



Laaja raportti

8.6.2021 21:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Erittäin hyvä ellei täydellinen

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 20,0e) ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Olemme tarkistaneet etenkin pidemmän aikavälin ennusteitamme selvästi ylöspäin ja yhtiön tuloskasvunäkymä on erinomainen. Myös luottamuksemme tuloskasvun kestävyyttä kohtaan on noussut ja yhtiön sijoittajatarinasta on tällä hetkellä vaikea löytää heikkoja kohtia. Osakkeen arvostus on korkea, mutta vahva tuloskasvu yhdessä hyvin maltillisen riskiprofiilin kanssa tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen.

Kotimainen finanssipalvelutalo

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q1'21 lopussa 9,9 miljardia euroa. Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Varainhoito on yhtiön liiketoiminnoista ylivoimaisesti tärkein ja sen osuus konsernin tuloksesta on yli 90 %. eQ on täyden palvelun instituutiovarainhoitaja ja sen tuotetarjonnan keihäänkärkenä ovat kiinteistö- ja private equity -rahastot.

Historiallinen kehitys ollut poikkeuksellisen vahvaa oikeiden strategisten valintojen ansiosta

Nykymuotoinen eQ on syntynyt vuonna 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Yhtiö on tehnyt strategisesti jatkuvasti oikeita valintoja ja yhtiö on kyennyt hyödyntämään toimialan trendit erittäin hyvin (mm. matala korkotaso, regulaatio sekä vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Oikeiden strategisten valintojen sekä määrätietoisien fokuksen ansiosta yhtiön tulos on kasvanut keskimäärin yli 20 % vuodessa 2011-2020 välillä ja osakkeen kokonaistuotto on samalla ajanjaksolla noin 1500 % (IRR +30 % p.a.).

Tuloskasvunäkymä on erinomainen

Olemme tarkistaneet tulosennusteita selvästi ylöspäin, etenkin pidemmällä aikavälillä. Taustalla on etenkin PE-rahastojen kohonneet ennusteet, sekä yleinen luottamus yhtiön tuloskasvun sekä kannattavuuden kestävyuteen. Yhtiö on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa sekä laadukkaiden tuotteiden johdosta asemoitunut poikkeuksellisen hyvin nykymarkkinaan. Markkina tarjoaakin yhtiölle erinomaiset edellytykset jatkaa vahvaa tuloskasvuun tulevana vuosina ja 2020-2026e välinen EPS:n kasvuennustemme on 14 %/v. Kovasta tuloskasvusta huolimatta tuloskasvuun liittyvä riskitaso on kohtuullisen maltillinen, kunhan yhtiö onnistuu seuraavissa asioissa: rahastojen hyvien tuottojen ylläpidossa, Kiinteistö ja PE-rahastojen uusmyynnissä sekä erinomaisen kulutehokkuuden ylläpidossa. Yhtiön kasvu ei finanssiyhtiölle tyypillisesti sido käytännössä ollenkaan pääomaa ja yhtiö pystyy jatkamaan hyvin vuolasta osinkopolitiikkansa.

Pidemmän aikavälin tuotto-odotus edelleen houkutteleva

eQ:n arvostustaso on toteutuneella tuloksella korkea (2020 P/E 32x), mutta 2021 vahvan tuloskasvun myötä se painuu yhtiön historialliselle tasolle (2021e P/E 23x). Yhtiötä hinnoitellaan oikeutetusti merkittäväällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Korkeasta arvostustasosta johtuen kertoimissa ei näkemyksemme mukaan ole lyhyellä aikavälillä nousuvaraa. Yhtiön poikkeuksellisen vahva sekä ennustettava tuloskasvu yhdistettynä vahvaan osinkoon tarjoavat kuitenkin pitkällä tähtäimellä edelleen houkuttelevan tuotto-odotuksen. Tätä tuotto-odotusta kuvastaa myös DCF-mallimme, joka on selvästi nykykurssin yläpuolella. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme tuloskasvun hidastumiseen ja/tai pysähtymiseen, sillä se johtaisi väistämättä myös hyväksyttävien arvostustasojen laskuun.

Suositus

Lisää

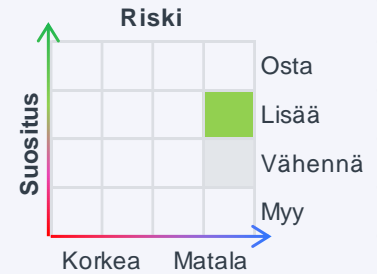
(aik. Vähennä)

22,00 EUR

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

20,40



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	56,7	74,1	75,9	90,3
kasvu-%	12 %	31 %	3 %	19 %
EBIT oik.	30,8	44,8	45,3	55,7
EBIT-% oik.	54,3 %	60,5 %	59,7 %	61,7 %
Nettotulos	24,6	35,6	36,0	44,3
EPS (oik.)	0,63	0,90	0,90	1,09

P/E (oik.)	26,4	22,7	22,7	18,7
P/B	9,6	10,6	10,7	9,8
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,5 %	4,6 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	20,0	17,1	16,9	13,6
EV/EBITDA	19,3	16,7	16,5	13,3
EV/Liikevaihto	10,9	10,3	10,1	8,4

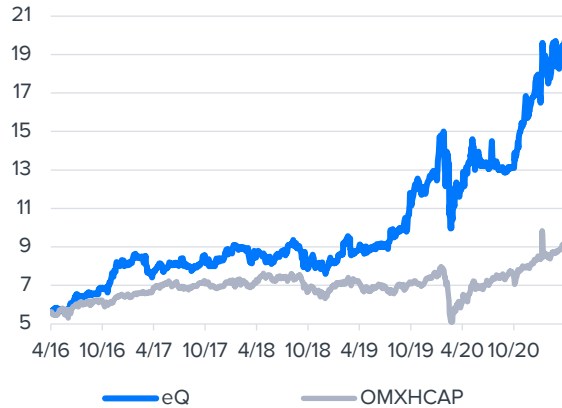
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

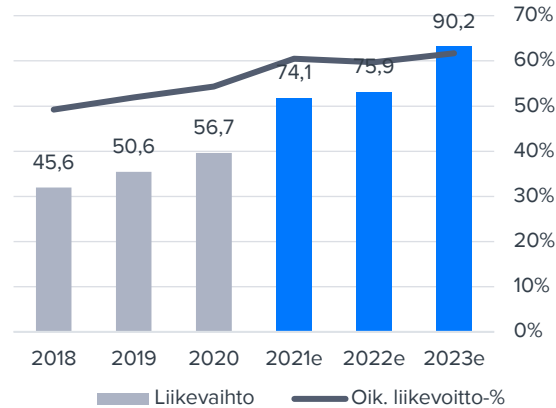
Varainhoito-segmentin nettoliikevaihdon ja liikevoiton ennakkoidaan kasvavan vuonna 2020.

Osakekurssi



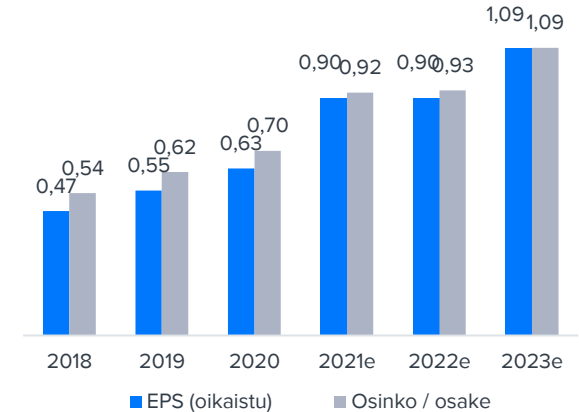
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Avainhenkilöriskit
- Korokojen nousu

Arvostus

- Toteutuneella tuloksella osake kallis
- Vahva tuloskasvu neutralisoi kertoimet nopeasti
- Selkeä preemio verrokkeihin perusteltu verrokkeja matalampi riskitaso, liiketoimintojen laatu ja ennustettava tuloskasvunäkymä huomioiden
- Vahvan tuloskasvun ja terveen osinkotuoton myötä osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus on kuitenkin houkutteleva

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Sijoittaja- ja riskiprofiili	8-9
Varainhoito	10-18
Corporate Finance (Advium)	19
Sijoitukset	20
Toimiala	21-25
Vertailu suhteessa kilpailijoihin	26-30
Taloudellinen tilanne	31
Konsernin tulosenusteet	32-34
Arvonmääritys	35-43
Liitteet	44-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

eQ lyhyesti

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni.

2011

Perustamisvuosi

57 MEUR

Liikevaihto 2020

30,8 MEUR (54 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

9,9 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat Q1'21 lopussa

+1500 %

Osakkeen kokonaistuotto nykyjohton alaisuudessa

+20 % p.a.

Vuotuinen EPS kasvu nykyjohton alaisuudessa

2011-2013

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

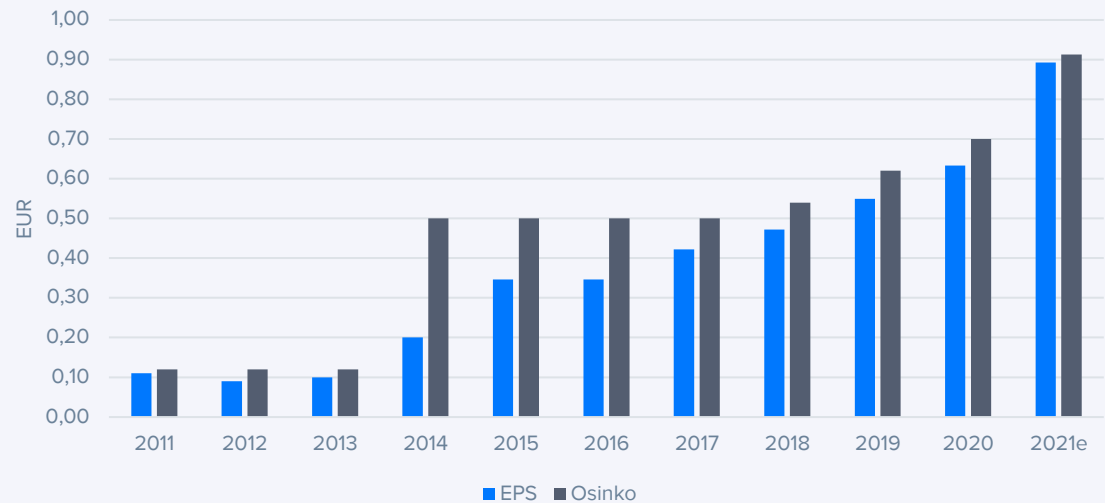
2014-2020

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

2021-

- Omistaja-arvon maksimointi strategisia valintoja ohjaavana ohjenuorana
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen
- Fokus Kiinteistö- ja PE-tuotteissa
- Epäorganisten kasvumahdollisuuksien kartoittaminen

EPS ja osinko 2011-2021e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus-, kiinteistö- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja. Yhtiön liiketoiminta on jaettu kahteen kolmeen segmenttiin: Varainhoito, Advium (investointipankki) sekä Sijoitukset. Lisäksi konsernihallinnon kulut käsitellään omana Muut-segmenttinä.

Varainhoito on yhtiön ydinliiketoiminta ja sen asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista. eQ:n hallinnoitavat varat olivat Q1'21 lopussa 9,9 miljardia euroa. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö- ja private equity -rahastotarjontaansa ja pyrkinyt tällä erottautumaan kilpailijoistaan. eQ:ssa työskentelee 94 henkilöä ja henkilöstön omistusosuus yhtiöistä on noin 40 %. Hallitus huomioiden nousee omistusosuus yli 70 %:iin.

Yritysjärjestelyin rakennettu

Nykykuotoinen eQ syntyi vuonna 2011, kun pörssiyhtiö Amanda Capital osti yksityisessä omistuksessa olleet eQ Asset Managementin ja Advium Corporate Financen. Järjestelyn seurauksena eQ Asset Managementin ja Adviumin omistajista tuli Amanda Capitalin merkittäviä omistajia. Samalla uuden eQ-konsernin toimitusjohtajaksi nousi Janne Larma. Transaktion tarkoituksena oli luoda Suomeen uusi finanssitalo, joka pystyy vastaamaan toimialan muuttuvaan

toimintaympäristöön ja nousemaan seuraavaan kokoluokkaan. Vuonna 2012 uusi eQ-konserni teki merkittävän yritysjärjestelyn, kun se osti ICECAPITAL:n varainhoitoliiketoiminnan. Vuonna 2012 eQ myös osti 50 %:n omistuksen Finnreit-rahastoyhtiöstä ja laajensi tämän myötä tarjontaansa kiinteistörahastoihin.

Kehitys ollut häikäisevää

eQ:n strategiset valinnat osuivat käytännössä kaikki nappiin ja oikea strategia yhdessä määrätietoisien sekä ennen kaikkea kurinalaisen toteuttamisen kanssa on johtanut huikaisiin tuloksiin. Yhtiön osakekohtainen tulos on kasvanut 2011-2020 välillä keskimäärin noin 20 %:lla ja osakkeen kokonaistuotto on ollut noin 1500 % tai yli 30 % vuodessa. Luvut ovat täysin omaa luokkaansa sijoituspalveluyhtiöiden joukossa ja myös koko Helsingin pörssin mittakaavassa yhtiön suoritus hakee vertaistaan.

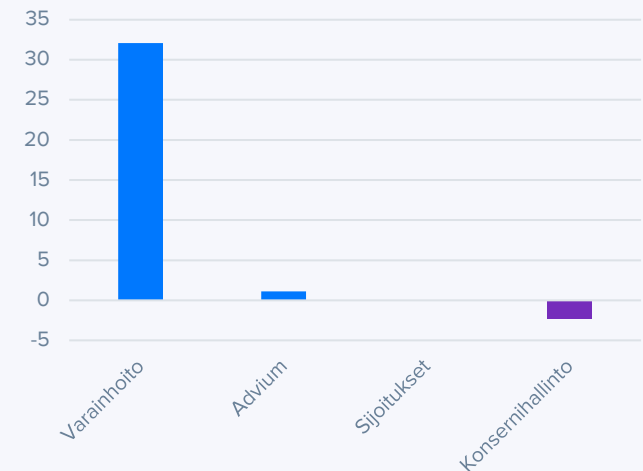
Näkemyksemme mukaan eQ:n poikkeuksellisen menestyksen taustalla ovat etenkin seuraavat tekijät:

- Panostus vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin (kiinteistö- ja PE-rahastoihin)
- Asiakaskunnassa fokus instituutioissa
- Skaalautuvat tuotteet
- Huippulaadukkaat tuotteet
- Fokus ydinliiketoimintaan ja rönsyjen välttäminen
- Tiukka kulukontrolli

eQ:n historiallinen kehitys



2020 liikevoiton jakauma MEUR



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategian kulmakivet



Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa



- Rahastojen kokoluokkien jatkuva kasvu
- Fokus instituutioissa ja isomman kokoluokan asiakkaissa
- Uusia tuotelanseerauksia tehdään hyvin harkitusti

Erinomaiset sijoitustuotteet



- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina eQ:n on pakko tehdä rahastoilla systemaattisesti hyviä tuottoja

Kulutehokkuus



- eQ:n kulutehokkuus on poikkeuksellisen hyvä
- Vahva kulutehokkuus perustuu oikeisiin strategisiin valintoihin sekä yrityskulttuuriin

Taseen tehokas käyttö



- eQ:n pääomatehokkuus on erittäin hyvä
- Yhtiö ei halua jättää taseeseensa ”sotakassaa” yritysjärjestelyjä ajatellen

Inderesin kommentit eQ:n strategisista painopistealueista

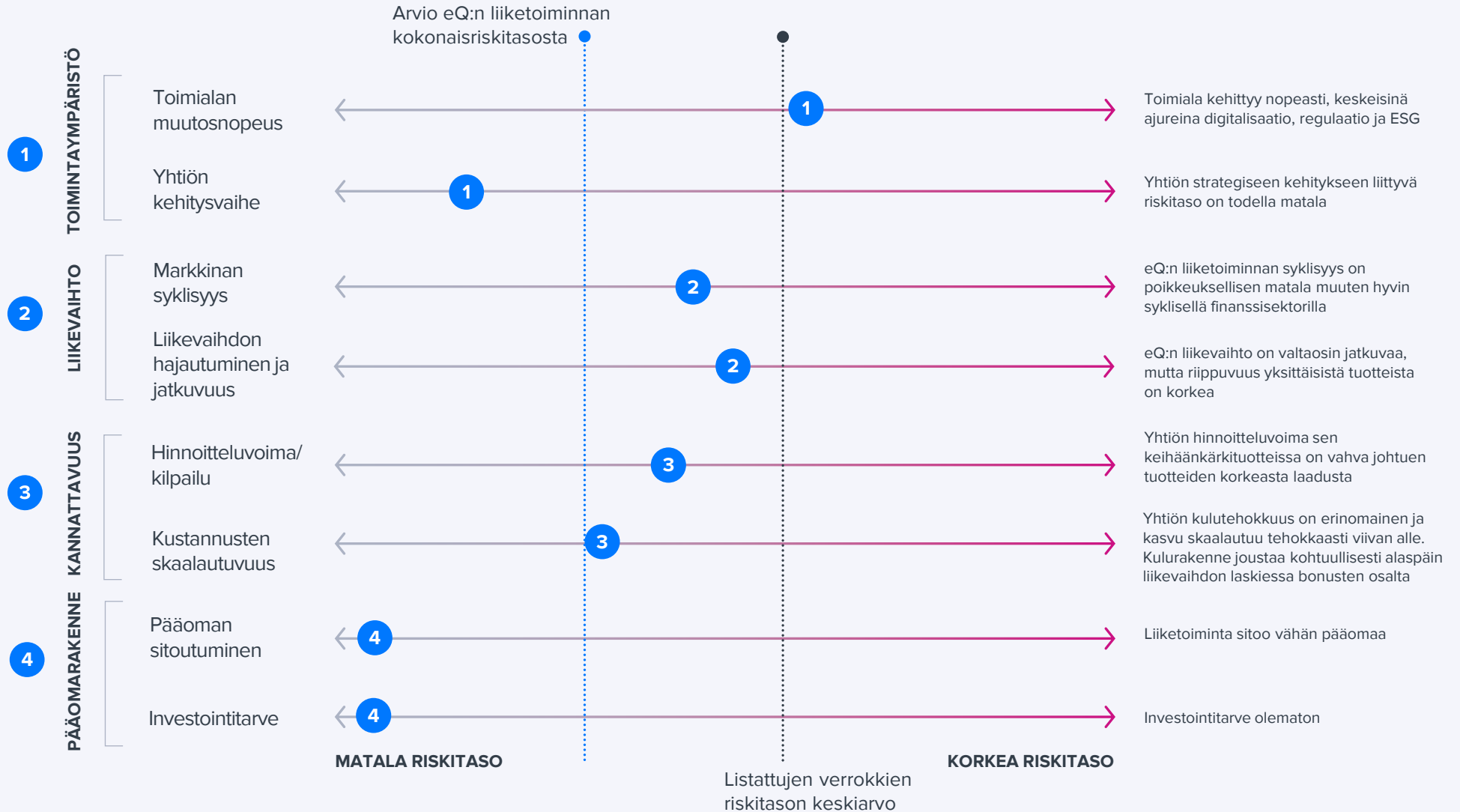
- Yhtiön tuotestrategia on toiminut erittäin hyvin
- Lähivuosina nykytuotteet sekä nykyinen asiakaskenttä tarjoavat vielä merkittävää kasvupotentiaalia
- Kasvun kulmakerron kuitenkin väistämättä hidastuu ilman tuotetarjonnan tai jakelun laajentamista
- Pidemmällä aikavälillä yhtiön tulisi laajentaa tuotetarjontaansa sekä harkita jakelun vahvistamista (esim. kv-jakelu) varmistaakseen kasvun jatkuminen myös pitkällä aikavälillä

- Polarisaatio hyvien ja huonojen managerien välillä tulee jatkumaan
- eQ:n rahastojen track-recordit ovat erittäin hyvät
- Etenkin kiinteistörahastoissa yhtiön pitää tarjota hyviä tuottoja myös jatkossa puolustaakseen nykyistä hintaposiitiotaan
- Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua tuotekokojen ja hinnoittelun kautta sekä tarjoavat potentiaalia voitonjako-osuustuottojen kautta
- ESG:n onnistunut integrointi osaksi prosesseja on tärkeässä roolissa lähivuosina

- Kulutehokkuudesta pidetään huolta olemalla hyvin valikoiva strategisten askelten suhteen
- Yrityskulttuurin jatkuvuuteen tulee kiinnittää erityistä huomioita yhtiön avainhenkilöihin ollessa hyvin tiivis ja avainhenkilöissä väistämättä edessä olevan vaihtuvuuden johdosta

- Yhtiön voitonjakopolitiikkana on jakaa ulos koko liiketoiminnan tulos sekä sijoituksista tuleva kassavirta pääoman palautuksena
- Mielestämme strategia taseen suhteen on täysin oikea ja kevyt tase ei oleellisesti heikennä M&A-mahdollisuuksia, sillä yhtiö voi käyttää järjestelyissä omaa osakettaan

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvu

2.

Poikkeuksellinen kulutehokkuus

3.

Erinomainen kassavirta jaetaan kokonaan osinkoina

4.

Yritysjärjestelyoptio

5.

Toimialan yhtiöksi liiketoiminta poikkeuksellisen ennustettavaa

Potentiaali



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

Riskit



- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Avainhenkilöriskit
- Korkojen nousu

Varainhoito

Konsernin ydin

eQ on viime vuosien vahvan orgaanisen kasvun myötä noussut yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. Segmentin palvelutarjontaan kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- ja kiinteistörahastot, raportointipalvelut sekä omat sijoitusrahastot. Yhtiön Varainhoito keskittyy instituutioihin sekä varakkaisiin yksityishenkilöihin, mutta valtaosa yhtiön palkkioista tulee instituutioilta. Lisäksi yhtiön tuotetarjonta on moniin verrokkeihin nähden varsin fokusoitunut. Instituutioiden keskuudessa yhtiön asema on erinomainen ja yhtiö on noussut SFR:n tutkimuksessa Suomen käytetyimmäksi ja laadukkaimmaksi instituutiovarainhoitajaksi. Nousu on merkittävä sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Segmentti työllistää 75 henkilöä Suomessa.

Hallinnoitava varallisuus & palkkiotuotot

Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli Q1'21 lopussa noin 9,9 miljardia euroa. Yhtiö on hallinnoitavilla varoilla mitattuna seuraamistamme varainhoitajista kolmanneksi suurin Aktian ja Evlin jälkeen.

Kiinteistörahastoissa yhtiöllä oli Q1'21 lopussa 1945 MEUR ja niiden osuus Varainhoidon palkkioista on tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden noin 55 %. Kiinteistörahastojen keskimääräinen ansainta on erittäin hyvä ne ovat olleet suurin yksittäinen selittävä tekijä yhtiön viime vuosien menestyksen taustalla. Käsittelemme kiinteistörahastoja tarkemmin seuraavilla sivuilla.

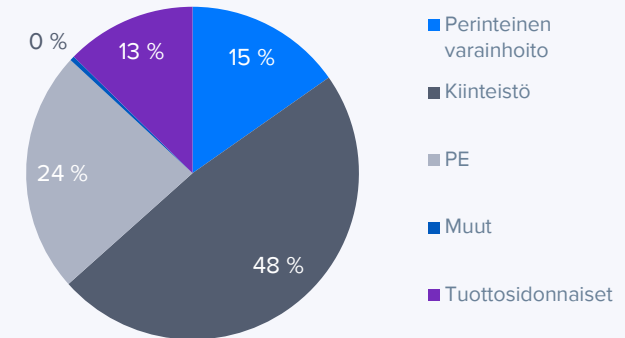
Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q1'21 lopussa 1959 MEUR ja PE-mandaateissa/varainhoito-

ohjelmissa 1151 MEUR. Varainhoito-ohjelmat sijoittavat huomattavan osan pääomista eQ:n omiin tuotteisiin. PE-rahastot ja mandaatit tuottavat yhtiölle erittäin hyvää ansaintaa ja niiden osuus Varainhoidon palkkioista noin 25 %. Lisäksi yhtiöllä oli Q1'21 lopussa 1752 MEUR PE-raportointipalveluiden piirissä, mutta tämän merkitys palkkioissa on olematon. Käsittelemme PE-rahastoja tarkemmin seuraavilla sivulla.

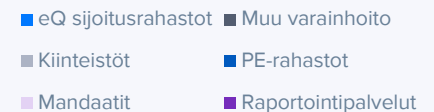
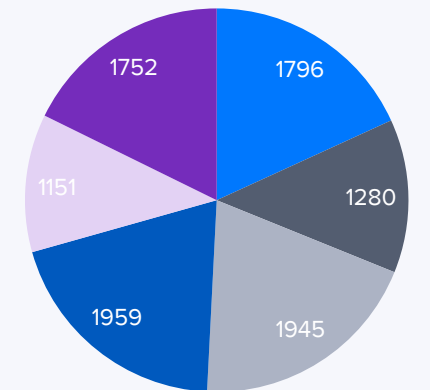
Perinteisessä varainhoidossa yhtiöllä oli 1796 MEUR ja yhtiöllä on 24 perinteistä sijoitusrahastoa ja keihäänkärkituotteina ovat kehittyvät markkinat sekä pienyhtiöt. Lisäksi perinteisen varainhoidon alla raportoidaan Muun varainhoidon sekä yhteistyökumppanien rahastojen palkkiot (Q1'21 AUM 1280 MEUR). Perinteisen varainhoidon osuus yhtiön palkkiotuotoista on tällä hetkellä noin 15 % ja sen osuus on laskenut tasaisesti jo pitkään. Yhtiön track-record on perinteisessä varainhoidossa erinomainen ja noin 83 % yhtiön omista rahastoista on ylittänyt vertailuindeksin tuoton viimeisen viiden vuoden ajanjaksolla. Yhtiön kilpailukyky perinteisessä varainhoidossa onkin erinomainen.

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus Varainhoidon palkkiotuotoista oli 2020 13 %. Tuottosidonnaiset palkkiot koostuvat kiinteistö- ja private equity-rahastoista, sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosina johtuen kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen PE -rahastojen voitonjaosta. Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta on tärkeä ymmärtää, että niiden taso voi vaihdella merkittävästi kvartaalien välillä johtuen PE-rahastojen irtaantumisten ajoittumisista.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma 2020



Hallinnoitava varallisuus Q1'21 lopussa



Kiinteistörahastot 1/3

Avoimet rahastot

eQ laajeni kiinteistörahastoihin 2012 ostamalla Finnreit-yhtiöt. eQ perusti Hoivarahaston (nyt Yhteiskuntakiinteistöt) vuonna 2012 ja 2014 yhtiö lanseerasi Liikekiinteistöt –rahaston. eQ:n avoimet kiinteistörahastot ovat olleet huikea menestystarina ja niiden AUM on kasvanut 1859 MEUR:oon Q1'21 lopussa.

Etenkin Yhteiskuntakiinteistöt-rahaston kehitys on ollut erittäin vahvaa ja sen oma pääoma oli Q1'21 lopussa 1195 MEUR. Rahaston nettomerkinnot ovat kasvaneet jatkuvasti erittäin vahvan kysynnän johdosta rahaston velkavipu on säännöllisesti ollut varsin matala ja eQ on joutunut sulkemaan rahastoa väliaikaisesti vanhojen omistajien etujen turvaamiseksi. Rahaston track-record on erittäin vahva ja sen vuosituotto perustamisen jälkeen on ollut 9 %. Rahaston nettovuokratuotto oli Q1'21 lopussa 5,5 % ja rahaston fundamentit ovat vahvat (tarkemmat tiedot seuraavalla sivulla). Yhteiskuntakiinteistö-rahaston myynti tulee jatkumaan erittäin vahvana tulevina vuosina.

Liikekiinteistöjen oma pääoma oli Q1'21 lopussa 664 MEUR ja rahaston myynti on hidastunut selvästi 2018 jälkeen. Arviomme mukaan taustalla on laskenut kiinnostus liikekiinteistömarkkinaa kohtaan sekä rahaston tuottotasossa nähty notkahdus. Rahaston historiallinen tuotto on viimevuosien notkahduksesta huolimatta edelleen hyvä 8,3 % ja nettovuokratuotto on vahva 6,0 %. Rahaston fundamentit ovat kuitenkin edelleen terveet ja arviomme mukaan rahaston uusmyynnillä olisi edellytykset piristyä tulevina vuosina. Tämä kuitenkin todennäköisesti vaatii

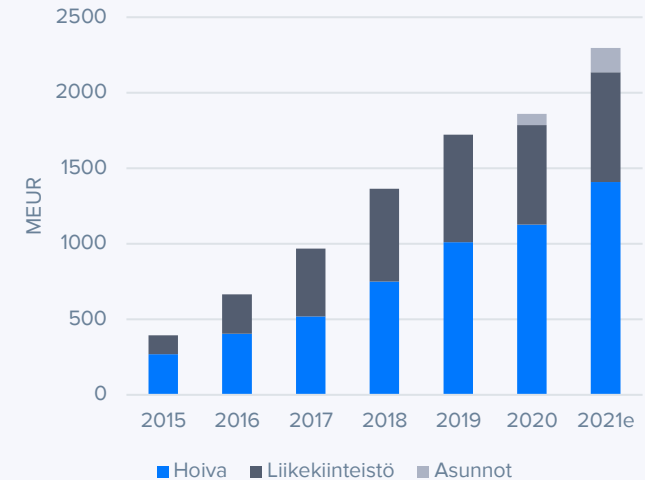
liikekiinteistömarkkinan piristymistä joka tukisi rahaston myyntiä paremman tuoton sekä kasvavien allokaatioiden kautta.

Avoimien rahastojen palkkiotaso on erinomainen noin 1,4-1,5 %. Taso on 1,95 % listahintaa alempi johtuen isoille instituutioille annetuista alennuksista. Avointen rahastojen hallinnointipalkkiot olivat 2020 25,4 MEUR (sisältää pelkät hallinnointipalkkiot, merkintä-/lunastuspalkkiot näkyvät ”Muut” rivillä Varainhoidossa). Tuottosidonnaiset palkkiot olivat 2020 4,0 MEUR, joka tuli kokonaan Hoivarahastosta.

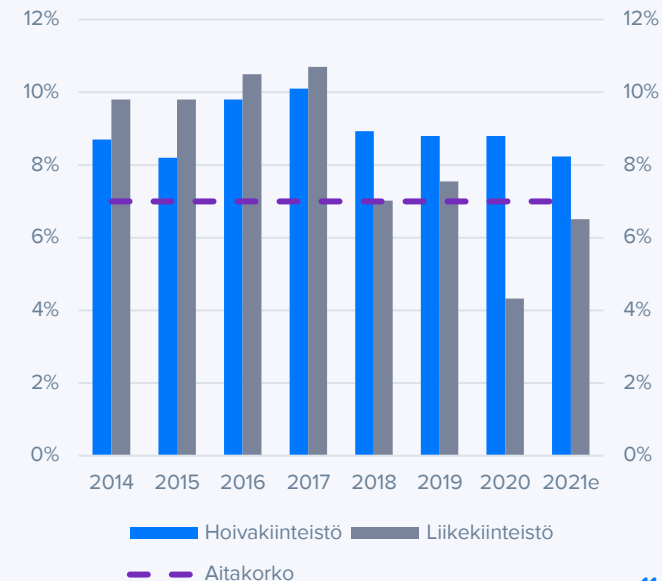
Asuntorahastot

eQ ilmoitti tammikuussa 2020 laajentavansa kiinteistötuotetarjontaa perustamalla ensimmäisen Asuntorahaston. Avoimista rahastoista poiketen uuden asuntorahaston rakenteena on suljettu kommandiittiyhtiö, joka on suunnattu ammattimaisille instituutiosijoittajille. Rahasto suljettiin huhtikuussa 100 MEUR:n kokoisena ja velkavivun huomioiva kokonaispääoma nousee yli 300 MEUR:oon. Arviomme mukaan eQ:n saama palkkiotaso rahaston kokonaispääomasta (GAV) on noin 0,4 % vuodessa. Rahastossa on ison velkavivun johdosta myös merkittävä tuottopalkkiopotentiali, jota saadaan kuitenkin odottaa vuosikymmenen jälkipuoliskolle asti. eQ:n on tarkoitus perustaa asuntorahastoja ns. sarjana ja odotamme uusia asuntorahastoja keskimäärin kahden vuoden välein. Yhtiö on itse kertonut aloittavansa seuraavan asuntorahaston varainkeruun 2022 alussa.

Kiinteistörahastojen kasvu (AUM)



Kiinteistörahastojen tuotto-% 2014-2021e



Kiinteistörahastot 2/3

Yhteiskuntakiinteistöt perustiedot 3/21:

NAV: 1195 MEUR
 GAV: 1297 MEUR
 Velkavipu: 8 %
 Vuokrausaste: 99 %
 Nettovuokratuotto: 5,50 %
 Vuokrasopimusten keskipituus: 9 vuotta

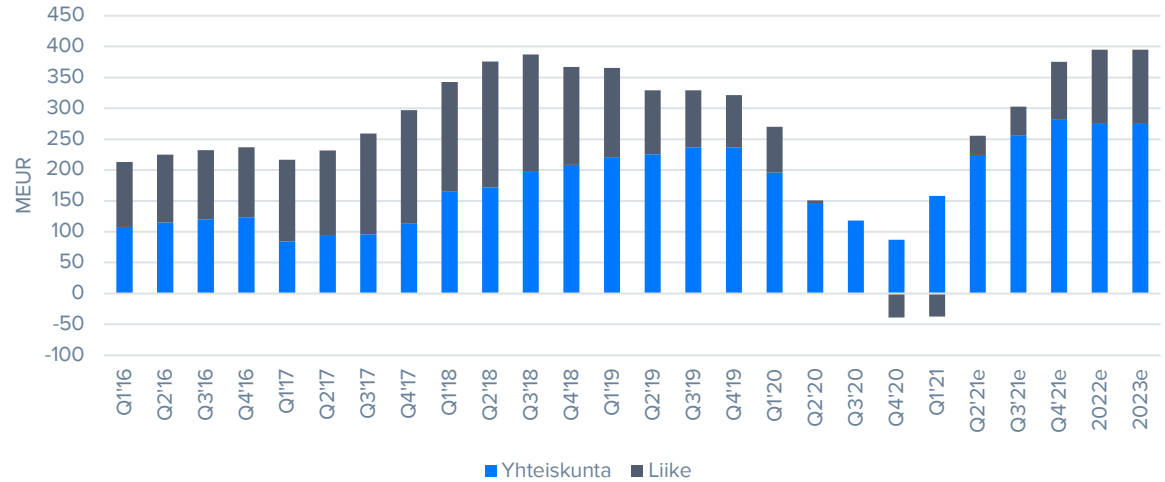
Liikekiinteistöt perustiedot 3/21:

NAV: 664 MEUR
 GAV: 1015 MEUR
 Velkavipu: 32 %
 Vuokrausaste: 93 %
 Nettovuokratuotto: 6,0 %
 Vuokrasopimusten keskipituus: 5,5 vuotta

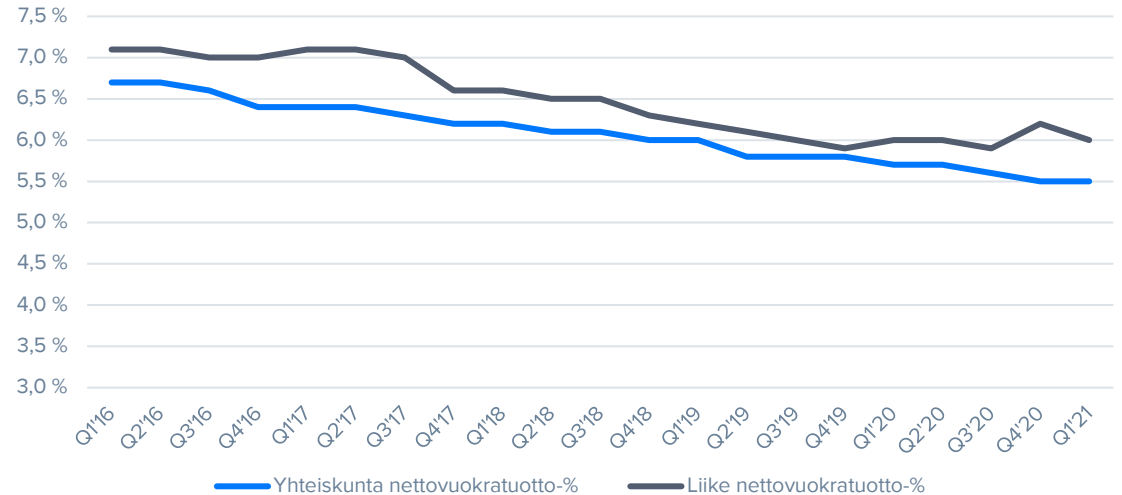
Avoimien rahastojen palkkiot:

Hallinnointipalkkio: 1,95 % omasta pääomasta
Tuottosidonnainen palkkio: 20 % 7 %:n ylittävästä tuotosta
Merkintäpalkkio: 2 %
Lunastuspalkkio: 0-2 %

Kiinteistörahastojen nettomerkinnot (rullaava 12kk)

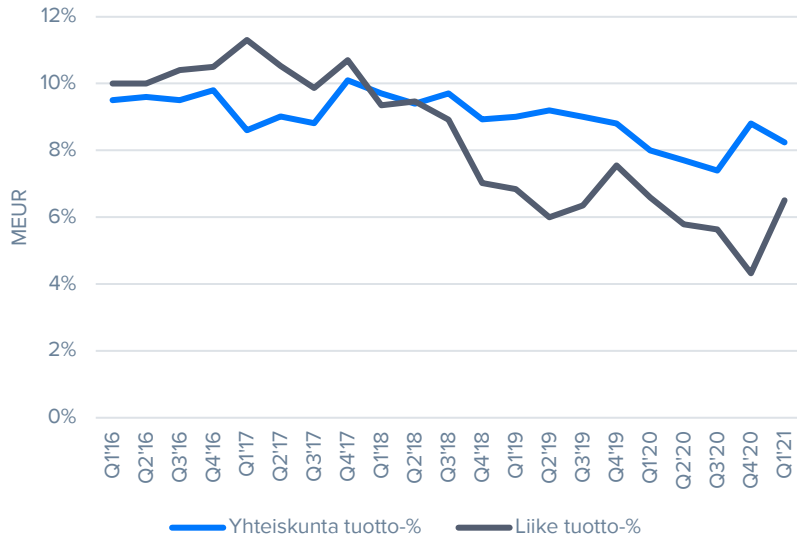


Kiinteistörahastojen nettovuokratuotot

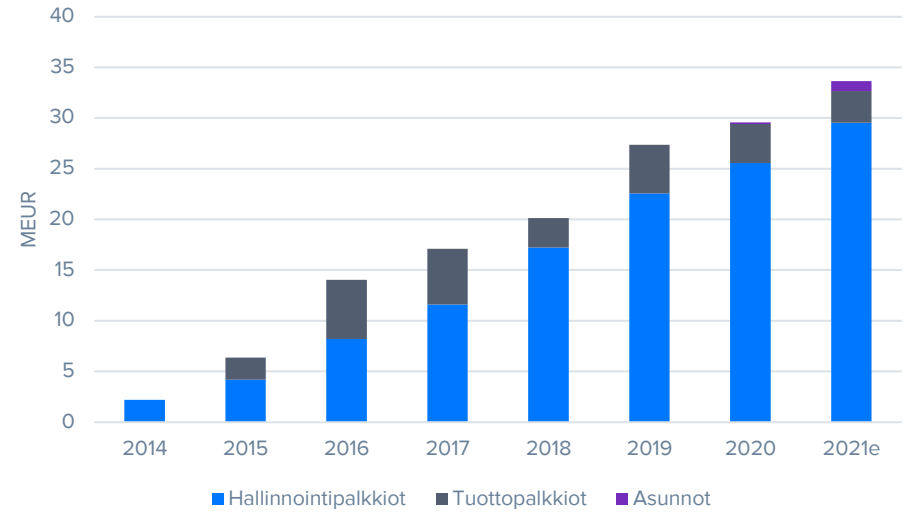


Kiinteistörahastot 3/3

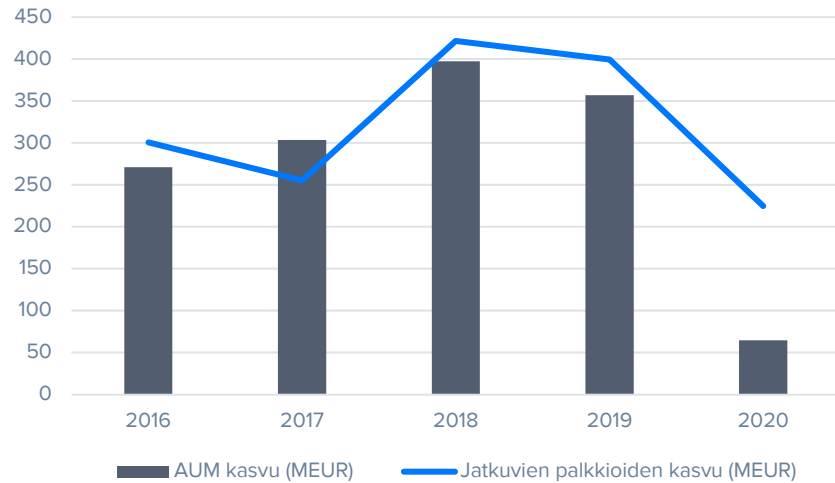
Kiinteistörahastojen tuotot (rullaava 12kk)



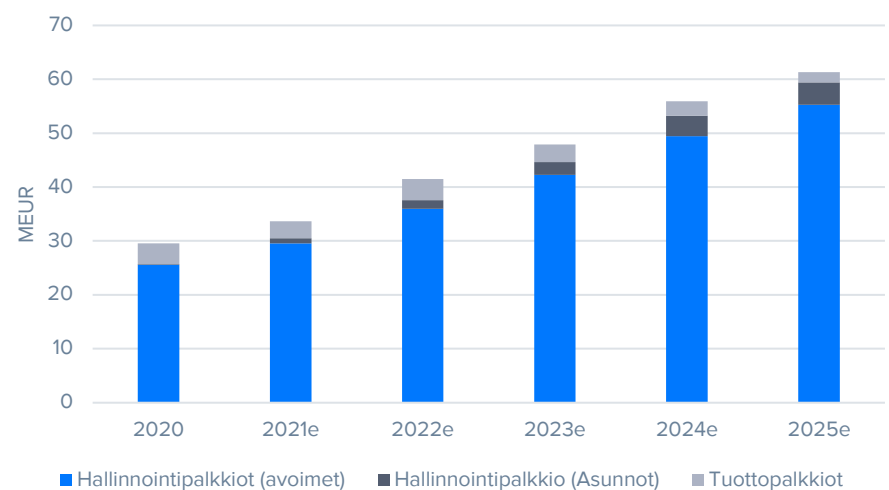
Kiinteistörahastojen palkkiot 2014-2021e



Kiinteistörahastojen kasvu MEUR



Kiinteistörahastojen palkkioiden kasvuennusteet



Private Equity 1/2

Toinen tukijalka

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q1'21 lopussa 1959 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on hyvällä tasolla johtuen yhtiön vahvasta tuottohistoriasta sekä rajallisesta kilpailusta Suomessa. Pääomasijoitustoiminnalle tyypillisesti Pääomarahastoissa on mukana merkittävät voitonjako-osuustuotot tai onnistumispalkkiot. Yhtiöllä on tällä hetkellä 17 pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain vähintään yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokka on myös selvästi vanhoja rahastoja suurempi, mikä tukee liiketoiminnan kasvua. eQ:n track-record PE-rahastoista on erittäin hyvä ja vuosien 1997-2020 välillä keskimääräinen IRR on ollut noin 20 %.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja noin 1151 MEUR:n edestä. Mandaateissa tyypillisesti huomattava osa rahasta menee yhtiön omiin rahastoihin ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Noin 2 miljardia hallinnoitavista varoista on eQ:n raportointipalvelun piirissä. Tästä pääomasta eQ saa vain marginaalista korvausta.

Kehitys ollut erittäin vahvaa

PE-rahastoliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (2013-2020e CAGR-% ~15 %) ja liikevaihto oli 2020 12,5 MEUR. Vahvan kasvun taustalla on rahastojen kasvanut kokoluokka sekä laajentunut tuotetarjonta. AUM ei ole vastaavalla ajanjaksolla kasvanut johtuen 2020 aikana poistuneesta AUM:ltaan merkittävästä raportointiasiakkuudesta. Tällä ei ole kuitenkaan

ollut oleellista vaikutusta liikevaihtoon ja AUM:n mix onkin parantunut selvästi painopisteen siirtyessä selvemmin rahastoihin sekä mandaatteihin.

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen private equity -rahastoissa. Tyypillinen aikakorko on maltillinen 6-8 % ja rahastojen tuottopalkkiopotentialiaali on merkittävä yhtiön vahva tuottohistoria huomoiden.

Lähivuosina voitonjako on vielä varsin satunnaista, mutta vuosikymmenen jälkipuoliskolla yhtiö tulee siirtymään tilanteeseen jossa sillä on jatkuvasti useampi rahasto voitonjaon piirissä. Voitonjaot tulevatkin muodostumaan tämän vuosikymmenen jälkipuoliskolla merkittäväksi tulosajuriksi eQ:lle. Lisäksi tuottopalkkioiden ennustettavuus paranee merkittävästi, kun tulovirta muuttuu jatkuvaluonteiseksi.

Kasvunäkymä on vahva

Private equity -rahastot ovat osakesijoittajan näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaa ja hyvin ennustettava. Lisäksi niistä saatavat tuottosidonnaiset palkkiot voivat olla merkittäviä. Tuotteet ovat hyvin skaalautuvia kokoluokka ei rajoita niiden myyntiä.

Kokonaisuutena ennustamme private equity -rahastojen pääomien kasvavan lähivuosina tasaisesti ja hallinnointipalkkiot kasvavat noin 15 %:lla per vuosi. Lisäksi tuottosidonnaisia palkkiot alkavat tulla kunnolla läpi 2025 alkaen.

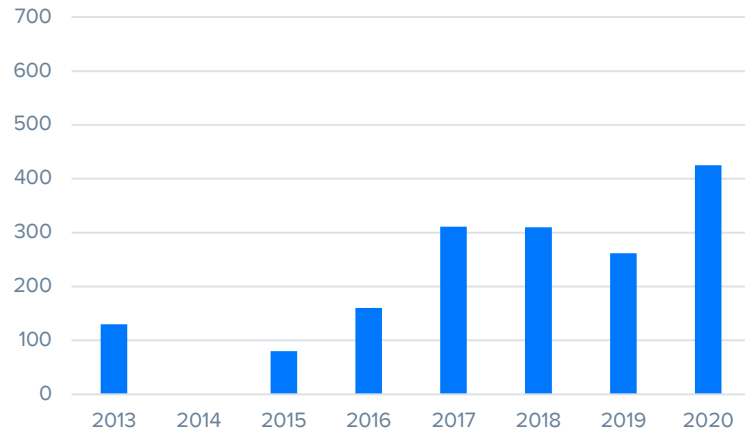
Rahasto	Perustettu	Koko (MEUR)	Voitonjakoon
Amanda III	2006	110	Ei
Amanda IV	2007	90	2020-21
Amanda V	2011	50	Ei
eQ PE VI North	2013	130	2023-27
eQ PE VII US*	2015	~70	2023-27
eQ PE VIII North	2016	160	2023-27
eQ PE IX US	2017	105	2023-27
eQ PE SF	2017	124	-
eQ PE X North	2018	175	2027-
eQ PE SF II	2018	135	2027-
eQ PE XI US	2019	~200	2027-
eQ PE XII North	2020	205	2027-
eQ SF III	2020	170	2023-27
eQ PE XIII US	2021	131	2027-
eQ Private Credit	2017	92	-
eQ Private Credit II	2019	74	-
eQ Private Credit III	2020	36	-

PE-rahastojen kehitys (MEUR)

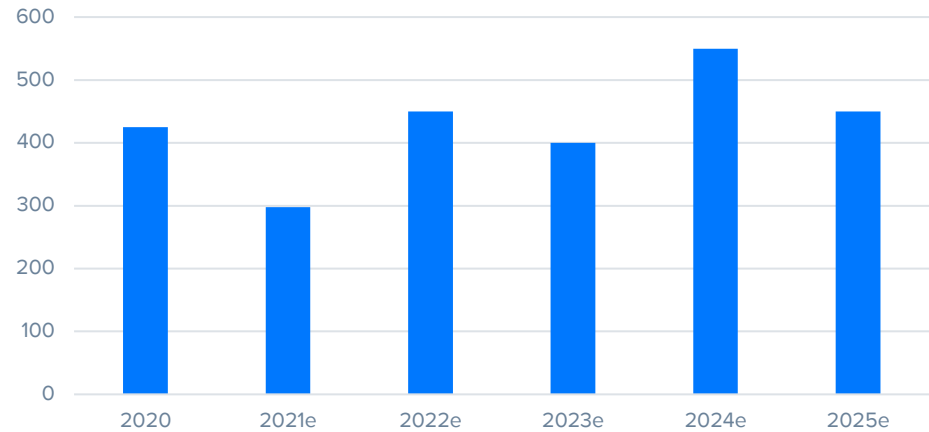


Private Equity-rahastot 2/2

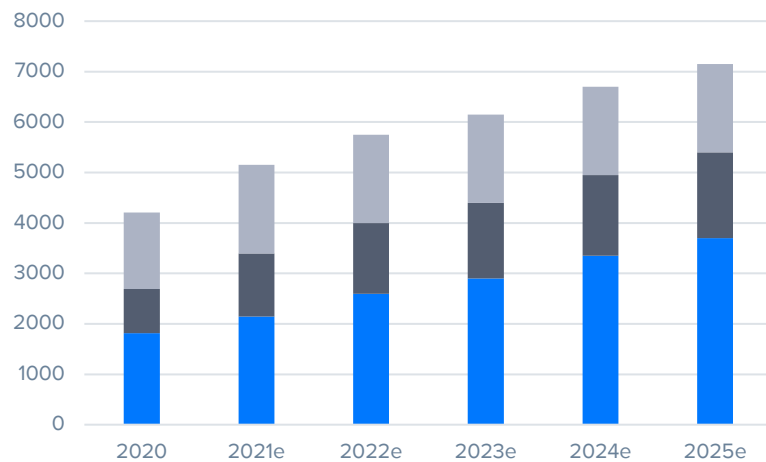
PE-rahastojen uusmyynti (MEUR)



PE-rahastojen uusmyyntiennuste (MEUR)

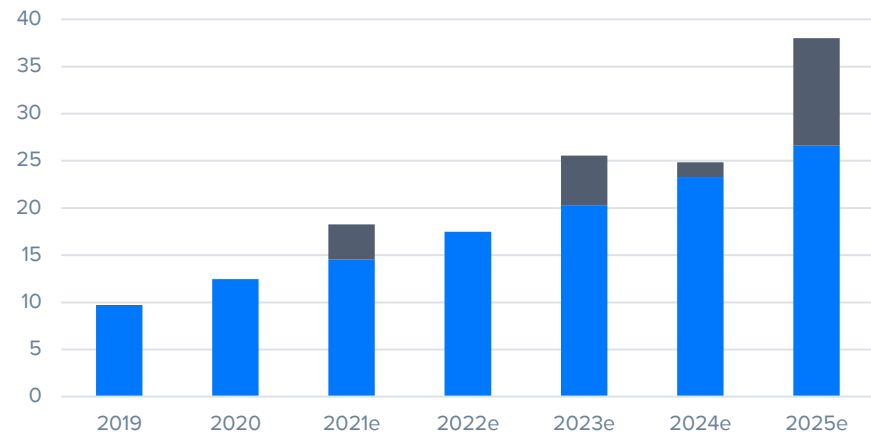


PE AUM kehitys (MEUR)



■ Pääomasijoitusrahastot ■ Mandaatit ■ Raportointipalvelut

Private Equityyn liikevaihtoennusteet (MEUR)



■ Hallinnointipalkkiot ■ Tuottopalkkiot

Varainhoidon kulurakenne

Kulutehokkuus omalla tasollaan

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat yksittäin selvästi suurin kuluerä (2020: 33 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat verrokkiryhmän parhaimmistoa, mutta eivät erotu oleellisesti muusta joukosta.

Suurin ero tulee kuitenkin yhtiön henkilöstötehokkuudessa. eQ:n liikevaihto/henkilö suhdeluku on täysin omalla tasollaan suhteessa listattuihin verrokkeihin (konsernitason vertailu sivulla 27). Tätä selittää etenkin yhtiön fokusoitunut asiakasryhmä sekä skaalautuvat tuotteet. Tämä taas mahdollistaa yhtiön erittäin kilpailukykyisen palkitsemisen ja yhtiön henkilöstökulut per työntekijä ovat niin ikään täysin omalla tasollaan. Tämän seurauksena yhtiö on arviomme mukaan toimialan parhaita palkanmaksajia, joka on omiaan pienentämään henkilöstön vaihtuvuutta ja houkuttelemaan parhaita osaajia.

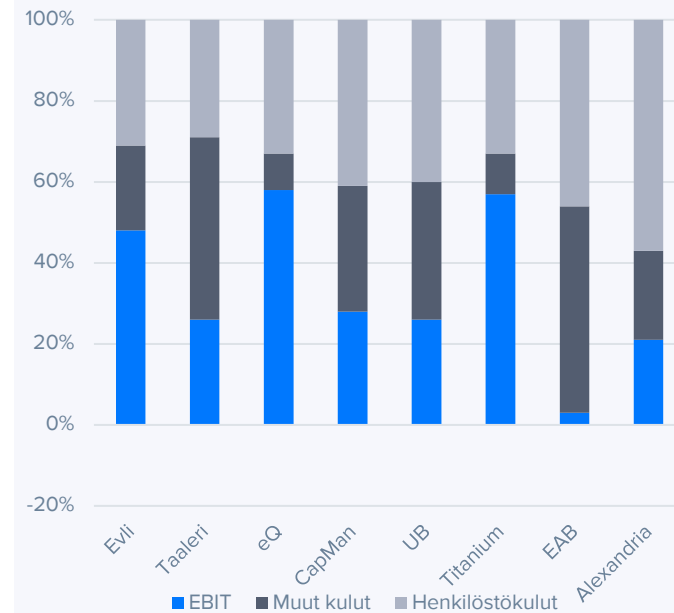
Suurin tehokkuus ero suhteessa verrokkeihin syntyy muista kuluista (2020 9 % liikevaihdosta sis. IT & hallintokuluja, vuokrat ja poistot). eQ:n muut kulut suhteessa kilpailijoihin ovat silmiinpistävästi matalat ja täysin omalla pallokentällään. Arviomme mukaan tätä selittää osin yhtiön varsin kapea tuotetarjonta, fokus instituutioihin, toimivat IT-järjestelmät sekä erittäin skaalautuvat tuotteet. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön asiakas- sekä tuotekohtaiset kannattavuudet ovat erittäin korkeita ja yhtiöllä ei ole ollut tarvetta tehdä jatkuvia isoja IT-investointeja.

Lisäksi eQ on arviomme mukaan onnistunut luomaan erittäin kulutietoisin kulttuurin ja yhtiö on onnistunut säilyttämään liiketoiminnassaan kirkkaan fokuksen. Huomautamme, että kulutietoisin kulttuurin luominen tai rönsyjen välttäminen eivät ole toimialalla todellakaan itsestäänselvyys ja moni yhtiön verrokeista on kompastellut näiden kanssa viime vuosina.

Erittäin skaalautuva kulurakenne

Liiketoiminnan tulosvipu on kulurakenteesta johtuen merkittävä ja tämä tulosvipu heijastuu hyvin Varainhoidon viime vuosien numeroissa. 2013 alkaen Varainhoidon liikevaihdon kasvusta hämmästyttävät yli 70 % on valunut läpi liikevoittoon. Kiinteät kulut ovat pysyneet käytännössä ennallaan ja kulujen kasvu on rajoittunut pitkälti bonuksiin. Suoritus on täysin poikkeuksellinen suhteessa verrokkiyhtiöihin ja Varainhoidon saavuttama lähes 60 %:n liikevoittomarginaali on niin ikään poikkeuksellisen korkea. Kannattavuutta analysoitaessa on tärkeä huomioida, että yhtiön poikkeuksellisen korkea kannattavuus ei selity kertaluontoisilla tuottopalkkioilla, vaan myös tuottopalkkioista oikaistuna yhtiön kannattavuus on kirkaasti keskeisiä verrokkeja korkeampi.

Verrokkien kulurakenteet 2020e



Inderesin huomiot:

- Evlin Varainhoidon kustannusten jako Inderesin arvio
- EAB Groupin kulurakenne ja kannattavuus konsernitason tasolla
- eQ:n Varainhoitoa rasitettu konsernikuluilla
- Taaleri Varainhoito 2020 numerot (ei enää osa Taaleri konsernia)
- Titanium konsernitason tasolla ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa
- Alexandria konserniluvuilla

- Kaikilla yhtiöillä asiamiehet oikaistu henkilöstökuluiksi
- Muut kulut sisältävät poistot

Varainhoidon tulosestimateet

Tuloskehitys ollut vakuuttavaa

Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden kannalta keskiössä on palkkiotuottojen kasvu. Yhtiön kulurakenne tulee pysymään vakaana emmekä näe siinä merkittäviä nousupaineita lähivuosien aikana. Varainhoidon liikevaihto on kasvanut vuosien 2013-2020 välillä keskimäärin 18 % vuodessa. Tämä kasvu on tullut käytännössä kokonaan Kiinteistö- ja PE-rahastoista sekä niistä saatavista tuottopalkkioista. Liikevoitto on kasvanut samana aikana keskimäärin +35 % vuodessa erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta.

Vahva tuloskasvu jatkuu

Vuoden 2021 osalta Varainhoidon tuloskasvunäkymä on erittäin vahva. Uusmyynti vetää tällä hetkellä todella hyvin yhtiön tuotetarjonnan sopiessa nykymarkkinaan erinomaisesti. Varainhoidon liikevaihto kasvaa ennusteissamme 2021 21 %:lla 64 MEUR:oon ja liikevoitto tekee selvän tasokorjauksen 40 MEUR:oon (2020: 32 MEUR). Vahvan kasvun taustalla on uusmyynti sekä vahvat tuottosidonnaiset palkkiot. Yhtiö saa 2021 aikana tuottosidonnaisia palkkioita Amanda IV-rahastosta, Yhteiskuntakiinteistöt-rahastosta sekä perinteisestä varainhoidosta. Kulurakenne pysyy erittäin tiukkana ja bonusvarausta lukuunottamatta kasvu valuu läpi alariville.

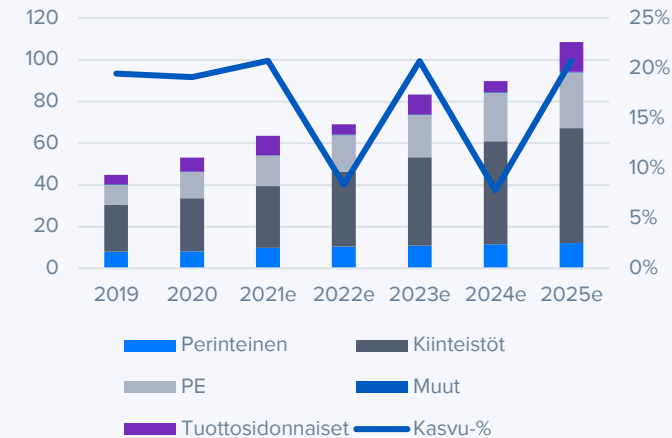
2022-2025 välillä odotamme Varainhoidolta keskimäärin 15 %:n tuloskasvua. Tuloskasvun ajurit ovat tutut PE- ja Kiinteistörahastot sekä yhä suurempaan rooliin nousevat tuottosidonnaiset

palkkiot. Jatkuviin palkkioihin pohjautuva tuloskasvu on hyvin vakaata, mutta vuositasolla heiluntaa aiheuttavat PE-rahastojen tuottosidonnaiset palkkiot ja niiden ajoittuminen.

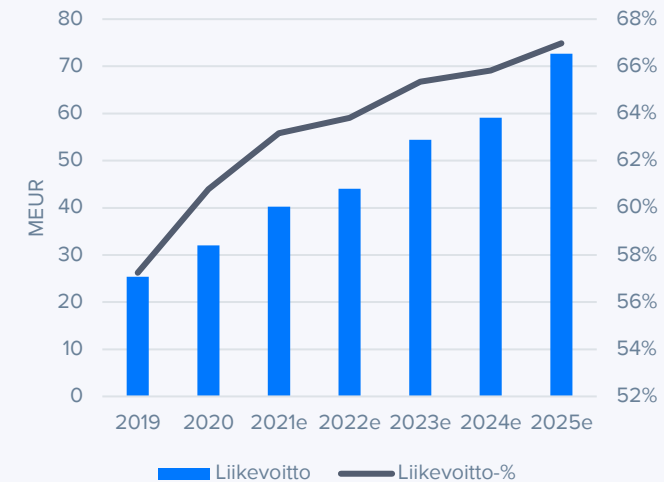
Sijoittajien on hyvä huomioida, että vaikka eQ:n tuotetarjonta ei oleellisesti lähivuosina laajenisi nykytasolta, on sillä edellytykset ylläpitää vahvaa tuloskasvua nykyisen tuotetarjonnan kasvavan uusmyynnin myötä. Näkemyksemme mukaan yhtiön asiakaskentässä vaihtoehtoisten omaisuusluokkien osuus on edelleen suhteellisen matala ja etenkin Private Equityn puolella näemme merkittävää kasvun varaa jo pelkästään nykyisissä asiakkaissa.

Varainhoidon liikevoitto nousee ennusteissamme 2025 yli 70 MEUR:oon. Vaikka kasvun kulmakerroin onkin varsin hurja, ovat askelmerkit tähän hyvin selkeät. Yhtiön tuotetarjonta sopii erinomaisesti nykyiseen markkinaan ja kunhan yhtiön tuotteiden laadussa ei tapahdu muutoksia, on meidän vaikea nähdä skenaariota jossa yhtiön tuloskasvu ei jatkuisi voimakkaana. Markkinatilanteen heikentyminen voi loiventaa kasvun kulmakerron ja lykätä tuottopalkkioita, mutta emme näe oleellista riskiä, että heikentyvä markkina suistaisi yhtiön tuloskasvujunan raiteiltaan. Kokonaisuutena luottamuksemme tulosparannusta kohtaan onkin poikkeuksellisen korkea.

Varainhoidon palkkiotuotot (MEUR)



Varainhoidon kannattavuus



Varainhoito yhteenveto

MEUR	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varainhoito liikevaihto	44,3	52,8	63,7	69,1	83,4	89,8	108,5
Kasvu-%	19 %	19 %	21 %	8 %	21 %	8 %	21 %
Perinteinen varainhoito	8,0	8,1	9,9	10,5	11,0	11,6	12,1
Kiinteistö ja PE hallinnointipalkkiot	32,1	38,0	44,1	53,4	62,5	72,7	81,8
<i>Kiinteistö*</i>	22,6	25,6	29,6	36,0	42,2	49,4	55,2
<i>PE*</i>	9,6	12,5	14,5	17,5	20,3	23,3	26,6
Muut palkkiotuotot	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Tuottosidonnaiset palkkiot	4,4	6,7	9,4	4,9	9,5	5,3	14,3
<i>Kiinteistö*</i>	4,8	4,0	3,1	3,9	3,3	2,7	1,9
<i>PE*</i>	0,1	0,0	3,7	0,0	5,3	1,6	11,4
<i>Muut*</i>	0,1	2,7	2,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Henkilöstökulut	-15,6	-17,4	-20,1	-21,4	-25,1	-26,7	-31,6
Muut kulut	-3,3	-3,3	-3,4	-3,6	-3,8	-4,0	-4,2
Liikevoitto	25,4	32,1	40,2	44,1	54,5	59,1	72,7
Liikevoitto-%	57 %	61 %	63 %	64 %	65 %	66 %	67 %
Kulut/henkilö (tEUR) (sis. Bonukset)**	-227	-238	-266	-264	-295	-300	-340
Henkilömäärä**	67	69	77	81	85	89	93
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	11686	8973	10483	11619	12554	13599	14544
Kiinteistöt	1722	1861	2237	2692	3127	3622	4017
Muut eQ:n omat rahastot	1554	1651	1850	1900	2000	2100	2200
Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito	1206	1200	1280	1280	1280	1280	1280
Pääomasijoitusrahastot	1609	1814	2148	2598	2898	3348	3698
Mandaatit	677	856	1250	1400	1500	1600	1700
Raportointipalvelut	4919	1538	1752	1750	1750	1750	1750
Kiinteistöt							
Yhteiskuntakiinteistöt AUM	1010	1126	1408	1683	1958	2233	2508
Liikekiinteistöt AUM	712	660	729	849	969	1089	1209
Asuntorahastot AUM	0	75	100	160	200	300	300

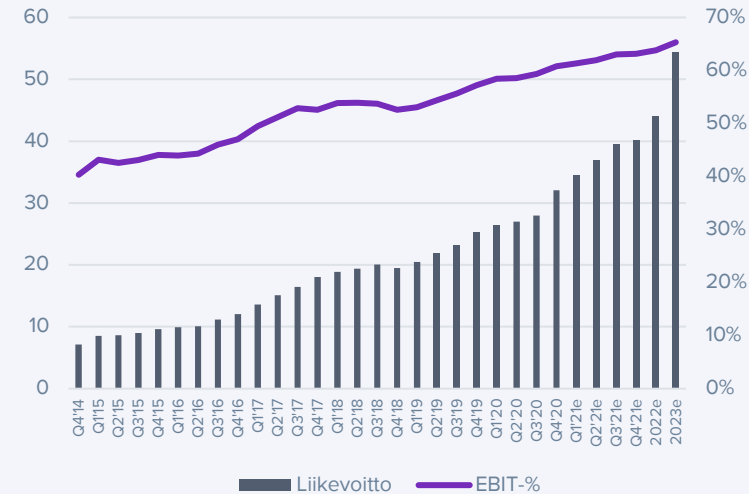
* Inderesin ennuste 2020 asti

** FTE

Varainhoidon rullaava 12kk liikevaihto (MEUR)



Varainhoidon rullaava 12kk liikevoitto (MEUR)



Advium (Corporate Finance)

Alansa johtavia toimijoita

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

Yhtiö on toteuttanut vuoden historiansa aikana noin 200 yritys- ja kiinteistöjärjestelyä joiden yhteisarvo on noin 20 miljardia euroa. Merkittäviä transaktiota ovat viime vuosina olleet mm: Keskon kiinteistörahasto, Pöyryn ja Kotipizzan ostotarjoukset ja Konecranesin sekä Cargotecin fuusio.

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2020: 0,6 MEUR). Lisäksi kulurakenteelle on tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulosvipu on erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä näkyy myös Adviumin historiallisessa kehityksessä ja yhtiön liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi. Vuosina 2011-2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta ja yhtiön liikevaihto

pysyi 2,1-2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4-0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014-2020 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja sen liikevaihto vaihteli välillä 4-8 MEUR:n ja liikevoitto noin 1,1-3,7 MEUR:n tasolle. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut 5,0 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,0 MEUR.

Tulevaisuuden ennusteet

Lyhyellä aikavälillä Adviumin markkinatilanne on erittäin hyvä ja pääomamarkkinan vahvan vedon jatkuessa, on yhtiöllä edellytykset yltää vuositasolla 5-7 MEUR:n liikevaihtoon.

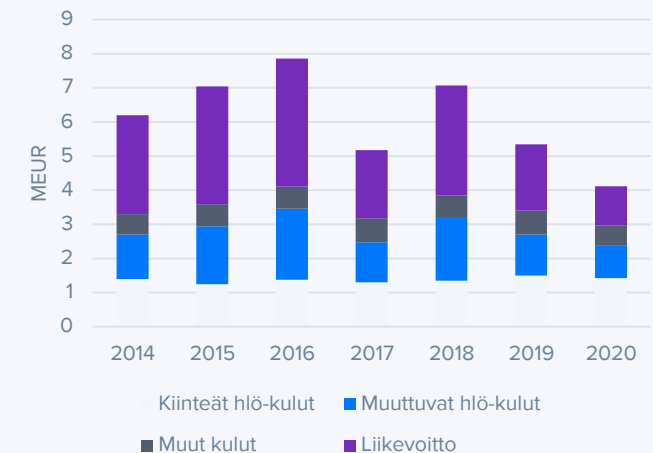
Kuluvasta vuodesta on tulossa Adviumille erittäin hyvä, sillä M&A-markkinan vetää tällä hetkellä erittäin hyvin ja kiinteistömarkkinan pitäisi alkaa kunnolla vetämään H2 aikana koronan poistuessa. Arviomme mukaan markkinalla on selkeää patoutunutta kysyntää ja markkinaykkösenä Advium tulee hyötymään tästä merkittävästi. Lisäksi Q4:llä kirjautuva Konecranes+Cargotec fuusio tulee tukemaan liikevaihtoa selvästi. Ennustamme kuluvalta vuodelta 6,9 MEUR:n liikevaihtoa ja erinomaista 3 MEUR:n. 2022-2025 odotamme liikevaihdon olevan keskimäärin 5,8 MEUR ja liikevoiton hieman yli 2 MEUR.

Sijoittajan on syytä huomioida, että konsernin näkökulmasta Adviumin merkitys alkaa olla vuositasolla suhteellisen rajallinen, sillä Adviumin osuus koko eQ-konsernin liiketuloksesta oli viime vuonna vain noin 4 %. Kvartaalikohtaisesti vaikutus voi olla kuitenkin huomattava, sillä Adviumin liikevaihto heilahtelee kvartaaleittain voimakkaasti onnistumispalkkioiden ajoituksista johtuen.

Advium 2011-2020 (MEUR)



Adviumin kulurakenne



Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q1'21 lopussa 17,2 MEUR. Näistä 14,8 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 2,4 MEUR muiden toimijoiden hallinnoimiin rahastoihin. Vuoden 2007 jälkeen eQ ei ole sijoittanut muihin kuin omiin rahastoihinsa. eQ sijoittaa omiin rahastoihinsa kahdesta syystä: 1) rahastomanagerin pitää yleensä myös itse osallistua rahastoon osoittaakseen muille sijoittajille olevansa samassa veneessä heidän kanssaan ja 2) hyötyä rahastojen hyvästä kehityksestä.

Yhtiön omien rahastojen keskimääräinen tuotto on toiminnan aloituksesta asti ollut noin 20 %. Taso on erinomainen, mutta sitä vääristää positiiviseen suuntaan alkuvuosien poikkeuksellisen hyvät tuottotasot. Lisäksi uskomme, että vuoden 2008 finanssikriisin jälkeisenä aikakautena keskimääräiset tuotto-odotukset pääomasijoitustoimialalla ovat laskeneet kautta linjan.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

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

Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamat pääoman palautukset, voitonjaon ja pääomakutsut.

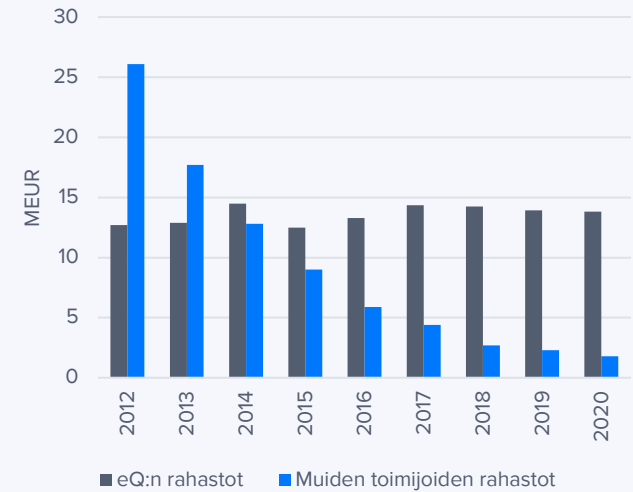
Vahva kassavirta lähivuosille

Sijoituksista tulee lähivuosina purkautumaan kassavirtaa, kun vanhemmat rahastot missä eQ:lla on suurempia sijoituksia siirtyvät exit-vaiheeseen. Arviomme mukaan rahastosalkun koko tulee laskemaan lähivuosina noin 10 MEUR:n tasolle ja tämä on sijoitettu täysin yhtiön omiin rahastoihin.

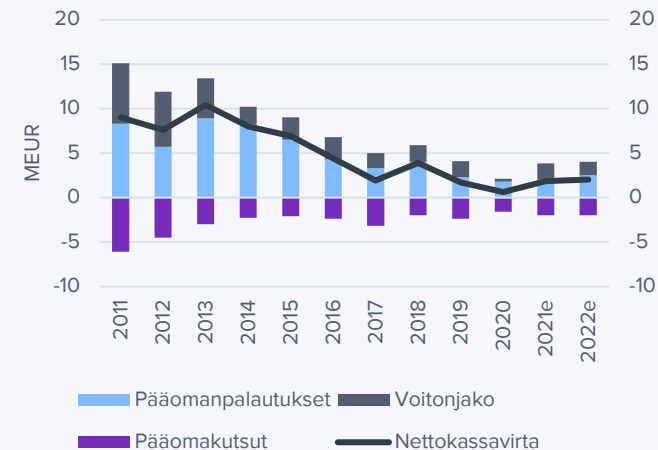
2021 Sijoitusten liikevoitto on poikkeuksellisen korkea (3,5 MEUR) johtuen Q1:llä nähdystä koronan jälkeisesti ylöskirjauksesta.

Vuosien 2022-2024 välillä ennustamme vuosittain noin 1,1 MEUR:n liiketulosta ja noin 1,5-3,5 MEUR:n kassavirtaa. Kassavirtaa tukee viimeisten ulkopuolisten rahastojen kotiutumiset sekä Amanda-rahastojen pääomanpalautukset. Yksittäisenä vuotena kassavirta voi poiketa oleellisesti ennusteestamme johtuen rahastojen irtaantumisten ajoituksista.

Sijoitusten jakauma 2012-2020



Sijoitustoiminnan kassavirrat 2011-2022e



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 käyttötilillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2020 lopussa noin 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 240 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.

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 kerryttämislle. 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 vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys 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.

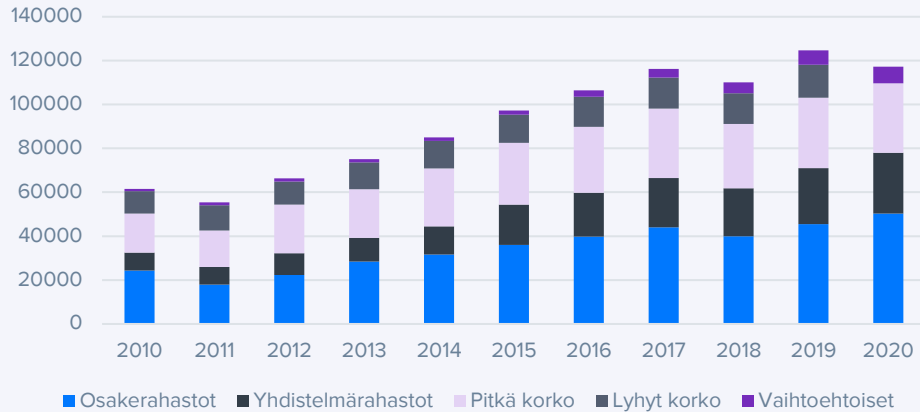
Listaamaton markkina

Globaali listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

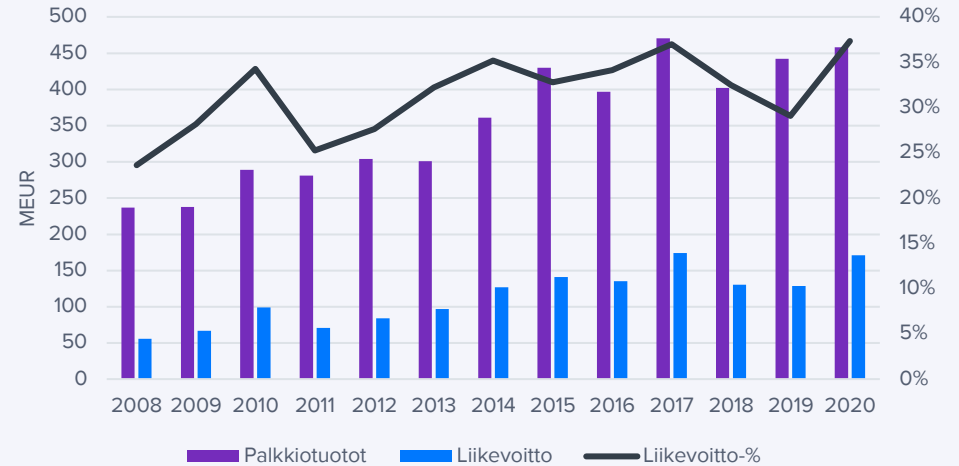
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista omaisuusluokista markkinatutkimusta tekevän Preqinin kesäkuun 2020 sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (Private equity, Private debt, kiinteistöt, ja infra).

Varainhoitomarkkina

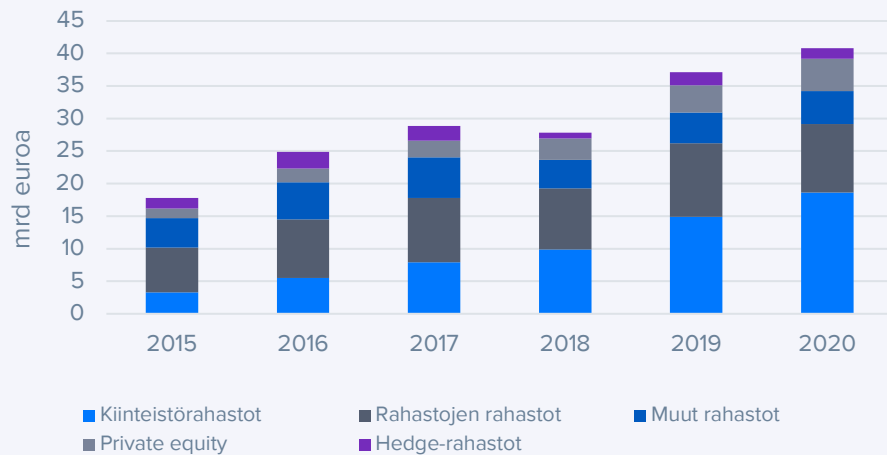
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



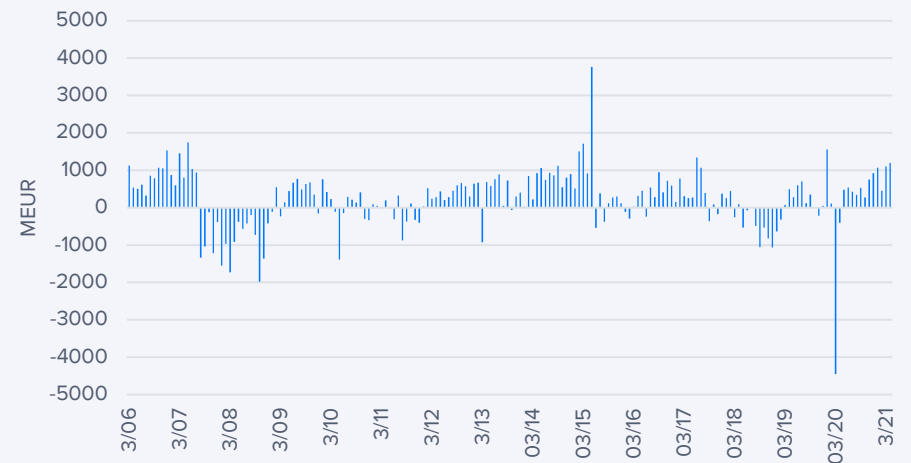
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulukynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

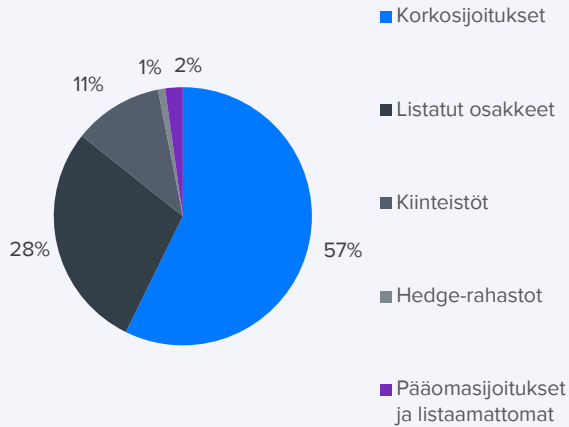
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

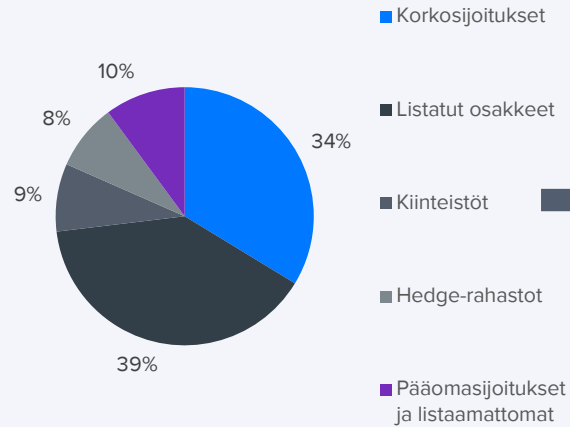
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

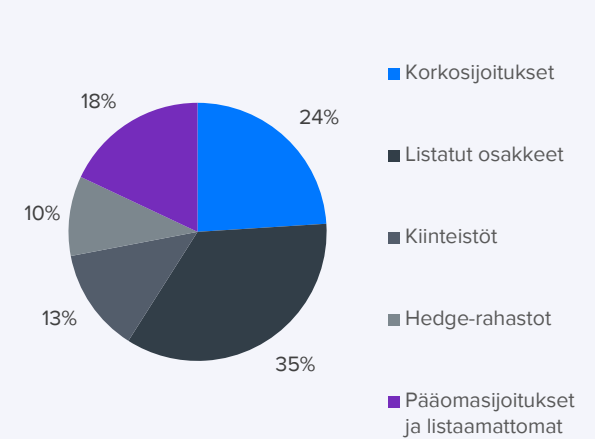
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

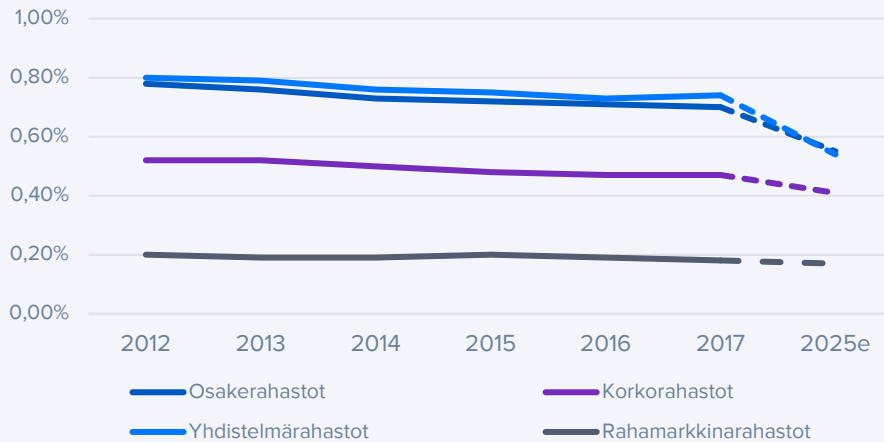


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

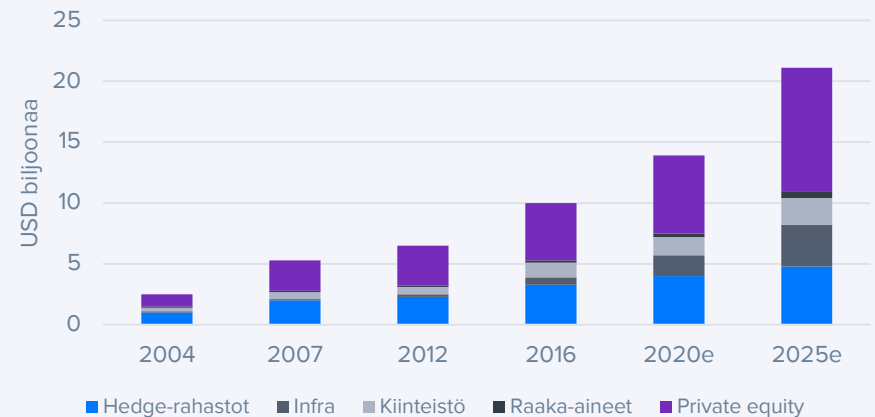


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti

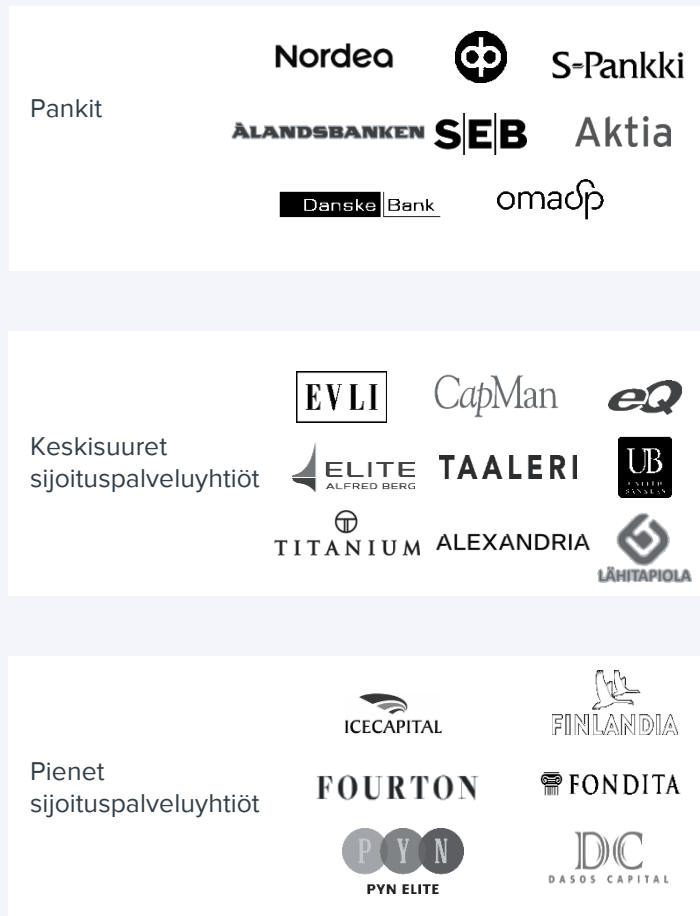


Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e



Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

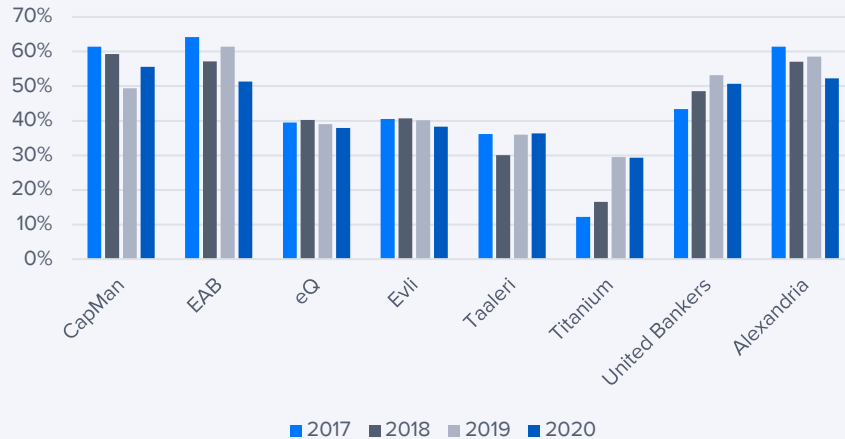
Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓ ✓	eQ:lla ei ole ollut mainittavia haasteita uuden regulaation kanssa. Yhtiön järjestelmät ja prosessit ovat jo valmiiksi olleet hyvässä kunnossa, eikä regulaation kasvu ole heijastunut yhtiön kuluihin. Instituutioihin keskittynyt liiketoiminta sekä suhteellisen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

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

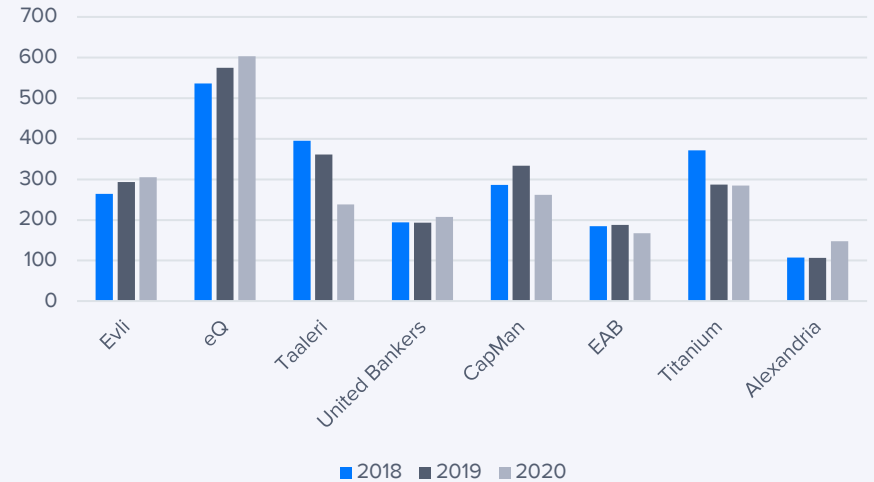
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Alexandria
MCAP (MEUR)	800	300	130	440	50	440	130	780	70
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1500%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~160%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-25%. IRR ~-4%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~190%. IRR ~10%.	Listautui keväällä 2021
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuihin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutaso saatu kuitenkin järkevälle tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuihin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vähiä. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	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 perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan väsy kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestely mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvua varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin (konsernitason numerot)

Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



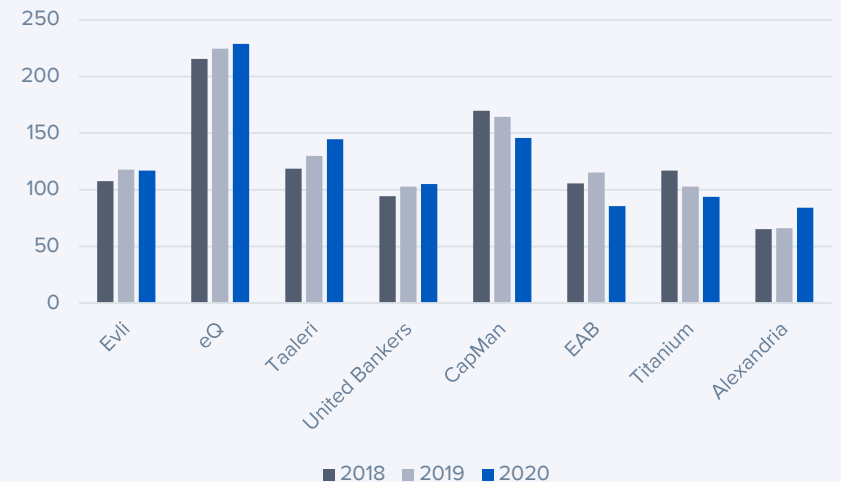
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



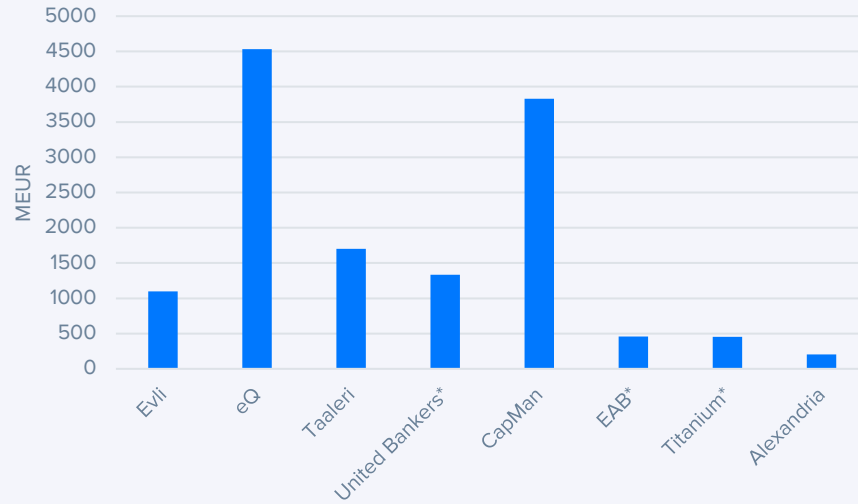
Henkilöstökulut per työntekijä



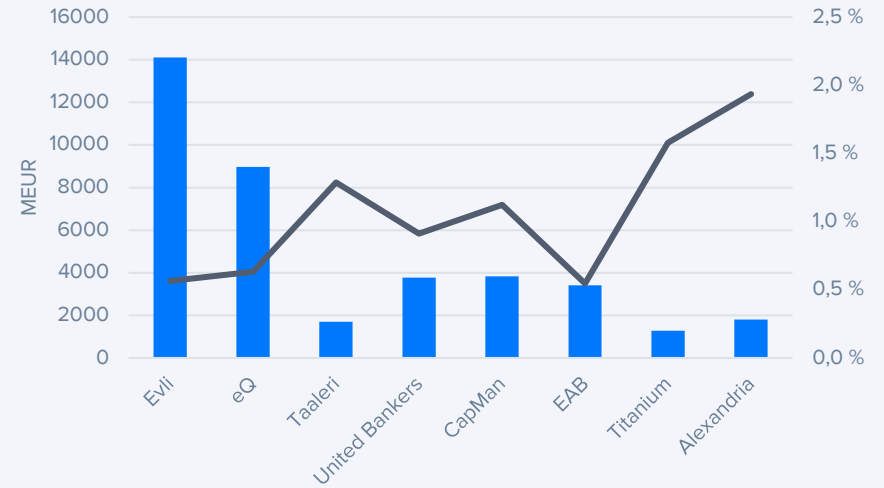
Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuuluihin mukaan
Taalerin luvuissa mukana 2021 myyty Varainhoitoluuketoiminta

Vertailu keskeisiin kotimaisiin listattuihin verrokkeihin

AUM vaihtoehtoiset 2020 (*Inderesin arvioita)



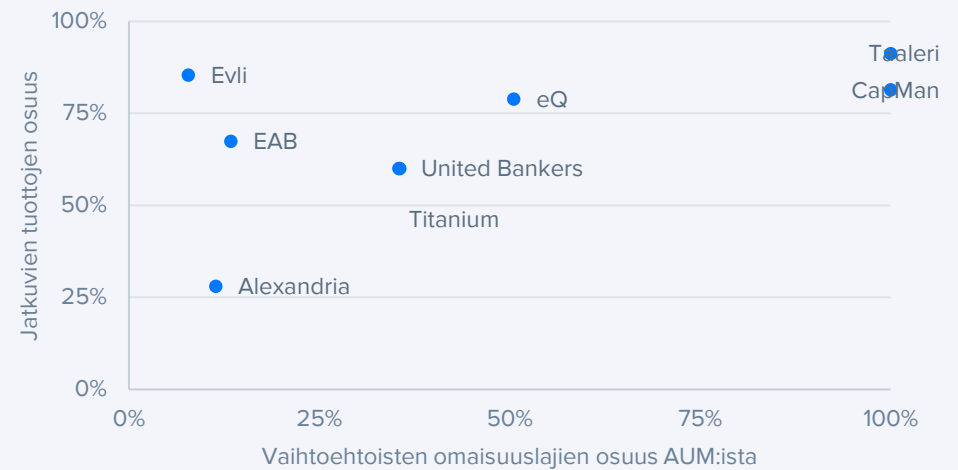
AUM ja tuotot/AUM-%



Kasvu ja kannattavuus

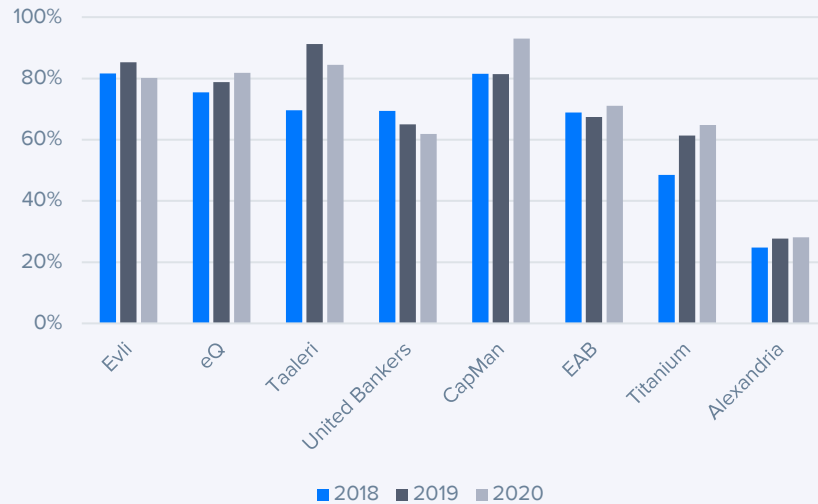


Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix 2020e



eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin (konsernitason numerot)

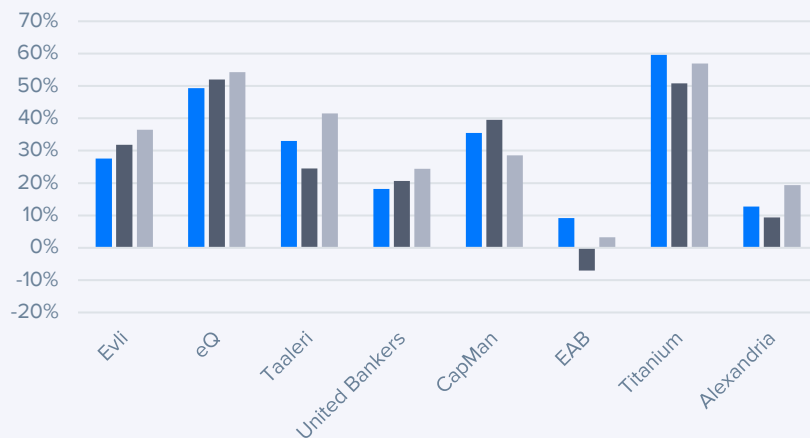
Jatkuvien palkkioiden osuus liikevaihdosta-%



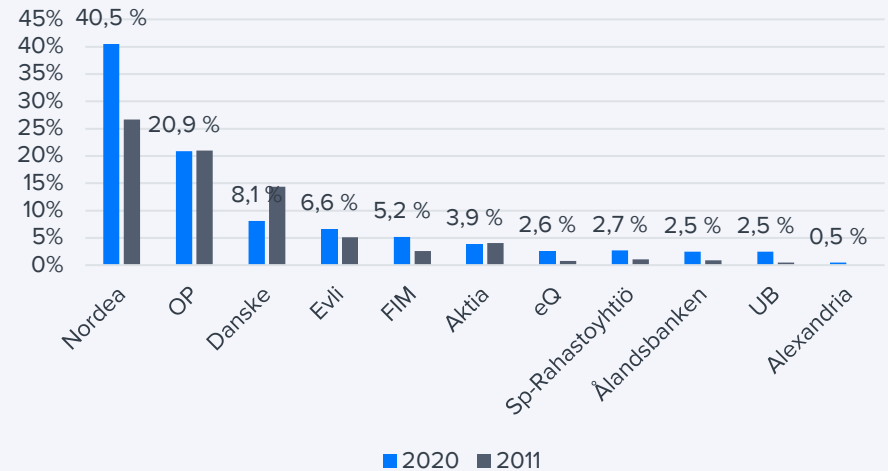
Verrokkien liikevoitto (MEUR)



Verrokkien liikevoitto-%



Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen ja selkeä

Taseen loppusumma oli 2020 lopussa 92 MEUR, oma pääoma 68 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 yritysjärjestelyyn. Emme näe tähän liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa tähän on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä on taseessa 2,1 MEUR. Tästä valtaosa liittyy IFRS16 vuokravastuisiin ja tästä oikaistuna kiinteää omaisuutta on vain marginaalisesti. Toinen merkittävä pitkän aikavälin tase-erä ovat yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli 2020 lopussa sijoituksia pääomarahastoihin 15,7 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin kappaleessa ”Sijoitukset”.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2020 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 36,4 MEUR:n arvosta sekä noin 7,5 MEUR saamia.

eQ maksoi huhtikuussa taseestaan osinkoa noin 27 MEUR ja näin ollen taseen loppusumma sekä käteisvarat ovat merkittävästi vuodenvaihteen tasoa matalammat.

Tase on erinomaisessa kunnossa

Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2020 lopussa noin 74 % ja nettovelkaantumisaste noin -54 %.

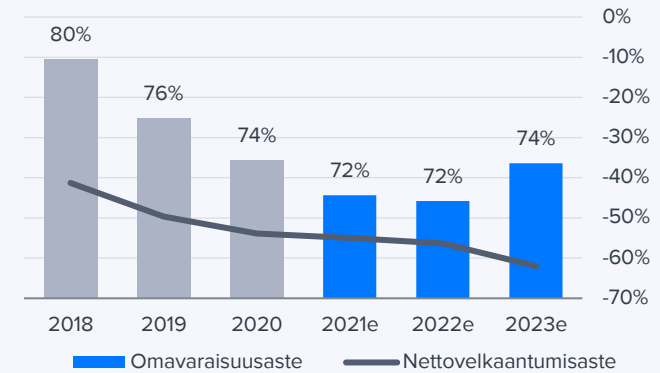
Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen

juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön kokonaispääoman vähimmäisvaateelle (CET 1) on 8 % ja yhtiön omana tavoitteena on 10 %:n taso. Yhtiön CET1-vakavaraisuus oli 2020 lopussa 18 % ja vakavaraisuuspääoma 10,6 MEUR (osingonjako huomioitu). Vaikka suhteellinen vakavaraisuus onkin reippaasti yli yhtiön oman tavoitetason, ovat absoluuttiset summat pieniä taseen kevyestä rakenteesta johtuen. 2020 lopussa yhtiöllä oli omia varoja 4,7 MEUR yli yhtiön oman tavoitetason. Yhtiön ennustettava liiketoiminta ja poikkeuksellisen kannattavuus huomioiden emme pidä tätä ongelmana.

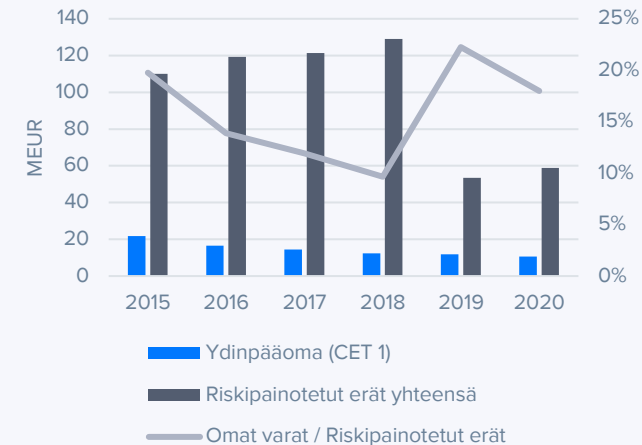
Osingonjako pysyy vuolaana

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

Taseen avainlukujen kehitys



eQ:n vakavaraisuuden kehitys*



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

Konsernin tulosenusteet 1/3

Ennusteet yhteenveto

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyi lähivuosina eQ:n kannalta hyvin positiivisena. Vaikka odotammekin markkinatilanteen rauhoittuvan nykyiseltä monelta osin ylikuumentuneesta tilasta, ei isoihin trendin ole tulossa muutoksia. Matala korkotaso pitää yllä valtavaa kysyntää kiinteistöjä sekä muita vaihtoehtoisia omaisuusluokkia kohtaan ja perinteisessä varainhoidossa tuotteiden polarisaatio tulee jatkumaan.

eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa sekä laadukkaiden tuotteiden johdosta asemoitunut poikkeuksellisen hyvin nykymarkkina. Markkina tarjoaakin yhtiölle erinomaiset edellytykset jatkaa vahvaa tuloskasvuun tulevana vuosina ja 2020-2026e välinen EPS:n kasvuennustemme on 14 %/v. Kovasta tuloskasvusta huolimatta tuloskasvuun liittyvä riskitaso on kohtuullisen maltillinen, kunhan yhtiö onnistuu seuraavissa asioissa:

- Rahastojen hyvien tuottojen ylläpito
- Kiinteistörahastojen vahva uusmyynti
- PE-rahastojen jatkuvasti kasvava kokoluokka
- Erinomainen kulutehokkuuden ylläpito

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omissa kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta.

Ennustemuutokset

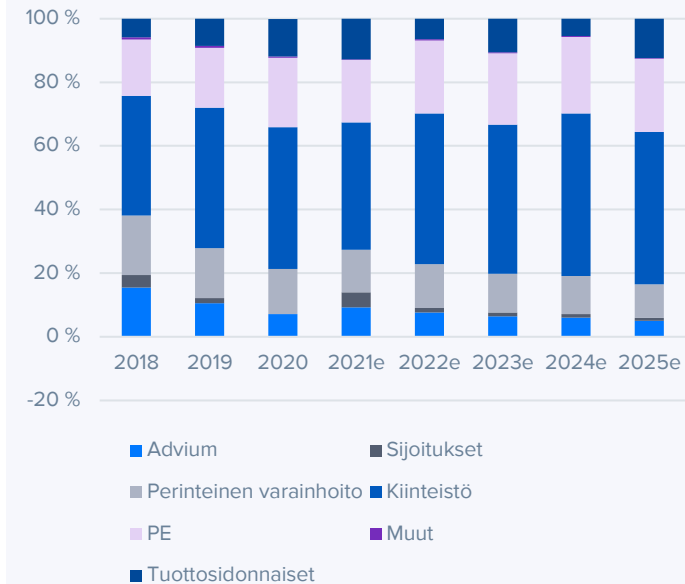
Olemme tarkistaneet eQ:n ennusteitamme selvästi ylöspäin. 2021-2023e osalta ennustemuutoksien ajureina ovat hieman kohonneet uusmyyntiennusteet jatkuvissa palkkioissa. 2024-2030 välillä ennusteemme ovat nousseet noin 30 %:lla.

Hieman kohonneiden uusmyyntiennusteiden lisäksi taustalla ovat pääosin 1) tuottosidonnaiset palkkiot PE-rahastoista ja 2) luottamuksen nousu yhtiön poikkeuksellisen kulutehokkuuden jatkumiseen. PE-rahastojen olemme tarkistaneet rahastojen tuotto-odotuksia ylöspäin minkä seurauksena myös eQ:n saamat tuottopalkkiot nousevat selvästi. Olemme myös tehneet muutoksia rahastojen voitonjako-aikatauluihin.

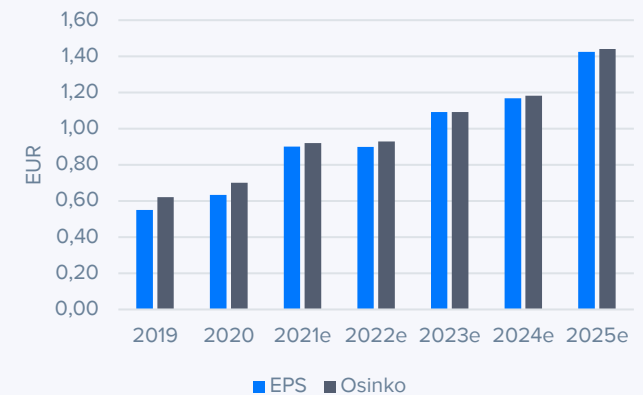
Vaikka iso osa eQ:n tuottopalkkiopotentialista sijoittuu periodille 2025-2030, on nämä syytä huomioida ennusteissamme johtuen eQ:n poikkeuksellisen hyvästä näkyvyydestä. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että vuosikymmenen jälkipuoliskolla eQ:lta siirtyä keskimäärin vuosittain yksi rahasto voitonjaon piiriin ja tuottotasojen ollessa odotuksiemme mukaisesti hyvä, tulee tuottosidonnaisten palkkioiden virta tulee kasvamaan merkittävästi ja se muuttuu nykyisestä epäsäännöllisesti hyvin säännölliseksi.

Kulutehokkuuden osalta olemme aiempaa luottavaisempia, että yhtiön nykyinen malli jatkaa edelleen skaalautumistaan ja että yhtiön kulutehokkuus on mahdollista säilyttää myös pidemmällä aikavälillä poikkeuksellisella tasolla.

Liikevaihtojakauman muutos 2019-2025e



EPS ja osinko



Konsernin tulosennusteet 2/3

Vuodesta 2021 tulos tulee tasoloikan

Ennustamme eQ:n osakekohtaisen tuloksen kasvavan kuluvana vuonna 42 %:lla 0,90 euroon Varainhoidon erinomaisen kehityksen johdosta. Varainhoidon tuloskasvua ajaa kiinteistö- ja PE-rahastojen vahva kasvu sekä kohtuulliset tuottosidonnaiset palkkiot (Hoivarahasto sekä Amanda IV:stä). Myös Adviumin toiminta elpyy koronakuopasta, joskin tämä merkitys alkaa olla konsernille marginaalinen. Myös Sijoitukset-segmentti tekee poikkeuksellisen vahvan tuloksen, kun koronakriisin aikana tehtyjä arvonalennuksia korjataan nyt vuorostaan ylöspäin.

Yhtiön kassavirta tulee laskelmiemme mukaan olemaan muutaman sentin tulosta korkeampi oman taseen sijoitusten pääomanpalautusten ansiosta. Ennustamme voitonjaon (osinko + pääomanpalautus) olevan 0,92 euroa yhtiön jatkaessa avokätistä osinkolinjaansa.

2022 tuloskasvu hidastuu väliaikaisesti

2022 ennustamme eQ:n tuloskasvun olevan lähellä nolaa johtuen tuottosidonnaisista palkkioista ja Sijoituksista sekä Adviumista. 2022 yhtiöllä ei arviomme mukaan ole voitonjaossa yhtäkään PE-tuotetta ja tämän seurauksena tuottosidonnaiset palkkiot laskevat merkittävästi 2021 tasolta (4,9 MEUR vs. 9,4 MEUR). Tämä painaa Varainhoidon tuloskasvun noin 10 %:iin, vaikka Varainhoidon ydinliiketoiminta jatkaakin etenemistään erittäin hyvin. Odotamme jatkuvien tuottojen jatkavan vahvaa kasvuaan ja ilman tuottosidonnaisia palkkioita Varainhoidon liikevaihto kasvaa +18 %. Varainhoidon tuloskasvu

hautautuu kuitenkin Sijoitusten ja Adviumin normalisoituvien tuottojen alle.

2022 EPS-ennusteemme on 0,90e ja osinkoennuste 0,93e yhtiön pitävän osinkonsa symbolisesti kasvussa pääoman palautuksien avulla.

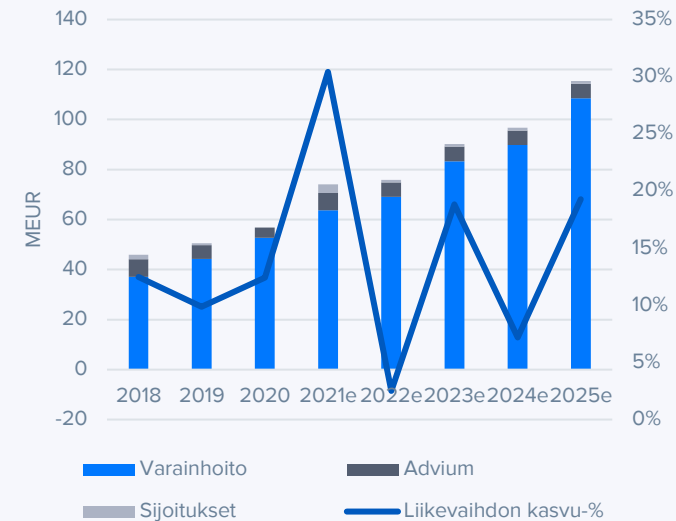
Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on erittäin hyvä

Pidemmällä aikavälillä (2023 eteenpäin) eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää vahvaa tuloskasvuaan yli 10 %:n vuotuista tuloskasvuaan (2023-2026e EPS CAGR-% 12 %). Toimialan trendit tukevat kiinteistö- ja PE-rahastojen myyntiä myös pidemmällä aikavälillä ja yhtiön kulutehokkuus tulee myös säilymään erinomaisena. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat näyttämään 2023 jälkeen aiempaa merkittävämpää roolia yhtiön tuloksessa, kun ensimmäiset eQ:n omat PE-rahastot alkavat siirtyä voitonjakoon.

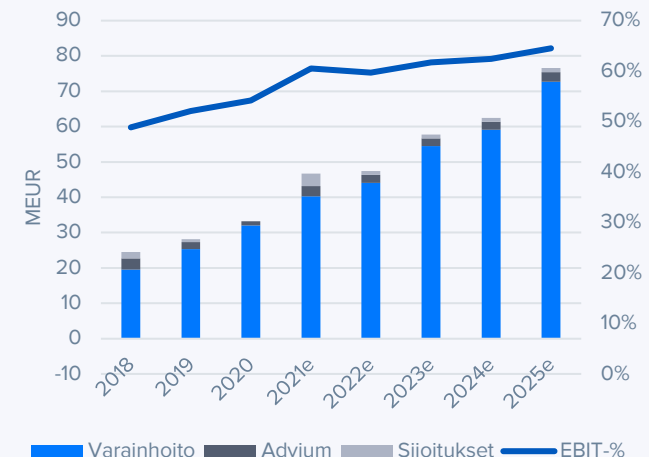
Yhtiön askelmerkit tulostason tuplaamiseksi nykyiseltä noin 30 MEUR:n ovat poikkeuksellisen selkeät kunhan yhtiö onnistuu edellisellä sivulla esittämässämme kohdissa.

eQ:n markkinariski on myös selvästi sen verrokkeja pienempi joka näkyy mm. yhtiön tuloskehityksessä koronakriisin aikana. Vaikka markkinan heikentymisen vaikutus osuisikin etenkin tuottosidonnaisiin, jäisi tämä vaikutus konsernitasolla varsin rajalliseksi. Ilman markkinatilanteen hyvin merkittävää heikentymistä (vrt. koronakriisi) meidän onkin vaikea nähdä, että yhtiön operatiivinen tuloskehitys heikkenisi oleellisesti.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Konsernin tulosenusteet 3/3

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto konserni	50,5	56,8	74,1	75,9	90,2	96,7	115,4
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	12 %	30 %	3 %	19 %	7 %	19 %
Varainhoito	44,3	52,8	63,7	69,0	83,3	89,8	108,5
Advium	5,4	4,1	6,9	5,8	5,8	5,8	5,8
Sijoitukset	0,8	-0,1	3,5	1,1	1,1	1,1	1,1
EBIT	26,3	30,8	44,8	45,3	55,7	60,3	74,4
Varainhoito	25,4	32,1	40,2	44,0	54,5	59,1	72,7
Advium	1,9	1,1	3,0	2,3	2,2	2,2	2,8
Sijoitukset	0,8	-0,1	3,5	1,1	1,1	1,1	1,1
Konsernihallinto	-1,8	-2,4	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
EBIT-%	52 %	54 %	61 %	60 %	62 %	62 %	65 %
EPS	0,55	0,63	0,90	0,90	1,09	1,17	1,42
EPS kasvu-%	16 %	15 %	42 %	0 %	21 %	7 %	22 %
Osinko	0,62	0,70	0,92	0,93	1,09	1,18	1,44
Osingonjakosuhte-%	113 %	110 %	102 %	103 %	100 %	101 %	101 %

Ennustemuutokset	2021	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	73,7	74,1	1 %	74,4	76,0	2 %	86,6	90,3	4 %
Liikevoitto	44,3	44,8	1 %	43,5	45,4	4 %	51,9	55,7	7 %
Tulos ennen veroja	44,3	44,8	1 %	43,5	45,4	4 %	51,9	55,7	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,89	0,90	1 %	0,86	0,90	4 %	1,02	1,09	7 %
Osakekohtainen osinko	0,91	0,92	1 %	0,86	0,93	8 %	1,02	1,09	7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Yhteenveto arvostuksesta

eQ:lle on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä ja kotimainen verrokkiryhmä antaa hyvän pohjan eQ:n arvonnäytökselle. eQ:n liiketoiminnan ennustettavuus on täysin omassa luokassaan sen verrokkiryhmässä ja lisäksi yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on verrokkiryhmän parhaimmista. Näin ollen DCF-malli toimii eQ:lle poikkeuksellisen hyvin ja se antaa hyvän indikaation yhtiön käyvästä arvosta.

Olemme aiemmin soveltaneet eQ:n arvonnäytöksessä osien summa laskelmaa, mutta emme pidä enää perusteltuna, sillä Adviumin ja Sijoitusten osuus konsernin arvosta on enää jotain prosentteja ja kokonaisuuden kannalta merkityksetön.

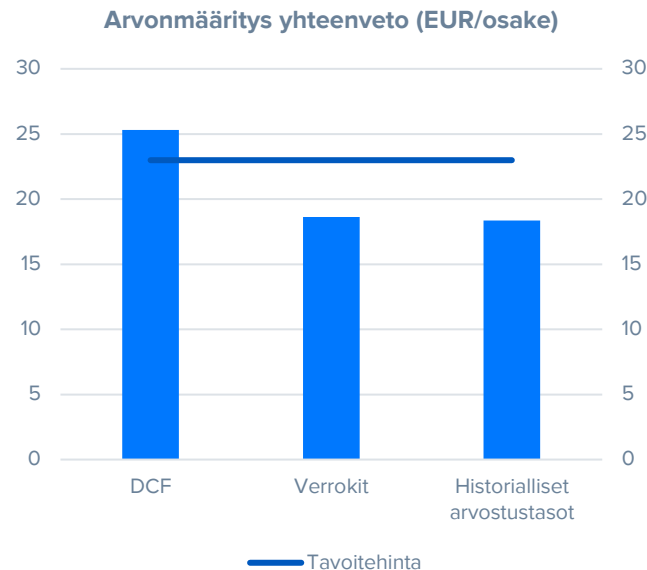
Arvonnäytöksen menetelmien mukainen arvo eQ:lle on 18-4 – 25,3 euroa per osake ja tavoitehintamme on hieman haarukan keskiarvon yläpuolella, koska annamme analyysissämme pääpainon DCF-laskelmalle. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Katse pitkän aikavälin näkymiin

eQ:n arvostustaso on toteutuneella tuloksella korkea (2020 P/E 32x), mutta 2021 vahvan tuloskasvun myötä se painuu yhtiön historialliselle tasolle (2021e P/E 23x). Yhtiötä hinnoitellaan oikeutetusti merkittäväällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen poikkeuksellisesta laadukkuudesta. Korkeasta arvostustasosta johtuen kertoimissa ei näkemyksemme mukaan ole lyhyellä aikavälillä nousuvaraa.

Yhtiön poikkeuksellisen vahva sekä ennustettava tuloskasvu yhdistettynä vahvaan osinkoon tarjoavat kuitenkin pitkällä tähtäimellä edelleen houkuttelevan tuotto-odotuksen. Tätä tuotto-odotusta kuvastaa myös DCF-mallimme, joka on selvästi nykykurssin yläpuolella.

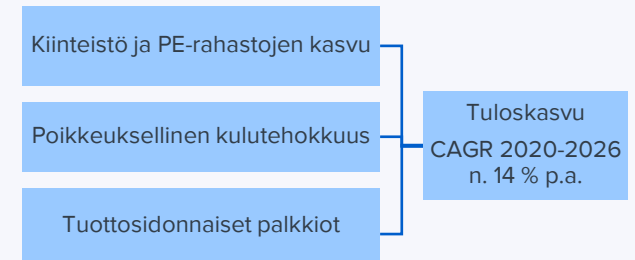
Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa edelleen nykytasolla yli 10 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen, mikä on mielestämme riittävä korvaus yhtiön matalan riskiprofilin kantamisesta. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme tuloskasvun hidastumiseen ja/tai pysähtymiseen, sillä se johtaisi väistämättä myös hyväksyttävien arvostustasojen laskuun. Yhtiön tuloskasvuun liittyvä riski on mielestämme kuitenkin verrattain matala.



Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

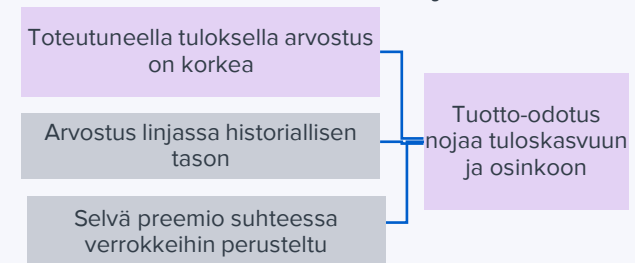
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
+10 % p.a.

Arvonmääritys 2/5

DCF-arvonmääritys

Johtuen eQ:n liiketoiminnan poikkeuksellisen hyvästä ennustettavuudesta sekä vuosikymmenen jälkipuoliskolla tapahtuvasta tuottopalkkioiden tasokorjauksesta, on DCF-malli mielestämme paras arvonmääritysmenetelmä eQ:lle.

DCF-laskelmissamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu 2026 alkaen selvästi. Kannattavuus pysyy poikkeuksellisen korkealla tasolla läpi ennusteperiodin. Ikuisuusolettamana olemme käyttäneet 55 %:n kannattavuustasoa, joka on täysin omassa luokassaan suhteessa yhtiön keskeisiin verrokkeihin nähden. 55 % marginaali heijastelee yhtiön vahvoja pitkän aikavälin näkymiä nykyisessä tuoteportfoliossa (mm. PE- ja Asuntorahastojen voitonjakopotentialit). Toisaalta mielestämme on perusteltua pitää pitkän aikavälin ennusteissa tiettyä turvamarginaalia, sillä yhtiöllä on väkisinkin edessä sukupolven vaihdos nykyisen varsin tiiviin avainhenkilöjoukon osalta. Huomautamme myös, taso on eQ:n oman historiallisen kannattavuustason yläpuolella (2014-2020 EBIT-% keskimäärin 47 %).

Soveltamamme WACC-% on 7,2 % heijastelee yhtiön toimialalle maltillista riskitasoa ja se on matalin taso finanssisektorin seuraamistamme yhtiöistä. DCF:n mukainen arvo on 25,3 euroa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

Arvostuskertoimet

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tuloskerroimilla (2014-2020 keskiarvo P/E 23x ja EV/EBITDA 17x) johtuen yhtiön vahvoista tuloskasvunäkymistä. Näkemyksemme mukaan eQ:n hyväksyttävä arvostustaso on lähellä näitä tasoja, sillä vaikka yhtiön tuloskasvu onkin

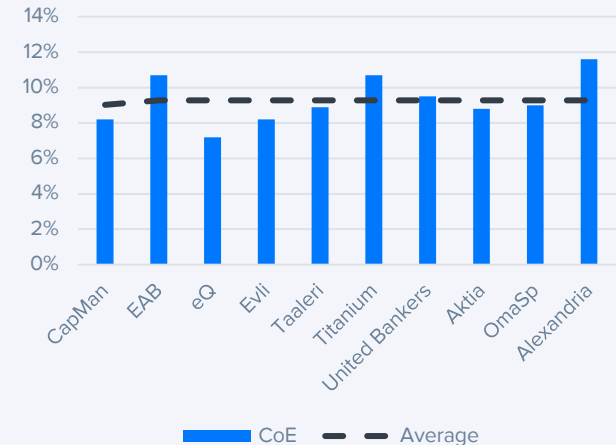
hidastunut merkittävästi suhteessa historialliseen tasoon (2014-2020: EPS CAGR-% 35 % & 2020-2026: 14 %), on yhtiön riskitaso laskenut merkittävästi samaan aikaan (kasvanut kokoluokka, mixin parantuminen, erinomainen track-record, näytöt liiketoiminnan kestävyyydestä myös heikommassa markkinatilanteessa ja laajentunut tuotetarjonta). Näin ollen onkin mielestämme edelleen perusteltua, että eQ:ta hinnoitellaan sen historiallisilla arvostuskertoimilla.

Toteutuneella tuloksella eQ:n laskettuna eQ:n P/E-kerroin on korkea 32x, mutta 2021 vahvan tuloskasvun (+45 %) myötä arvostus laskee neutraalille 23x tasolle. Lyhyellä aikavälillä absoluuttisissa kertoimissa onkin vaikea nähdä oleellista nousuvaraa. Absoluuttisia kertoimia tarkasteltaessa pitää fokuksen olla yhtiön erinomaisessa tuloskasvunäkymässä. Ennustamme eQ:n tuloksen kasvavan 2020-2026e välillä keskimäärin 14 %:lla vuodessa ja tuloskasvuun liittyvä riski on hyvin maltillinen. Vahva tuloskasvu painaa arvostuksen pitkällä aikavälillä jälleen edulliseksi (2025 P/E 14x) ja myös PEG-kerroin on noin 2x, mitä voidaan mielestämme pitää edelleen kohtuullisena.

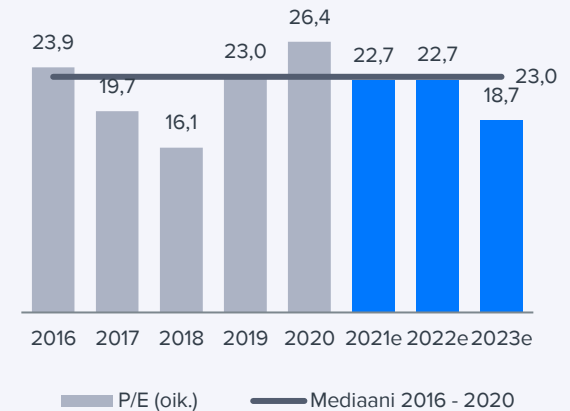
Osinkotuotto on ennusteillamme hieman alle 5 % ja painunut lähelle yhtiön historian matalinta tasoa. Osinko on varsin turvallinen ja siihen liittyvä riski on pienentynyt jatkuvasti. Näin ollen osinkotuoton lasku on mielestämme ollut perusteltua ja historiallinen osinkotasoa ei anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön hyväksyttävästä arvostustasosta.

Mikäli sovellamme eQ:n vuosien 2021-2022e keskimääräisiä tulos- ja osinkoennusteita yhtiön historiallisiin arvostuskertoimiin, saamme osakekohtaiseksi arvoksi 18,4 euroa.

Verrokkien oman pääoman kustannus -%



P/E (oik.)



Arvonmääritys 3/5

Verrokkiryhmä

eQ:lle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia sekä Oma Säästöpankkia.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimelle sekä osinkotuotolle. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään eQ hinnoitellaan merkittävällä preemiolla kaikilla arvostusmenetelmillä. On selvää, että eQ:ta tulee hinnoitella merkittävällä preemiolla suhteessa sen verrokkiryhmään johtuen sen ylivertaisesta track-recordista, keskimääräistä verrokkia paremmasta tuloskasvunäkymästä ja tuloskasvun maltillisesta

riskiprofiilista. Viimeisen 6v aikana keskimääräinen preemio suhteessa verrokkiryhmään on P/E-kertoimella laskettuna ollut +30 % ja osinkotuotolla 22 % (grafiikka seuraavalla sivulla). Mielestämme 6v periodi ei kuitenkaan anna täysin oikeaa kuvaa hyväksyttävästä arvostuksesta, sillä eQ:n laatu on parantunut merkittävästi tällä periodilla ja vastaavasti verrokkiryhmään on tullut mukaan rakenteellisesti matalan arvostustason yhtiöitä (mm. OmaSp, Alexandria ja Titanium). Viimeisen 2v aikana tulospohjainen preemio on ollut keskimäärin +55 % ja osinkotuotto keskimäärin 15 % alle verrokkiryhmän. Mielestämme nämä tasot antavat oikean suuntaisen indikaation eQ:lle hyväksyttävän preemion suuruudesta.

Soveltamalla näitä preemioita ja verrokkiryhmän arvostuksia saadaan eQ:n käyväksi arvoksi 18,6 euroa per osake. Huomautamme, että

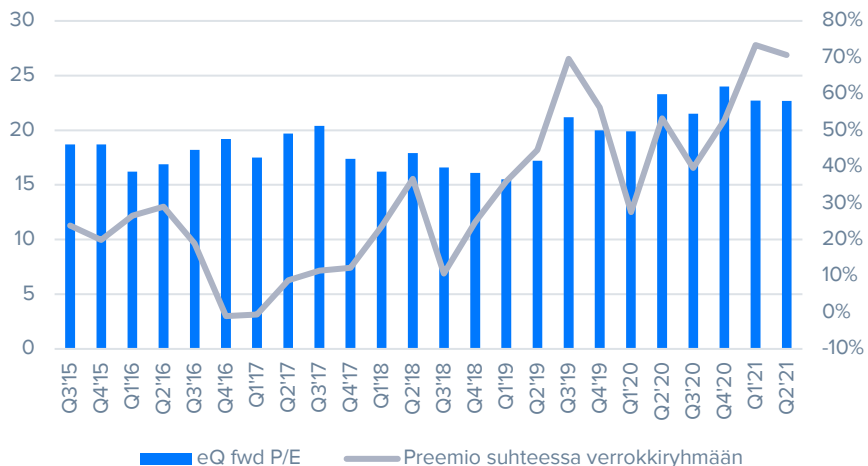
verrokkiryhmän antava arvo on hyvin subjektiivinen ja tarkan eQ:lle hyväksyttävän preemion määrittäminen on mahdotonta. Verrokkiryhmään pohjautuva arvostus kuitenkin tukee näkemystämme siitä että, lyhyellä aikavälillä arvostus on neutraali ja kertoimissa on vaikea nähdä oleellista nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
EAB Group	3,65	51	59	16,6	10,8	9,3	7,4	2,4	2,1	25,8	17,9	2,3	2,8	2,5
CapMan	2,68	423	467	11,8	11,3	11,4	11,0	7,8	7,3	14,2	13,7	5,6	6,0	3,5
Evli	18,75	455	455	10,4	10,1	9,2	8,8	4,5	4,4	14,7	14,1	6,4	6,8	5,9
Titanium	13,00	133	115	10,5	9,3	8,7	7,9	6,2	5,4	12,3	11,4	7,0	7,3	5,7
Taaleri	10,65	302	363	3,3	12,3	1,9	11,7	5,0	4,6	2,5	20,9	8,8	11,4	1,3
United Bankers	13,45	140	143	9,4	9,2	8,7	8,5	3,1	2,9	14,3	14,8	4,8	5,2	3,3
Aktia	10,46	730								12,1	10,7	5,1	5,7	1,0
Oma Säästöpankki	12,15	363								11,0	9,5	2,4	2,9	1,0
Alexandria	7,34	73	61	10,2	9,3	6,5	6,1	1,7	1,5	13,1	14,1	5,5	6,1	3,3
eQ (Inderes)	20,40	807	765	17,1	16,8	16,7	16,5	10,3	10,1	22,7	22,7	4,5	4,6	10,6
Keskiarvo				10,3	10,3	8,0	8,8	4,4	4,0	13,3	14,1	5,3	6,0	3,1
Mediaani				10,4	10,1	8,7	8,5	4,5	4,4	13,1	14,1	5,5	6,0	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				64 %	67 %	92 %	94 %	130 %	130 %	73 %	61 %	-17 %	-23 %	226 %

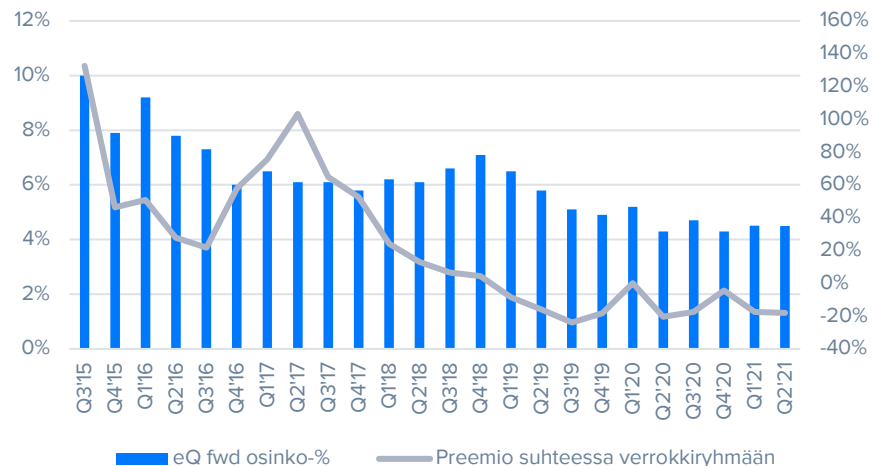
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvonmääritys 4/5

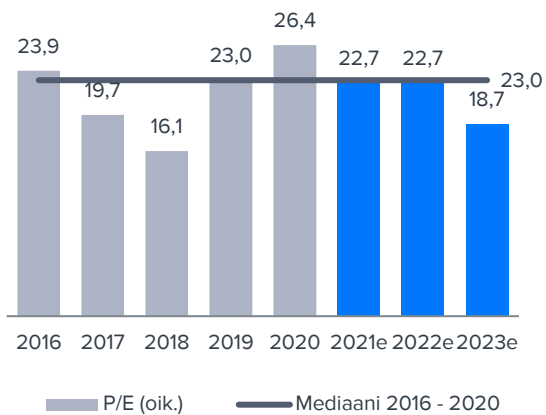
eQ:n tulospohjainen arvostus vs. verrokkit



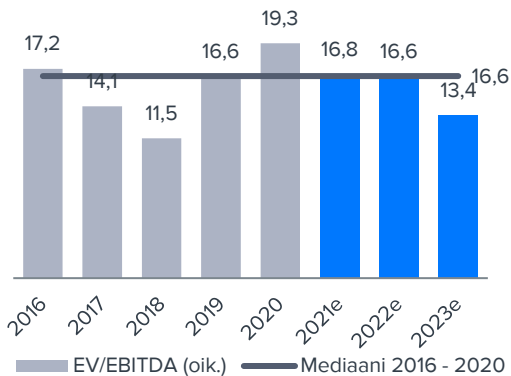
eQ:n osinkopohjainen arvostus vs. verrokkit



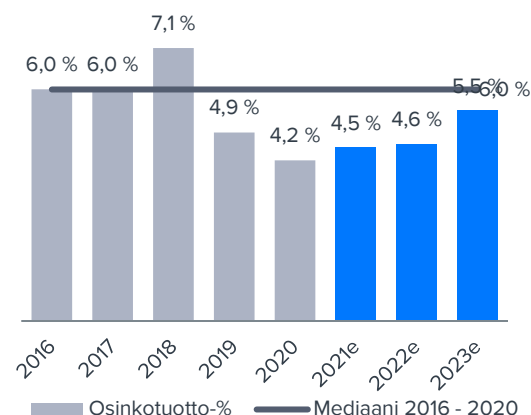
P/E (oik.)



EV/EBITDA



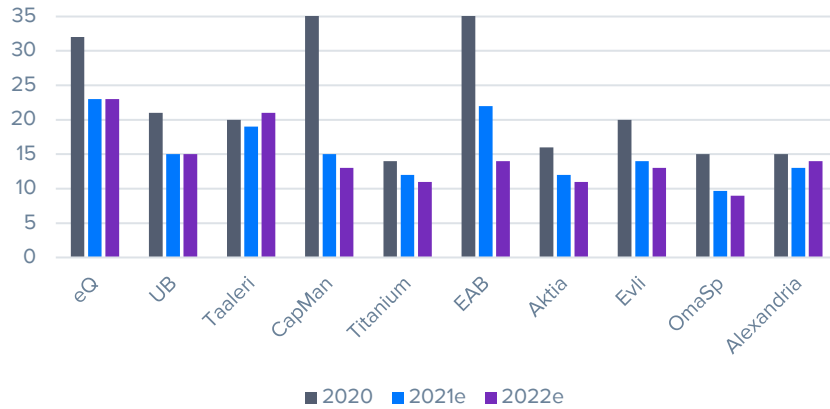
Osinkotuotto-%



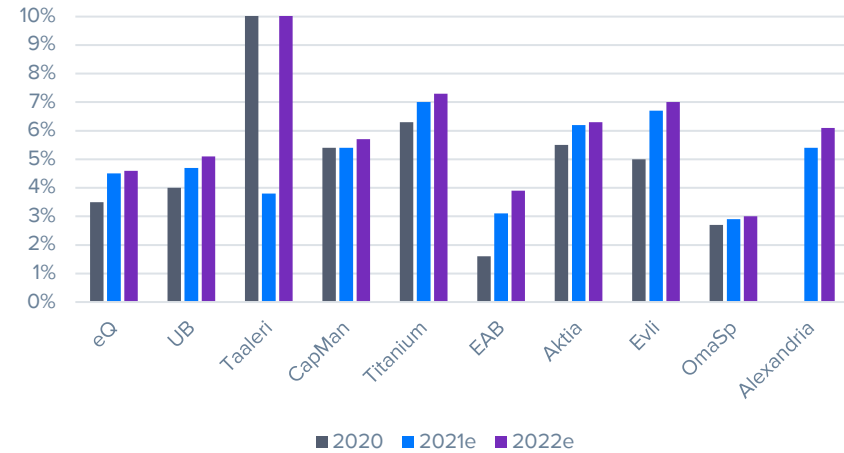
Lähde: F-Serius
Huom: verrokkiryhmä muuttunut vuosien saatossa kotimaisten listautumisten ja ulkomaisten yhtiöiden poistamisen myötä

Arvonmääritys 5/5

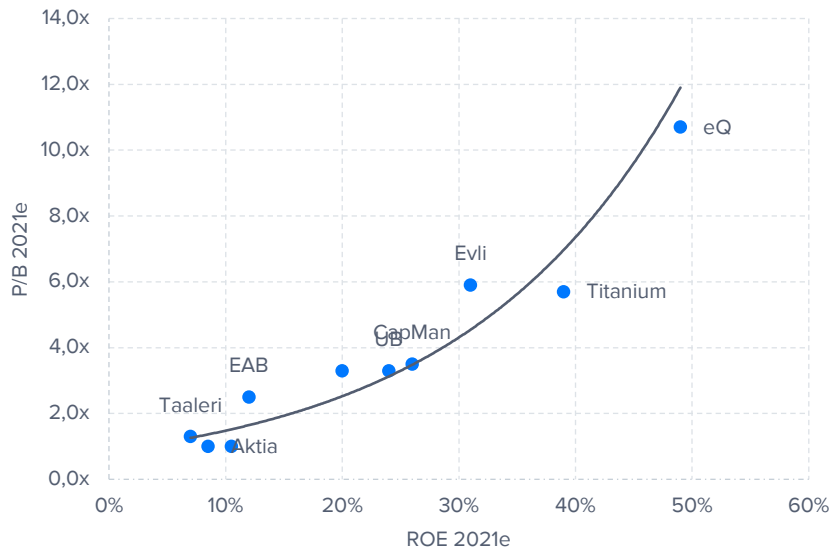
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



ROE ja P/B 2021e



Yritysjärjestelyoptio

Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista

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

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

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

Aiempaa valmiimpi yritysjärjestelyihin

Näkemyksemme mukaan todennäköisyys yritysjärjestelyn todennäköisyys nousi selvästi 2021 alussa, kun eQ ilmoitti [toimitusjohtajan vaihtumisesta](#). Toimitusjohtajan vaihtumisen yhteydessä Janne Larmasta tuli hallituksen täysipäiväinen puheenjohtaja ja Larma siirtyi samalla pois myös Adviumin toimitusjohtajan paikalta.

Näkemyksemme mukaan vaihdoksen myös

Larma tulee jatkossa keskittymään yhä enemmän eQ:n strategiselle tasolle, missä keskeisenä komponenttina ovat yritysjärjestelyt.

Henkilöstövaihdoksien lisäksi eQ on mielestämme myös operatiivisesti aiempaa valmiimpi yritysjärjestelyjä ajatellen johtuen sen kokoluokan kasvusta ja osakkeen merkittävästä arvonnoususta, jonka seurauksena osake on nykytasolla erittäin houkutteleva kauppatavara.

Mielestämme on selvää, että pitemmällä aikavälillä yritysjärjestelyt tarjoavat eQ:lle erinomaisen kanavan omistaja-arvon kasvun kiihdyttämiseksi.

Yritysjärjestelyiden osalta näemme kolme mahdollista skenaariota:

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

eQ:n laajeneminen yrityskaupalla on mielestämme todennäköisin skenaario. Arviomme mukaan eQ tavoittelisi mahdollisilla yritysjärjestelyillä joko Varainhoidon kansainvälistämistä, tuotetarjonnan laajentamista (esim. uudet pääomarahastot) tai puhtaasti hallinnoitavan varallisuuden kasvattamista.

eQ:n omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa eQ:ssa tehtävästä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen ja kotimaisia ostajia meidän on vaikea eQ:lle löytää.

Kotimaisen finanssisektorin konsolidaatio tulee jatkumaan vilkkaana ja näemme markkinalla edelleen tarvetta seuraavan kokoluokan toimijalle joka pystyy aiempaa vahvemmin haastamaan isot pankit. Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpana haasteena onkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät. Mielestämme eQ olisi ainakin paperilla looginen kumppani lähes kaikille relevanteille keskisuurille finanssipalvelutaloille.

Janne Larman kommentit hänen siirtymisestä hpj:ksi katsottavissa oheisesta videosta (Q1'21 tulossaastattelu)

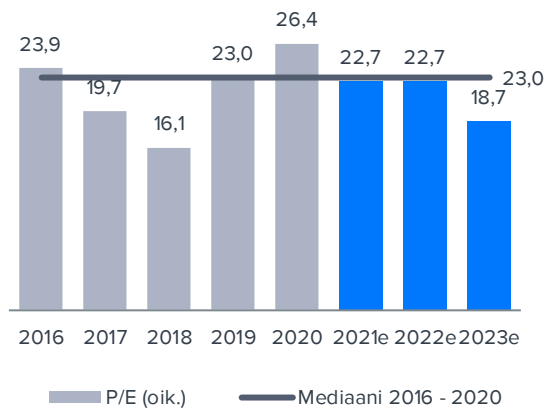


Arvostustaulukko

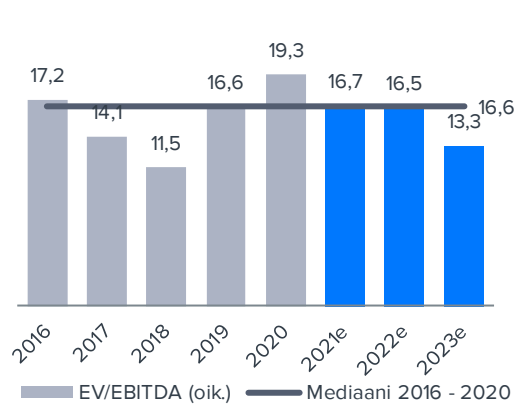
Arvostustasoa	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,29	8,30	7,60	12,7	16,8	20,4	20,4	20,4	20,4
Osakemäärä, milj. kpl	37,0	37,7	37,7	38,3	38,9	39,6	40,1	40,6	41,1
Markkina-arvo	307	313	287	485	651	807	807	807	807
Yritysarvo (EV)	290	288	261	452	615	765	764	756	752
P/E (oik.)	23,9	19,7	16,1	23,0	26,4	22,7	22,7	18,7	17,5
P/E	23,9	19,7	16,1	23,0	26,4	22,7	22,7	18,7	17,5
P/Kassavirta	22,6	12,1	14,7	18,1	24,8	25,6	22,2	18,1	17,1
P/B	4,8	5,0	4,6	7,4	9,6	10,6	10,7	9,8	9,4
P/S	8,7	7,7	6,3	9,6	11,5	10,9	10,6	8,9	8,3
EV/Liikevaihto	8,2	7,1	5,7	8,9	10,9	10,3	10,1	8,4	7,8
EV/EBITDA (oik.)	17,2	14,1	11,5	16,6	19,3	16,7	16,5	13,3	12,3
EV/EBIT (oik.)	17,9	14,3	11,6	17,2	20,0	17,1	16,8	13,6	12,5
Osinko/tulos (%)	144,4 %	118,4 %	114,4 %	112,9 %	110,5 %	102,2 %	103,3 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,0 %	7,1 %	4,9 %	4,2 %	4,5 %	4,6 %	5,5 %	5,9 %

Lähde: Inderes

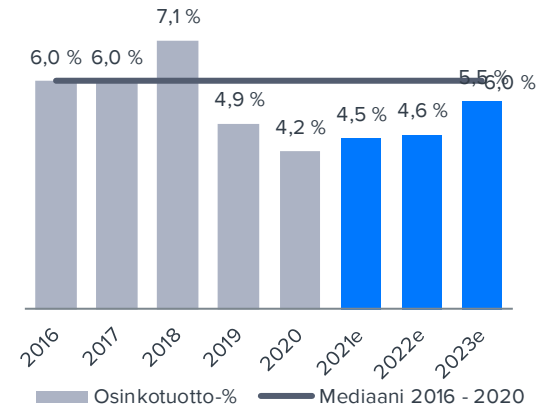
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

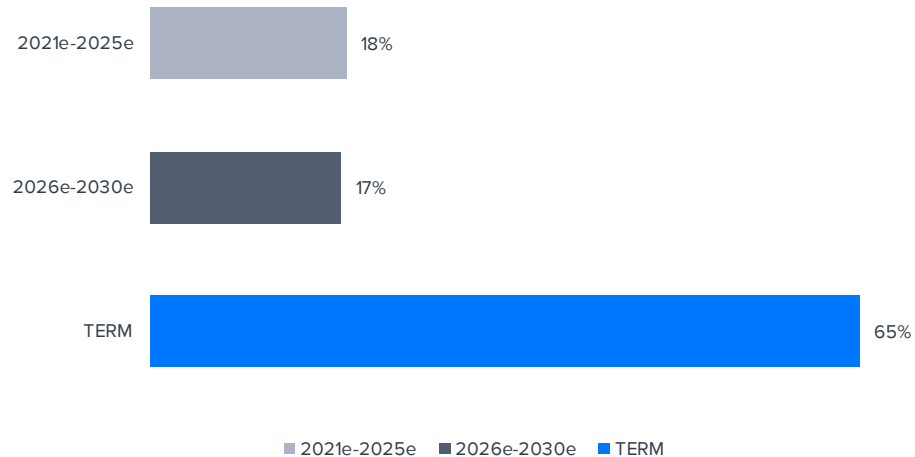
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
EAB Group	3,65	51	59	16,6	10,8	9,3	7,4	2,4	2,1	25,8	17,9	2,3	2,8	2,5
CapMan	2,68	423	467	11,8	11,3	11,4	11,0	7,8	7,3	14,2	13,7	5,6	6,0	3,5
Evli	18,75	455	455	10,4	10,1	9,2	8,8	4,5	4,4	14,7	14,1	6,4	6,8	5,9
Titanium	13,00	133	115	10,5	9,3	8,7	7,9	6,2	5,4	12,3	11,4	7,0	7,3	5,7
Taaleri	10,65	302	363	3,3	12,3	1,9	11,7	5,0	4,6	2,5	20,9	8,8	11,4	1,3
United Bankers	13,45	140	143	9,4	9,2	8,7	8,5	3,1	2,9	14,3	14,8	4,8	5,2	3,3
Aktia	10,46	730								12,1	10,7	5,1	5,7	1,0
Oma Säästöpankki	12,15	363								11,0	9,5	2,4	2,9	1,0
Alexandria	7,34	73	61	10,2	9,3	6,5	6,1	1,7	1,5	13,1	14,1	5,5	6,1	3,3
eQ (Inderes)	20,40	807	765	17,1	16,8	16,7	16,5	10,3	10,1	22,7	22,7	4,5	4,6	10,6
Keskiarvo				10,3	10,3	8,0	8,8	4,4	4,0	13,3	14,1	5,3	6,0	3,1
Mediaani				10,4	10,1	8,7	8,5	4,5	4,4	13,1	14,1	5,5	6,0	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				64 %	67 %	92 %	94 %	130 %	130 %	73 %	61 %	-17 %	-23 %	226 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	30,8	44,8	45,4	55,7	60,3	74,5	72,7	74,9	77,1	72,8	74,7	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	
- Maksetut verot	-5,3	-9,2	-9,3	-11,4	-12,4	-15,3	-14,9	-15,4	-15,8	-14,9	-15,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,8	-2,1	-0,2	-1,9	-0,8	-2,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	23,7	34,5	36,8	43,4	48,1	57,8	58,1	60,1	61,9	58,5	60,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,2	-1,7	0,5	2,1	0,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	26,2	32,8	37,3	45,5	48,2	56,5	56,8	58,8	60,6	57,2	57,8	
+/- Muut	0,0	-1,3	-0,9	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	26,2	31,5	36,4	44,5	47,2	56,5	56,8	58,8	60,6	57,2	57,8	1254
Diskontattu vapaa kassavirta		30,3	32,6	37,2	36,8	41,1	38,5	37,2	35,7	31,5	29,7	643
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		994	964	931	894	857	816	777	740	704	673	643
Velaton arvo DCF		994										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		36,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-27,2										
Oman pääoman arvo DCF		1003										
Oman pääoman arvo DCF per osake		25,3										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	50,6	12,0	11,9	12,7	20,1	56,7	18,0	17,0	16,1	22,9	74,1	75,9	90,2	96,7
Varainhoito	44,3	11,3	11,4	11,9	18,1	52,8	14,8	14,7	15,1	19,1	63,7	69,0	83,3	89,8
Sijoitukset	0,8	0,6	-1,0	-0,3	0,6	-0,1	2,1	0,8	0,3	0,3	3,5	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	5,4	0,4	1,3	1,0	1,4	4,1	1,1	1,5	0,8	3,5	6,9	5,8	5,8	5,8
Konsernihallinto	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	27,3	6,3	5,9	7,8	11,9	31,9	10,8	10,3	10,7	14,1	45,8	46,3	56,6	61,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	26,3	6,0	5,7	7,5	11,5	30,8	10,6	10,0	10,4	13,8	44,8	45,3	55,7	60,3
Liikevoitto	26,3	6,0	5,7	7,5	11,5	30,8	10,6	10,0	10,4	13,8	44,8	45,3	55,7	60,3
Varainhoito	25,4	6,4	6,6	7,8	11,3	32,1	8,9	9,0	10,4	12,0	40,2	44,0	54,5	59,1
Sijoitukset	0,8	0,6	-1,0	-0,3	0,6	-0,1	2,1	0,8	0,3	0,3	3,5	1,1	1,1	1,1
Corporate Finance	1,9	-0,1	0,4	0,4	0,4	1,1	0,3	0,6	0,2	1,9	3,0	2,3	2,2	2,2
Konsernihallinto	-1,8	-0,9	-0,4	-0,3	-0,8	-2,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	26,3	6,0	5,7	7,5	11,5	30,8	10,6	10,0	10,4	13,8	44,8	45,3	55,7	60,3
Verot	-5,3	-1,2	-1,1	-1,5	-2,4	-6,1	-2,2	-2,1	-2,1	-2,8	-9,2	-9,3	-11,4	-12,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	21,0	4,8	4,6	6,0	9,2	24,6	8,4	8,0	8,3	11,0	35,6	36,0	44,3	48,0
EPS (oikaistu)	0,55	0,13	0,12	0,16	0,24	0,63	0,21	0,20	0,21	0,28	0,90	0,90	1,09	1,17
EPS (raportoitu)	0,55	0,13	0,12	0,16	0,24	0,63	0,21	0,20	0,21	0,28	0,90	0,90	1,09	1,17

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	10,9 %	3,0 %	3,9 %	6,5 %	28,6 %	11,9 %	49,4 %	43,4 %	27,5 %	14,1 %	30,7 %	2,5 %	18,8 %	7,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,1 %	13,5 %	0,2 %	9,1 %	37,1 %	17,0 %	75,8 %	76,8 %	38,1 %	19,7 %	45,7 %	1,1 %	22,8 %	8,4 %
Käyttökate-%	53,9 %	52,1 %	49,8 %	61,8 %	59,0 %	56,2 %	60,2 %	60,3 %	66,0 %	61,3 %	61,8 %	60,9 %	62,8 %	63,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	51,9 %	49,9 %	47,8 %	59,6 %	57,5 %	54,3 %	58,7 %	58,9 %	64,6 %	60,3 %	60,5 %	59,7 %	61,7 %	62,4 %
Nettotulos-%	41,6 %	40,0 %	38,7 %	47,6 %	45,8 %	43,5 %	46,7 %	46,8 %	51,3 %	47,9 %	48,1 %	47,5 %	49,1 %	49,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	48,4	47,6	48,3	46,8	43,8
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,6	4,9	5,3	5,6
Käyttöomaisuus	2,7	2,1	2,0	2,0	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,2	15,7	16,1	14,2	10,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	37,0	43,9	57,4	58,8	69,9
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	4,7	7,5	9,8	10,1	12,0
Likvidit varat	32,3	36,4	47,6	48,8	57,9
Taseen loppusumma	85,4	91,5	106	106	114

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	65,1	67,5	76,0	75,6	82,6
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	27,3	31,0	39,4	39,0	46,0
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	26,5	25,2	25,2	25,2	25,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,3	23,9	23,9	23,9	23,9
Laskennalliset verovelat	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	19,4	22,2	22,2	22,2	22,2
Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	5,8	6,2	7,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	5,8	6,2	7,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	85,4	91,5	106	106	114

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	45,6	50,6	56,7	74,1	76,0	EPS (raportoitu)	0,47	0,55	0,63	0,90	0,90
Käyttökate	22,7	27,3	31,9	45,8	46,3	EPS (oikaistu)	0,47	0,55	0,63	0,90	0,90
Liikevoitto	22,5	26,3	30,8	44,8	45,4	Operat. kassavirta / osake	0,42	0,61	0,61	0,87	0,92
Voitto ennen veroja	22,5	26,3	30,8	44,8	45,4	Vapaa kassavirta / osake	0,52	0,70	0,68	0,80	0,91
Nettovoitto	17,8	21,0	24,6	35,6	36,1	Omapääoma / osake	1,65	1,70	1,74	1,92	1,89
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,54	0,62	0,70	0,92	0,93
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	78,2	85,4	91,5	106,1	106,1	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	11 %	12 %	31 %	3 %
Oma pääoma	62,2	65,1	67,5	76,0	75,6	Käyttökateen kasvu-%	11 %	20 %	17 %	44 %	1 %
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	12 %	17 %	17 %	46 %	1 %
Nettovelat	-25,7	-32,3	-36,4	-41,9	-42,8	EPS oik. kasvu-%	12 %	16 %	15 %	42 %	0 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	49,7 %	53,9 %	56,2 %	61,8 %	61,0 %
Käyttökate	22,7	27,3	31,9	45,8	46,3	Oik. Liikevoitto-%	49,2 %	51,9 %	54,3 %	60,5 %	59,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,5	1,2	-2,8	-2,1	-0,2	Liikevoitto-%	49,2 %	51,9 %	54,3 %	60,5 %	59,7 %
Operatiivinen kassavirta	15,7	23,2	23,7	34,5	36,8	ROE-%	28,5 %	33,0 %	37,1 %	49,7 %	47,6 %
Investoinnit	1,7	-2,6	-0,2	-1,7	0,5	ROI-%	35,9 %	41,3 %	46,4 %	59,9 %	55,2 %
Vapaa kassavirta	19,5	26,8	26,2	31,5	36,4	Omavaraisuusaste	79,6 %	76,2 %	73,8 %	71,6 %	71,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-41,2 %	-49,6 %	-53,8 %	-55,2 %	-56,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Fennogens Investments S.A.			20,1 %			EV/Liikevaihto	5,7	8,9	10,9	10,3	10,1
Anchor Oy Ab			15,3 %			EV/EBITDA (oik.)	11,5	16,6	19,3	16,7	16,5
Chilla Capital S.A (Janne Larma)			15,3 %			EV/EBIT (oik.)	11,6	17,2	20,0	17,1	16,8
Teamet Oy (Mikko Koskimies)			10,6 %			P/E (oik.)	16,1	23,0	26,4	22,7	22,7
OY Cevante Ab			3,6 %			P/B	4,6	7,4	9,6	10,6	10,7
Peter Fazer			3,3 %			Osinkotuotto-%	7,1 %	4,9 %	4,2 %	4,5 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/10/2017	Lisää	8,60 €	8,17 €
24/01/2018	Lisää	9,20 €	8,80 €
05/02/2018	Lisää	9,20 €	9,00 €
25/04/2018	Lisää	9,20 €	8,48 €
15/08/2018	Lisää	9,20 €	8,64 €
17/09/2018	Vähennä	9,20 €	9,20 €
30/10/2018	Lisää	8,40 €	7,92 €
10/01/2019	Vähennä	8,20 €	8,24 €
08/02/2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28/02/2019	Lisää	9,20 €	8,62 €
27/04/2019	Lisää	9,50 €	8,96 €
14/08/2019	Lisää	10,00 €	9,36 €
24/10/2019	Vähennä	11,00 €	11,80 €
06/02/2020	Vähennä	13,50 €	14,70 €
14/04/2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
29/04/2020	Lisää	13,50 €	12,25 €
11/05/2020	Lisää	14,00 €	12,75 €
12/08/2020	Vähennä	14,00 €	13,90 €
27/10/2020	Osta	15,00 €	13,10 €
09/12/2020	Vähennä	15,00 €	16,85 €
08/02/2021	Vähennä	17,00 €	19,60 €
28/04/2021	Vähennä	20,00 €	20,45 €
09/06/2021	Lisää	22,00 €	20,45 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**