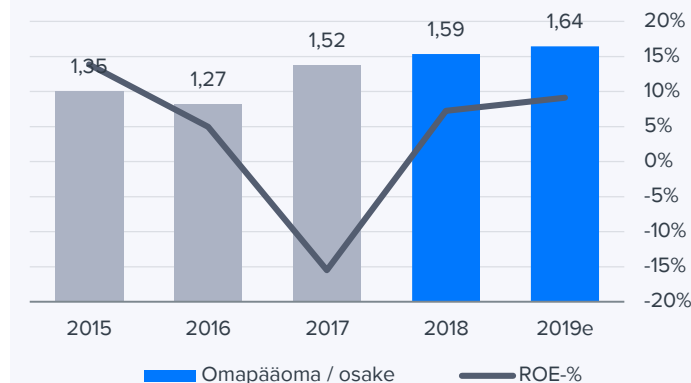
EAB on strategiassaan varsin selkeästi kertonut haluavansa olla kasvuyhtiö. Yhtiö etsii jatkuvasti uusia yritysostokohteita ja pidämme yritysostoja erittäin todennäköisinä 1-2 vuoden tähtäimellä.

Yrityskauppoja ajatellen yhtiön tase antaa vain rajallista liikkumavaraa, ja etenkin suuremmissa järjestelyissä yhtiön tulisi todennäköisesti käyttää myös omaa osakettaan maksuvälineenä.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 1/2

2019 yhtiöllä pitäisi olla edellytykset parantaa tulostaan

EAB on ohjeistanut 2019 liikevaihdon kasvavan hieman vuodesta 2019 ja tuloksen olevan positiivinen. Ohjeistus on mielestämme hyvin varovainen, mikä on ymmärrettävää, kun huomioidaan yhtiön viime vuosien jatkuvat tulosvaroitukset (ohjeistusta tarkistettu alaspäin jokaisena täytenä pörssivuotena) sekä heikentyneen talouskasvun myötä kasvanut markkinatilanteen epävarmuus.

Lähtökohtaisesti EAB:llä pitäisi olla kohtuullisen hyvät edellytykset parantaa tulostaan kuluvana vuonna, kunhan markkinatilanne pysyy kohtuullisena. 2018 selvän tulospettymyksen jälkeen yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää yltää merkittävään tulosparannukseen ja nostaa kannattavuutensa lähemmäs toimialan keskiarvoja. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi strategisissa valinnoissa preferoida lyhyellä aikavälillä ennen kaikkea kannattavuutta ja pyrkiä säilyttämään strategiassaan tiukka fokus välttämällä rönsyilyä.

Liikevaihdon kasvu ja kulukontrolli tulosparannuksen ajureina

Ennustamme EAB:n liikevaihdon kasvavan 9 %:lla 21,3 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun ajureina ovat UCITS ja Ky-rahastojen kasvavat palkkiot (alkuvuonna kohonneet varallisuusarvot, uusmyynti ja uudet tuotteet). Nämä palkkiot ovat pääosin jatkuvia (pl. merkintäpalkkiot) ja ne ovat EAB:n arvokkainta tulovirtaa. Muiden tulovirtojen osalta odotuksemme ovat varovaiset johtuen niiden heikommasta ennustettavuudesta.

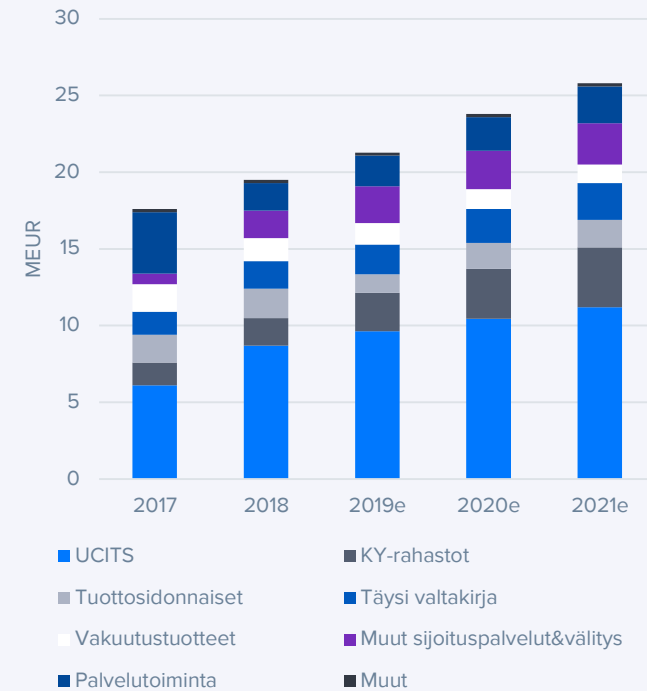
Hallinnoitavan varallisuuden ennustamme

kasvavan 3,2 miljardiin (2018 3,0 mrd) rahastojen sekä täyden valtakirjan myötä. Tästä kasvusta merkittävä osa syntyy, kun UCITS ja Ky-rahastot kirjataan valtaosin kahteen kertaan yhtiön AUM:iin itse rahastojen sekä täyden valtakirjan myötä.

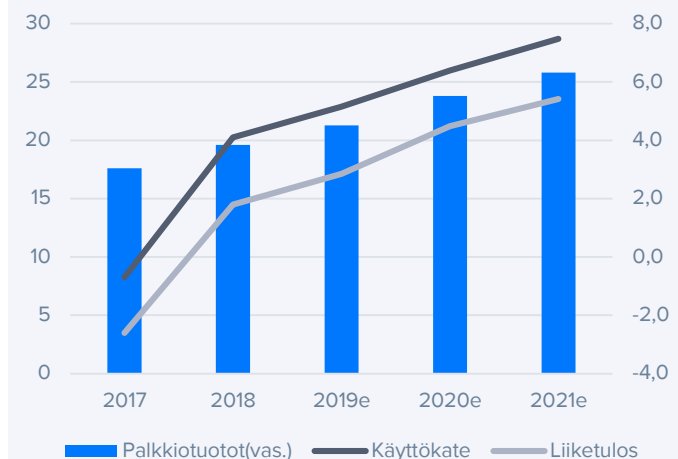
Kulurakenne on liikevaihdon lisäksi vuoden 2019 fokuksessa. Yhtiön kulutaso oli 2018 lopulta odotuksia korkeampi ja yhdessä liikevaihdon odotuksia vaisumman kehityksen kanssa syy tulospettymyksen taustalla. Yhtiöllä oli vuonna 2018 ylimääräisiä kuluja uuteen regulaatioon, AB-integraatioon sekä tiettyihin yritysjärjestelyihin. Lisäksi yhtiön IT-investoinneissa raskain vaihe alkaa olla takana ja IT-investointien pitäisi kääntyä asteittain lievään laskuun. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset pitää kulutasonsa ennallaan 2019 edellyttäen, että yhtiö onnistuu kulukontrollissaan eikä lähde rönsyilemään strategiassaan.

Kulutason säilyessä ennallaan valuu liikevaihdon kasvu tehokkaasti viivan alle ja ennustamme käyttökateen olevan 5,2 MEUR. Poistotasossa ei tule tapahtumaan muutoksia ja ison poistomassan johdosta tuloskasvu heijastuu liikevoittoon voimakkaasti. Ennustamme liikevoiton kasvavan 60 %:lla 2,9 MEUR:oon ja EPS:n 54 %:lla 0,15 euroon. Yhtiö on kirjannut käsityksemme mukaan kaikki aiemmat verotappiot taseeseensa ja veroasteen tulisi olla tästä eteenpäin 20 %. Nämä verot eivät vaikuta kassavirtaa ja ne on oikaistu kassavirtalaskelmasta. Ennustamamme liikevoittomarginaali 13 % paranee selvästi edellisvuodesta, mutta on edelleen vaisu ja kaukana yhtiön omista tavoitteista. Yhtiö tulee jatkamaan varsin avokätistä osingonjakoaan ja ennustamme osingon kasvavan 0,12 euroon.

Palkkiotuottojen jakauma



Operatiivinen kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/2

Tulosparannus jatkuu 2020

Yhtiön heikon track-recordin johdosta emme anna oleellista painoa ennusteissamme vuoden 2019 jälkeiselle periodille. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulee ensin todistaa edes kohtuulliseen kannattavuusparannukseen yltäminen, ennen kuin pidemmän aikavälin ennusteille voidaan alkaa antaa painoa. Samalla pitkän aikavälin ennusteemme ovat varsin konservatiivisella tasolla ja selvästi alle yhtiön omien ennusteiden.

Ennustamme EAB:n tulosparannuksen jatkuvan 2020. Tulosparannuksen keskiössä on 2019 tapaan liikevaihdon kasvu (2020e: +12 %) sekä onnistunut kulujen hallinta. Liikevaihdon kasvu tulee edelleen UCITS sekä Ky-rahastoista, joita yhtiö myy pääosin täyden valtakirjan varainhoidon kautta. Kiinteissä kuluissa ennustamme kohtuullista nousua varovaisuusperiaatteesta johtuen.

Periaatteessa yhtiöllä pitäisi olla edellytykset pitää kulutasonsa pitkälti ennallaan jatkuvan tehostamisen sekä parantuvan IT-tehokkuuden myötä syntyvän kulujen uudelleenallokaation johdosta. Yhtiön heikoista näytöistä johtuen varovaisuus on kuitenkin paikallaan myös täällä. Ennustamme käyttökatteen kasvavan 6,4 MEUR:oon ja liikevoiton 50 %:lla 4,4 MEUR:oon. Osakekohtainen tulos kasvaa 65 %:lla 0,25 euroon ja osinko 0,15 euroon.

Pitkän tähtäimen potentiaali

EAB:n pitkän aikavälin tulospotentiaalia on vaikea hahmottaa johtuen yhtiön heikosta track-recordista sekä heikokosta läpinäkyvyydestä.

Yhtiö itse on asettanut tavoitteekseen 35 %:n liikevoittomarginaalin ja liikevaihdon 15 % orgaanisen kasvun. Lähtökohtaisesti pidämme molempia tavoitteita varsin haastavina (käsitelty sivulla 8) lähivuosina.

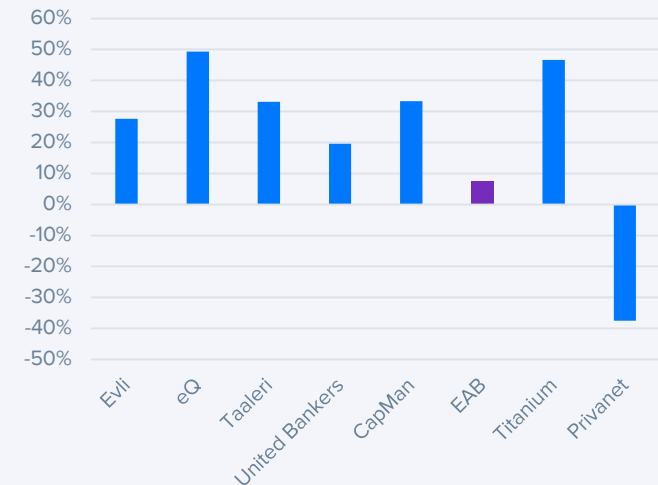
Simuloidaksemme yhtiön potentiaalia olemme olettaneet, että yhtiö yltää tavoitteisiinsa seuraavan kolmen vuoden aikana. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto olisi noin 32 MEUR, liikevoitto noin 11 MEUR ja vastaava EPS +0,60 euroa. Mielestämme nämä numerot eivät tällä hetkellä ole EAB:lle realistisia, mutta ne antavat sijoittajille indikaatiota yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista strategian toteutuksen onnistuessa. Näkemyksemme mukaan potentiaalain saavuttamisessa keskiössä ovat:

- Tuotekohtaisten kannattavuuksien parantaminen (isommat tuotekoot, pienet kannattamattomat tuotteet pois)
- Tuotteiden laadun parantuminen (yhtiön tuotteiden on tarjottava parempia tuottotasoja, jotta nykyisiä korkeita palkkiotasoja voi pitää perusteltuna)
- Strategian fokuoittaminen ja keskittyminen yhtiön kannalta vain tärkeimpiin teemoihin
- Rönsyjen karsiminen
- Tiukka kulukontrolli ja onnistuminen IT:n tehokkuusparannuksissa



Lähde: Inderes

Verrokkien liikevoitto-% 2018



Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	9,3	8,3	17,6	9,8	9,8	19,6	10,8	10,5	21,3	23,8	25,8	27,8
Konserni	9,3	8,3	17,6	9,8	9,8	19,6	10,8	10,5	21,3	23,8	25,8	27,8
Käyttökate	1,1	-1,8	-0,7	2,6	1,5	4,1	2,9	2,3	5,2	6,4	7,5	8,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-1,1	-1,9	-1,1	-1,2	-2,3	-1,2	-1,2	-2,3	-1,9	-2,1	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	-2,9	-2,6	1,5	0,3	1,8	1,7	1,1	2,9	4,5	5,4	6,6
Liikevoitto	0,3	-2,9	-2,6	1,5	0,3	1,8	1,7	1,1	2,9	4,5	5,4	6,6
Konserni	0,3	-2,9	-2,6	1,5	0,3	1,8	1,7	1,1	2,9	4,5	5,4	6,6
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	0,2	-2,9	-2,7	1,4	0,2	1,6	1,6	0,9	2,6	4,3	5,3	6,5
Verot	-0,1	0,4	0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,9	-1,1	-1,3
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
Nettotulos	0,2	-2,5	-2,3	1,3	0,2	1,5	1,3	0,7	2,0	3,4	4,2	5,2
EPS (oikaistu)	0,02	-0,22	-0,20	0,09	0,01	0,11	0,09	0,05	0,15	0,25	0,31	0,38
EPS (raportoitu)	0,02	-0,22	-0,20	0,09	0,01	0,11	0,09	0,05	0,15	0,25	0,31	0,38

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	1,0 %	4,9 %	2,8 %	4,9 %	18,6 %	11,4 %	10,3 %	6,8 %	8,6 %	11,8 %	8,4 %	7,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-28,6 %	-1176,6 %	-477,0 %	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	14,8 %	276,3 %	58,4 %	57,2 %	20,8 %	21,5 %
Käyttökate-%	11,8 %	-21,7 %	-4,0 %	26,6 %	15,2 %	20,9 %	26,7 %	21,7 %	24,2 %	26,9 %	29,0 %	30,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	-34,9 %	-14,8 %	15,4 %	3,0 %	9,2 %	16,0 %	10,7 %	13,4 %	18,8 %	21,0 %	23,7 %
Nettotulos-%	2,1 %	-30,3 %	-13,2 %	13,3 %	1,6 %	7,4 %	12,0 %	7,1 %	9,6 %	14,3 %	16,4 %	18,9 %

Lähde: Inderes

2017 alkaen numerot IFRS

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet EAB:n arvostusta suhteellisesti, absoluuttisesti sekä kassavirta-analyysillä. Viimeaikaisen kurssilaskun jälkeen osakkeen pahin yliarvostus on purkautunut ja osake on huomattavasti aiempaa järkevämmiin hinnoiteltu. Osakkeen potentiaali nojaa kuitenkin koviin tuloskasvuennusteisiin ja lyhyellä aikavälillä osakkeelle on vaikea löytää tukitasoja heikon tulostason ja epävarman osinkotuoton vuoksi.

Olemme EAB:n arvonnäilytyksessä soveltaneet 50 % painolla DCF-mallia (joka antaa painoa enemmän pidemmän aikavälin potentiaalille) ja 50 %:n painolla verrokkiryhmään pohjaavaa arvonnäilytystä (jossa paino lyhyen aikavälin kehityksessä). Näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on 2,5 euroa, johon laskemme myös tavoitehintamme (aik. 2,7 euroa).

Nostamme kuitenkin suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy), sillä osakkeen pahin yliarvostus on kurssilaskun myötä purkautunut. Osakkeen arvostustaso ei ole lyhyellä aikavälillä houkutteleva, vaikka ennustamamme tulosparannus realisoituisi ja parhaassakin skenaariossa tuotto-odotus olisi osingon verran positiivinen. Samalla sijoittajat kantavat selkeää riskiä (operatiivista sekä markkinariskiä) tulosparannuksen onnistumiseen liittyen ja tulosparannuksen epäonnistuessa osakkeessa olisi edelleen selkeää laskuvaraa tukitasojen puutteesta johtuen. Annamme osinkotuotolle vain vähän painoarvoa analyysissämme johtuen

osingon riippuvuudesta tulosparannuksen onnistumisesta.

Pidemmällä aikavälillä osakkeessa on potentiaalia mikäli yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa. Tälle on kuitenkin vaikea antaa painoa heikosta track-recordista johtuen. Osakkeessa on myös mukana kohtalainen yritysjärjestelyoptio (tarkemmin sivulla 31), mutta emme näe tämän antavan tukea osakekurssille.

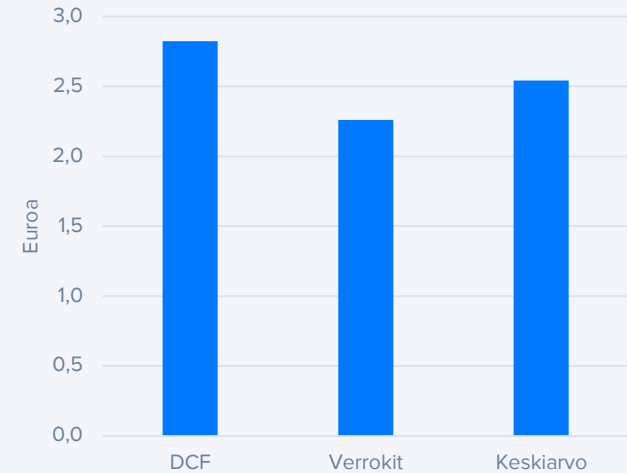
EAB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Merkittävä tulosparannuspotentiaali
- Parantunut läpinäkyvyys
- Yritysjärjestelyoptio

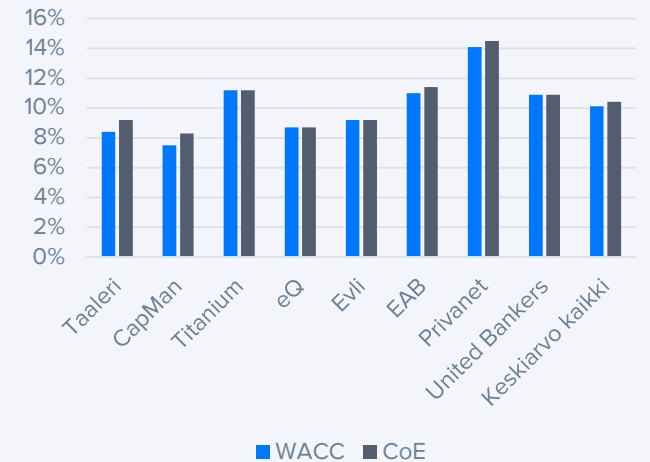
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Heikko track-record
- Markkinatilanteen epävarmuus
- Verrokkeja korkeampi riskitaso

Käypä arvo



Pääoman kustannus -%



Arvonmääritys 2/4

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että EAB:n kannattavuus paranee voimakkaasti lähivuosina ja liikevoittomarginaali nousee 24 %:iin 2022 mennessä. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittain laskemaan ja terminaaliyksiköllä kannattavuusennusteemme on 18 %. Ennusteemme ovat merkittävästi yhtiön oman historiallisen suorituskyvyn yläpuolella (2013-2018 EBIT-% keskiarvo 3,4 %). Kasvun osalta odotamme yhtiön kasvavan lähivuodet noin 10 %:n vauhtia ja pitkällä aikavälillä kasvu tasaantuu toimialalle käyttämäämme 2,5 %:iin. Yhtiöllä on taseessaan merkittävät hyödyntämättömät verotappiot ja näiden seurauksena yhtiö ei tule maksamaan tuloksestaan veroja tulevien vuosien aikana. Tällä on selkeä positiivinen vaikutus DCF-laskelmaamme.

Soveltamamme WACC-% on 11,0 % heijastelee yhtiön verrokkeja korkeampaa riskitasoa ja tulevaisuuden ennusteisiimme liittyvää epävarmuutta. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 2,8 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme osakkeen yliarvostuksesta. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys EAB:lle on suhteellisen heikko johtuen heikosta läpinäkyvyydestä ja vaisusta track-recordista. DCF-malli kuitenkin kertoo, että yhtiön pitäisi yltää ennusteitamme nopeampaan kasvuun sekä parempaan kannattavuuteen, jotta nykyistä kurssitasoa voitaisi pitää houkuttelevana.

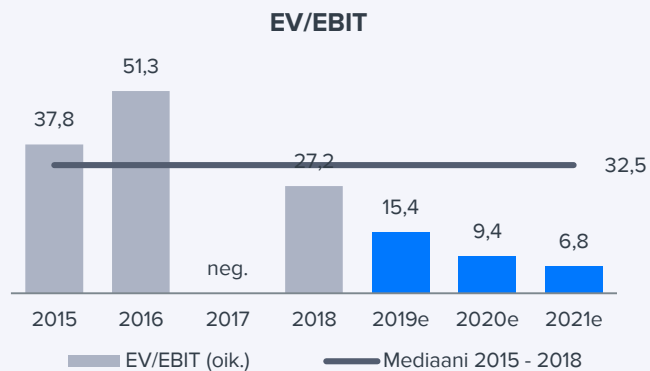
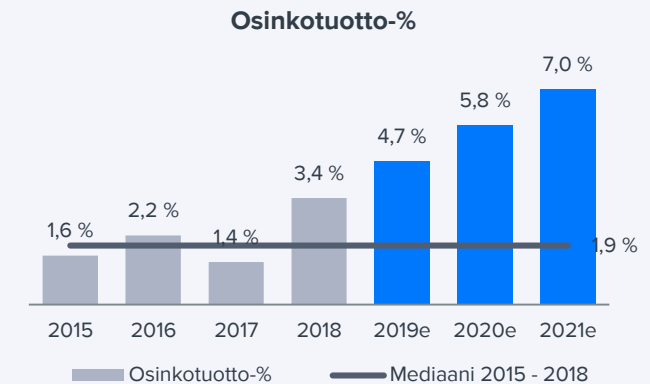
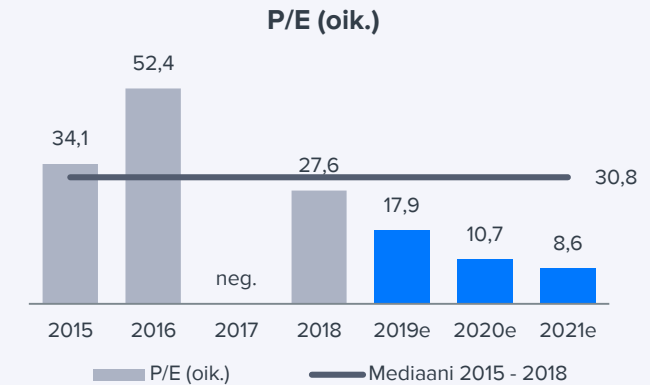
Arvostuskertoimet

EAB:n arvostustaso on säilynyt listautumisesta asti (2015) hämmästyttävän korkeana huolimatta pääosin heikosta liiketoiminnallisesta kehityksestä. Vuosien 2015-2018 P/E-kertoimet ovat olleet välillä 28-52x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 27-51x. Myös osinkotuotto on säilynyt matalana ja keskimääräinen osinko on ollut noin 2 %. Heikko liiketaloudellinen kehitys huomioiden yhtiölle ei mielestämme voida perustella näin korkeita kertoimia ja voidaankin mielestämme sanoa, että osake on ollut selvästi yliarvostettu listautumisestaan asti.

Yhtiön 2018 kriittisen tulosparannuksen epäonnistuttua osakekurssi on korjannut selvästi alaspäin ja mielestämme räikein yliarvostus osakkeesta on sulanut pois. Toteutuneilla luvuilla osake on edelleen kallis johtuen heikosta tulostasosta, mutta 2019 ennustamallamme selvällä tulosparannuksella P/E-kerroin laskee ensi kertaa yhtiön historiassa järkevälle 18x tasolle (vastaava EV/EBIT 15x). Vaikka kertoimet alkavatkin olla järkeviä, ei niitä voida edelleenkään pitää houkuttelevina huomioiden tulosparannukseen liittyvä epävarmuus ja yhtiön kohollaan oleva riskitaso.

Vuoden 2020 ennusteillamme P/E-kerroin laskee 11x tasolle (vastaava EV/EBIT 9x) ja ensi kertaa houkuttelevalle tasolle. Emme kuitenkaan ole vielä tässä vaiheessa valmiita antamaan painoa 2020 kertoimille.

Osinkotuotto on kohtuullinen (2019e: 4,7 %), mutta huomautamme sen olevan täysin riippuvainen tuloskehityksestä. Tämän johdosta osinko ei anna osakkeelle oleellista tukea kohtuullisesta tasosta huolimatta.



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmä

EAB:lle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Nämä yhtiöt kilpailevat pitkälti samoista osaajista sekä asiakkaista ja yhtiöiden tuotepaletit ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleria, Evliä, Titaniumia, eQ:ta, Titaniumia, United Bankersia CapMania ja Privanetia. Verrokkien joukko on varsin kirjava ja esim. CapMan ja Privanet ovat mielestämme käytännössä sijoitusyhtiötä.

Suhteellista valuuaatiota haarukoidessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBITDA-kertoimille sekä osinkotuotolle. Suhteessa verrokkiryhmään EAB hinnoitellaan selvällä preemiolla. Tulos pohjaiset EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 2019 osalta 39 % ja 25 % yli verrokkiryhmän. Ottaen huomioon

EAB:n verrokkeja pääosin korkeamman riskitason sekä tulosparannukseen liittyvän ison epävarmuuden, ei tätä voida pitää perusteltuna. Vuonna 2020 tulos pohjainen preemio supistuu selvästi, mutta edes näillä kertoimilla osaketta ei voida pitää aliarvostettuna. Ainoa tuloskerroin, jolla EAB näyttää edulliselta suhteessa verrokkiryhmään, on EV/EBITDA. Tämä johtuu kuitenkin pääosin siitä, että yhtiöllä poistotaso on suhteellisesti verrokkeja korkeampi. IFRS16 muutoksen jälkeenkin käyttökatte antaa kohtuullisen hyvän kuvan yhtiön kassavirran generointikyvystä ja pidämme perusteltuna käyttäjä sitä yhtenä kolmesta käyttämästämme arvostuskertoimesta.

Osinkotuotto on osingon vahvasta kasvusta huolimatta verrokkiryhmän mediaanin alapuolella. EAB:n osinko on täysin riippuvainen tulosparannuksesta, minkä takia osinkoon liittyvä

riski on verrokkeja korkeampi. Näin ollen myöskään osinko ei tarjoa osakkeelle oleellista tukea.

Kokonaisuutena EAB:n osake vaikuttaa edelleen kalliilta suhteessa sen verrokkiryhmään. Yhtiötä tulisi nykytilanteessa hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkeihin ja suhteessa verrokkeihin osakkeessa on mielestämme selkeää laskuvaraa. Käytännössä yhtiön pitäisi ylittää lähivuosien tulosennusteemme merkittäväällä marginaalilla, jotta nykyinen arvostustaso olisi edullinen.

Soveltamalla 2019 EV/EBITDA, P/E ja osinkotuottoja identtisillä painoarvoilla saamme EAB:n käyväksi arvoksi 2,26 euroa per osake. Vuoden 2020 kertoimilla vastaava arvo on 2,55 euroa.

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Taaleri	7,22	205	268	10,9	10,3	10,3	9,6	3,6	3,4	10,7	9,9	4,4	4,6	1,6
eQ	8,60	327	317	10,9	10,4	11,5	10,8	5,8	5,5	14,3	13,9	7,2	7,4	5,1
United Bankers	7,75	75	80	16,0	13,3	8,9	8,0	2,3	2,2	10,9	9,6	6,2	7,1	2,5
CapMan	1,56	237	204	8,0	6,5	8,0	6,4	4,4	3,9	11,4	9,3	8,4	9,0	1,9
Privanet	0,76	10	15		14,6		7,3	1,8	1,8	36,0	8,0			1,0
Titanium	9,05	91	79	11,2	8,7	7,9	7,1	3,9	3,7	16,5	12,7	8,3	8,8	4,0
Evli	9,00	194	194	11,3	9,6	10,2	8,8	3,2	2,9	14,5	12,2	6,9	7,2	2,8
EAB Group (Inderes)	2,64	37	44	15,4	9,4	8,5	6,6	2,1	1,8	17,9	10,7	4,5	5,7	1,6
Keskisarvo				11,4	10,5	9,5	8,3	3,6	3,4	16,3	10,8	6,9	7,4	2,7
Mediaani				11,1	10,3	9,5	8,0	3,6	3,4	14,3	9,9	7,0	7,3	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				39 %	-9 %	-11 %	-18 %	-43 %	-49 %	25 %	8 %	-35 %	-22 %	-37 %

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

Arvonmääritys 4/4

Yritysjärjestelyoptio

EAB:ssa sijoittajat saavat mukanaan selkeän yritysjärjestelyoption. Nykyinen EAB on rakennettu pääosin yritysjärjestelyillä ja uskomme yrityskauppojen olevan oleellinen osa yhtiön sijoittajatarinaa myös jatkossa. Yritysjärjestelyiden osalta näemme kolme mahdollista skenaariota:

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

Mielestämme on selvää, että EAB tulee jatkamaan yritysostoin laajentumistaan tulevina vuosina. Yhtiöllä on mielestämme edelleen mahdollisuuksia parantaa sisäistä tehokkuuttaan kasvavan volyymin kautta ja myös sen tuotetarjonta kaipaisi täydennyksiä. Arviomme mukaan yhtiö on kiinnostunut etenkin laajentamaan tuotetarjontaansa, kasvattamaan AUM:aan sekä kasvattamaan palveluliiketoimintaansa yritysostoin. Yhtiön olisi yritysostoissa tärkeä säilyttää fokus ydinliiketoiminnassa. Ottaen huomioon yhtiön suhteellisen korkean arvostustason, tarjoaa oma osake yhtiölle edelleen houkuttelevan kaupankäyntivälineen ja näin ollen yhtiön taseasema ei oleellisesti heikennä sen kykyä tehdä yrityskauppoja.

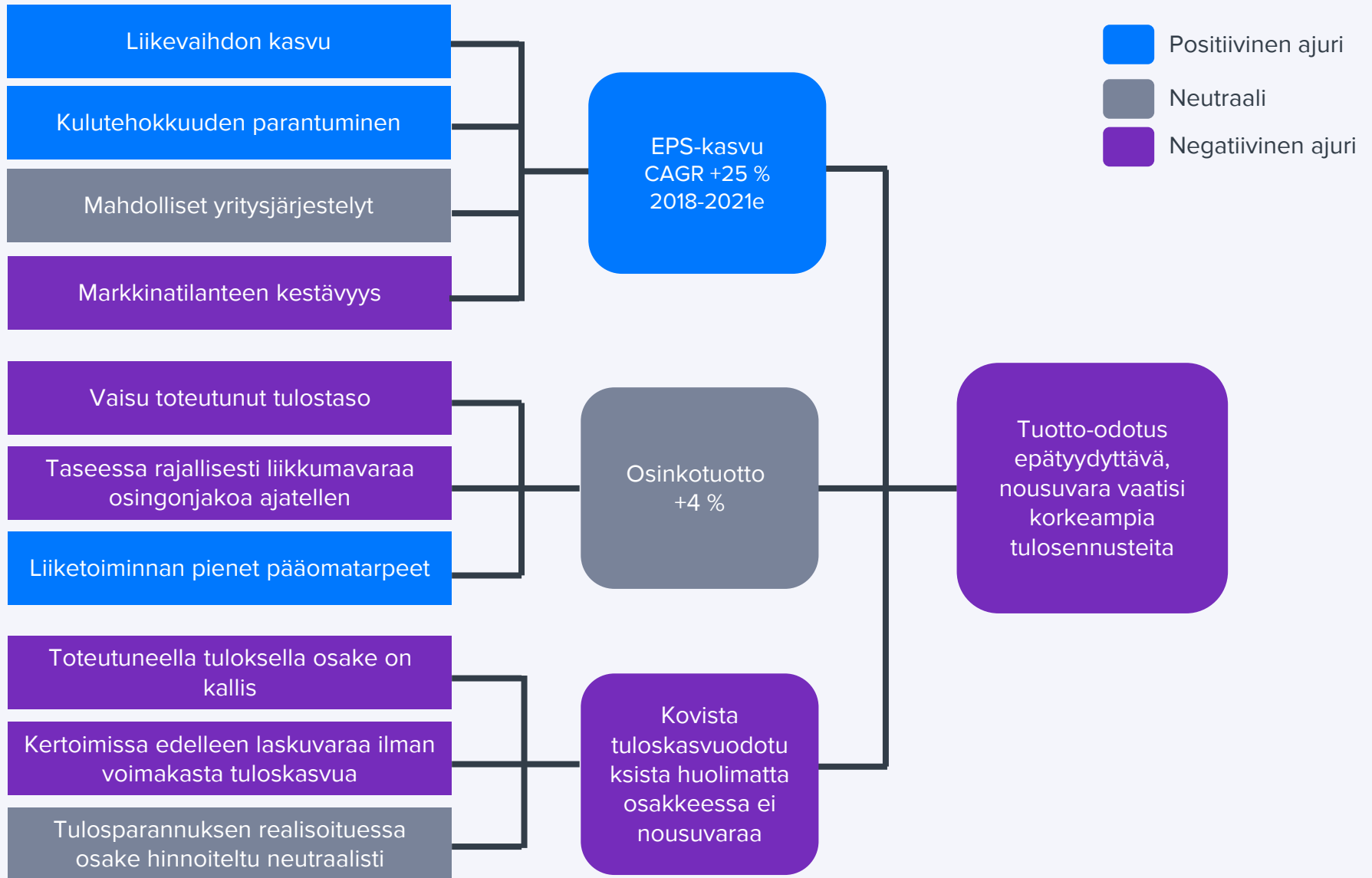
Finanssisektorin laajemman fuusion osalta uskomme, että toimialalle tulee 3-5 vuoden tähtäimellä syntymään yksi selvästi nykyisiä keskiuuria suurempi toimija, joka pystyy mittakaavansa ja tarjontansa puolesta haastamaan aiempaa voimakkaammin perinteiset pankit.

Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpana haasteena onkin todennäköisesti näkemuserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät.

Koska EAB:n markkina-arvo on suhteellisen pieni suhteessa muihin isomman kokonaisuuden luomiseen tarvittaviin yhtiöihin, tarkoittaisi EAB:n osallistuminen näihin järjestelyihin käytännössä samalla sitä, että EAB ostetaan pois pörssistä. EAB oli markkinahuhujen perusteella lähellä osallistua tämänkaltaiseen järjestelyyn viime vuonna, kun yhtiö oli fuusioitumassa OmaSäästöpankin kanssa.

Uskomme, että EAB olisi lähtökohtaisesti kiinnostunut olemaan mukana vastaavanlaisissa järjestelyissä. Todennäköisimpänä kumppanina yhtiölle pidämme toimijoita, jotka haluaisivat vahvistaa varainhoitoaan sekä maakunnallista läsnäoloaan. Todennäköisiä kandidaatteja olisivatkin mielestämme pankit. Pidämme suhteellisen epätodennäköisenä, että EAB päätyisi yhteen jonkun listatun suuremman finanssipalveluyhtiön kanssa (esim. eQ, Evli, Taaleri, CapMan) johtuen liiketoimintojen huonosta yhteensopivuudesta.

EAB:n arvoajurit 2018-2021

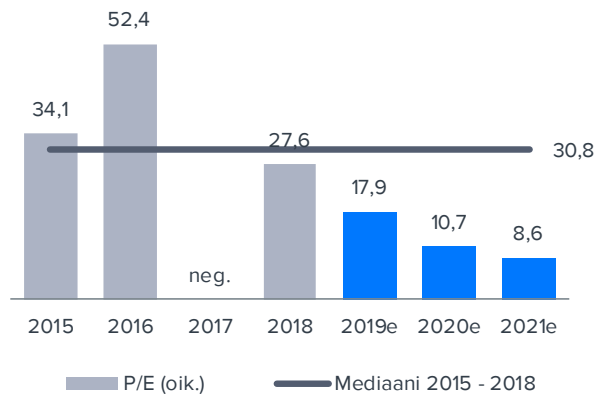


Arvostus yhteenveto

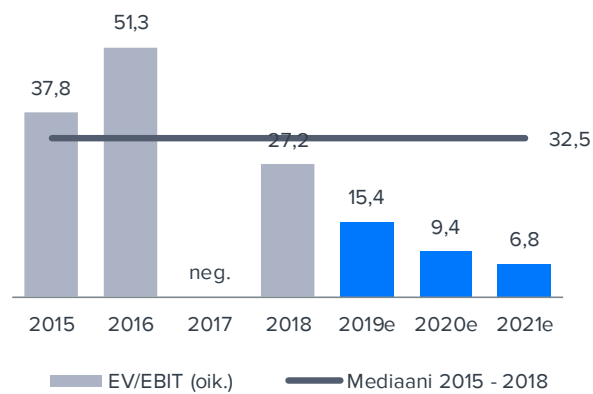
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi		4,87	3,35	4,23	2,90	2,64	2,64	2,64	2,64
Osakemäärä, milj. kpl		8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo		47	34	54	40	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)		44	35	58	49	44	42	37	34
P/E (oik.)		34,1	52,4	neg.	27,6	17,9	10,7	8,6	7,0
P/E		34,1	54,9	neg.	27,6	17,9	10,7	8,6	7,0
P/Kassavirta		neg.	neg.	neg.	neg.	11,8	9,7	5,2	6,6
P/B		4,1	2,7	3,1	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2
P/S		3,2	2,0	3,1	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto		3,0	2,1	3,3	2,5	2,1	1,8	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)		27,2	27,6	neg.	12,0	8,5	6,6	5,0	4,0
EV/EBIT (oik.)		37,8	51,3	neg.	27,2	15,4	9,4	6,8	5,2
Osinko/tulos (%)		60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	81,4 %	60,9 %	58,9 %	70,0 %
Osinkotuotto-%		1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	4,5 %	5,7 %	6,8 %	10,0 %

Lähde: Inderes

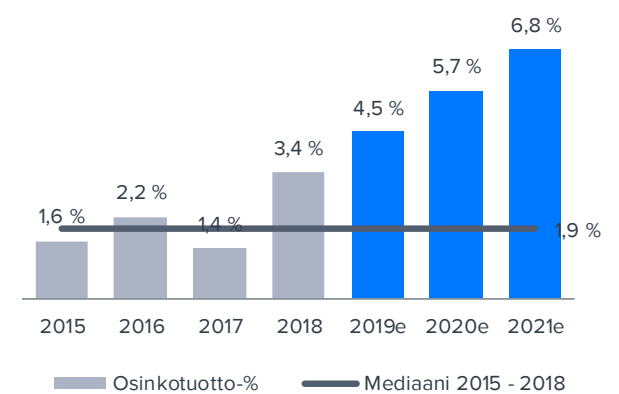
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



DCF-kassavirtalaskelma

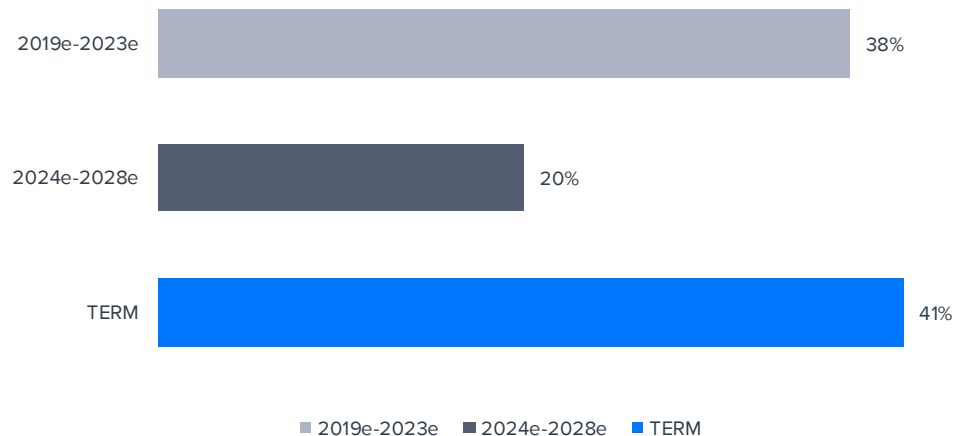
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,8	2,9	4,5	5,4	6,6	5,7	6,0	5,9	5,7	5,9	6,0	
+ Kokonaispoistot	2,3	2,3	1,9	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	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	-4,0	0,1	-0,5	1,7	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	0,1	5,2	5,9	9,2	7,9	7,7	6,6	6,6	6,6	7,4	7,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,4	3,1	3,8	7,1	5,6	5,4	4,2	4,1	4,1	4,9	4,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,4	3,1	3,8	7,1	5,6	5,4	4,2	4,1	4,1	4,9	4,6	54,9
Diskontattu vapaa kassavirta		2,9	3,1	5,3	3,8	3,3	2,3	2,0	1,8	2,0	1,6	19,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		47,9	45,1	41,9	36,6	32,9	29,6	27,3	25,2	23,4	21,5	19,8
Velaton arvo DCF		47,9										
- Korolliset velat		-9,8										
+ Rahavarat		1,1										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		39,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,82										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

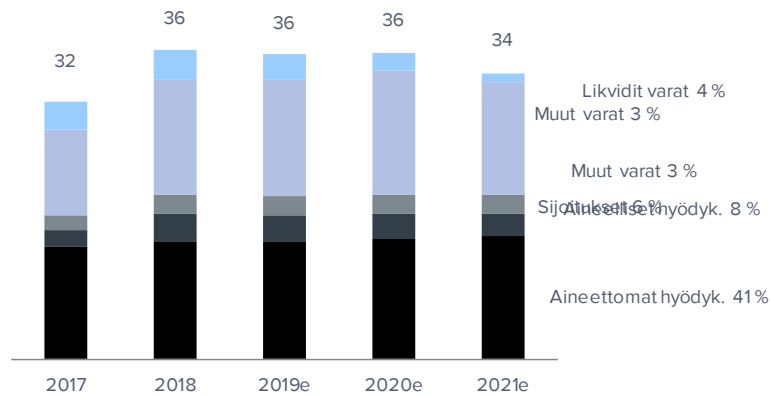
Rahavirran jakauma jaksoittain



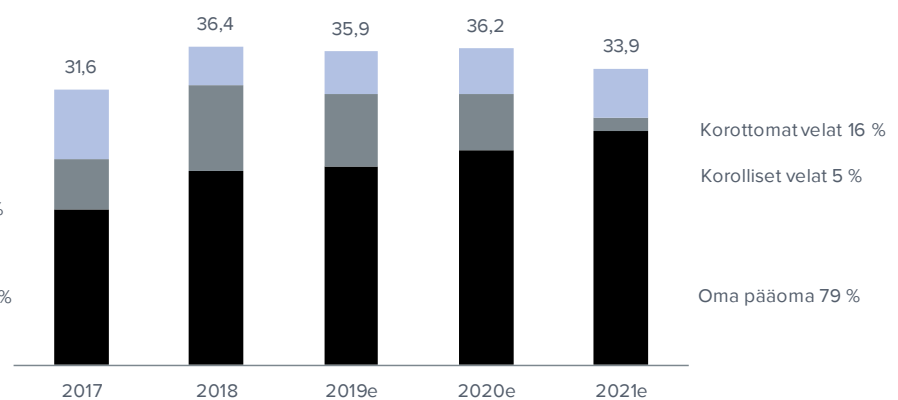
Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	19,7	22,1	21,4	20,7	19,7
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	3,9	4,3	4,3	4,6	4,9
Käyttöomaisuus	1,9	3,2	3,0	2,9	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Muut sijoitukset	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	2,9	2,8	2,3	1,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	11,8	14,3	14,5	15,5	14,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,8	13,2	13,4	14,3	12,9
Likvidit varat	2,0	1,1	1,1	1,2	1,3
Taseen loppusumma	31,5	36,4	35,9	36,2	33,9

Lähde: Inderes



Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	17,8	22,1	22,8	24,5	26,7
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-2,6	-1,0	-0,3	1,4	3,6
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	19,5	22,3	22,3	22,3	22,3
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	10,1	11,2	9,7	7,9	3,1
Laskennalliset verovelat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,8	9,8	8,3	6,5	1,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Lyhytaikaiset velat	3,7	3,1	3,4	3,8	4,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	3,1	3,4	3,8	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,6	36,4	35,9	36,2	33,9



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	17,1	17,6	19,6	21,3	23,8	EPS (raportoitu)	0,06	-0,20	0,11	0,15	0,25
Käyttökate	1,3	-0,7	4,1	5,2	6,4	EPS (oikaistu)	0,06	-0,20	0,11	0,15	0,25
Liikevoitto	0,7	-2,6	1,8	2,9	4,5	Operat. kassavirta / osake	-0,54	-0,18	0,00	0,37	0,42
Voitto ennen veroja	0,7	-2,7	1,6	2,6	4,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,23	-0,92	-0,54	0,22	0,27
Nettovoitto	0,6	-2,3	1,5	2,0	3,4	Omapääoma / osake	1,27	1,52	1,59	1,64	1,76
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,08	0,06	0,10	0,12	0,15
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	20,3	31,5	36,4	35,9	36,2	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	3 %	11 %	9 %	12 %
Oma pääoma	12,6	17,8	22,1	22,8	24,5	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-155 %	-686 %	26 %	24 %
Liikearvo	5,0	9,0	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	-477 %	-169 %	58 %	57 %
Nettovelat	1,0	3,8	8,7	7,2	5,3	EPS oik. kasvu-%	-55 %	-413 %	-153 %	40 %	67 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,5 %	-4,0 %	20,9 %	24,2 %	26,9 %
Käyttökate	1,3	-0,7	4,1	5,2	6,4	Oik. Liikevoitto-%	4,0 %	-14,8 %	9,2 %	13,4 %	18,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,5	-0,2	-4,0	0,1	-0,5	Liikevoitto-%	3,9 %	-14,8 %	9,2 %	13,4 %	18,8 %
Operatiivinen kassavirta	-5,2	-2,1	0,1	5,2	5,9	ROE-%	4,9 %	-15,5 %	7,3 %	9,1 %	14,5 %
Investoinnit	-0,4	-7,7	-4,6	-2,1	-2,1	ROI-%	4,9 %	-13,7 %	6,5 %	9,1 %	14,4 %
Vapaa kassavirta	-2,2	-10,7	-7,4	3,1	3,8	Omavaraisuusaste	62,2 %	56,4 %	60,8 %	63,5 %	67,8 %
						Nettovelkaantumisaste	7,5 %	21,4 %	39,3 %	31,7 %	21,5 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
BNP Paribas			17,6 %			EV/Liikevaihto	2,1	3,3	2,5	2,1	1,8
Kari Juurakko			15,8 %			EV/EBITDA (oik.)	27,6	neg.	12,0	8,5	6,6
UMO Invest Oy			10,0 %			EV/EBIT (oik.)	51,3	neg.	27,2	15,4	9,4
Janne Nieminen			8,0 %			P/E (oik.)	52,4	neg.	27,6	17,9	10,7
Jouni Kaaria			7,7 %			P/B	2,7	3,1	1,8	1,6	1,5
Daniel Pasternack			7,2 %			Osinkotuotto-%	2,2 %	1,4 %	3,4 %	4,5 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/10/2017	Lisää	4,00 €	3,70 €
20/02/2018	Vähennä	4,20 €	4,40 €
01/03/2018	Vähennä	4,00 €	4,08 €
28/03/2018	Lisää	4,00 €	3,20 €
27/08/2018	Vähennä	3,80 €	3,90 €
19/12/2018	Vähennä	3,00 €	2,90 €
01/03/2019	Myy	2,70 €	2,90 €
08/04/2019	Vähennä	2,50 €	2,64 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 40 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**