



Laaja raportti

25.3.2024 08:05



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



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

**inde
res.**

Kiinteistösykli kiusaa sektorin tähteä

eQ on laadukkaan tuotetarjontansa ansiosta asemoitunut erinomaisesti pitkällä aikavälillä kasvavaan vaihtoehtosijoitusten markkinaan. Odotamme eQ:n palaavan takaisin tuloskasvuun 2025, vaikka kiinteistösektorin haasteet tarjoavatkin lyhyellä aikavälillä vastatuulta. Arvostuskuva on laskeneista kertoimista huolimatta kireä, joten tuotto-odotus jää ennusteillamme riittämättömäksi, etenkin kun tuloskasvuun paluun aikatauluun sekä kulmakertoimeen liittyy vielä epävarmuutta. Toistamme 14,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksen.

Vaihtoehtoisiin rahastotuotteisiin keskittyvä kotimainen finanssipalvelutalo

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat 2023 lopussa 12,9 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 (PE) -rahastot.

Historiallinen kehitys ollut poikkeuksellisen vahvaa oikeiden strategisten valintojen ansiosta

Nykymuotoinen eQ syntyi vuonna 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Yhtiö on tehnyt strategisesti jatkuvasti oikeita valintoja ja kyennyt hyödyntämään toimialan trendit erittäin hyvin (erityisesti vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Oikeiden strategisten valintojen sekä näiden erinomaisen toteuttamisen ansiosta yhtiön tulos on kasvanut keskimäärin lähes 17 % vuodessa 2011–2023 välillä ja osakkeen kokonaistuotto osingot uudelleensijoitettuna on samalla ajanjaksolla huimat +1600 % (IRR ~27 % p.a.).

Pitkän aikavälin näkömä on vahva, mutta lyhyellä aikavälillä haasteet rajoittavat kasvua

eQ on vahvasti asemoitunut kasvavaan vaihtoehtosijoitusten markkinaan laadukkaiden tuotteidensa ansiosta. Kiinteistörahastojen osalta näkömä on lyhyellä aikavälillä haasteellinen ja niiden pääomien merkittävä lasku H2'23:lla hautaa muun konsernin tuloskasvun alleen 2024 aikana. Odotamme kuitenkin kiinteistörahastojen uusmyynnin piristyvän loppuvuoden aikana korkokehitykseen liittyvän epävarmuuden väistyessä. eQ:n tuloksen pitäisikin kääntyä 2025 kunnolla kasvuun PE-rahastojen tuottopalkkioiden ja PE-rahastojen kasvun myötä, kun kiinteistörahastojen palkkiot eivät enää laske. Pidemmällä aikavälillä keskeinen kysymys ennusteissamme liittyy PE-rahastojen tuottopalkkioihin ja kiinteistörahastojen normaaliin myyntivolyymiin, joilla molemmilla on merkittävä vaikutus tuloskasvun kulmakertoimeen. Yhtiön kulutehokkuus säilyy erinomaisena, joten liikevaihdon kasvun valuu tehokkaasti alariville. Osinkovirta pysyy tutun vuolaana ja koko tulos jaetaan osinkoina ulos.

Neutraali arvostuskuva ei innosta riskinottoon

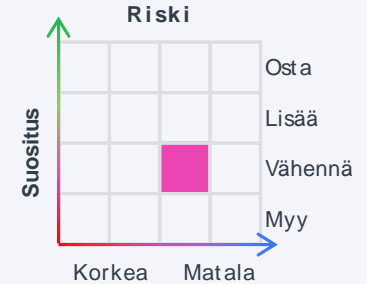
eQ:n kerroinperustainen arvostus on painunut alle historiallisten tasojen, mitä pidämme perusteltuna uusmyynnin näkömän heikennyttyä ja pörssin yleisen arvostustason laskettua selvästi. Vaikka kertoimet ovat edelleen vaativat, olisivat ne perustellut, jos näkyvyys tuloskasvuun paluuseen sekä sen kulmakertoimeen olisi nykyistä parempi. Lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus rajoittuu mielestämme osinkotuottoon ja samalla sijoittaja kantaa riskiä korkeisiin kertoiimiin liittyen, mikäli tuloskasvu ei realisoidu odottamassamme tahdissa. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus alkaa tuloskasvun ja osingon yhdistelmänä näyttää jo kohtuullisen houkuttelevalta, mutta tähän nojaaminen vaatisi ennusteriskien laskua.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

14,00 EUR
(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:
13,98



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	70,9	69,7	80,4	88,6
kasvu-%	-9 %	-2 %	15 %	10 %
EBIT oik.	39,8	39,5	46,5	52,2
EBIT-% oik.	56,1 %	56,6 %	57,9 %	58,9 %
Nettotulos	31,6	31,5	37,1	41,6
EPS (oik.)	0,77	0,76	0,89	0,99

P/E (oik.)	20,1	18,3	15,7	14,1
P/B	8,4	7,8	7,3	7,1
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,7 %	6,7 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	15,1	13,8	11,5	10,2
EV/EBITDA	14,6	13,3	11,2	9,9
EV/Liikevaihto	8,5	7,8	6,7	6,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

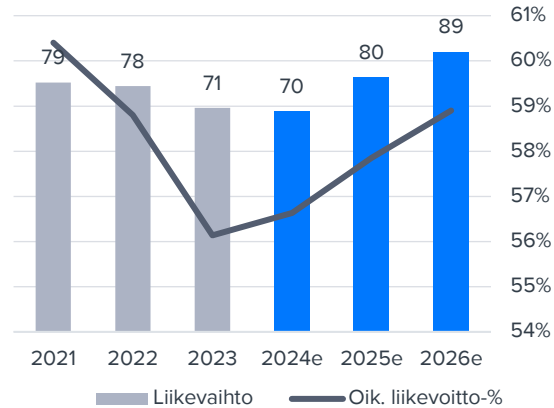
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



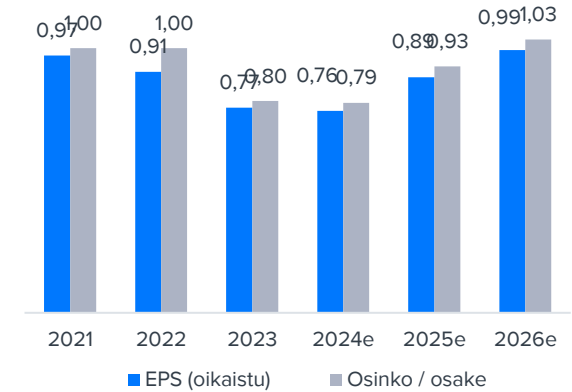
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	577	577	577
Yritysarvo (EV)	545	535	532
P/E (oik.)	18,3	15,7	14,1
P/E	18,3	15,7	14,1
P/B	7,8	7,3	7,1
P/S	8,3	7,2	6,5
EV/Liikevaihto	7,8	6,7	6,0
EV/EBITDA (oik.)	13,3	11,2	9,9
EV/EBIT (oik.)	13,8	11,5	10,2
Osinko/tulos (%)	103,9 %	104,5 %	104,0 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,7 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–8
Segmentit: Varainhoito	9–17
Segmentit: Corporate Finance (Advium)	18
Segmentit: Sijoitukset	19
Strategia	20
Toimiala	21–30
Sijoitus- ja riskiprofiili	31–32
Taloudellinen tilanne	33
Konsernin tulosenusteet	34–37
Arvonmääritys	38–42
Liitteet ja taulukot	43–48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

eQ lyhyesti

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni.

2011

Perustamisvuosi

70,9 MEUR

Liikevaihto 2023

39,7 MEUR (56 % lv:sta)

Liikevoitto 2023

12,9 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat 2023

101

Henkilöstön lukumäärä 2023 lopussa

~24 % p.a.

Vuotuinen EPS kasvu 2013 alkaen

2011–2013

eQ-konsernin synty useiden yritysjärjestelyiden kautta

Varainhoidon saneeraus ja konsernin laajuinen IT-integraatio

Ensimmäisen kiinteistörahaston perustaminen

Markkinatilanne 2011–2012 haastava eurokriisistä johtuen ja Suomen transaktiomarkkina jäissä

2014–2021

Vahvaa orgaanista kasvua suotuisan markkinatilanteen ja onnistuneen uusmyynnin avulla

Uusmyynnissä fokus kiinteistö- ja PE-rahastoissa

Strategian tiukka fokus mahdollistaa erinomaisen kulutehokkuuden ja liikevaihdon voimakas kasvu skaalautuu kauniisti tulokseen

Yliomavarainen tase puretaan vuolaalla voitonjaolla

2021–

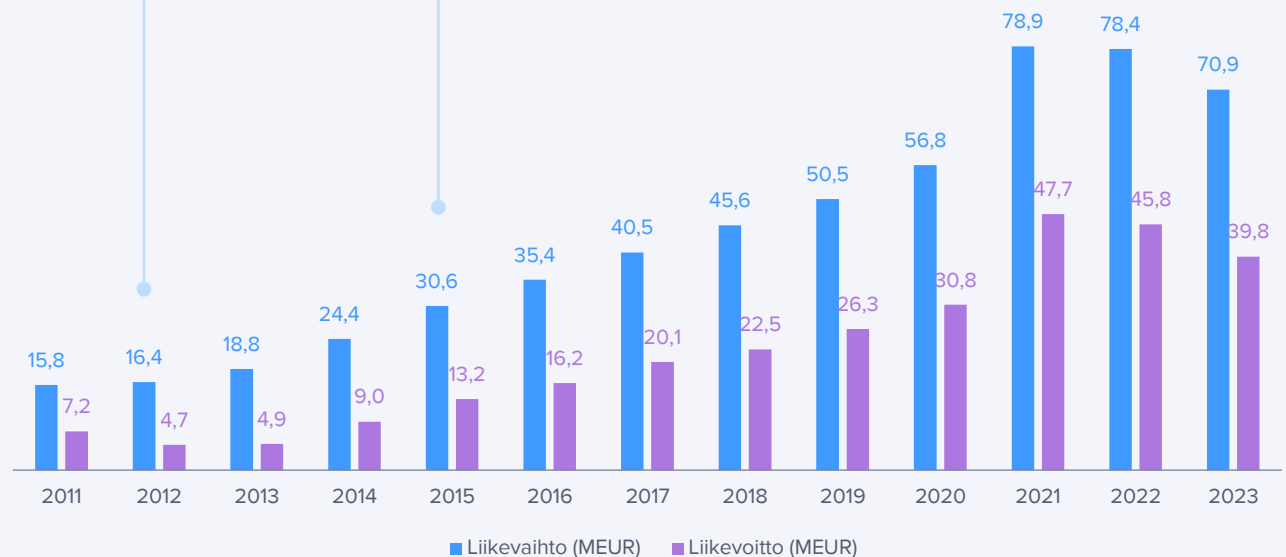
Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen

Omistaja-arvon maksimointi strategisia valintoja ohjaavana ohjenuorana

Epäorgaanisten kasvumahdollisuuksien kartoittaminen

Uusmyynnin palauttaminen takaisin kasvuun vaihtoehtorahastoille haasteellisten vuosien jälkeen

Kiinteistö- ja PE-rahastot yhä liiketoiminnan keskiössä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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.

Konsernitoiminnot (Muut ja eliminoinnit -segmentti raportoinnissa)

LIIKETOIMINTASEGMENTIT



Varainhoito on yhtiön ydinliiketoiminta ja sen asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö- ja private equity -rahastotarjontaansa ja pyrkinyt tällä erottautumaan kilpailijoistaan.



eQ:n oikea strategia yhdessä määrätietoisesta ja kurinalaisesta toteuttamisesta on johtanut huikkeisiin tuloksiin. Yhtiön osakekohtainen tulos on kasvanut vuosien 2011–2022 välillä keskimäärin noin 21 %:lla, mikä täysin omaa luokkaansa sijoituspalveluyhtiöiden joukossa. Näkemyksemme mukaan poikkeuksellisen menestyksen taustalla ovat etenkin seuraavat tekijät:



Panostus vaihtoehtoisiiin sijoitustuotteisiin (kiinteistö- ja Private Equity -rahastoihin)



Skaalautuvat ja huippulaadukkaat tuotteet sekä asiakaskunnassa fokus instituutioissa



Keskittyminen ydinliiketoimintaan, rönsyjen välttäminen sekä tiukka kulukontrolli



Hallinnoitava varallisuus 12,9 mrd. euroa Q4'23 lopussa



Asiakaskunta painottunut instituutioihin sekä varakkaisiin yksityishenkilöihin



Konsernin henkilöstömäärä 101 Q4'23 lopussa (kokopäiväresurssina)

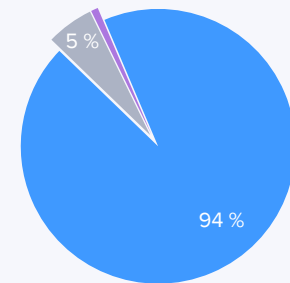


Liikevaihdon painopiste varainhoidossa, jossa kiinteistörahastojen merkitys suurin



Osakkeen kokonaistuotto lähes +1200 % tai yli 20 % vuodessa 2011–2023*

Konsernin liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2023)



■ Varainhoito ■ Advium ■ Sijoitukset

*Osakkeen kokonaistuotto ei huomioi osinkojen uudelleensijoittamista

Yritysjärjestelyt

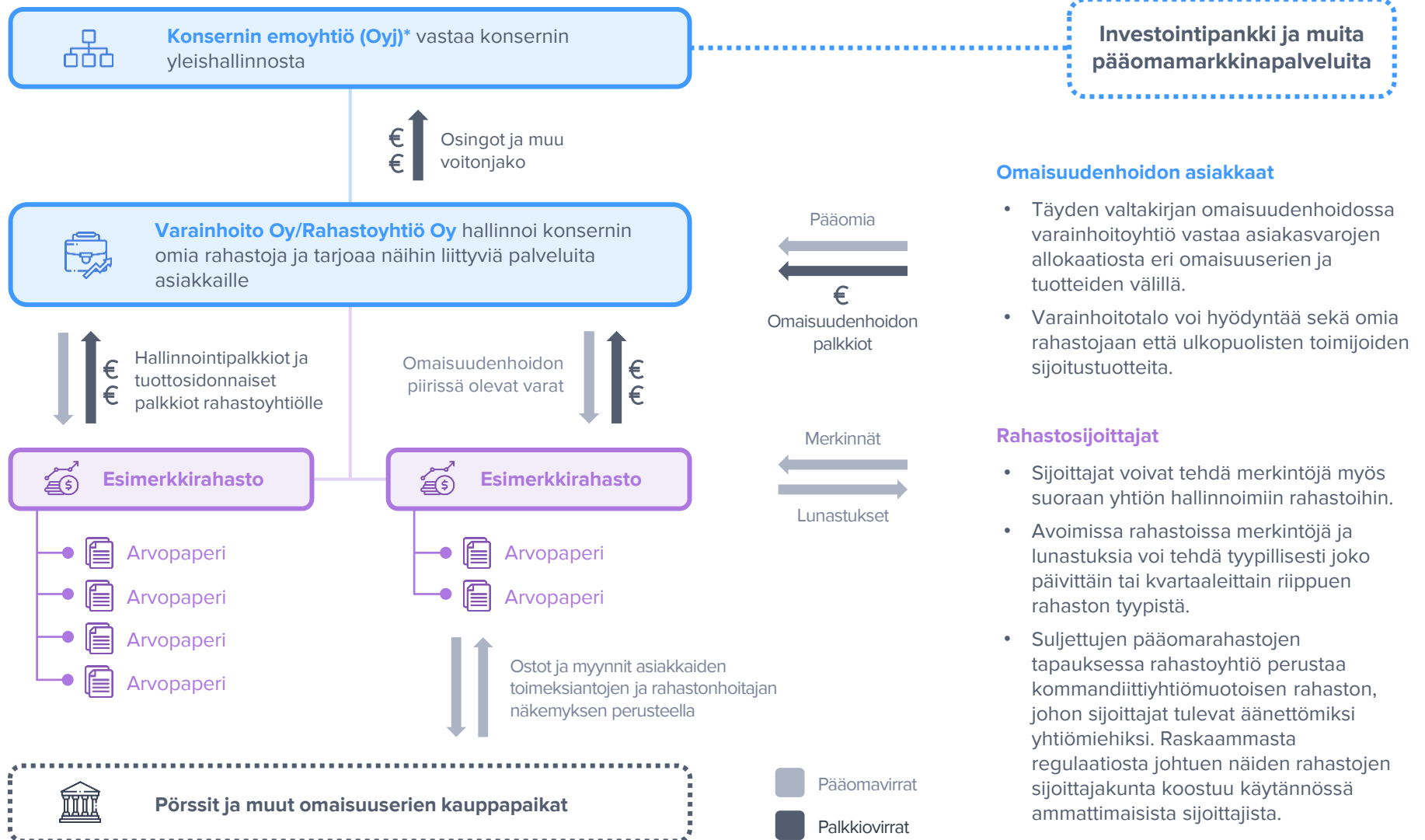
eQ:n historiaan sisältyy lukuisia omistusjärjestelyjä, joista yhtiön nykyisen liiketoiminnan kannalta olennaisia ovat:

1. Amanda Capitalin, eQ Asset Managementin ja Advium Corporate Financen yhdistyminen
2. Icecapitalin osto, jolla eQ hankki perinteisen varainhoidon hallinnoitavaa varallisuutta (sijoitusrahastot ja omaisuudenhoito) noin 2,6 mrd.
3. Finnreit-rahastoyhtiön hankinta, jolla eQ laajentui kiinteistörahastoihin.

Nykymuotoinen eQ syntyi vuonna 2011, kun pörssiyhtiö Amanda Capital osti yksityisessä omistuksessa olleet eQ Asset Managementin ja Advium Corporate Financen. Järjestelyn seurauksena eQ Asset Managementin ja Adviumin omistajista tuli Amanda Capitalin merkittäviä omistajia. 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.



Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Omaisuuksien asiakkaat

- Täyden valtakirjan omaisuushoidossa varainhoitoyhtiö vastaa asiakasvarojen allokatiosta eri omaisuuserien ja tuotteiden välillä.
- Varainhoitotalo voi hyödyntää sekä omia rahastojaan että ulkopuolisten toimijoiden sijoitustuotteita.

Rahastosijoittajat

- Sijoittajat voivat tehdä merkintöjä myös suoraan yhtiön hallinnoimiin rahastoihin.
- Avoimissa rahastoissa merkintöjä ja lunastuksia voi tehdä tyypillisesti joko päivittäin tai kvartaaleittain riippuen rahaston tyypistä.
- Suljettujen pääomarahastojen tapauksessa rahastoyhtiö perustaa kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston, johon sijoittajat tulevat äänettömiksi yhtiömiehiksi. Raskaammasta regulaatiosta johtuen näiden rahastojen sijoittajakunta koostuu käytännössä ammattimaisista sijoittajista.

*Huom: Kuvion on tarkoitus havainnollistaa tyypillistä varainhoitopalvelun liiketoimintamallia eikä se siten huomio esimerkiksi eQ:n tarkkaa konsernirakennetta.

Varainhoito 1/2

Varainhoito muodostaa konsernin ytimen

eQ on viimeisen vuosikymmenen aikana noussut yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. eQ Varainhoidon palvelutarjontaan kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- ja kiinteistörahastot, raportointipalvelut sekä omat sijoitusrahastot. Yhtiön ydinliiketoiminta keskittyy vahvasti vaihtoehtoisiiin tuotteisiin (kiinteistöt ja private equity) ja niiden osuus sen palkkioista on hallitseva. Segmentti työllistää 80 henkilöä Suomessa.

Asiakaskunta on keskittynyt instituutioihin

eQ Varainhoito keskittyy palvelemaan instituutioita sekä varakkaita yksityishenkilöitä, mutta valtaosa yhtiön palkkiotuotoista tulee instituutioasiakkailta. Lisäksi yhtiön tuote- ja palvelutarjonta on varsin fokuoitunut sen keskeisiin rahastoihin ja etenkin vaihtoehtoisiiin tuotteisiin.

Institutionaalisten asiakkaiden keskuudessa yhtiön asema on erinomainen ja yhtiö on systemaattisesti ollut kärkisijoilla keskeisissä varainhoitaja mittaavissa tutkimuksissa, niin laaduissa kuin käytettävyydessä.

Hallinnoitava varallisuus ja palkkiotuotot

Kiinteistörahastoissa yhtiöllä oli Q4'23 lopussa 2251 MEUR pääomia. Näiden rahastojen osuus koko Varainhoidon palkkiotuotoista oli 2023 hieman yli 50 %. Aiempina vuosina luku on ollut vielä selvästi korkeampi, kun otetaan huomioon kiinteistörahastojen huomattavat tuottopalkkiot (2023 tuottopalkkioita ei kirjattu). Kiinteistörahastojen keskimääräinen ansainta on erittäin hyvä ne ovat olleet suurin yksittäinen selittävä tekijä yhtiön

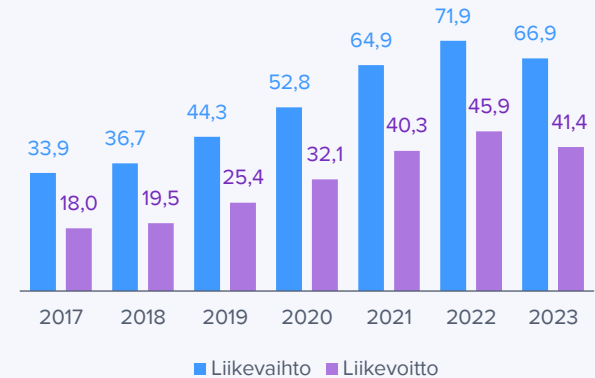
menestyksen taustalla. Käsitelämme kiinteistörahastoja tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q4'23 lopussa hallinnoitavaa varallisuutta 2973 MEUR ja PE-mandaateissa/varainhoito-ohjelmissa 1009 MEUR. Varainhoito-ohjelmat sijoittavat huomattavan osan pääomista eQ:n omiin tuotteisiin. PE-rahastot ja mandaatit tuottavat yhtiölle erittäin hyvää tulovirtaa ja näiden osuus Varainhoidon 2023 palkkioista tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden oli noin 34 % ja ilman tuottosidonnaisia palkkioita 26 %. Lisäksi yhtiöllä oli Q4'23 lopussa 2917 MEUR PE-raportointipalveluiden piirissä, mutta tämän merkitys yhtiön palkkiotuotoille on olematon. Käsitelämme PE-rahastoja tarkemmin seuraavilla sivulla.

Perinteisessä varainhoidossa yhtiöllä on 23 sijoitusrahastoa ja näissä pääomia yhteensä 1993 MEUR. Keihäänkärkituotteita ovat kehittyvien markkinoiden osakerahastot sekä pienyhtiörahastot. Lisäksi perinteisen varainhoidon palkkioiden alla raportoidaan Muun varainhoidon sekä yhteistyökumppanien rahastot (AUM 1773 MEUR), jotka koostuvat muun muassa täyden valtakirjan varainhoidosta sekä konsultatiivisesta varainhoidosta.

Perinteisen varainhoidon osuus oli Varainhoidon palkkiotuotoista vuonna 2023 vain noin 13 %, ja osuus on laskenut tasaisesti jo pitkään. Suhteellisen osuuden laskua selittää kiinteistö- ja PE-rahastojen erittäin voimakas kasvu. Yhtiön track-record on perinteisessä varainhoidossa vahva ja noin 69 % yhtiön omista rahastoista on ylittänyt vertailuindeksin tuoton viimeisen kolmen vuoden ajanjaksolla. Yhtiön kilpailukyky perinteisessä varainhoidossa onkin näkemyksemme mukaan hyvä.

Varainhoidon liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



eQ:n hallinnoitava varallisuus



- Perinteiset sijoitusrahastot
- Avoimet kiinteistörahastot
- Suljetut kiinteistörahastot
- Yhteistyökumppaneiden rahastot ja muu varainhoito
- eQ Private Equity -rahastot
- Private Equity -varainhoito-ohjelmat/mandaatit
- Raportointipalvelut

Varainhoito 2/2

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista oli 8 % vuonna 2023. Tuottosidonnaisia palkkioita kertyy yhtiön kiinteistö- ja private equity -rahastoista sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Palkkioiden jakauma on esitetty sivun oikeassa palkissa. Vuodesta 2022 eQ alkoi jaksottaa tuottosidonnaisten palkkioidensa voitontasauksen osuutta tuloslaskelmaansa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö kirjaa osan arvioimistaan rahastojen voitontasauksista etukäteen ennen niiden kassavirtojen tuloutumista. Suurin osa tuottosidonnaisten palkkioiden kokonaismäärästä tuloutetaan kuitenkin edelleen niiden kassavirtojen toteutumisasjankohtana.

eQ:n tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet selvästi viime vuosina johtuen erityisesti kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen PE-rahastojen merkittävästä voitonjaosta. Tässä mielessä vuosi 2023 oli selkeä poikkeus, sillä 2023 yhtiö kirjasi tuottopalkkioita käytännössä vain PE-rahastoistaan. Jatkossa tuottosidonnaisten palkkioiden kasvun merkittävin ajuri tulee olemaan PE-rahastot, joista useamman pitäisi siirtyä voitonjakoon tulevina vuosina. Myös kiinteistörahastojen tuottojen elpyminen voisi tarjota tukea tuottopalkkioiden kehitykselle. Tämän realisoitumiseen menee kuitenkin vähintään muutama vuosi, sillä 2023 isojen arvonnaskujen johdosta ns. high-water mark -ehdon saavuttaminen vie aikaa.

Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta on myös tärkeä ymmärtää, että niiden taso voi vaihdella merkittävästi kvartaalien välillä johtuen PE-rahastojen irtaantumisten ajoittumisista, vaikka voitontasauksen jaksotus hieman tasoittaakin heiluntaa.

Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvomuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

Avoimien vaihtoehtorahastojen osalta omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena, joten arviot arvonnehityksestä ovat osittain subjektiivisia ja arvonnehitysten volatiliiteetti siten myös tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi.

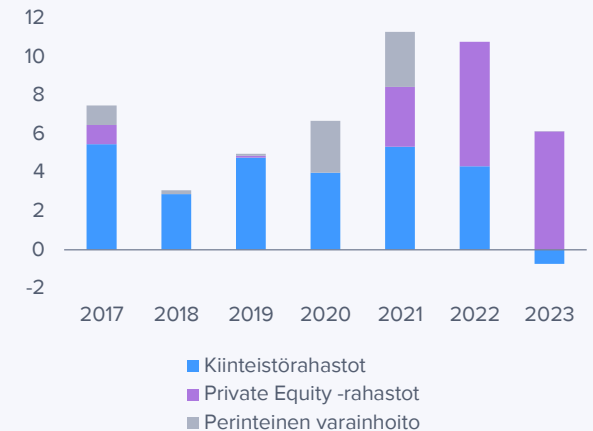
Suljetut vaihtoehtorahastot ovat toiminnassa vain tietyn aikaa (tyypillisesti 10v), eikä niistä tällöin ole mahdollista lunastaa pääomia. Useat yhtiöt kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käyviä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti useimmiten sidottu rahastoon kerättyihin pääomiin. Näin ollen yleisellä markkinakehityksellä ei ole merkitystä näiden rahastojen jatkuviin palkkioihin.

Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin (ja sitä kautta hallinnointipalkkioihin) arvonnehitysten kautta voidaankin karkeasti estimoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia. eQ:n hallinnoitavasta varallisuudesta vain pieni osa on sijoitettuna listattuihin varallisuuseriin (~14 % pääomista), joten yleinen markkinaheilu ei lyhyellä tähtämellä juuri vaikuta yhtiön liikevaihtoon tai tulokseen. Pitkällä tähtämellä eQ:n pääomien kasvua taas ajaa vaihtoehtoisten tuotteiden suosio ja allokaatioiden kasvu asiakasportfolioissa.

Varainhoidon palkkioiden jakauma (MEUR)



Tuottosidonnaisten palkkioiden jakauma (MEUR)



Varainhoito: Kiinteistörahastot 1/3

Avoimet kiinteistörahastot

eQ laajeni kiinteistörahastoihin 2012 ostamalla Finnreit-yhtiöt, joka perusti Hoivarahaston (nykyisin Yhteiskuntakiinteistöt) vuonna 2012 ja 2014 eQ lanseerasi Liikekiinteistöt -rahaston. eQ:n avoimet kiinteistörahastot ovat olleet keskeinen tekijä eQ:n menestystarinassa ja niiden AUM oli 1849 MEUR (Q4'23). Avoimien rahastojen keskimääräinen palkkiotaso on erinomainen ~1,4–1,5 %.

Yhteiskuntakiinteistöt-rahaston oma pääoma oli Q4'23 lopussa 1198 MEUR (rahaston koko velat huomioiden 1825 MEUR). Rahasto kasvoi erittäin voimakkaasti vuodet 2012–2022 erinomaisten tuottojen sekä nollakorkoajan myötätuulen siivittämänä. 2023 oli rahastolle vaikea johtuen korkotason rajusta noususta ja haasteista kiinteistömarkkinalla. Rahaston arvo laski 2023 ~14 %:lla ja rahastosta lunastettiin pääomia ~120 MEUR:lla. Erittäin heikosta vuodesta huolimatta rahaston track-record on edelleen vahva ja sen vuosituotto 2012 alkaen on ollut 6,7 %. Nettovuokratuotto oli Q4'23 lopussa 5,9 %, vuokrasopimuksen keskimaturiteetti 8,8v ja vuokrausaste 96 %. Vaikka kiinteistömarkkinan tilanne onkin heikentynyt selvästi, ovat Yhteiskuntakiinteistön fundamentit edelleen hyvät. Odotamme rahaston myynnin olevan H1'24 vielä vaikeaa, mutta kääntyvän H2:lla asteittain plussalle ja pitkällä aikavälillä rahaston kasvunäkymä on hyvä. Myös positiiviset arvonmuutokset kasvattavat ennusteissamme hallinnoitavia varoja.

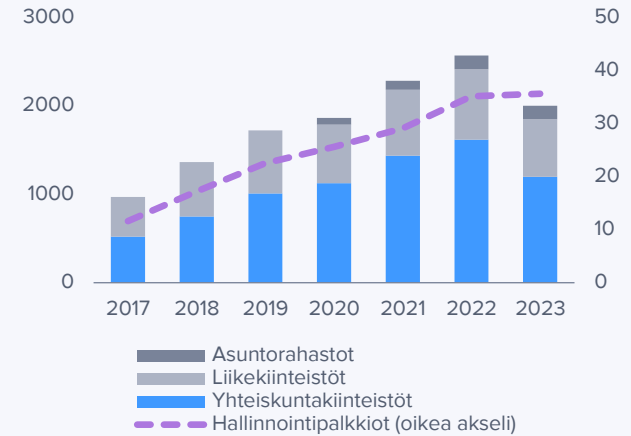
Liikekiinteistöt-rahaston oma pääoma oli Q4'23 lopussa 651 MEUR (rahaston koko 1210 MEUR). Rahaston viime vuosi oli erittäin vaikea, ja rahaston arvo laski 2023 noin 13 %:lla. Lisäksi yhtiö joutui tammikuussa lykkäämään noin 50 MEUR:n edestä lunastuksia myöhempään ajankohtaan. Rahaston

velkavipu on myös korkea (Q4'23 46 %) ja se joutui uudelleenjärjestelemään rahoitustaan alkuvuonna selvästi aiempia heikoimmilla ehdoilla. Arviomme mukaan rahastolla on selkeä tarve laskea velkavipua nykyisestä, mikä yhdessä jonossa olevien lunastuksien kanssa tarkoittaa, että rahaston tulee myydä merkittävä määrä kohteita päästäkseen takaisin normaaliin tilanteeseen. Näemme myös selvän riskin sille, että lunastusten lykkääminen ja haastava rahoitustilanne on johtanut kasvaviin lunastuksiin vuodenvaihteen ympärillä, mikä kasvattaa entisestään tarvetta kiinteistömyynneille. Rahaston koko tuleekin supistumaan selvästi seuraavan arviolta vuoden aikana. Vaikka rahaston nettovuokratuotto onkin edelleen erittäin hyvä 6,3 % ja rahaston muut fundamentit ovat terveet, pidämme sen uusmyyntinäkymiä selvästi Yhteiskuntakiinteistöjä heikompana. Tässä taustalla ovat yleiset liikekiinteistömarkkinan huolet sekä rahaston 2023 haasteet. Odotammekin rahaston myynnin olevan lähivuosina vaisua.

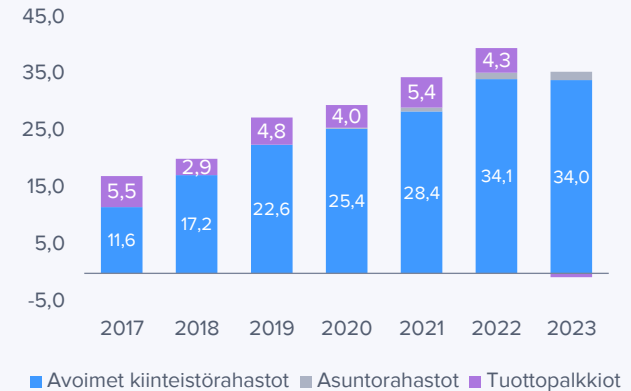
Suljetut asuntorahastot

eQ perusti ensimmäisen asuntorahaston 2020. Avoimista rahastoista poiketen asuntorahastot ovat rakenteeltaan suljettuja rahastoja, jotka on suunnattu ammattimaisille sijoittajille. Asuntorahasto I suljettiin 2021 huhtikuussa 100 MEUR:n kokoisena, ja rahaston velan huomioiva kokonaispääoma nousee lopulta yli 300 MEUR:oon. Toisen asuntorahastonsa eQ perusti vuoden 2022 alussa, mutta sen kokoluokka jäi 53 MEUR:oon vaikean markkinatilanteen johdosta. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on perustaa uusi asuntorahasto joka toinen vuosi, joten seuraava rahasto ajoittuisi kuluvalle vuodelle. Huomautamme, että asuntorahastoissa on onnistuessaan merkittävä tuottopalkkiopotentiaalia.

Kiinteistörahastojen AUM ja hallinnointipalkkiot (MEUR)



Kiinteistörahastojen palkkiotuotot (MEUR)



Varainhoito: Kiinteistörahastot 2/3



Yhteiskuntakiinteistöt perustiedot 12/23:

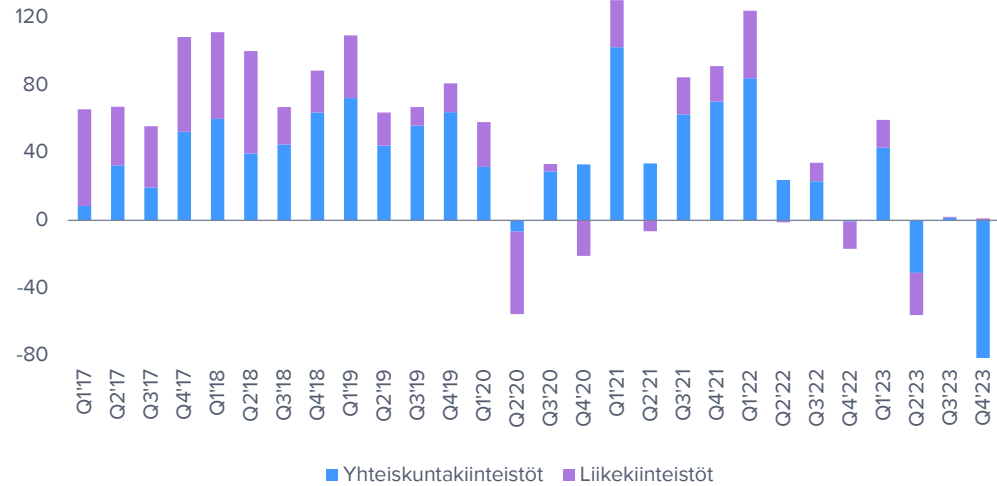
- NAV: 1198 MEUR
- GAV: 1825 MEUR
- Velkavipu: 34 %
- Vuokrausaste: 96 %
- Nettovuokratuotto: 5,9 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 8,8 vuotta



Liikekiinteistöt perustiedot 12/23:

- NAV: 651 MEUR
- GAV: 1210 MEUR
- Velkavipu: 46 %
- Vuokrausaste: 91 %
- Nettovuokratuotto: 6,3 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 5,5 vuotta

Avoimien kiinteistörahastojen nettomerkinnyt kvartaaleittain (MEUR)



Avoimien rahastojen palkkiot:



Hallinnointipalkkio

- 1,95 % omasta pääomasta



Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta



Lunastuspalkkio

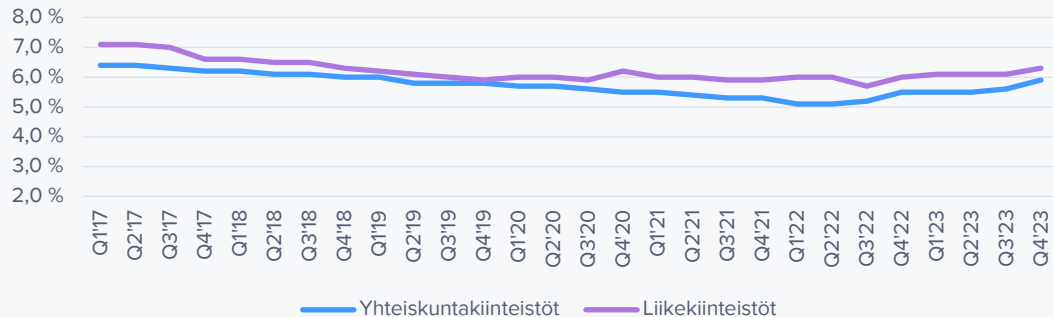
- 0–2 % (omistusajan mukaan)



Tuottosidonnainen palkkio

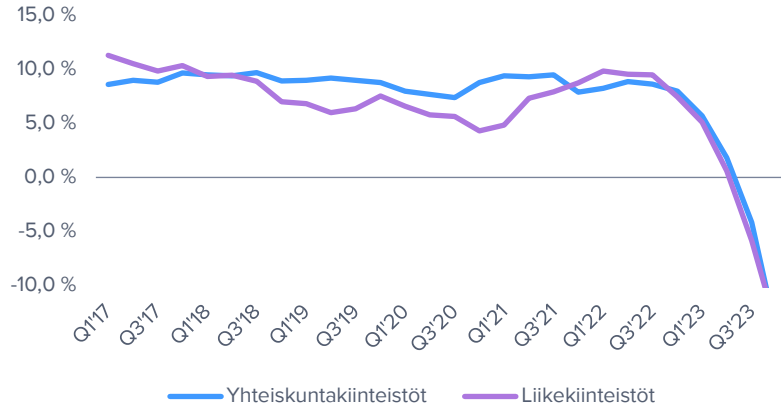
- 20 % referenssituoton (7 %) ylittävästä tuotosta

Kiinteistörahastojen nettovuokratuotot

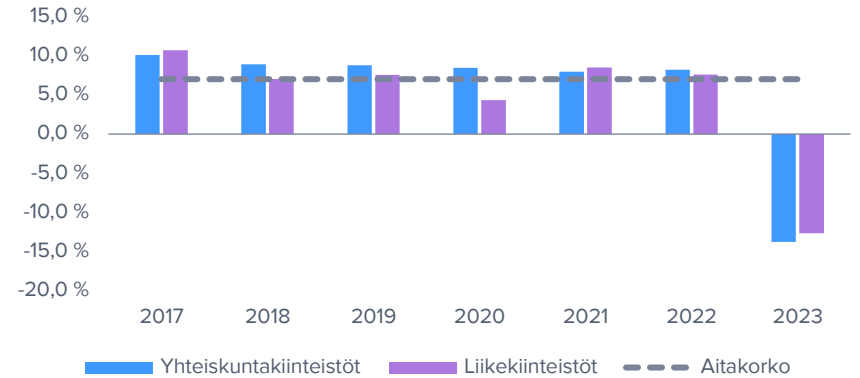


Varainhoito: Kiinteistörahastot 3/3

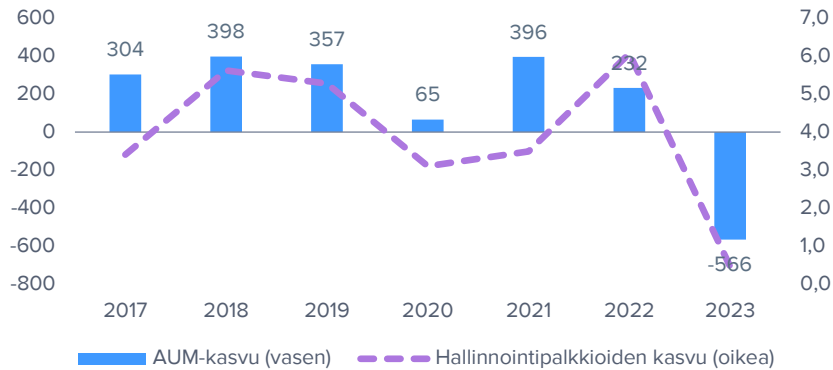
Kiinteistörahastojen tuotot (rullaava 12kk)



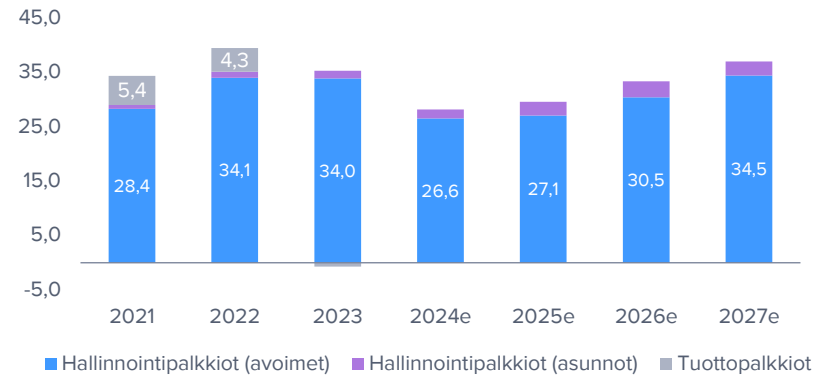
Kiinteistörahastojen vuosituotot



Kiinteistörahastojen kasvu (MEUR)



Kiinteistörahastojen palkkiottojen ennusteet (MEUR)



Varainhoito: Private Equity -rahastot 1/2

PE-rahastot ovat eQ:n toinen tukijalka

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q4'23 lopussa hallinnoitavaa varallisuutta yhteensä 2973 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on hyvällä tasolla johtuen yhtiön vahvasta asemasta Suomen PE-kentässä.

eQ:n PE-rahastoliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja liikevaihto oli 23,7 MEUR vuonna 2023. Vahvan kasvun taustalla on rahastojen kasvanut kokoluokka, laajentunut tuotetarjonta ja voimakkaasti kasvaneet tuottosidonnaiset palkkiot. Yhtiöllä on tällä hetkellä 22 pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain vähintään yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokkia on myös tarkoitus kasvattaa systemaattisesti.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja 1009 MEUR:n edestä sekä raportointipalveluita (2891 MEUR). Mandaateissa huomattava osa rahasta menee tyypillisesti yhtiön omiin rahastoihin (~50 %) ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Loppuosa sijoitetaan ulkopuolisiin PE-rahastoihin, ja tästä osasta pääomaa eQ veloittaa varsin maltillista hallinnointipalkkiota.

Raportointipalvelut puolestaan ovat korkeasta hallinnoitavasta huolimatta yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna merkityksettömiä, sillä vuosittaiset hallinnointipalkkiot ovat vain joitain satoja tuhansia. Näin ollen sijoittajan kannattaakin seurata lähinnä rahastopääomien ja mandaattien kehitystä.

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan rahastoissa on mukana merkittävä tuottosidonnainen komponentti, jonka myötä

hallinnointiyhtiölle tuloutuu merkittäviä palkkioita sijoitustoiminnan onnistuessa. eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen private equity -rahastoissa. Tyypillinen aitakorko on maltillinen 6–8 %, ja tämän ylittävästä vuosituotosta yhtiö on oikeutettu tuottosidonnaiseen palkkioon.

eQ:n track-record PE-rahastoista on erittäin hyvä ja rahastojen tuottopalkkiopotentiali on merkittävä yhtiön vahva tuottohistoria huomioiden. Voitonjaot tulevatkin muodostumaan jatkossa entistä merkittävämmäksi tulosajuriksi eQ:lle, kun yhtiöllä on samanaikaisesti useampi rahasto voitonjaon piirissä ja yhtiö jaksottaa osaa tuottopalkkioista etupainotteisesti. Samalla tuottopalkkioiden ennustettavuus kohenee aiemmasta. eQ julkaisee vuosittain päivittyvää arviota sen PE-rahastojen tulevista tuottopalkkioista, ja näiden summa oli viimeisimmällä raportilla noin 142 MEUR.

Kasvunäkymä on vahva

PE-rahastot ovat hallinnointiyhtiön näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaata ja hyvin ennustettavaa. Lisäksi eQ:n rahastojen rahastoihin perustuvat tuotteet ovat hyvin skaalautuvia eikä kokoluokka rajoita niiden myyntiä. Tuottosidonnaiset palkkiot voivat myös olla kooltaan merkittäviä. Vaikka vaihtoehtojen tuotteiden kysyntä onkin hidastunut selvästi viimeisen vuoden aikana, ovat eQ:n private equity -rahastojen näkymät pysyneet valoisina. Lyhyellä aikavälillä rahastojen kokoluokat tuskin kasvavat aiemmista, mutta vähänkin pidemmällä aikavälillä odotamme rahastojen kokojen kääntyvän taas selvään kasvuun. Lisäksi tuottosidonnaisten palkkioiden taso tulee nousemaan merkittävästi 2025 alkaen. Tarkemmat oletukset olemme käyneet läpi raportin ennusteosiossa.

Rahasto	Perustettu	Koko (MEUR)	Voitonjakoon*
PE XVI North	2024	158	Varainkeruu kesken
PE XIV North	2022	288	2028 jälkeen
PE XII North	2020	205	2028 jälkeen
PE X North	2018	175	2027
PE VIII North	2016	160	2025
PE VI North	2013	100	2025
Amanda IV West	2007	90	Saavuttanut
PE XV US	2023	283**	2028 jälkeen
PE XIII US	2021	318**	2028 jälkeen
PE XI US	2019	217**	2027
PE IX US	2017	105**	2026
PE VII US	2015	80**	2025
PE SF V	2024	43	Varainkeruu kesken
PE SF IV	2022	151	2028 jälkeen
PE SF III	2020	170	2026
PE SF II	2018	135	2026
PE SF	2017	124	-
Amanda V East	2011	50	Ei saavuta
Amanda III Eastern	2006	110	Ei saavuta
eQ VC II	2022	20**	Varainkeruu kesken
eQ VC	2021	77**	2028 jälkeen
Private Credit III	2020	54	-
Private Credit II	2019	74	-
Private Credit	2017	92	-

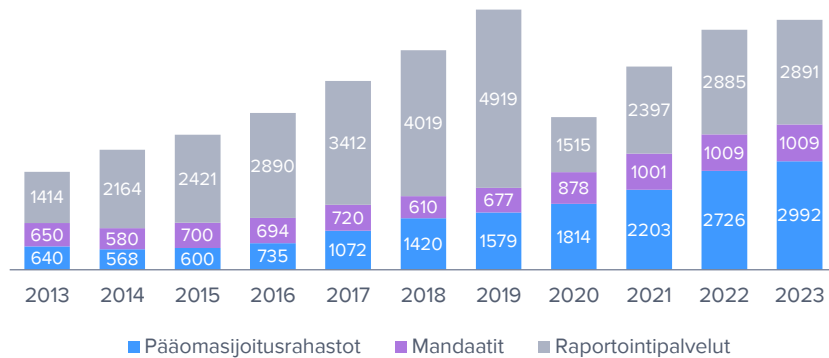
*Arvio aitakoron kassavirallisesta saavuttamisesta

**Rahaston valuutta USD

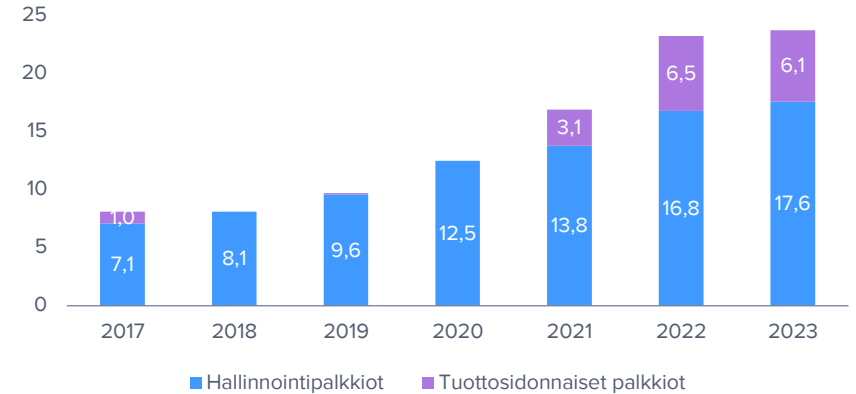
Lähde: eQ.

Varainhoito: Private Equity -rahastot 2/2

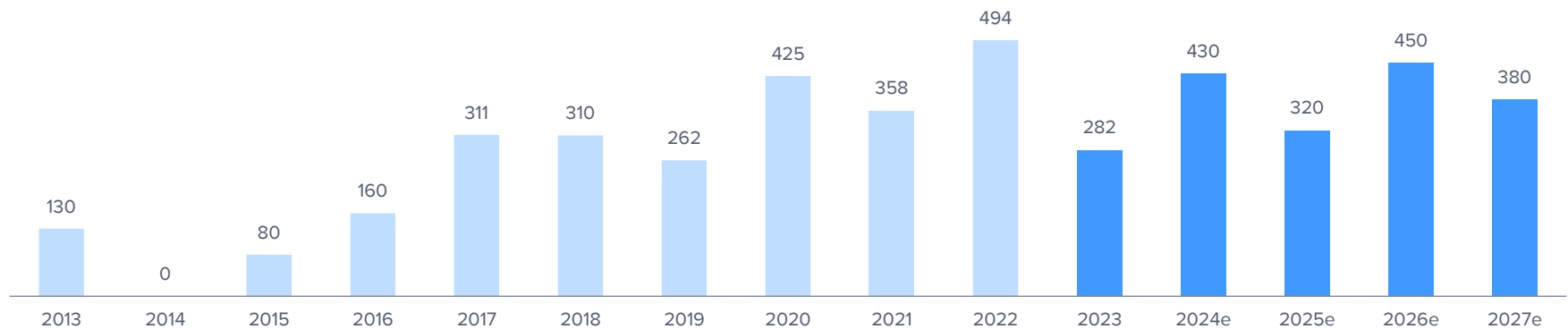
Private Equity AUM:n kehitys (MEUR)



Private Equityyn liikevaihto (MEUR)



PE-rahastojen uusmyyntiennusteet (MEUR)



Varainhoidon kulurakenne

Kulutehokkuus omalla tasollaan

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat selvästi suurin yksittäinen kuluerä (2023: 36 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat hyvällä tasolla suhteessa verrokkiryhmään, mutta eivät erotu oleellisesti muusta joukosta (listattujen verrokkien keskiarvo 40 %).

Merkittävää pesäeroa syntyy kuitenkin yhtiön henkilöstötehokkuudessa. eQ:n liikevaihto/henkilö-suhdeluku on täysin omalla tasollaan suhteessa listattuihin verrokkeihin (vertailu sivulla 29). Tätä selittää etenkin yhtiön fokuksitunut asiakasryhmä sekä skaalautuvat tuotteet. Tämä taas mahdollistaa yhtiön erittäin kilpailukykyisen palkitsemisen ja yhtiön henkilöstökulut per työntekijä ovat niin ikään täysin omalla tasollaan. Yhtiö onkin arviomme mukaan toimialan parhaita palkanmaksajia, mikä on omiaan pienentämään henkilöstön vaihtuvuutta ja nostamaan eQ:n houkuttelevuutta työnantajana.

Suurin tehokkuusero suhteessa verrokkeihin syntyy konsernin muista kuluista (2023: 8 % liikevaihdosta sis. IT & hallintokuluja, vuokrat ja poistot), mikä suurilta osin selittää myös yhtiön poikkeuksellista kannattavuutta. eQ:n muut kulut suhteessa kilpailijoihin ovat silmiinpistävästi matalat. Arviomme mukaan tätä selittää osin yhtiön varsin kapea tuotetarjonta, fokus instituutioihin, toimivat IT-järjestelmät sekä erittäin skaalautuvat tuotteet. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön asiakas-

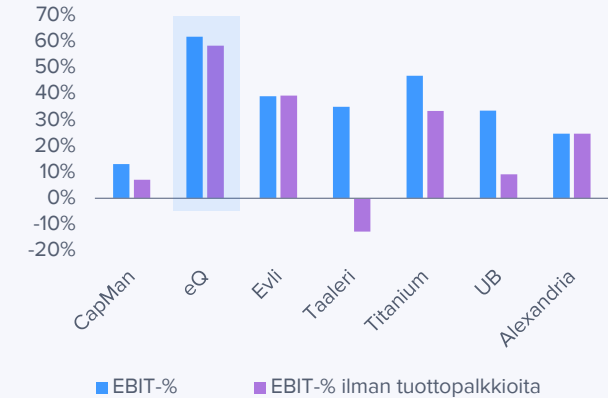
ja tuotekohtaiset kannattavuudet ovat erittäin korkeita eikä yhtiöllä ole ollut tarvetta tehdä jatkuvia isoja IT-investointeja.

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

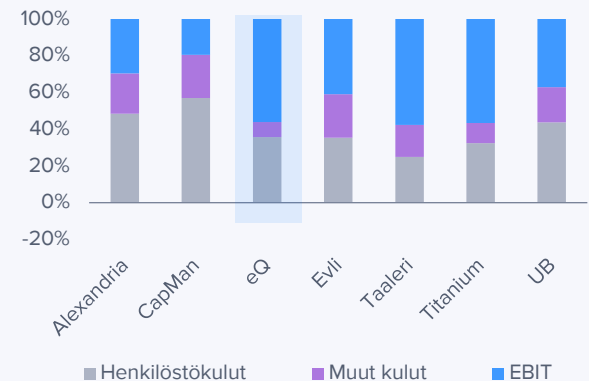
Erittäin skaalautuva kulurakenne

Liiketoiminnan tulosvipu on kiinteästä kulurakenteesta johtuen merkittävä, mikä on heijastunut Varainhoidon viime vuosien lukuihin: vuodesta 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 verrokkeihin ja Varainhoidon saavuttama yli 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 jatkuvan liiketoiminnan kannattavuus on kirkkaasti keskeisiä verrokkeja korkeampi.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet 2023



Verrokkien kulurakenteet 2023*



*Inderesin huomiot:

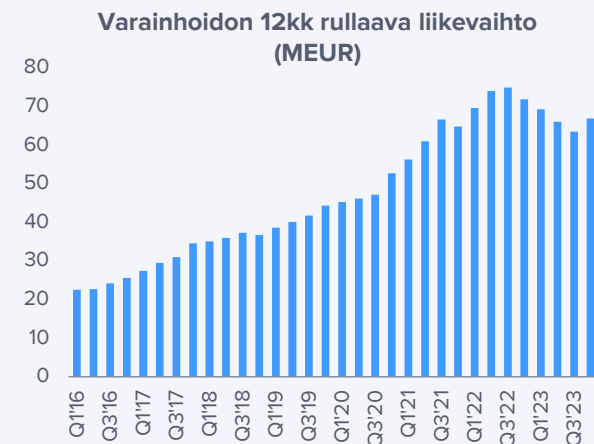
- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiitettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasiitettuna konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasiitettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot

Varainhoidon yhteenveto

Varainhoidon ennusteet (MEUR)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Perinteisen varainhoidon palkkiotuotot	10,6	9,4	8,8	10,2	11,2	12,0	12,7
Kiinteistöjen ja PE:n hallinnointipalkkiot	42,9	52,0	52,9	48,0	50,7	56,4	61,5
<i>Kiinteistörahastot*</i>	29,1	35,1	35,6	28,5	29,9	33,7	37,3
<i>Private Equity -rahastot*</i>	13,8	16,8	17,6	19,5	20,8	22,8	24,2
Muut palkkiotuotot	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Tuottosidonnaiset palkkiot*	11,4	10,8	5,4	5,4	10,6	12,3	11,3
<i>Kiinteistörahastot*</i>	5,4	4,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Private Equity -rahastot*</i>	3,1	6,5	6,1	5,4	9,6	11,3	10,3
<i>Perinteinen varainhoito*</i>	2,9	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Varainhoidon palkkiotuotot yhteensä	64,9	71,9	66,9	63,7	72,6	80,8	85,6
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	23 %	11 %	-7 %	-5 %	14 %	11 %	6 %
Henkilöstökulut	-21,2	-22,0	-21,1	-20,4	-23,0	-25,1	-27,3
<i>Kiinteistö*</i>	-11,2	-11,3	-12,9	-13,0	-14,0	-15,0	-15,5
<i>Bonukset*</i>	-10,0	-10,7	-8,2	-7,3	-8,9	-10,1	-11,8
Muut kulut	-3,4	-3,9	-4,4	-4,3	-4,5	-4,8	-5,1
Varainhoidon liikevoitto	40,3	45,9	41,4	38,6	44,7	50,4	52,7
<i>Liikevoitto-%</i>	62 %	64 %	62 %	61 %	62 %	62 %	62 %
Kulut/henkilö (TEUR) (sis. bonukset)**	-279	-294	-259	-250	-270	-285	-300
Henkilömäärä**	76	76	80	82	85	88	91
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	11584	12564	12916	13538	14213	14826	15686
Kiinteistörahastot	2282	2697	2250	2200	2555	2668	3098
Muut eQ:n omat rahastot	2082	1687	1993	2143	2293	2443	2593
Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito	1619	1561	1773	1773	1773	1773	1773
Pääomasijoitusrahastot	2203	2726	2973	3422	3492	3742	3922
Mandaatit	1001	1009	1009	1109	1209	1309	1409
Raportointipalvelut	2397	2885	2917	2891	2891	2891	2891
Kiinteistörahastojen hallinnoitava varallisuus	2282	2697	2250	2200	2555	2668	3098
Yhteiskuntakiinteistöt	1437	1616	1198	1199	1363	1578	1808
Liikekiinteistöt	745	799	651	526	552	600	650
Asuntorahastot	100	282	401	475	640	490	640

* *Inderesin arvio 2020 asti, sillä yhtiö ei tätä ennen julkassut tarkkaa jakaumaa PE:n ja kiinteistöjen välillä*

** *Henkilötyövuosia*



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 Suomen markkinalla ja asiakaskunta koostuu pääosin suomalaisista yhtiöistä, jotka toteuttavat yritys- tai kiinteistökauppoja Suomessa tai ulkomailla.

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

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä vain muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2023: 0,7 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,

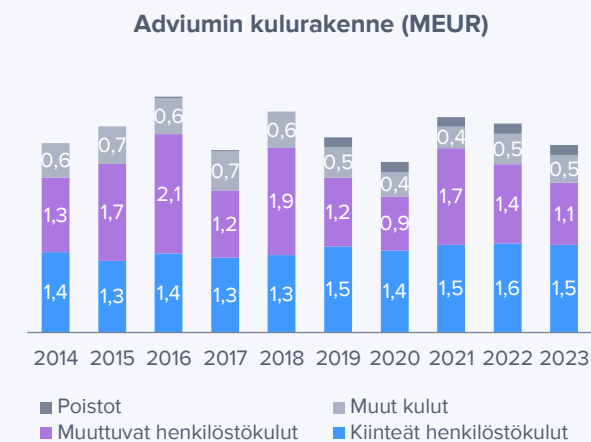
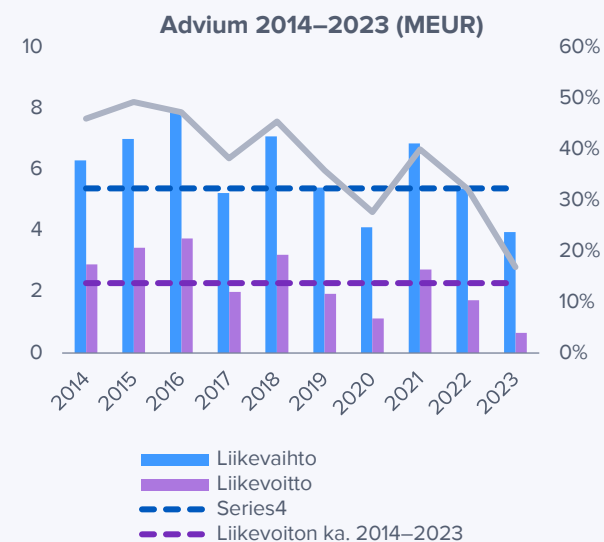
ja segmentin liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi.

Vuosina 2011–2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta ja segmentin liikevaihto pysyi 2,1–2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4–0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014–2022 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja liikevaihto vaihteli 4–8 MEUR:n välillä ja liikevoitto noin 1,1–3,7 MEUR:n välillä.

2023 transaktiomarkkina oli etenkin kiinteistöpuolella poikkeuksellisen hiljainen, mutta tästä huolimatta Advium onnistui saavuttamaan olosuhteisiin nähden hyvän 4 MEUR:n liikevaihdon.

Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut 5,5 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,3 MEUR. Vaikka lyhyellä tähtäimellä Adviumin liikevaihto voikin heilua melko paljon, antaa yhtiön historiallinen liikevaihtokehitys erittäin hyvän indikaation sen normaalista tasosta. Arviomme mukaan normalisoitu liikevaihtotaso on jonkin verran historiallista tasoa korkeampi, sillä Adviumin suhteellinen markkinaosuus on vahvistunut ja kauppojen kokoluokat ovat samalla nousseet.

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



Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q4'23 lopussa 16,6 MEUR. Näistä 13,9 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 2,6 MEUR muiden toimijoiden hallinnoimiin rahastoihin. Vuoden 2007 jälkeen eQ ei ole sijoittanut muihin kuin omiin rahastoihinsa. eQ sijoittaa omiin rahastoihinsa kahdesta syystä: 1) rahastomanagerin pitää yleensä myös itse osallistua rahastoon osoittaakseen muille sijoittajille olevansa samassa veneessä heidän kanssaan ja 2) hyötyäkseen rahastojen hyvästä kehityksestä. Yhtiön omien rahastosijoitusten tuotot ovat historiallisesti olleet erittäin hyvällä tasolla.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

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

Vahva kassavirta lähivuosille

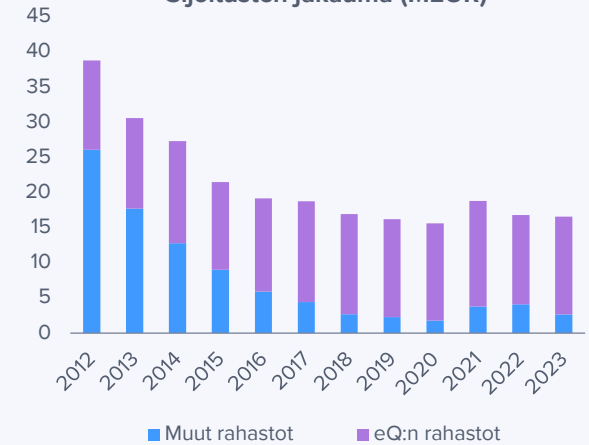
Sijoituksista tulee lähivuosina purkautumaan kassavirtaa, kun vanhemmat rahastot, joissa eQ:lla

on suurempia sijoituksia, siirtyvät exit-vaiheeseen. Arviomme mukaan rahastosalkun koko tulee laskemaan lähivuosina lähemmäs 10 MEUR:n tasoa, ja tämä salkku on sijoitettu täysin yhtiön omiin rahastoihin.

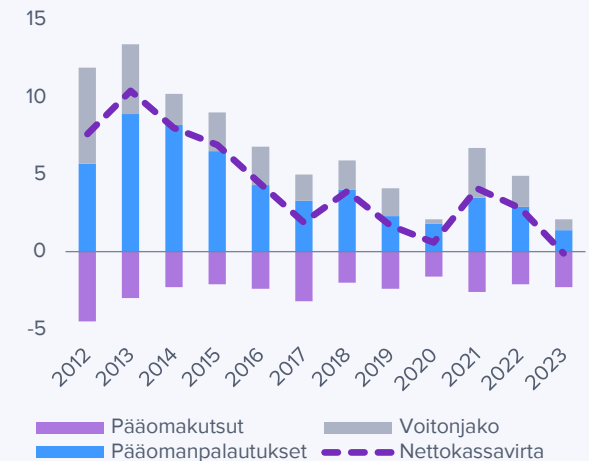
Sijoittajien on hyvä huomioida, että Adviumin tapaan Sijoitukset-segmentin merkitys eQ:lle on supistunut marginaaliseksi. Sijoitussalkun arvo suhteessa koko eQ:n arvoon on vain muutama prosentti samoin kun sen osuus konsernin tuloksesta.

Sijoitukset-segmentin suurin merkitys sijoittajan näkökulmasta on se, että lähivuosina sen generoima ylimääräinen kassavirta tullaan jakamaan edellisvuosien tapaan pääomanpalautuksina osingonmaksun päälle. Tämän merkitys on toki vuositasolla vain yksittäisiä senttejä osaketta kohti.

Sijoitusten jakauma (MEUR)



Sijoitustoiminnan kassavirrat (MEUR)



Strategia

Inderesin näkemys eQ:n strategian keskeisistä kulmakivistä



Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa

- Rahastojen kokoluokkien jatkuva kasvu, uusia tuotelanseerauksia tehdään hyvin valikoidusti
- Fokus instituutioissa ja isomman kokoluokan asiakkaissa



- Yhtiön tuotestratégia on toiminut erittäin hyvin
- Nykytuotteet sekä nykyinen asiakaskenttä tarjoavat vielä merkittävää kasvupotentiaalia
- Myös tuottosidonnaiset palkkiot tarjoavat merkittävää kasvupotentiaalia tulevana vuosina
- Yhtiön kuitenkin tulisi myös harkita tuotetarjonnan sekä jakelun laajentamista välttääkseen kasvun kulmakertoimen liiallisen taittuminen pitkällä aikavälillä



Erinomaiset sijoitustuotteet

- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina eQ:n täytyy kyetä tekemään rahastoillaan systemaattisesti hyviä tuottoja



- Polarisaatio hyvien ja huonojen managerien välillä tulee jatkumaan, eQ:n rahastojen track-recordit ovat erittäin hyvät
- Yhtiön pitää tarjota hyviä tuottoja myös jatkossa puolustaakseen nykyistä hintapositioniaan (korostuu vaihtoehtoisissa tuotteissa)
- Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua tuotekokojen ja hinnoittelun kautta sekä tarjoavat potentiaalia tuottosidonnaisten palkkioiden kautta



Vankka kulutehokkuus

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



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



Taseen tehokas käyttö

- Pääomatehokkuus on erittäin hyvä
- Yhtiö ei halua jättää taseeseensa "sotakassaa" yritysjärjestelyjä ajatellen, vaan pääomaa palautetaan jatkuvasti omistajille



- Yhtiön voitonjakopolitiikkana on jakaa ulos koko liiketoiminnan tulos osinkoina sekä sijoituksista tuleva kassavirta pääomanpalautuksina
- Mielestämme strategia taseen suhteen on täysin oikea eikä kevyt tase oleellisesti heikennä yritysjärjestelymahdollisuuksia, sillä yhtiö voi käyttää järjestelyissä omaa osakettaan maksuvälineenä

Varainhoitomarkkina 1/8

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2022 lopussa arviomme mukaan noin 230 miljardia euroa hallinnoitavan varallisuuden määrällä mitattuna (lähde: Finanssivalvonnan tilastot). Kokonaismarkkinan liikevaihdoksi arvioimme puolestaan noin 1,7 mrd. euroa vuonna 2022. Vuodesta 2014 markkina on kasvanut laskelmiemme mukaan noin 9 %:n keskimääräistä vuosivauhtia (CAGR).

Valtaosa kokonaismarkkinan liikevaihdosta tulee rahastoista veloitetavista palkkioista. Lisäksi merkittävä määrä varallisuutta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa (mm. täyden valtakirjan varainhoito), mutta näiden keskimääräinen palkkiotaso on selvästi rahastoja

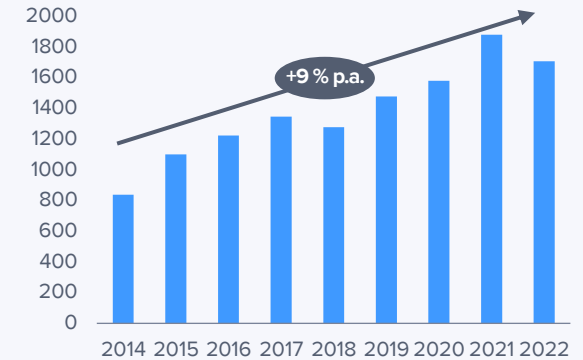
matalampi. Emme ole esimerkiksi sisällyttäneet laskelmiimme arvioita erilaisista kertapalkkioista (mm. tuottosidonnaiset palkkiot ja merkintä-/lunastuspalkkiot), jotka nostavat todellista lukua.

Huomautamme, että markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on näistä lähtökohdista haastavaa, sillä se riippuu lisäksi siitä, minkälaisia oletuksia tehdään tuotteiden keskimääräisistä palkkiotasosta. Näin ollen laskelmaamme tulee suhtautua ennen kaikkea suuntaa antavana.

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 omatoimiselle kerryttämiselle. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

dp eQ **Nordea**

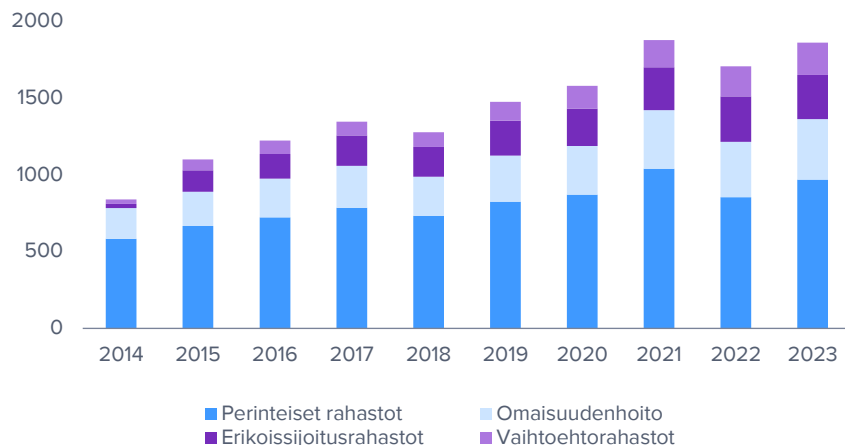
TITANIUM

UB
UNITED BANKERS

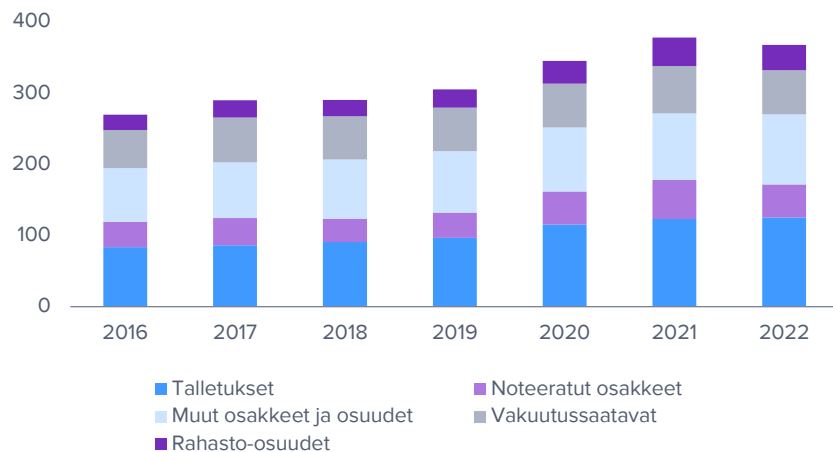
EVLI TAALERI

Varainhoitomarkkina 2/8

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Kotitalouksien rahoitusvarat (mrd. euroa)

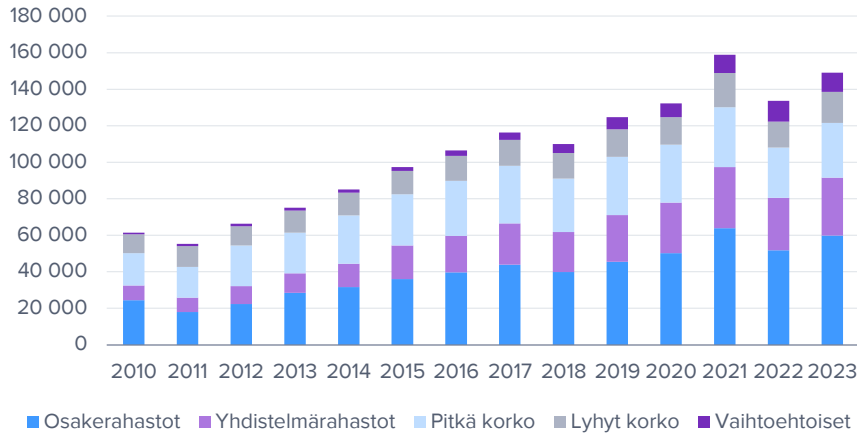


Varainhoitomarkkinan ajurit

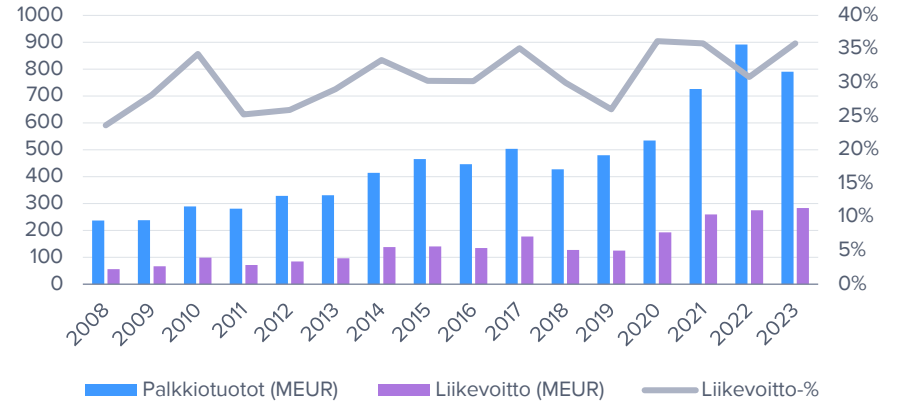


Varainhoitomarkkina 3/8

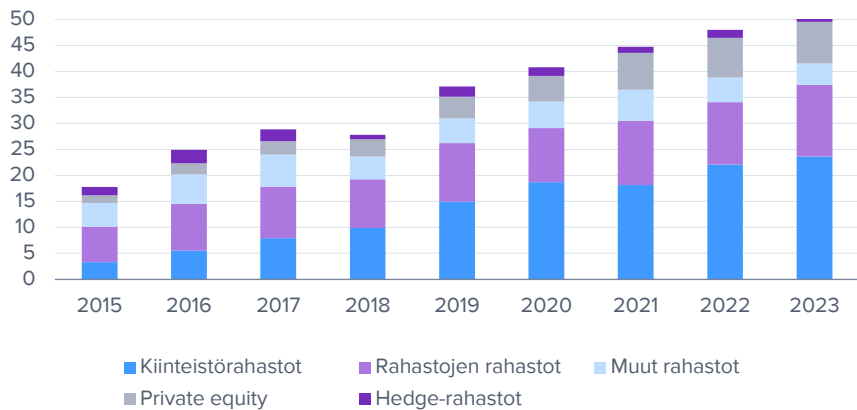
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



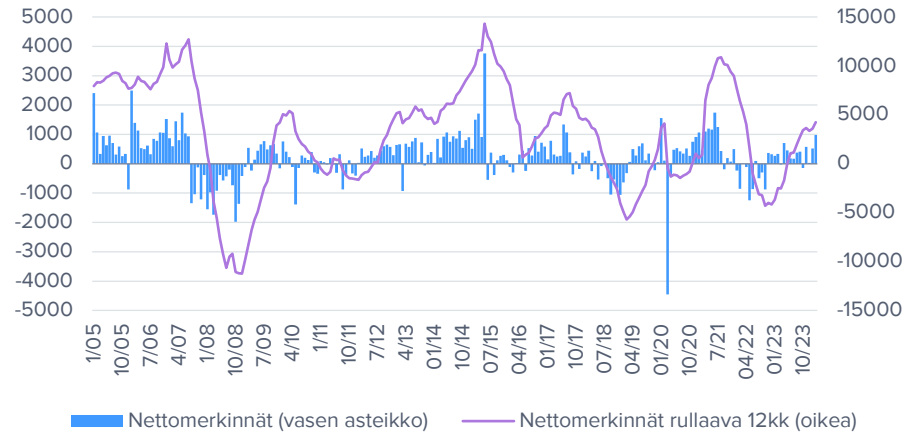
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt (MEUR)



Varainhoitomarkkina 4/8 – toimialan trendit

Vastuullisuus (ESG)



Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

Korkojen renessanssi



Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.

Digitalisaatio



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

Regulaation lisääntyminen

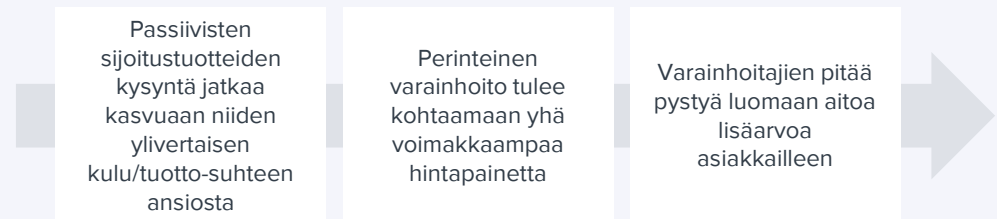


Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien vaatimustaso nousee

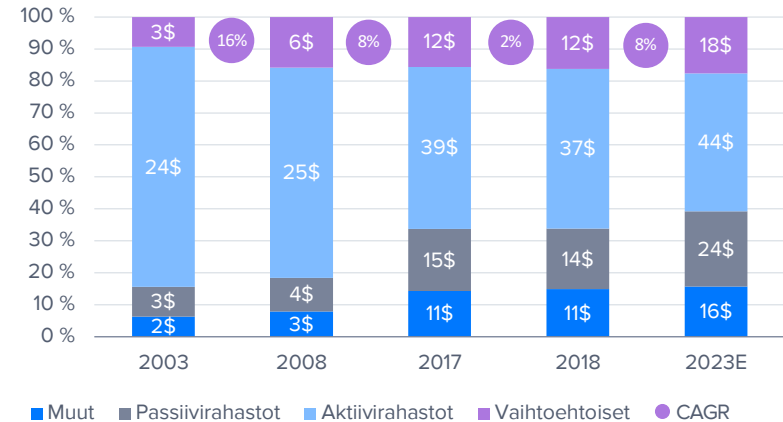


Varainhoitomarkkina 5/8 – toimialan trendit

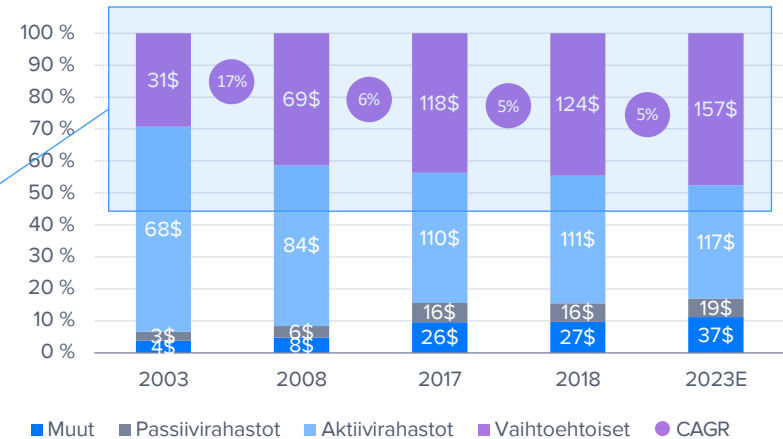
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Varainhoitomarkkina 6/8 – toimialan trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.

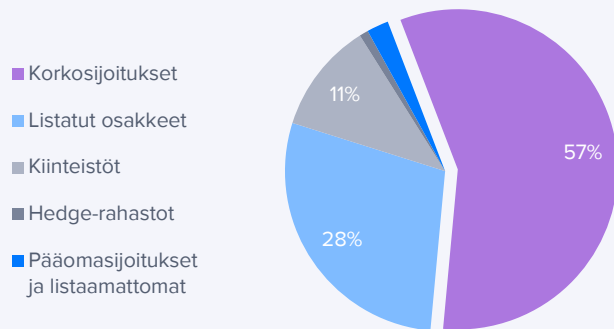
Kasvava riskinotto

Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.

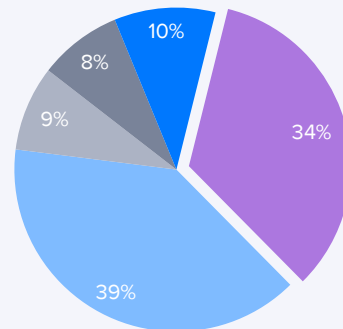
Kestävyysvaje uhkaa

Korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

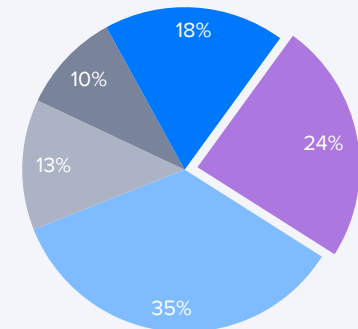
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

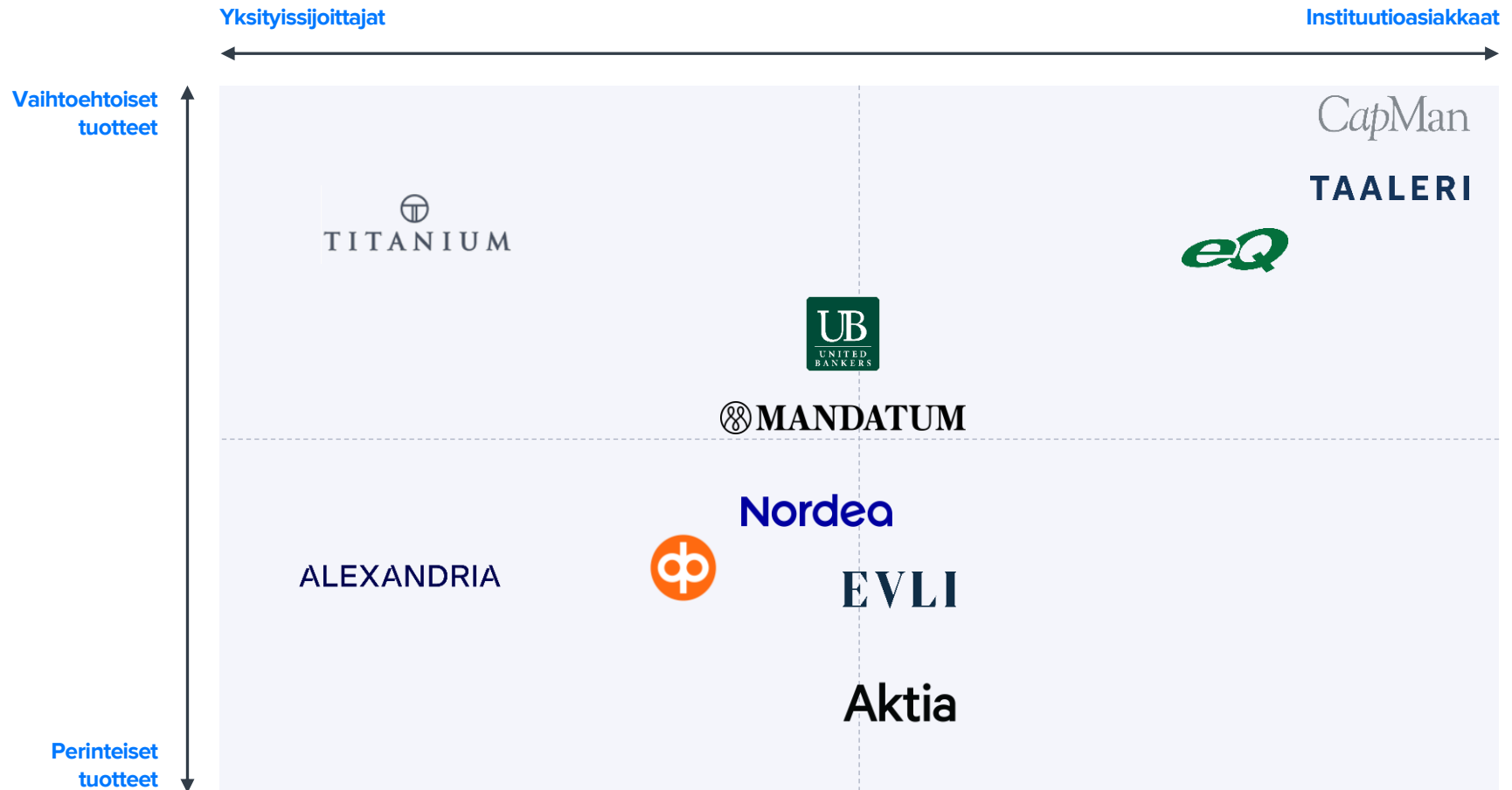


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Varainhoitomarkkina 7/8 – kilpailukenttä

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Varainhoitomarkkina 8/8 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit

Nordea  PANKKI

ÅLANDSBANKEN SEB Aktia

Danske Bank  Lähellä ja läsnä

Keskisuuret sijoituspalvelu-yhtiöt

MANDATUM EVLI CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL FINLANDIA

FOURTON FONDITA

 PYN ELITE  SIFTER

Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

Myyntisynergiat **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

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

Toteutuneita järjestelyjä

  KJK Capital

CapMan  

ELITE 

TITANIUM 

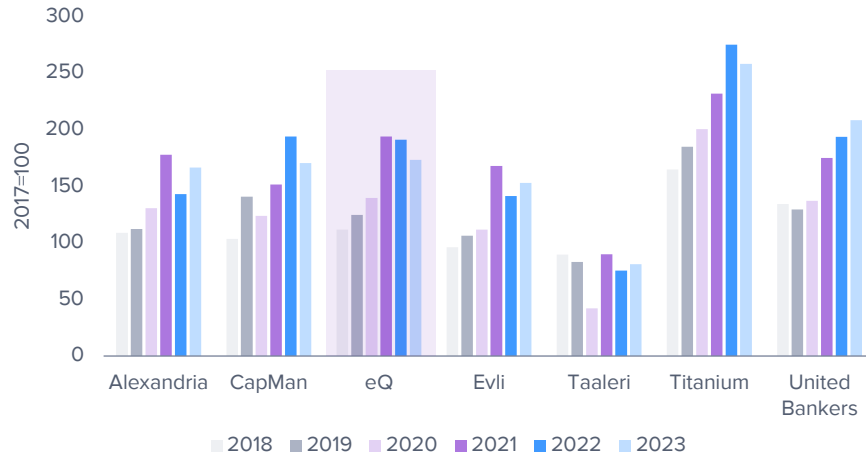
TAALERI 

Aktia 

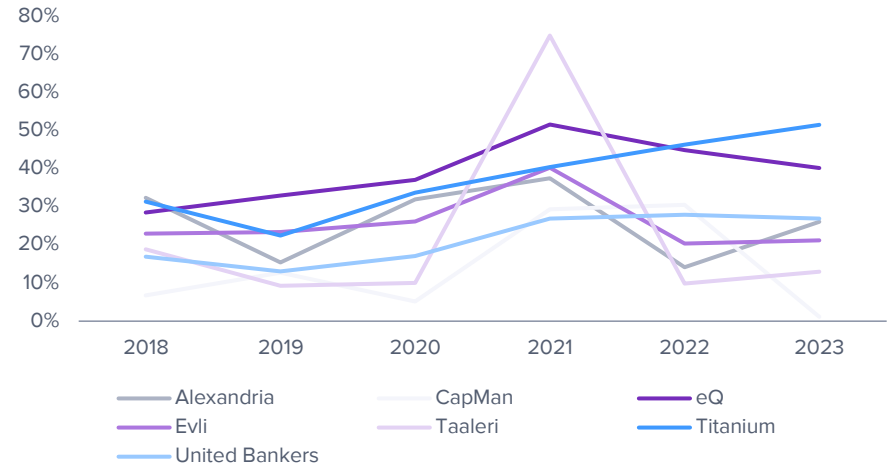
  

eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

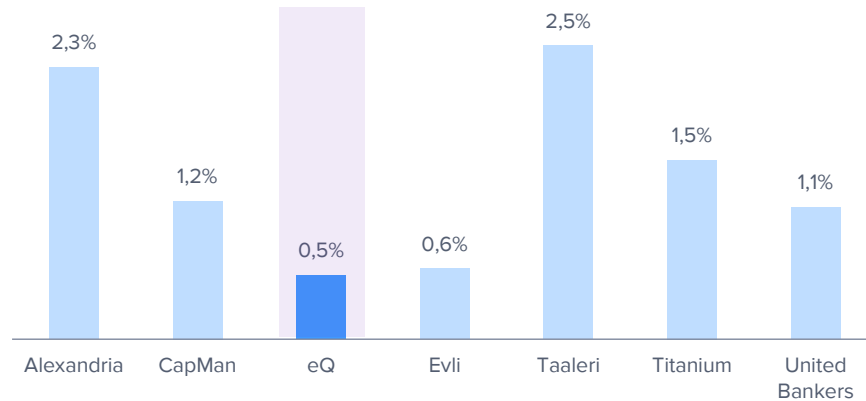
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



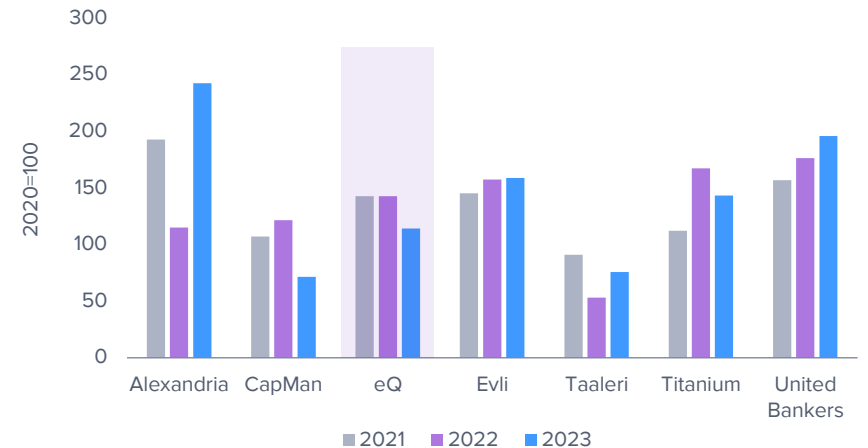
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-%

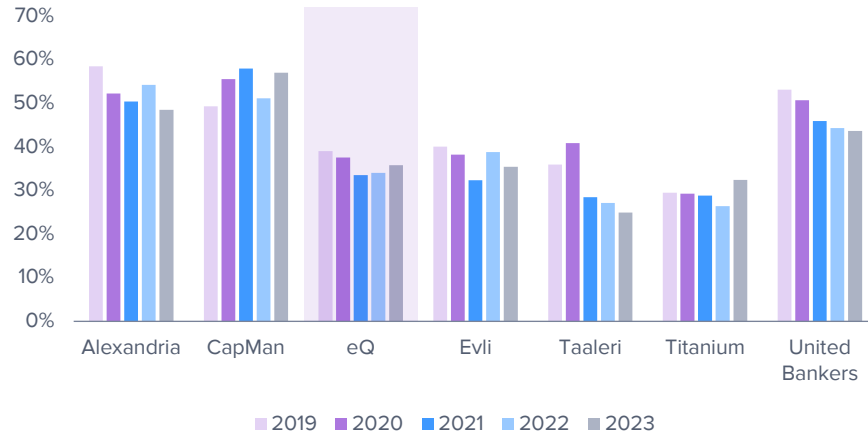


Osinko per osake kehitys indeksoituna

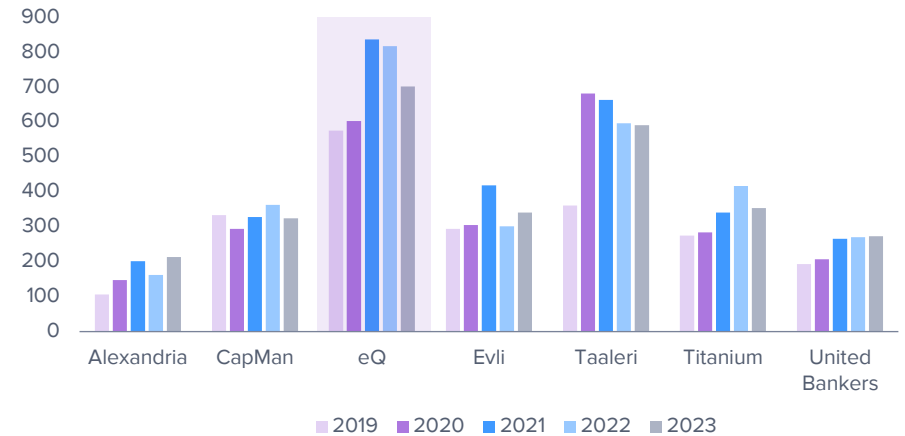


eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

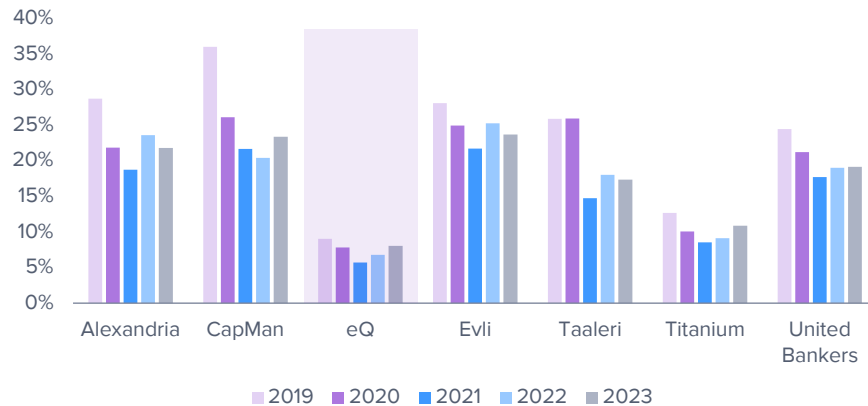
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



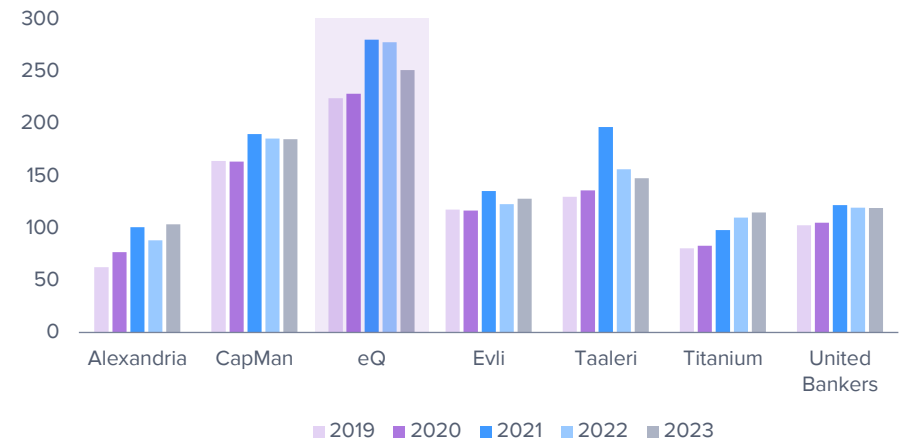
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



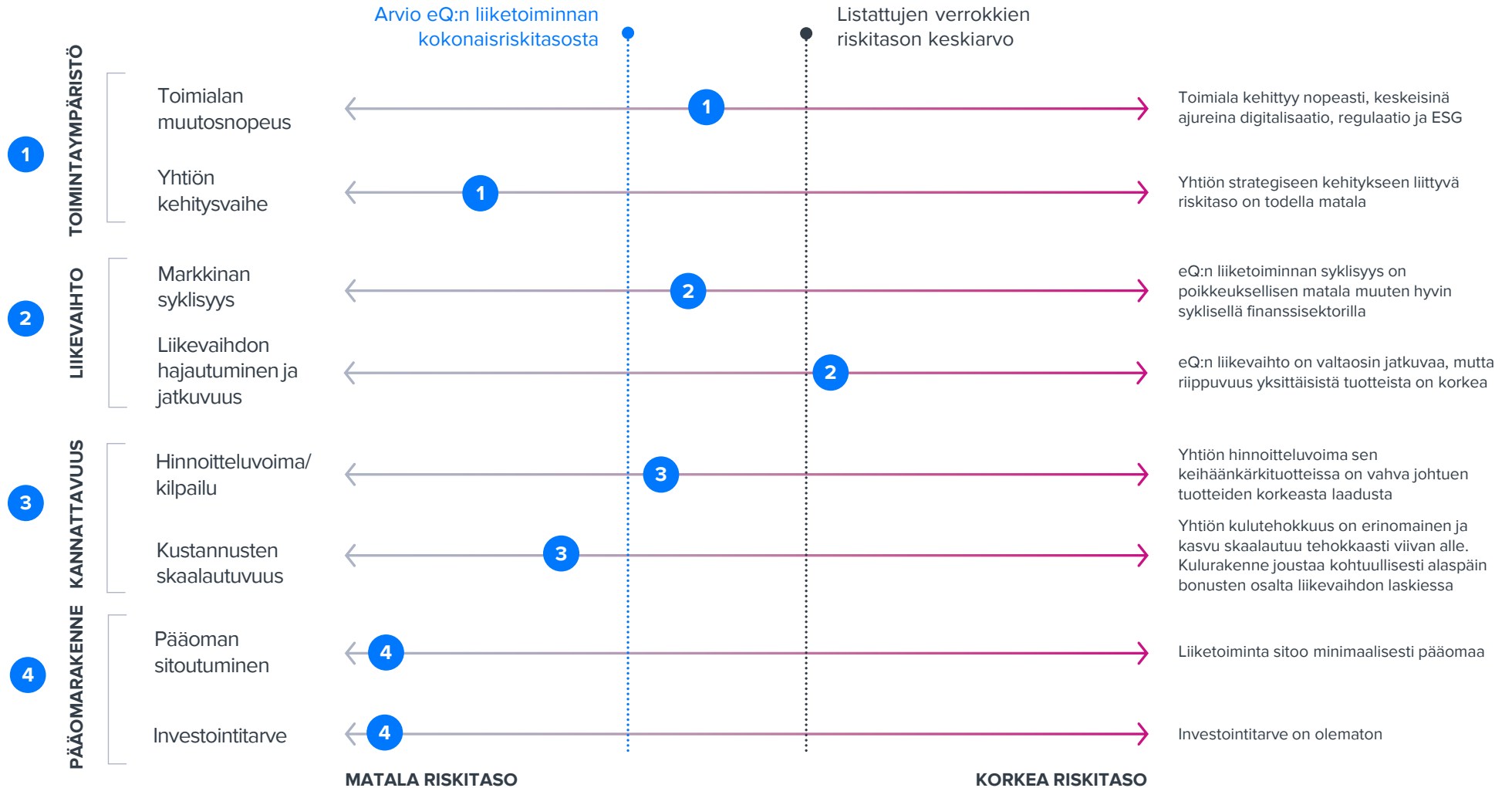
Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

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
- Korkeiden korkojen nousu heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää
- Tuottopalkkioiden realisoituminen

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen ja selkeä

eQ:n taseen loppusumma oli 2023 lopussa 100 MEUR. Omaa pääoma yhtiöllä oli 76 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 Amanda Capital ja Advium -yritysjärjestelyyn. Emme näe kyseiseen erään liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa aktivoituun määrään on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä oli taseessa noin 5 MEUR. Tästä valtaosa liittyy IFRS 16 -vuokravastuksiin ja tästä oikaistuna kiinteää omaisuutta on vain marginaalisesti. Toinen merkittävä pysyvien vastaavien tase-erä on yhtiön sijoitukset, joita eQ:lla oli 2023 lopussa pääomarahastoihin yhteensä 17 MEUR (kts. kappale Sijoitukset).

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2023 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 33,5 MEUR:n arvosta sekä noin 16 MEUR saamisia. Saamiset koostuvat valtaosin PE-rahastojen jaksotetuista tuottopalkkioista, joiden pitäisi purkautua kassavirtana lähivuosina.

Tase on erinomaisessa kunnossa

Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2023 lopussa noin 75 % ja nettovelkaantumisaste noin -44 %. Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomaa ja viranomaisääntelyn mukaiset vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Sääntelyn mukainen minimitaso yhtiön ydinpääomalle (CET1) on 8 % ja yhtiön omana

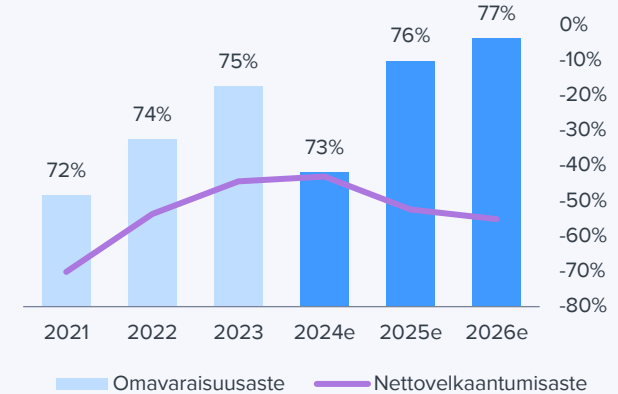
tavoitteena on 10 %:n taso. Yhtiön CET1-vakavaraisuus oli Q4'23 lopussa 20 % ja vakavaraisuuspääoma 13,6 MEUR (osingonjako huomioitu). Vaikka suhteellinen vakavaraisuus onkin reippaasti yli yhtiön oman tavoitetaso, ovat absoluuttiset summat pieniä taseen kevyestä rakenteesta johtuen. Yhtiön ennustettava liiketoiminta ja poikkeuksellisen hyvä kannattavuus huomioiden emme pidä tätä ongelmana. Q4'23 lopussa yhtiöllä oli omia varoja 6,9 MEUR yli yhtiön oman tavoitetaso.

Osingonjako pysyy vuolaana

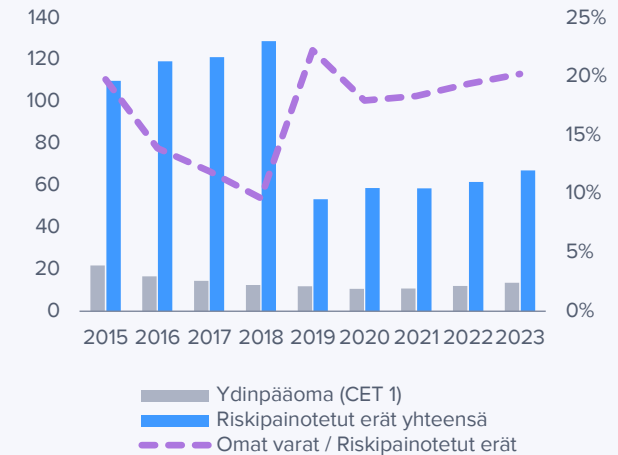
eQ:n tavoitteena on ollut jakaa tilikauden tulos osinkona, minkä lisäksi yhtiö voi palauttaa omistajilleen pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa konsernin saamasta kassavirrasta tilikauden tuloksen yltävältä osalta. Käytännössä yhtiö tulee arviomme mukaan jakamaan tulevana vuosina 100 % tuloksestaan osinkoina ja tämän lisäksi pääomanpalautusta joitain senttejä vuodessa osaketta kohden omien rahastosijoitusten kassavirrasta riippuen.

Yhtiö siirtyi 2023 osinkopäätöksen yhteydessä kaksi kertaa vuodessa jaettavaan osinkoon. Pidämme päätöstä fiksunä, vaikka yhtiö teki sen osittain pakon sanelemana, sillä PE-rahastojen etupainotteisesti kirjatut tuottopalkkiot eivät ole vielä realisoituneet kassavirtana mikä heikentää väliaikaisesti yhtiön likviditeettiä. Korostamme, että kyseessä ei ole yhtiölle varsinainen ongelma ja saamiset tulevat purkautumaan kassavirtana tulevana vuosina.

Taseen avainlukujen kehitys



eQ:n vakavaraisuuden kehitys*



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

Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustaoletukset

eQ on muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan riippuvainen pääomamarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Vaikka eQ:n palkkiojakauma painottuukin voimakkaasti vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin, mikä pienentää sen tulosvolatiliteettia selvästi, ei se ole immuuni pääomamarkkinan muutoksille. Pääomamarkkinan kehittyessä hyvin sijoittajien riskinottohalukkuus ja yleinen kiinnostus sijoittamista kohtaan kasvavat. Näiden seurauksena hallinnoitava varallisuus kasvaa uusmyynnin sekä positiivisten arvonmuutosten kautta ja sen jakauma painottuu enemmän parempituottoisiin tuotteisiin (osakkeet/vaihtoehtoiset). Samalla myös transaktioaktiiviteetti on korkealla. Yhtälö toimii myös toiseen suuntaan; heikossa markkinatilanteessa hallinnoitava varallisuus laskee ja sen jakauma heikkenee, uusmyynti vaikeutuu ja transaktioaktiiviteetti laskee.

eQ:n kannalta markkinatilanne on mielestämme kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä tilanne on haastava johtuen etenkin kiinteistömarkkinan haasteista. Kiinteistörahastojen hallitsevasta roolista johtuen eQ:n on vaikea saada aikaan oleellista kasvua ilman kiinteistörahastojen vetoapua. Myös PE-rahastoissa lyhyen aikavälin näkymä on totuttua vaisumpi, vaikka tilanne onkin edelleen kohtuullisen hyvä.

Pidemmällä tähtäimellä eQ:n näkymä taas on mielestämme edelleen positiivinen. Vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntä tulee muutaman vuoden tähtäimellä jälleen palautumaan ja eQ:n laadukkaat tuotteet antavat hyvän pohjan myynnin vahvalle kasvulle. Myös PE-

rahastojen pitkän aikavälin tuottopalkkionäkymä on hyvin positiivinen.

Ennusteiden yhteenveto

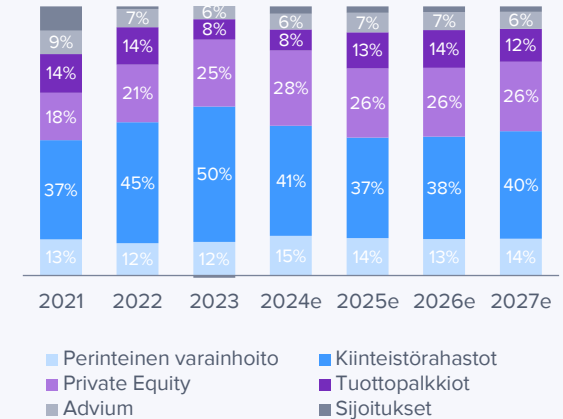
Ennustemme nojaavat oletukseen markkinan asteittaisesta elpymisestä nykytasolta. Korkotaso jää markkinaodotusten mukaisesti selvästi nollakorkotason yläpuolelle, mutta korkohuipun pitäisi olla takanapäin.

2024 osalta eQ:lla ei arviomme mukaan ole vielä edellytyksiä tuloskasvuun johtuen kiinteistörahastojen haasteita. 2025 alkaen yhtiön pitäisi palata reippaaseen tuloskasvuun, kun kiinteistörahastot alkavat jälleen kasvaa ja PE-rahastojen tuottopalkkiot tekevät tasokorjauksen ylöspäin. Myös tästä eteenpäin yhtiöllä on hyvät tuloskasvuedellytykset kiinteistö- ja PE-rahastojen uusmyynnin, PE-rahastojen tuottopalkkioiden sekä poikkeuksellisen kulutehokkuutensa ansiosta.

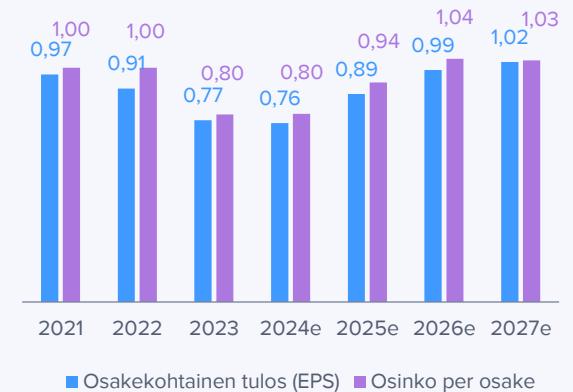
eQ:n tuloksen painopiste tulee asteittain siirtymään hallinnointipalkkioista yhä enemmän tuottosidonnaisiin palkkioihin. Vaikka tuottosidonnaiset ovatkin luonteeltaan yhä enemmän jatkuvia (avattu tarkemmin sivulla 10), on niihin liittyvä riskitaso silti selvästi korkeampi kuin pelkkiin hallinnointipalkkioihin pohjautuva tuloskasvu.

Näemmekin että eQ:n tuloskasvuun liittyvä riskitaso on noussut selvästi viimeisen reilun vuoden aikana, sillä 1) kiinteistörahastojen pidemmän aikavälin myyntivolyymia on toistaiseksi vaikea hahmottaa ja 2) PE-rahastojen tuottopalkkioiden merkitys tuloskasvulle on merkittävä ja näkyvyys näihin on yhtiön ulkopuoliselle toimijalle rajallinen.

Konsernin liikevaihtojakauman kehitys (% liikevaihdosta)



Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Ennusteet 2/4

Ennustemuutokset

Olemme korjanneet kiinteistörahastojen ennusteitamme rahastojen odotuksia suuremmilla tuotto-osuuksien maksuilla. Lisäksi laskimme aavistuksen odotusiamme auki olevien PE-rahastojen lopullisista kokoluokista. Näiden vaikutus konsernitason numeroihin on kuitenkin marginaalinen ja isossa kuvassa ennusteemme ovat pysyneet ennallaan.

Vuosi 2024 on haastava

eQ lähtee vuoteen 2024 haastavista lähtökohdista. Yhtiön kiinteistörahastojen hallinnoitava varallisuus koki H2'23 aikana selvän tasokorjauksen alaspäin, kun isot arvonlaskut ja lunastukset laskivat hallinnoitavaa varallisuutta yli 20 %:lla suhteessa vuodentakaiseen. Tämän seurauksena yhtiön kiinteistörahastoista saamat hallinnointipalkkiot tekevät selvän tasokorjauksen alas ja myös tuottopalkkiot siirtyvät pitkälle tulevaisuuteen.

Kiinteistömarkkinan erittäin haastava tilanne huomioiden pidämme myös todennäköisenä, että lunastukset jatkuvat vielä H1'24 aikana. Huomautamme myös, että Liikekiinteistörahaston lykätyt lunastukset tulevat myös maksuun 2024 aikana ja tämä vaikuttaa negatiivisesti rahaston palkkioihin. Kiinteistörahastojen osalta suurin fokus on uusmyynnin kehityksessä. Odotamme uusmyynnin tasaantuvan vuoden edetessä ja kääntyvän Yhteiskuntakiinteistön osalta lievään kasvuun loppuvuodesta. Myynnin kääntymisen kasvuun 2024 aikana olisi yhtiölle ensiarvoisen tärkeää, sillä se luo pohjaa pidemmän aikavälin tuloskasvulle. Lisäksi myynnin tasoittuminen vähentää selvästi epävarmuutta lunastuksiin liittyen, sillä tällä hetkellä riski etenkin

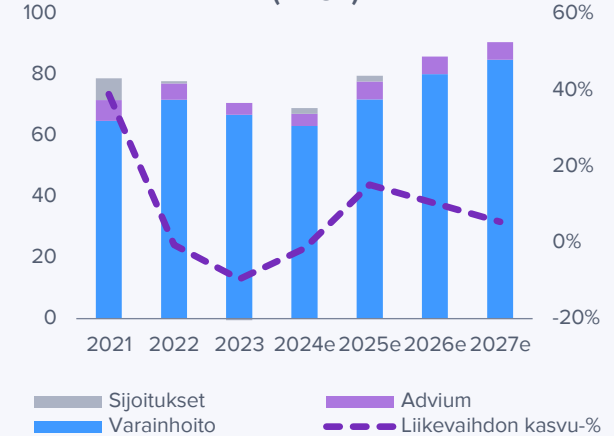
Liikekiinteistörahaston kasvaviin lunastuksiin on huomattava.

PE-rahastojen osalta odotamme myynnin hidastuvan, mutta olevan yhä kohtuullisella tasolla aiempaa haastavammasta markkinatilanteesta huolimatta. Tuoreet Pohjois-Euroopan kasvuyritysrahastoihin sijoittavat pääomarahastot [keräsivät pääomia](#) ensimmäisessä sulkemisessaan yhteensä noin 200 MEUR:n edestä, mikä jäi selvästi edellisen vuosikerran lukemista. Vaikka rahastokoot tulevat laskemaan edellisvuodesta, jatkuu PE-rahastojen hallinnointipalkkioiden kasvu ennusteissamme myös kuluvana vuonna.

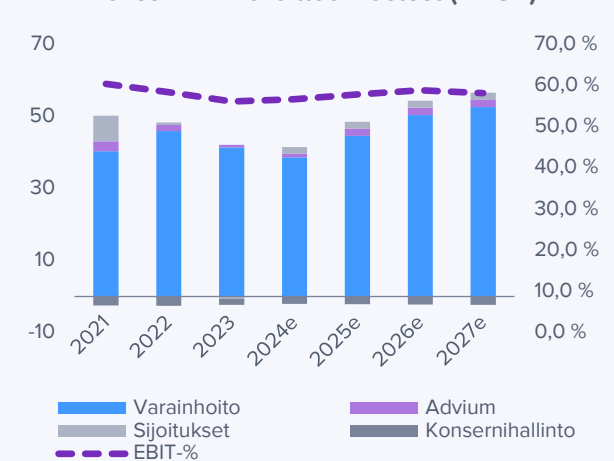
Ennustamme koko vuoden liikevaihdon olevan suunnilleen vertailukauden tasolla (2024e: 69,9 MEUR). Kiinteistörahastojen palkkiot laskevat ennusteissamme noin 7 MEUR:lla (-20 %), mutta PE-rahastojen ja perinteisen varainhoidon kasvu kompensoi osan tästä. Lisäksi odotamme Sijoitukset-segmentin liikevaihdon nousevan yleisen markkinan mukana takaisin normaalille tasolle, mikä tukee yhtiön liikevaihtoa. PE-rahastojen osalta yhtiö on jo etukäteen kertonut jaksottavansa tuottosidonnaisia palkkioita 5,4 MEUR:n edestä (avattu tarkemmin sivulla [10](#)). PE-rahastoissa tuottopalkkioiden pitäisi vuoden 2025 aikana hiljalleen konvertoitua myös kassavirraksi, kun alla olevat rahastot siirtyvät voitonjakoon.

Liikevoitto säilyy niin ikään vertailukauden tasolla, sillä yhtiön kulutason pitäisi pysyä käytännössä ennallaan erinomaisen kulukontrollin johdosta (2024e: 39,7 MEUR). Osakekohtainen tulos on täysin sama kuin vertailukaudella (2024e: 0,77) ja osingon odotamme olevan hieman tulosta isompi johtuen sijoituksista palautuvasta kassavirrasta.

Konsernin liikevaihtoennusteet (MEUR)



Konsernin liikevoittoennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

2025–2026 takaisin tulokasvuun

2025 yhtiön pitäisi jälleen palata reippaaseen tulokasvuun. Kiinteistörahastoissa odotamme Yhteiskuntakiinteistön kääntyvän kasvuun ja Liikekiinteistöissä emme enää odota nettolunastuksia 2025. Uskomme yhtiön lanseeraavaan myös seuraavan asuntorahastonsa 2025 jälkipuoliskolla. PE-rahastojen kokoluokat lähtevät jälleen kasvuun tukien palkkiotuottojen kasvua, vaikka 2025 lanseerattava Yhdysvaltoihin keskittyvä rahasto onkin palkkiotasoltaan tuttuun tyyliin Eurooppa-rahastoja selvästi matalampi. Kokonaisuutena ennustamme jatkuvien palkkioiden kääntyvän 2025 noin 5 %:n kasvuun. Ennustemme on varsin konservatiivinen johtuen kiinteistörahastoista, joissa näkyvyys normaaliin myyntivolyymiin nollakorkoajan jälkeen (tai 2024 lunastusten määrään) on toistaiseksi hyvin heikko. 2026 odotamme kiinteistörahastojen kasvun kiihtyvän, mutta taso on edelleen selvästi alle nollakorkoaikana nähdyn. Toinen merkittävä tulokasvuajuri ovat PE-rahastojen tuottopalkkiot, joiden yhtiö on itse indikoinut kasvavan selvästi 2025 eteenpäin, kun useampi rahasto siirtyy voitonjakoon samanaikaisesti.

Kokonaisuutena ennustamme vuosilta 2025–2026 noin 12 %:n keskimääräistä liikevaihdon vuosikasvua ja noin 14 %:n tulokasvua. Osinkoa odotamme yhtiön jakavan tutusti koko tuloksensa verran ja pääomanpalautusta vielä muutamia senttejä tämän päälle.

Pitkän aikavälin kasvunäkymä on erinomainen

Pidemmällä aikavälillä näemme eQ:lla edelleen hyvät edellytykset jatkaa tervettä tulokasvuun. Kasvun kulmakertoimeen liittyy kuitenkin aiempaa enemmän kysymysmerkkejä johtuen etenkin

kiinteistörahastojen normaalista volyymistä sekä tuottopalkkioista. Yhtiöllä on mielestämme edellytykset myydä kiinteistörahastoja selvästi odotuksiamme kovemalla volyymillä, mutta haluamme ensin nähdä konkretiaa myynnin tasaantumisesta ja myöhemmin elpymisestä. Myös tuottopalkkiot ovat hyvin mahdollisia 2027 alkaen, mutta emme niitä varovaisuuden nimissä ennusta.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että kapean tuotetarjontansa sekä kiinteistöjen dominoivan roolin johdosta eQ:n kunnollinen tulokasvu vaatii taakseen kasvua kiinteistörahastoissa, joiden myyntivolyymi sekä tuottotasot ovat kasvun kulmakertoimen kannalta hyvin keskeisiä. PE-rahastojen kasvu tulee kyllä jatkumaan, mutta siellä kulmakerroin väistämättä loivenee, kun vanhojen rahastojen palkkiot alkavat asteittain laskea keskimääräisen rahaston iän noustessa (edellisen 10v aikana vanhojen rahastojen palkkioiden laskun merkitys ollut hyvin rajallinen). Myös PE-rahastojen tuottopalkkioissa näemme rajallista nousupotentiaalia, sillä odotamme näitä vuositasolla keskimäärin noin 10 MEUR.

Uusia tuotekategorioita emme eQ:ita odota, vaikka nykyisessä ympäristössä tuotetarjonnan laajennus olisi mielestämme enemmän kuin perusteltua. Yhtiön jatkaessa hyvin fokuoituneen strategiansa toteuttamista ei kulurakenteessa pitäisi olla suurempia paineita ylöspäin, ja odotamme kulutehokkuuden säilyvän poikkeuksellisen vahvana myös jatkossa. Sijoittajien on hyvä huomata, että yhtiön kannattavuus alkaa kaikilla mahdollisilla mittareilla olla äärimmäisen korkea (2022e: EBIT-% +61 %) eikä kannattavuus tule enää skaalautumaan edellisvuosien tapaisella kulmakertoimella.

Ennusteet 4/4

Konsernitason ennusteet (MEUR)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Konsernin nettoliikevaihto	78,9	77,8	70,9	69,7	80,4	88,6	93,4
<i>Varainhoito</i>	64,9	71,9	66,9	63,2	72,1	80,3	85,1
<i>Advium</i>	6,9	5,4	4,0	4,0	5,8	5,8	5,8
<i>Sijoitukset</i>	7,1	0,7	-0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
<i>Muut</i>	0,0	-0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EBIT	47,7	45,8	39,8	39,5	46,5	52,2	54,4
<i>Varainhoito</i>	40,3	45,9	41,4	38,6	44,7	50,4	52,7
<i>Advium</i>	2,7	1,7	0,7	1,0	2,1	2,1	2,1
<i>Sijoitukset</i>	7,1	0,7	-0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
<i>Konsemihallinto</i>	-2,5	-2,6	-1,7	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3
EBIT-%	60,4 %	58,8 %	56,1 %	56,6 %	57,9 %	58,9 %	58,2 %
Liikevaihdon kasvu-%	39 %	-1 %	-9 %	-2 %	15 %	10 %	5 %
EPS	0,97	0,91	0,77	0,76	0,89	0,99	1,03
EPS kasvu-%	53 %	-6 %	-15 %	-2 %	17 %	11 %	3 %
Osinko	1,00	1,00	0,80	0,80	0,94	1,04	1,03
Osingonjakosuhte-%	103 %	110 %	103 %	105 %	106 %	105 %	101 %

Ennustemuutokset	2024	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	70,3	69,7	-1 %	81,0	80,4	-1 %	89,2	88,6	-1 %
Liikevoitto	40,0	39,5	-1 %	47,1	46,5	-1 %	52,8	52,2	-1 %
Tulos ennen veroja	40,0	39,5	-1 %	47,1	46,5	-1 %	52,8	52,2	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,77	0,76	-1 %	0,90	0,89	-1 %	1,00	0,99	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,79	-1 %	0,94	0,93	-1 %	1,04	1,03	-1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

eQ:lle on tarjolla laaja Helsingin pörssissä laaja kotimainen verrokkiryhmä, joka tarjoaa hyvän pohjan eQ:n arvonmääritykselle. Lisäksi olemme tarkastelleet eQ:n arvonmääritystä absoluuttisten hinnoittelukertoimien sekä kassavirtamallin näkökulmista. Menetelmien pohjalta olemme arvioineet eQ:n osakekohtaiseksi käyväksi arvoksi 13–15 euroa, joka on myös linjassa 14 euron tavoitehintamme kanssa.

Kokonaistuotto-odotus ei ole riittävällä tasolla

eQ:n arvostus on kurssilaskun jäljiltä painunut alle historiallisten tasojen, mitä pidämme perusteltuna uusmyynnin näkymän heikennyttyä ja yleisesti selvästi laskenut pörssin arvostus korkojen nousun myötä. Vaikka kertoimet ovat edelleen vaativat, olisi ne helppo perustella jos yhtiön tulos kasvaisi tai näkyvyys siihen olisi parempi. Ilman tuloskasvua kertoimissa ei mielestämme ole nousuvaraa ja samalla sijoittaja kantaa riskiä kertoimien laskusta, mikäli tuloskasvu ei realisoidu ottamallamme tavalla. Lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus rajoittuuakin mielestämme osinkotuottoon. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus alkaa tuloskasvun ja osingon yhdistelmänä näyttää jo kohtuullisen houkuttevalta, mutta haluamme tähän nojaaminen vaatisi ennusteriskien laskua.

Arvostuskertoimet

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tuloskerroimilla (2015–2023 keskiarvo P/E 20x) yhtiön vahvoista tuloskasvunäkymistä johtuen. Vaikka yhtiön kasvu onkin hidastunut merkittävästi suhteessa historialliseen tasoon (2014–2021: EPS

CAGR-% +30), on eQ:lla yhä papereissamme laatuyltiön leima. Näin ollen yhtiötä voidaan perustellusti arvostaa kerroin pohjaisesti yli keskimääräisen Helsingin pörssin yhtiön. Toisaalta pieni lasku historiallisilta tasoilta on niin ikään perusteltu, sillä tuloskasvuun liittyvä riskitaso on viimeisen vuoden aikana noussut selvästi. Eteenpäin katsovalla 2024 vuoden tulosenusteella eQ:n arvostus (P/E 18x) on mielestämme kireä, etenkin kun tulos ei tällä hetkellä kasva. Tuloskasvun jälleen käynnistyessä arvostus muuttuu nopeasti edulliseksi (2026e P/E 14x), mutta kuten todettua, liittyy tuloskasvun paluun aikatauluun sekä kulmakertoimeen tällä hetkellä selkeää epävarmuutta.

Kuluvan vuoden osinkotuotto on ennusteillamme noin 6 %, mikä on mielestämme varsin hyvä taso, kun huomioidaan osingon kasvunäkymät. Kokonaisuutena pidämme osakkeen nykyistä kerroin pohjaista arvostusta varsin neutraalina.

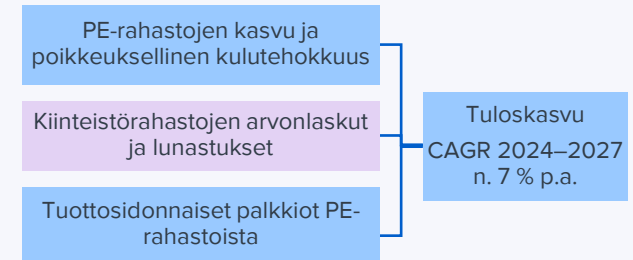
DCF-arvonmääritys

Pidämme DCF-mallia eQ:lle hyvin käyttökelpoisena arvonmääritysmenetelmänä, vaikka lyhyen aikavälin haasteista johtuen tuloskehityksen ennustettavuus onkin viime aikoina laskenut. Oman haasteensa tuovat PE-rahastojen tuottopalkkiot, joiden tulosvaikutus ei lyhyellä aikavälillä vastaa niiden kassavirtoja. Pidemmällä aikavälillä emme näe tässä ongelmaa tuottopalkkioiden lopulta kertyessä myös kassaan, joten kokonaisuudessaan DCF-malli antaa hyvän indikaation yhtiön käyvästä arvosta.

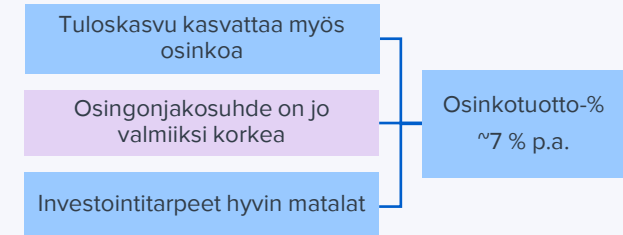
Osaketuoton ajurit 2024–2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

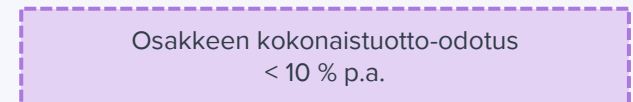
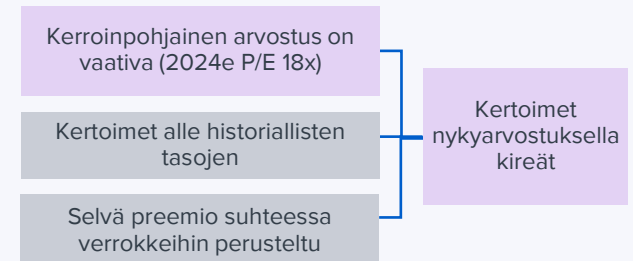
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu 2027 alkaen selvästi. Kannattavuus puolestaan paranee lähivuodet ja alkaa laskea tasaisesti 2026 alkaen pysyen kuitenkin 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-rahastojen voitonjakopotentialia). Toisaalta mielestämme on perusteltua pitää pitkän aikavälin ennusteissa tiettyä turvamarginaalia, sillä yhtiöllä on väkisininkin edessä sukupolvenvaihdos nykyisen varsin tiiviin avainhenkilöjoukon osalta, ja myös pitkän aikavälin tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyy selvää ennusteriskiä. Lisäksi huomautamme, että taso on eQ:n oman historiallisen kannattavuustason yläpuolella (2015–2023 EBIT-% keskimäärin 52 %).

Sovellamme yhtiöön 9,0 %:n tuottovaatimusta (WACC), joka on verrokkiryhmän matalimpia. DCF-mallimme mukainen arvo eQ:n osakkeelle on noin 15 euroa. Näin ollen myöskään kassavirtamallin perusteella osakkeessa ei ole nykyennusteilla olennaista nousuvaraa. DCF-mallimme oletuksineen löytyy raportin liitetiedoista.

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-

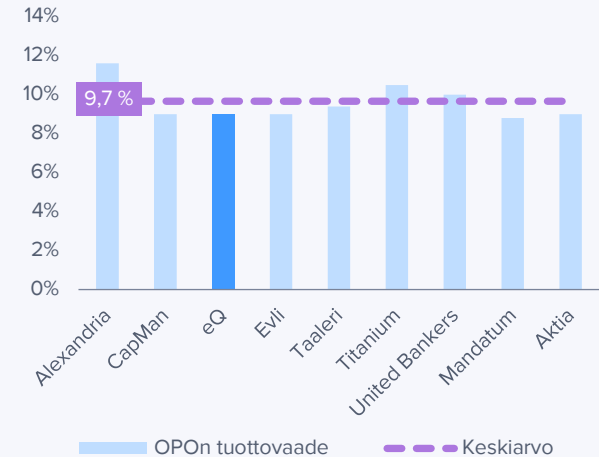
kertoimelle sekä osinkotuotolle. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään eQ hinnoitellaan reilulla preemiolla kaikilla arvostusmenetelmillä, mitä pidämme perusteltuna hurja track-record sekä keskimääräistä verrokkia parempi tuloskasvunäkymä huomioiden.

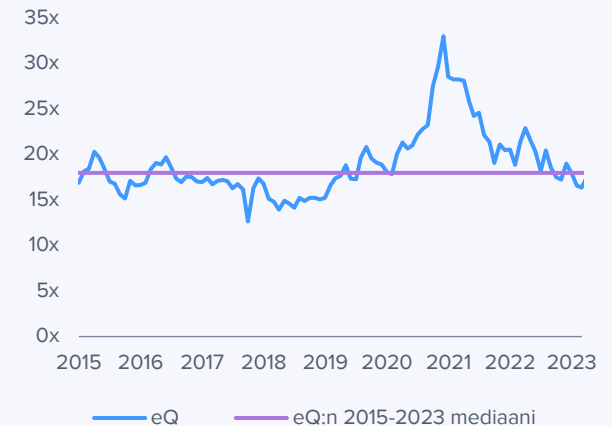
Vuoden 2020 alun jälkeen tulospohjainen preemio on ollut keskimäärin +70 % ja osinkotuoton preemio 20 %, mikä oli perusteltua yhtiön poikkeuksellisen vahva kehitys huomioiden. Tällä hetkellä eQ:ta hinnoitellaan tulospohjaisesti noin 40 %:n preemiolla, joka on linjassa hieman pidemmän aikavälin (2015–2023) historialliseen tasoon (+45 %) Osinkotuotolla mitattuna nykyisen preemion suuruus on noin 15 % (2015–2023 keskiarvo ~10 %). Uusmyyntinäkömään heikentymisestä johtuen pidämme nykyistä preemiota viime vuosien tasoa järkevämpänä ja eron kaventumista verrokkeihin nähden perusteltuna.

Tarkan hyväksyttävän preemion määrittäminen on luonnollisesti hyvin hankalaa ja verrokkiryhmä toimiikin eQ:n tapauksessa lähinnä suuntaa antavana. Mielestämme verrokkiryhmä kertoo kuitenkin pitkälti samaa tarinaa kuin absoluuttiset kertoimet; osake on hinnoiteltu varsin korkealle, mutta tuloskasvunäkymä oikeuttaa juuri ja juuri nykyisen arvostuksen. Arvostustaso ei kuitenkaan jätä suurempaa tilaa virheille ja mikäli kiinteistörahastojen ongelmat jatkuisivat pidempään, olisi kertoimissa varaa korjata vielä alaspäin nykytasoltaan.

Verrokkien oman pääoman kustannus



eQ:n P/E-kertoimen kehitys



Arvonmääritys 3/3

Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista

eQ:ssa sijoittajat saavat mukanaan selvän yritysjärjestelyoption. Yhtiön pääomistajien näytöt yritysjärjestelyistä ovat erinomaiset ja mielestämme onkin 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) ja ostanut eQ Varainhoidon sekä Adviumin takaisin Nordnetiltä MBO:lla erittäin edullisin hinnoin (Varainhoidon hinta 3,5 MEUR, Adviumin hinta arviomme mukaan samaa luokkaa).

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

Yritysjärjestelyt ovat mahdollisia

Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyiden todennäköisyys nousi selvästi 2021 alussa, kun eQ ilmoitti [toimitusjohtajan vaihtumisesta](#). Toimitusjohtajan vaihtumisen yhteydessä Janne Larmasta tuli hallituksen täysipäiväinen puheenjohtaja. Näkemyksemme mukaan vaihdoksen myötä Larma tulee jatkossa keskittymään yhä enemmän eQ:n strategiselle

tasolle, jossa keskeisenä painopisteenä ovat yritysjärjestelyt.

Henkilöstövaihdoksien lisäksi eQ on mielestämme myös operatiivisesti aiempaa valmiimpi yritysjärjestelyjä ajatellen sen kokoluokan kasvusta johtuen.

Vaikka eQ:n osake onkin laskenut reippaasti parin vuoden takaiselta hurjalta tasoltaan, on osakkeen arvostustaso edelleen selvällä preemiolla suhteessa sen verrokkeihin. Tätä taustaa vasten näemmekin osakkeen myös nykytasolla hyvin relevanttina kauppatavarana.

Mielestämme on selvää, että pidemmällä 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:n osakkeista tehtävästä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen, sillä kotimaisia ostajia meidän on vaikea eQ:lle löytää.

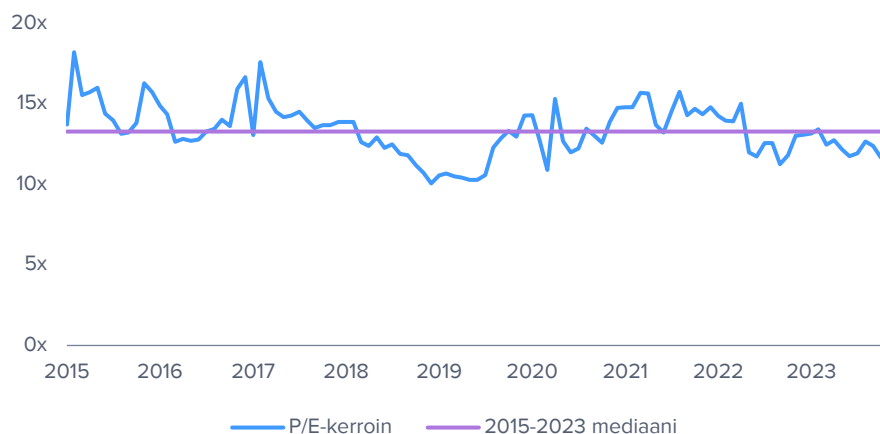
Kotimaisen finanssisektorin konsolidaatio tulee jatkumaan vilkkaana ja näemme markkinalla edelleen tarvetta seuraavan kokoluokan toimijalle, joka pystyy aiempaa vahvemmin haastamaan isot pankit. Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpana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

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

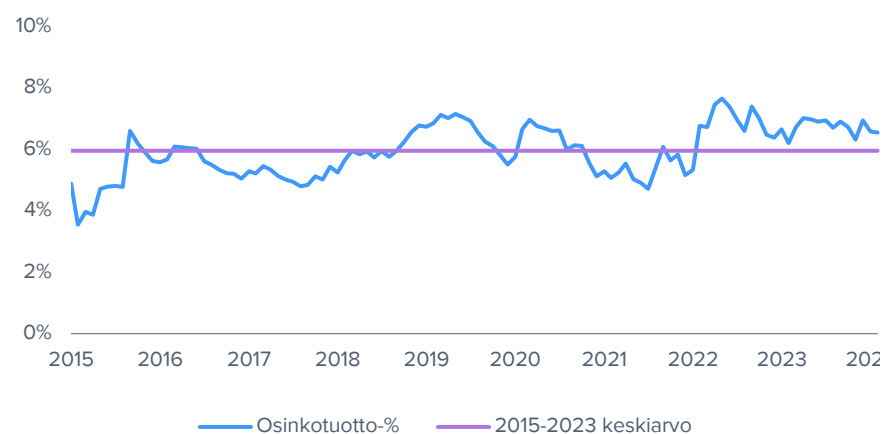
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	696								7,5	7,6	8,7	8,6	1,0
Alexandria	77	72	7,1	6,7	5,8	5,5	1,6	1,5	9,8	10,2	8,2	7,9	2,3
Capman	340	406	12,6	8,6	12,1	8,4	5,9	5,0	16,6	10,3	6,2	11,0	2,1
Evli	494	435	7,9	8,7	7,1	7,8	4,2	3,9	11,7	13,0	9,3	9,0	3,6
Taaleri	276	246	8,8	7,6	8,7	7,4	4,2	3,9	14,6	11,8	5,4	5,6	1,4
Titanium	143	127	9,6	9,0	9,2	8,5	4,7	4,3	13,5	12,6	8,1	8,5	6,9
United Bankers	182	161	6,9	7,8	6,3	6,9	2,6	2,6	10,4	12,5	6,6	7,1	3,0
Oma Säästöpankki	683								5,9	6,4	5,5	6,0	1,0
eQ (Inderes)	577	545	13,8	11,5	13,3	11,2	7,8	6,7	18,3	15,7	5,7	6,7	7,8
Keskiarvo			8,8	8,1	8,2	7,4	3,9	3,5	11,2	10,5	7,3	7,9	2,7
Mediaani			8,3	8,2	7,9	7,6	4,2	3,9	11,0	11,0	7,3	8,2	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			66 %	40 %	69 %	47 %	87 %	70 %	66 %	43 %	-23 %	-18 %	256 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Kotimaisten varainhoitajien P/E-kertoimen kehitys

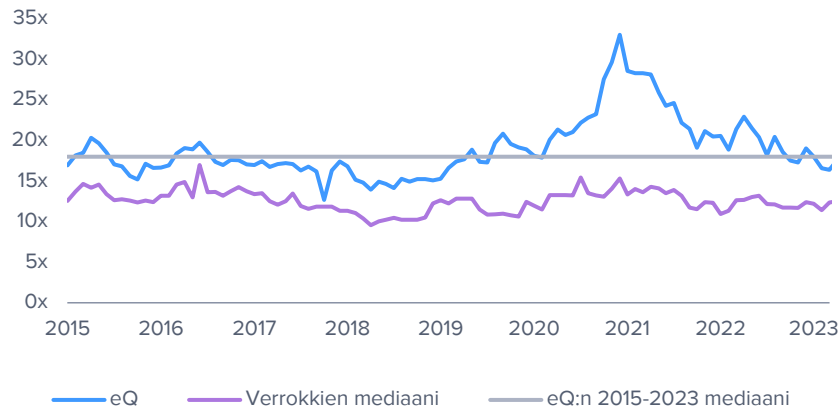


Kotimaisten varainhoitajien osinkotuotto-%:n kehitys

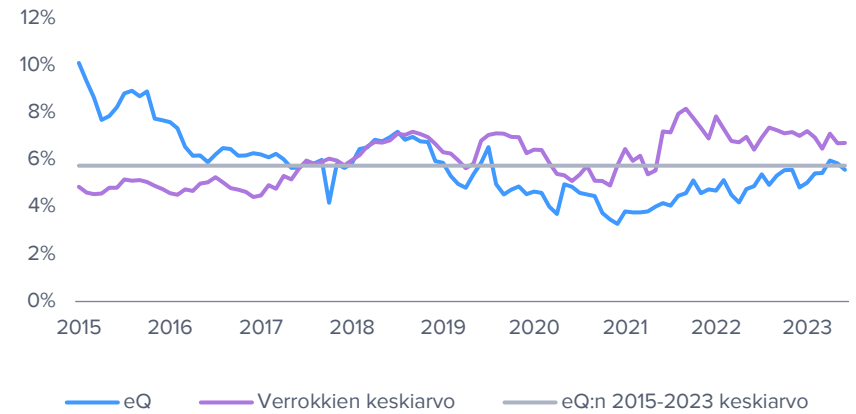


Verrokkiryhmän arvostus 2/2

eQ:n ja verrokkien P/E-kerroin



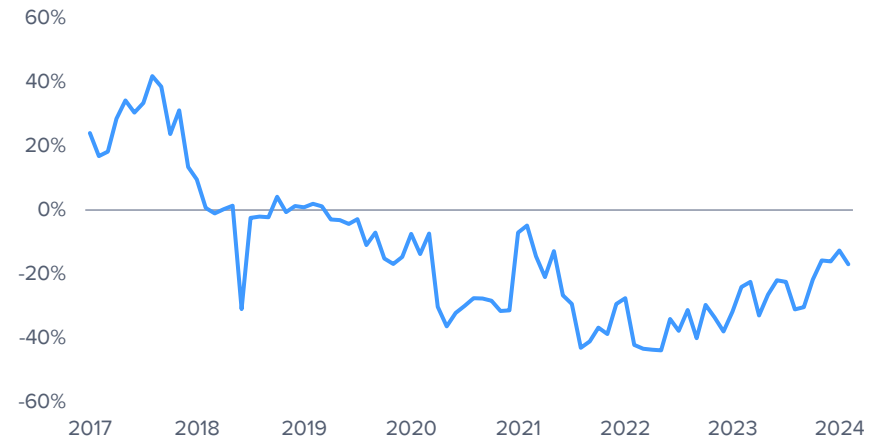
eQ:n ja verrokkien osinkotuotto-%



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



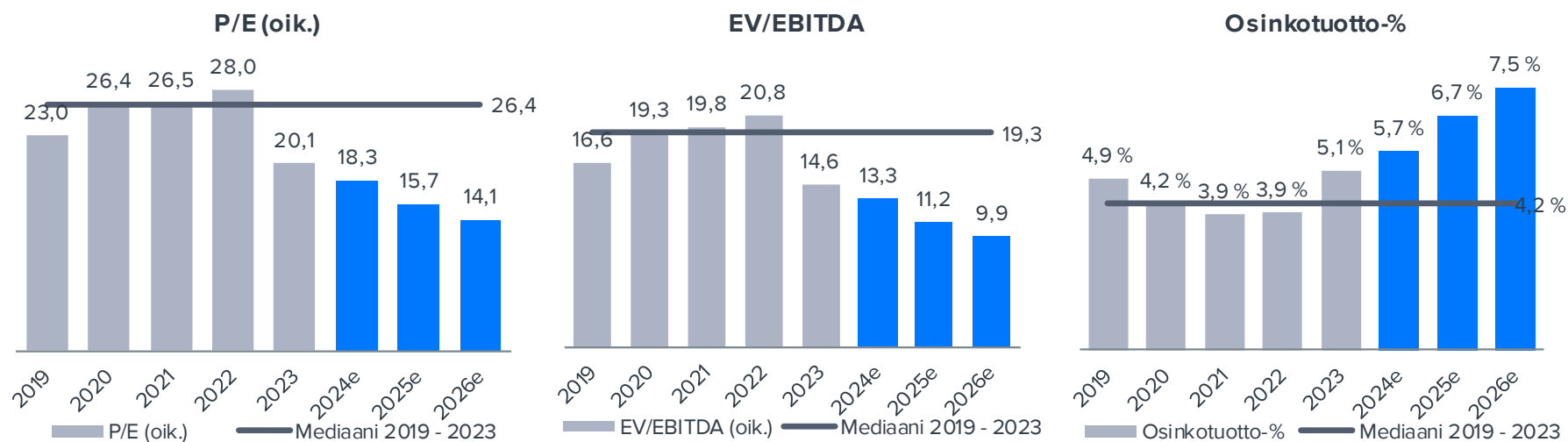
eQ:n osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,7	16,8	25,8	25,5	15,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	485	651	1021	1021	635	577	577	577	577
Yritysarvo (EV)	452	615	964	977	601	545	535	532	533
P/E (oik.)	23,0	26,4	26,5	28,0	20,1	18,3	15,7	14,1	13,6
P/E	23,0	26,4	26,5	28,0	20,1	18,3	15,7	14,1	13,6
P/B	7,4	9,6	12,8	12,5	8,4	7,8	7,3	7,1	7,1
P/S	9,6	11,5	12,9	13,1	9,0	8,3	7,2	6,5	6,2
EV/Liikevaihto	8,9	10,9	12,2	12,6	8,5	7,8	6,7	6,0	5,7
EV/EBITDA (oik.)	16,6	19,3	19,8	20,8	14,6	13,3	11,2	9,9	9,6
EV/EBIT (oik.)	17,2	20,0	20,2	21,4	15,1	13,8	11,5	10,2	9,8
Osinko/tulos (%)	112,9 %	110,5 %	104,1 %	110,5 %	103,2 %	103,9 %	104,5 %	104,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,2 %	3,9 %	3,9 %	5,1 %	5,7 %	6,7 %	7,5 %	7,5 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	77,8	17,7	18,0	16,6	18,6	70,9	16,4	17,0	17,6	18,7	69,7	80,4	88,6	93,4
Varainhoito	71,9	17,1	17,3	15,9	16,6	66,9	15,4	15,8	15,9	16,2	63,2	72,1	80,3	85,1
Sijoitukset	0,7	-0,1	0,2	0,3	-1,0	-0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Corporate Finance	5,4	0,5	0,4	0,3	2,7	3,9	0,5	0,7	1,0	1,8	4,0	5,8	5,8	5,8
Konsernihallinto	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Käyttökate	46,9	10,3	10,2	10,5	10,1	41,0	9,4	9,7	11,0	10,7	40,9	47,7	53,5	55,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	45,7	10,0	9,8	10,2	9,8	39,8	9,0	9,4	10,7	10,4	39,5	46,5	52,2	54,4
Liikevoitto	45,7	10,0	9,8	10,2	9,8	39,8	9,0	9,4	10,7	10,4	39,5	46,5	52,2	54,4
Varainhoito	45,9	10,7	10,5	10,5	9,7	41,4	9,2	9,4	10,4	9,6	38,6	44,7	50,4	52,7
Sijoitukset	0,7	-0,1	0,2	0,3	-1,0	-0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Corporate Finance	1,7	-0,4	-0,3	-0,2	1,5	0,7	-0,1	0,1	0,3	0,7	1,0	2,1	2,1	2,1
Konsernihallinto	-2,6	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	45,7	10,0	9,8	10,2	9,8	39,8	9,0	9,4	10,7	10,4	39,5	46,5	52,2	54,4
Verot	-9,4	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-8,2	-1,8	-1,9	-2,2	-2,1	-8,0	-9,4	-10,6	-11,0
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	36,3	7,9	7,8	8,1	7,8	31,6	7,2	7,5	8,5	8,3	31,5	37,1	41,6	43,4
EPS (oikaistu)	0,91	0,20	0,19	0,20	0,19	0,78	0,17	0,18	0,21	0,20	0,76	0,89	0,99	1,03
EPS (raportoitu)	0,91	0,20	0,19	0,20	0,19	0,77	0,17	0,18	0,21	0,20	0,76	0,89	0,99	1,03
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,4 %	-18,2 %	-19,5 %	-17,7 %	36,3 %	-8,9 %	-7,3 %	-5,7 %	6,1 %	1,0 %	-1,6 %	15,3 %	10,2 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-4,0 %	-23,2 %	-30,2 %	-18,0 %	56,3 %	-13,0 %	-9,2 %	-4,7 %	5,3 %	5,7 %	-0,7 %	17,8 %	12,2 %	4,2 %
Käyttökate-%	60,3 %	58,0 %	56,4 %	63,2 %	54,6 %	57,9 %	57,2 %	57,2 %	62,8 %	57,2 %	58,6 %	59,4 %	60,3 %	59,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	58,8 %	56,2 %	54,6 %	61,3 %	52,9 %	56,1 %	55,1 %	55,2 %	60,8 %	55,4 %	56,6 %	57,9 %	58,9 %	58,2 %
Nettotulos-%	46,7 %	44,6 %	43,3 %	48,7 %	42,1 %	44,6 %	43,9 %	44,0 %	48,5 %	44,1 %	45,1 %	46,1 %	46,9 %	46,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	52,2	50,6	49,8	50,3	50,8
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,1	4,5	4,9	5,3
Käyttöomaisuus	5,8	4,7	4,6	4,7	4,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,8	16,6	15,5	15,5	15,5
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	58,7	49,7	52,3	53,3	55,6
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	14,8	16,2	17,4	12,1	10,6
Likvidit varat	43,9	33,5	34,9	41,2	45,0
Taseen loppusumma	111	100	102	104	106

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	81,8	75,5	74,3	78,7	81,6
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	43,3	39,4	38,2	42,6	45,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,1	24,7	24,7	24,7	24,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	29,1	24,9	24,9	24,9	24,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	29,1	24,8	24,8	24,8	24,8
Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	2,9	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	2,9	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	111	100	102	104	106

DCF-laskelma

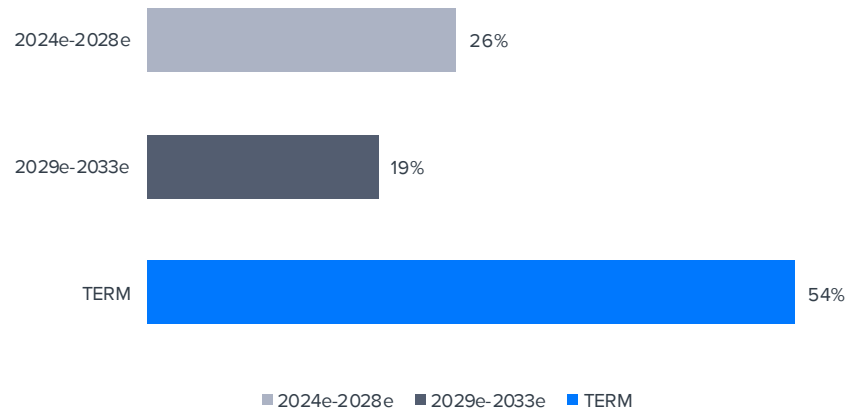
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,9 %	-1,6 %	15,3 %	10,2 %	5,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	56,1 %	56,6 %	57,9 %	58,9 %	58,2 %	57,0 %	57,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %
Liikevoitto	39,8	39,5	46,5	52,2	54,4	54,9	56,5	56,2	57,8	59,6	61,1	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,4	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	
- Maksetut verot	-8,2	-8,0	-9,4	-10,6	-11,0	-11,1	-11,5	-11,4	-11,7	-12,1	-12,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,4	-1,2	5,4	1,4	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	31,5	31,6	43,7	44,3	44,1	44,8	46,1	45,9	47,3	48,8	50,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,3	-0,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,6	31,0	42,0	42,5	42,2	42,8	43,9	43,6	45,0	46,4	47,6	
+/- Muut	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	27,8	29,6	42,0	42,5	42,2	42,8	43,9	43,6	45,0	46,4	47,6	756
Diskontattu vapaa kassavirta		27,7	36,1	33,5	30,5	28,4	26,8	24,4	23,1	21,9	20,6	327
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		600	572	536	503	472	444	417	392	369	347	327
Velaton arvo DCF		600										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		33,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,3										
Oman pääoman arvo DCF		617										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,2 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,36
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

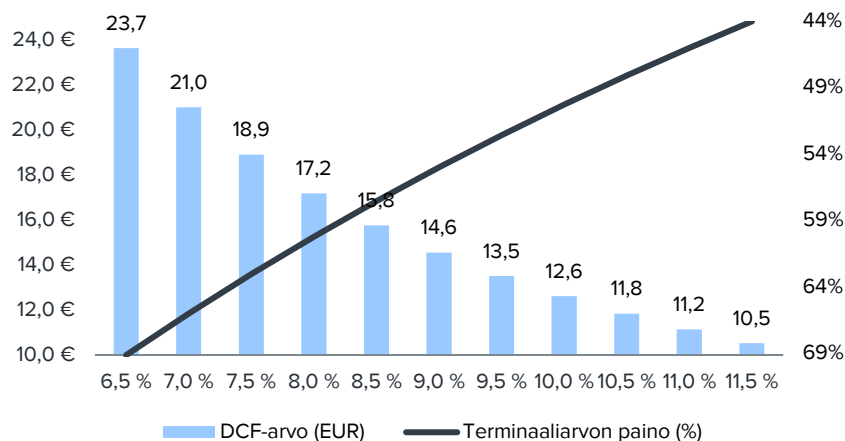
Rahavirranjakauma jaksoittain



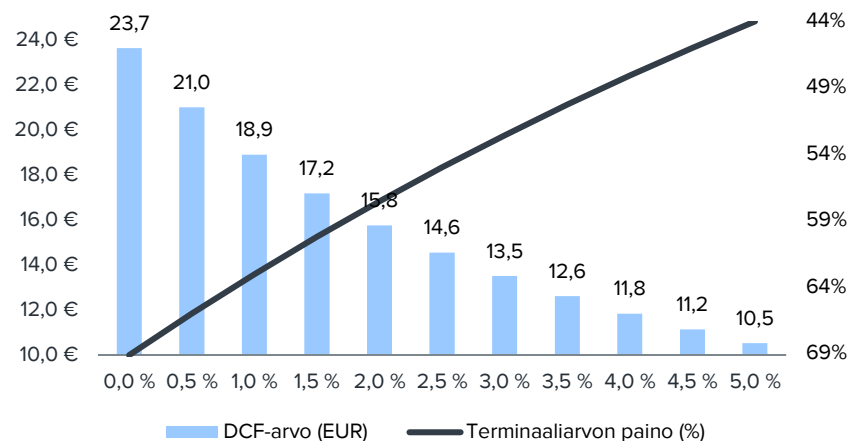
■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

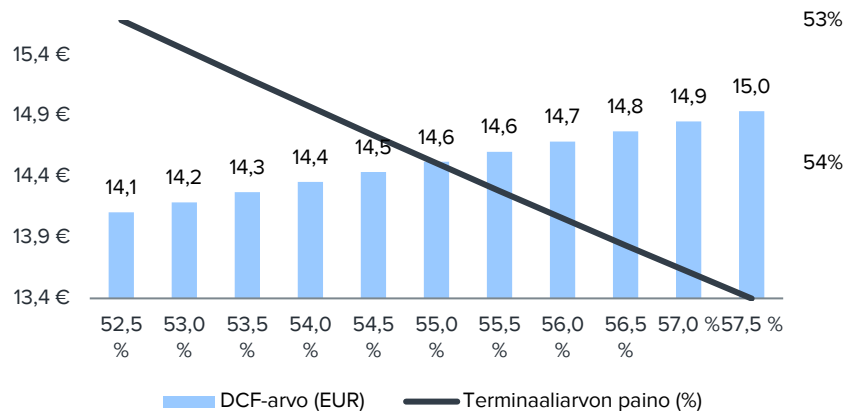
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



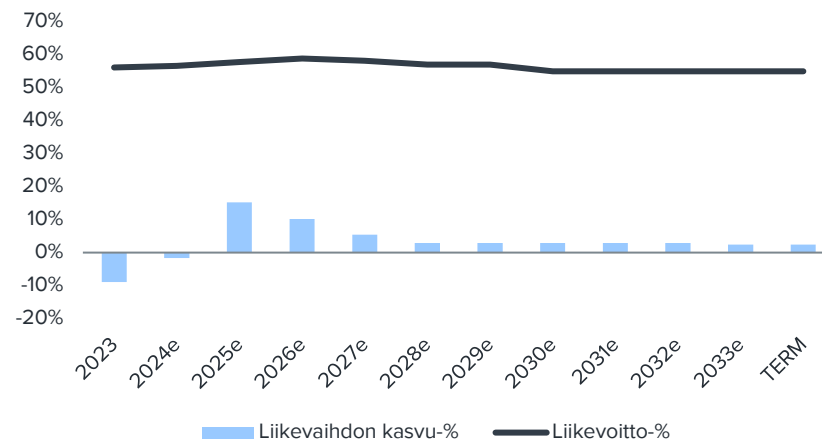
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	78,9	77,8	70,9	69,7	80,4	EPS (raportoitu)	0,97	0,91	0,77	0,76	0,89
Käyttökate	48,7	46,9	41,0	40,9	47,7	EPS (oikaistu)	0,97	0,91	0,77	0,76	0,89
Liikevoitto	47,7	45,7	39,8	39,5	46,5	Operat. kassavirta / osake	1,13	0,59	0,77	0,77	1,05
Voitto ennen veroja	47,7	45,7	39,8	39,5	46,5	Vapaa kassavirta / osake	1,16	0,56	0,68	0,72	1,01
Nettovoitto	38,1	36,3	31,6	31,5	37,1	Omapääoma / osake	2,04	2,05	1,85	1,80	1,89
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,00	1,00	0,80	0,79	0,93
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	110,8	110,9	100,3	102,1	103,6	Liikevaihdon kasvu-%	39 %	-1 %	-9 %	-2 %	15 %
Oma pääoma	80,0	81,8	75,5	74,3	78,7	Käyttökateen kasvu-%	53 %	-4 %	-13 %	0 %	17 %
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	55 %	-4 %	-13 %	-1 %	18 %
Nettovelat	-56,1	-43,9	-33,5	-31,9	-41,2	EPS oik. kasvu-%	53 %	-6 %	-15 %	-2 %	17 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	61,7 %	60,3 %	57,9 %	58,6 %	59,4 %
Käyttökate	48,7	46,9	41,0	40,9	47,7	Oik. Liikevoitto-%	60,4 %	58,8 %	56,1 %	56,6 %	57,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,5	-9,8	-1,4	-1,2	5,4	Liikevoitto-%	60,4 %	58,8 %	56,1 %	56,6 %	57,9 %
Operatiivinen kassavirta	44,2	23,4	31,5	31,6	43,7	ROE-%	51,6 %	44,9 %	40,2 %	42,0 %	48,5 %
Investoinnit	-3,2	-3,6	0,3	-0,6	-1,7	ROI-%	64,6 %	56,6 %	50,6 %	51,7 %	59,7 %
Vapaa kassavirta	45,4	22,3	27,8	29,6	42,0	Omavaraisuusaste	72,2 %	73,8 %	75,3 %	72,8 %	76,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-70,1 %	-53,7 %	-44,4 %	-43,0 %	-52,4 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	12,2	12,6	8,5	7,8	6,7						
EV/EBITDA (oik.)	19,8	20,8	14,6	13,3	11,2						
EV/EBIT (oik.)	20,2	21,4	15,1	13,8	11,5						
P/E (oik.)	26,5	28,0	20,1	18,3	15,7						
P/B	12,8	12,5	8,4	7,8	7,3						
Osinkotuotto-%	3,9 %	3,9 %	5,1 %	5,7 %	6,7 %						

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 (välttämät 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, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoja 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
11/08/2021	Vähennä	25,00 €	29,90 €
26/10/2021	Vähennä	25,00 €	27,85 €
07/02/2022	Lisää	27,00 €	25,55 €
24/03/2022	Vähennä	27,00 €	27,65 €
27/04/2022	Lisää	26,00 €	23,35 €
10/08/2022	Lisää	26,00 €	24,00 €
26/10/2022	Lisää	23,00 €	20,75 €
01/02/2023	Vähennä	23,00 €	23,85 €
08/02/2023	Vähennä	22,00 €	22,30 €
26/04/2023	Lisää	20,00 €	18,18 €
09/08/2023	Lisää	18,00 €	16,90 €
20/10/2023	Vähennä	16,50 €	16,00 €
25/10/2023	Vähennä	16,00 €	15,44 €
11/01/2024	Vähennä	15,00 €	15,68 €
07/02/2024	Vähennä	14,00 €	14,32 €
25/03/2024	Vähennä	14,00 €	13,98 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**