



Yhtiöraportti

1/2018

inde
res.

Heikkouksia on vaikea löytää

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 9,2 euroon (aik. 8,6 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme kohonneiden tulosennusteidemme myötä. eQ:lla on mielestämme hyvät mahdollisuudet jatkaa voimakasta tuloskasvuaan lähivuosina ja erinomaisesta track-recordista johtuen luottamus tulosparannusta kohtaan on korkea. Osakkeen selkeä preemioarvostus suhteessa verrokkeihin on perusteltavissa erinomaisilla tuloskasvunäkymillä ja positiivisella yritysjärjestelyoptiolla. Näkemyksemme mukaan osa tuloskasvusta hautautuu normalisoituvien arvostuskertoimien alle, mutta tästä huolimatta vahva tuloskasvu ja turvallinen +5 %:n osinkotuotto pitää osakkeen tuotto-odotuksen hyvänä.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q3'17 lopussa 8,3 miljardia euroa. Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Nykymuotoinen eQ on syntynyt vuonna 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Vuodet 2012-2013 eQ kasvatti skaalaansa ostamalla ICECAPITAL:n varainhoidon ja laajensi kiinteistörahastoihin ostamalla Finnreit-rahastoyhtiön.

Vahvat tuloskasvunäkymät

Markkina on tällä hetkellä eQ:n kannalta erittäin vahva, kun varallisuusarvot nousevat, transaktiomarkkina on ennätystasolla ja vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostus pysyy korkealla nollakorkojen vuoksi. Yhtiö pystyy tällä hetkellä hyötymään vahvasta markkinasta täysimääräisesti erittäin skaalautuvan kulurakenteensa ja hyvän palvelutarjontansa ansiosta. Vaikka markkina tulee asteittain heikentymään lähivuosina nykyiseltä poikkeuksellisen suotuisalta tasolta, ennustamme yhtiön vahvan tuloskasvun jatkumista. Tuloskasvun ajurina toimivat vähäsykliset kiinteistö- ja PE-rahastot. 2017-2019 välillä keskimääräinen liikevaihdon kasvuennustemme on 13 % ja EPS:n keskimääräinen kasvu 18 %.

Osake täyteen hinnoiteltu

Näkemyksemme mukaan oikea tapa arvottaa eQ:ta on osien summa -valuaatio. Perustelemme tämän sillä, että yhtiössä sijoittajat saavat mukanaan yritysjärjestelyoption, jonka voidaan realistisesti odottaa realisoituvan lähivuosien aikana. Osien summa -laskelman lisäksi olemme käyttäneet arviossamme suhteellista ja absoluuttista arvostustasoa sekä kassavirtalaskelmaa. Näkemyksemme mukaan eQ:n käypä arvo on tällä hetkellä 9,2 euroa osake ja nykyinen selkeä preemio verrokkeihin on perusteltu johtuen yhtiön korkeasta laadusta. eQ:n osake ei ole edullinen (2017e P/E 21x), mutta kova tuloskasvu tukee osakekurssia ja tarjoaa siihen lievää nousuvaraa. Osinko näyttää kuitenkin edelleen merkittävää osaa osakkeen kokonaistuotosta.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

9,2 EUR

Edellinen: 8,6 euroa



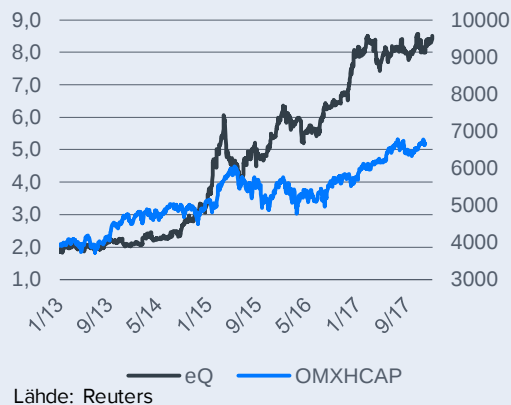
Osakekurssi: 8,80 EUR

Potentiaali: +5 %

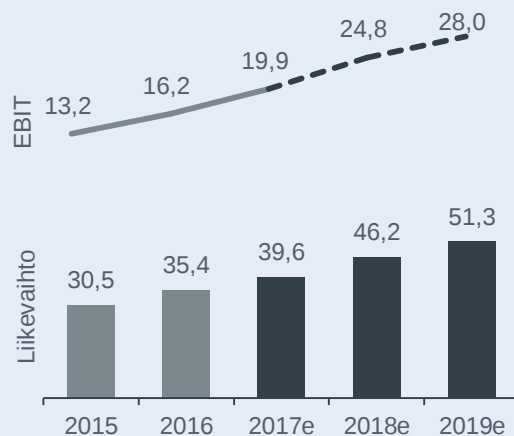
Avainluvut

MEUR	2016	2017e	2018e
Liikevaihto yhteensä	35,4	39,6	46,2
Varainhoito	25,6	33,7	38,4
Sijoitukset	1,9	1,1	1,3
Advium	7,9	4,7	6,5
Liikevoitto	16,2	19,9	24,8
Varainhoito	12,0	18,5	22,0
Sijoitukset	1,9	1,1	1,3
Advium	3,7	1,7	2,9
Konserni	-1,4	-1,4	-1,4
EPS (EUR)	0,35	0,42	0,52
Osinko	0,50	0,50	0,50
P/E	23,9	20,9	16,8
P/B	4,8	5,4	5,3
EV/S	8,2	8,0	6,8
EV/EBITDA	17,2	15,7	12,5
Osinkotuotto-%	6,0 %	5,7 %	5,7 %

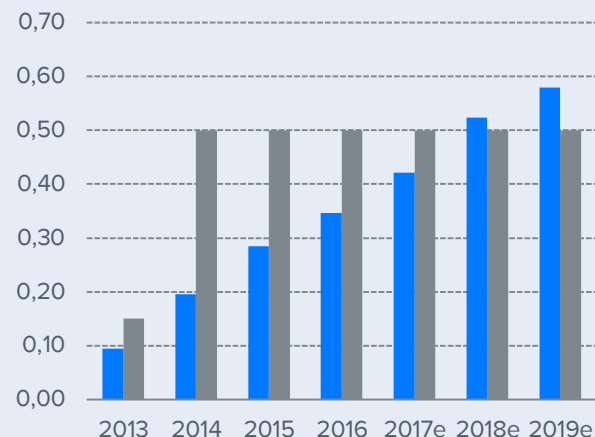
Kurssikehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

17x

2018e

EV/EBITDA

13x

2018e

P/B

5,4x

2017e

Osinko-%

5,7%

2017e



Arvoajurit

- Nykyisten tuotteiden kasvu
- Uudet tuotteet
- Skaalautuva kulurakenne
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Korkojen nousu
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Henkilöriskit



Arvostus

- Vahvat kasvunäkymät oikeuttavat preemioarvostuksen
- Kurssinousu nojaa tulospäätöksiin
- Osinko tarjoaa hyvää pohjatuottoa osakkeelle

Sisällysluettelo

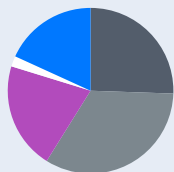
Yhtiöesittely ja sijoitusprofiili	s. 5-9
Varainhoito	s. 11-18
Corporate Finance (Advium)	s. 19-21
Sijoitukset	s. 22-23
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 24-29
Taloudellinen kehitys	s. 30
Ennusteet	s. 31-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-38
Liitteet	s. 39-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 42

Varainhoito

Suomen toiseksi käytetyin yhteisövarainhoitaja

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

Palkkiotuottojen jakauma 2017e



- Perinteinen varainhoito
- Kiinteistö
- PE
- Muut
- Tuottosidonnaiset



eQ-konserni on kotimainen varainhoitoon ja Corporate Finance -toimintaan keskittyvä yhtiöryhmä. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, strukturoituja sijoitustuotteita, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja. Lisäksi konserni tarjoaa yritys- ja kiinteistöjärjestelyihin sekä pääomajärjestelyihin liittyviä palveluja.

Strategia

Kasvu nykyisissä tuotteissa

Tuotevalikoiman laajentaminen kiinteistö- ja PE-liiketoiminnassa

Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpito

Tuotteiden hyvien tuottotasojen ylläpitäminen

Markkinaosuuksien jatkuva voittaminen

Omistaja-arvon luonti yritysjärjestelyillä

Advium

Suomen johtavia investointipankkeja

Selkeä markkinajohtaja kiinteistöjärjestelyissä

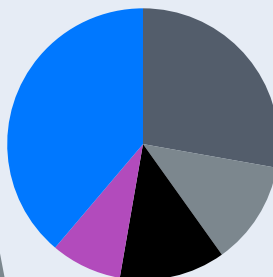
Sijoitukset

20 MEUR sijoitussalkku

Valtaosa sijoituksista omista rahastoissa

Hallinnoitava varallisuus

8,3 mrd. euroa



- eQ sijoitusrahastot
- Muu varainhoito
- Pääomasijoitusrahastot
- Mandaatit
- Pääomasijoitusten raportointipalvelut

Resurssit

Noin 80 sijoittamisen ammattilaista

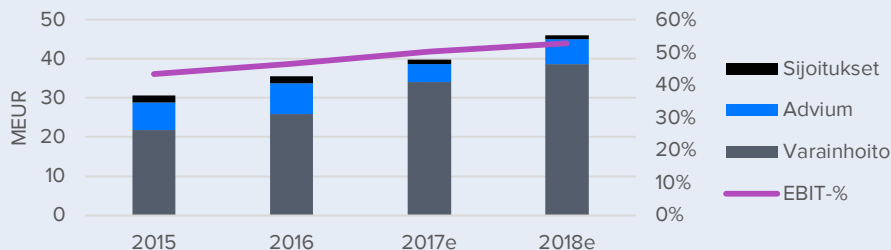


Asiakkaat



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

eQ:n tulot ja kannattavuus



Toimialan trendejä

- Sijoittajien vaatimustason nousu – aidosti haettava näkemystä
- Uudet tuotteet (esim. reaaliomaisuus) valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta
- Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti – kilpailu kiristyy alemmissa segmenteissä
- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta – palkkiotasot laskevat ilman lisäarvoa tai parempaa palvelua

Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, strukturoituja sijoitustuotteita, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja. Varainhoidon asiakkaat ovat institutionaalisia sijoittajia ja yksityishenkilöitä. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q3'17 lopussa yhteensä 8,3 miljardia euroa. Yhtiö on viime vuosina panostanut merkittävästi kiinteistö ja private equity -rahastotarjontaan ja pyrkinyt tällä erottautumaan kilpailijoistaan. Lisäksi konserniin kuuluva Advium Corporate Finance tarjoaa yritys- ja kiinteistöjärjestelyihin sekä pääomajärjestelyihin liittyviä palveluja. Yhtiön kolmas segmentti on omasta taseesta sijoituksia tekejä Sijoitukset, ja yhtiön sijoitusomaisuuden tasearvo oli Q3'17 lopussa 20,1 MEUR. eQ:ssa työskentelee 82 henkilöä ja henkilöstön ja hallituksen omistusosuus yhtiöstä on yli 50 %.

Yritysjärjestelyin rakennettu

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

nykyinen eQ:n toimitusjohtaja Janne Larma. Transaktion tarkoituksena oli luoda Suomeen uusi finanssitalo, joka pystyy vastaamaan toimialan muuttuvaan toimintaympäristöön ja nousemaan seuraavaan kokoluokkaan. Vuonna 2012 uusi eQ-konserni teki merkittävän yritysjärjestelyn, kun se osti ICECAPITAL:n varainhoitoliiketoiminnan.

Yrityskaupan myötä eQ:n hallinnoitava varallisuus kasvoi 3,4 miljardista 6,0 miljardiin ja yhtiön rahastotarjonta kasvoi merkittävästi 40 rahastoon. Kaupan tarkoituksena oli nostaa eQ seuraavaan kokoluokkaan ja hyödyntää toimialalle tyypillisiä merkittäviä synergioita. Lisäksi vuonna 2012 yhtiö osti 50 %:n omistusosuuden Finnreit-rahastoyhtiöstä ja laajensi tämän myötä tarjontaansa kiinteistörahastoihin. Vuoden 2013 aikana eQ saneerasi rajusti Varainhoitoliiketoimintaansa, kun se karsi ICECAPITAL-ostosta syntyneitä päällekkäisyyksiä. eQ osti myös loput Finnreit-rahastoyhtiöistä. Vuoden 2014 aikana toteutetut saneeraustoimet yhdessä onnistuneen myynnin ja positiivisen markkinatilanteen kanssa heijastuivat voimakkaasti yhtiön tulokseen. Yhtiön tulos nousi uudelle tasolle ja eQ:n pääpainopiste on ollut myynnissä ja tulospotentiaalain kapitalisoinnissa. Tarkastelemme yksittäisten tulosityksiköiden historiallista kehitystä seuraavissa kappaleissa.

Strategian keskiössä omistaja-arvon luonti

eQ ei ole julkistanut yksityiskohtaista strategiaa. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategista päätöksentekoa ohjaa vahvasti omistaja-arvo ja yhtiön kaikki strategiset toimet tähtäävät

omistaja-arvon kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategian keskiössä ovat tällä hetkellä seuraavat teemat:

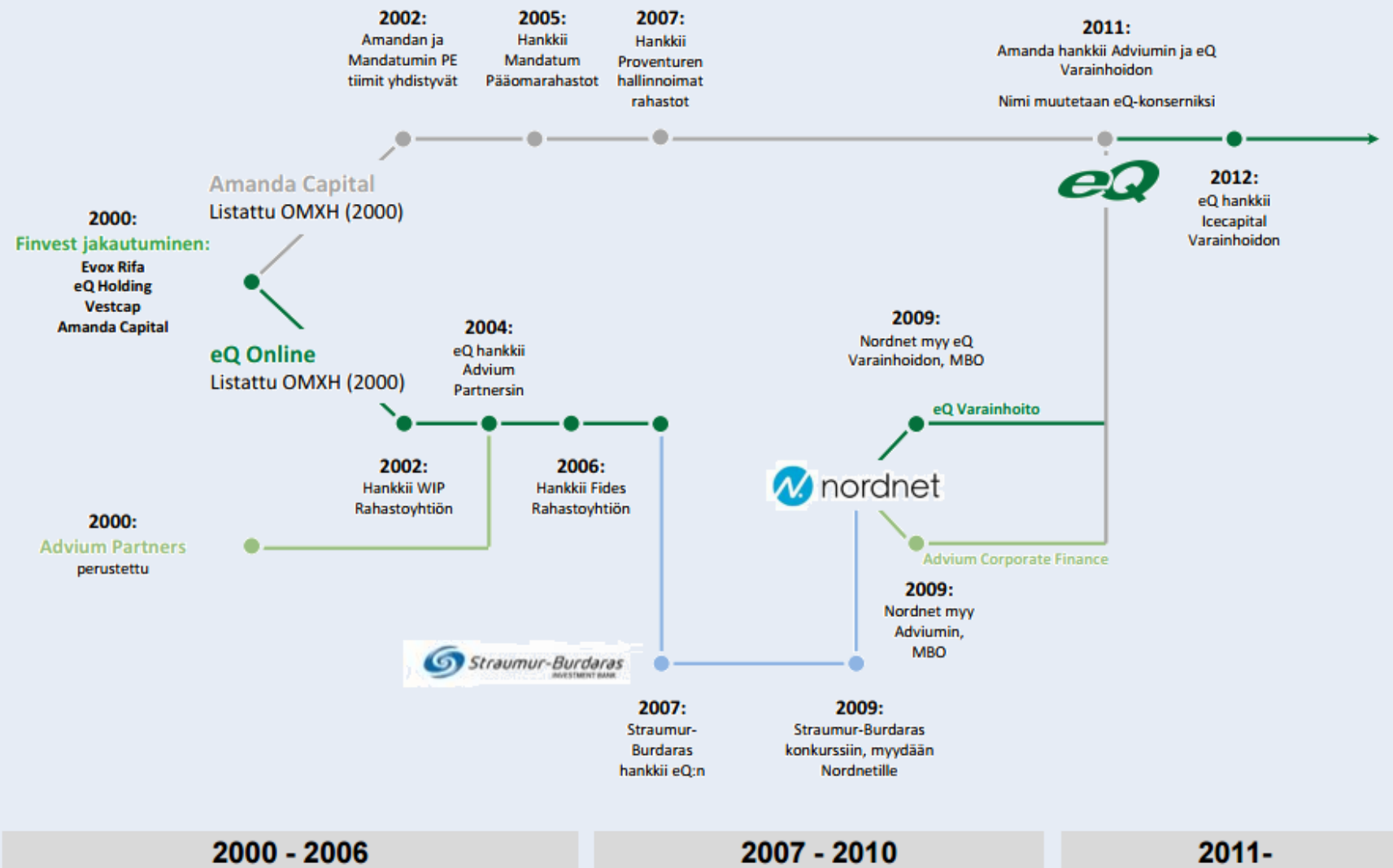
- Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpito
- Tuotetarjonnan hallittu laajentaminen, etenkin kiinteistö ja PE puolella
- Yritysjärjestelyt
- Hyvien tuottojen tarjoaminen asiakkaille

Yhtiö on viime vuosina keskittynyt tulospotentiaalinsa maksimointiin orgaanisen kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yhtiö on yritysjärjestelyiden avulla saavuttanut kriittisen kokoluokan ja samalla tiukan kulukontrollin ja konsernin kattavan IT-järjestelmäudistuksen myötä saanut hiottua sisäisen tehokkuutensa erinomaiselle tasolle.

Osana omistaja-arvolähtöistä strategiaansa yhtiö on myös pyrkinyt maksimoimaan sijoittajillensa tarjoamat kassavirrat. Tätä heijastelee myös yhtiön aggressiivinen voitonjakopolitiikka.

Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyiden todennäköisyys on kasvanut eQ:lla viimeisen 12kk aikana. Yhtiön tuloskone alkaa hiljalleen olla täydessä iskussa ja seuraavaan kokoluokkaan siirtyminen vaatisi mielestämme yritysjärjestelyjä. Myös yhtiön nykyinen selkeä preemiohinnoittelu suhteessa keskeisiin verrokkeihin toimii hyvänä insentiivinä aktivoitua yritysjärjestelyissä. Tarkastelemme yritysjärjestelyjä tarkemmin sivulla 36.

eQ:n historia



eQ:n strateginen kehitys

Uuden eQ:n synty ja pohjan luonti

- eQ-konserni syntyy yritysjärjestelyn kautta
- Ostetaan ICECAPITAL:in varainhoitoliiketoimintaskaalan kasvattamiseksi
- Luodaan pohja kiinteistörahastoille Finnret hankinnalla

Tuloskoneen viritys

- Saneerataan kulurakenne
- Konserninlaajuinen IT-integraatio
- Kiinteistörahaston lanseeraus

Tulospotentiaalın realisoituminen

- Vahvaa kasvua suotuisan markkinan ja onnistuneen uusmyynnin kautta
- Kasvu heijastuu voimakkaana tulospuna tiukan kulukurin ansiosta
- Transaktiemarkkinan vahva aktiviteetti tukee Adviumia
- Yliomavarainen tase puretaan ja vahva kassavirta kanavoidaan voitonjakoon

Takaisin yritysjärjestelyiden tielle

- Yhtiön nykyinen liiketoiminta saavuttanut täyden potentiaalinsa
- Kasvua haetaan yritysjärjestelyillä
- Seuraavaan kokoluokkaan nousu edellyttää yritysjärjestelyjä. Premiarvostus ja viilentävä markkina tarjoavat hyvät edellytykset yritysjärjestelyille.

2011-2012

2012-2013

2014-2018

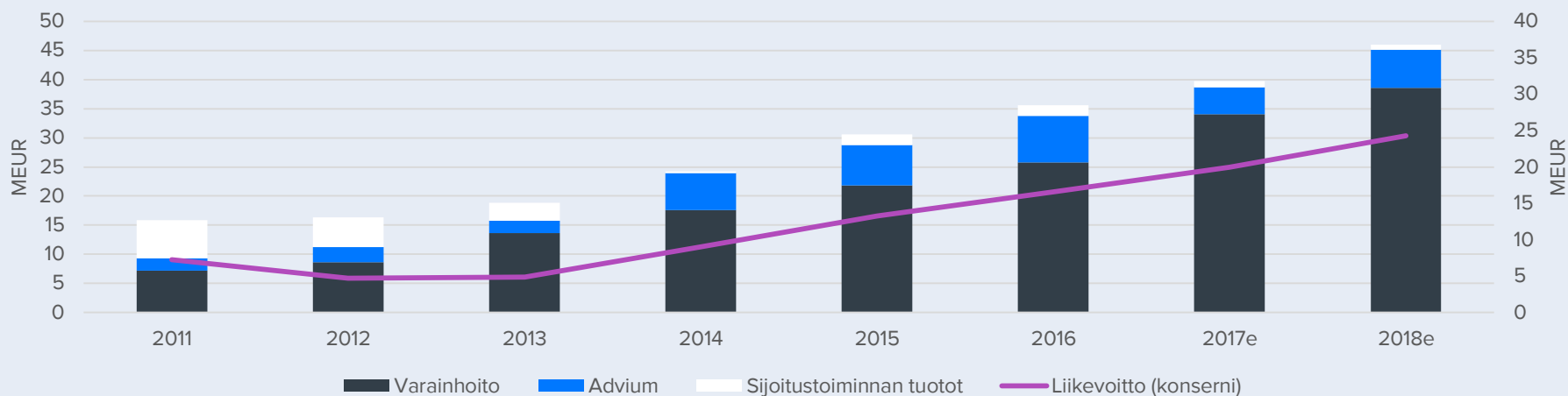
2019 →

Markkinatilanne haastava eurokriisistä johtuen, Suomen transaktiemarkkina jäissä

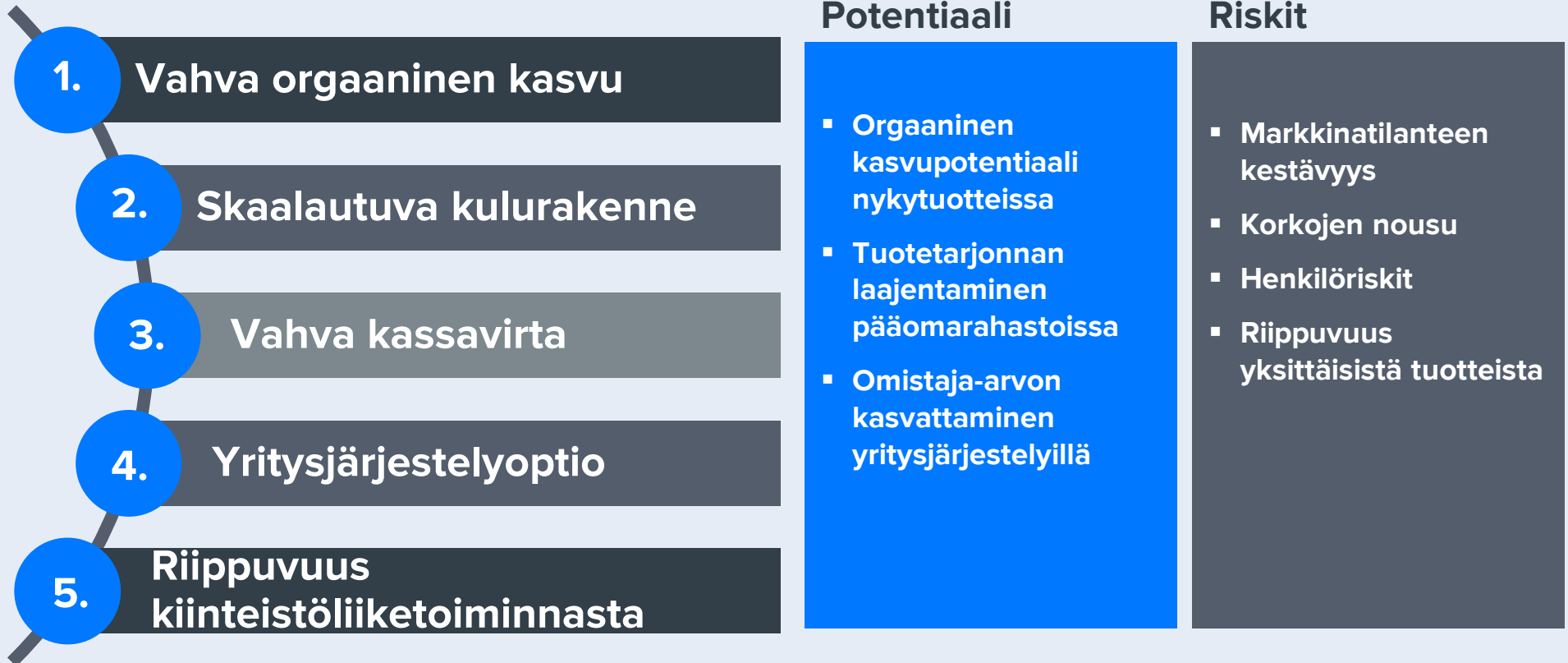
Markkinatilanne kohtuullinen, globaalit riskit laskussa. Transaktiemarkkina vauhti

Suotuisa markkinatilanne Euroopan talouden pirstymisen myötä. Transaktiemarkkina poikkeuksellisen vahva

Markkinatilanteen asteittainen heikentyminen keskuspankkien vetäessä elvytystä pois



Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys
Liiketoiminnan jatkuvuus
Liikevaihdon hajautuminen

1

1
1

Pääomamarkkinan heilahtelut heijastuvat konsernin liikevaihtoon

80 % liikevaihdesta jatkuvaa liiketoimintaa

Liikevaihdesta ~50 % vakaasta Kiinteistö ja PE-rahastoista

2 Kannattavuus

Kulurakenteen joustavuus
Kustannustaso

2

2

Kulurakenne varsin kiinteä ja joustaa alaspäin vain bonusten osalta

Toimialan tehokkaimpia kulurakenteita

3 Pääoman sitoutuminen

Käyttöpääoma
Investointitarve

3
3

Operatiivinen toiminta ei sido pääomia tai vaadi investointeja

Regulaation puolelta pääomatarpeet myös rajalliset

Arvio eQ:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Listattujen verrokkien riskitason keskiarvo

Varainhoito

Konsernin ydin

eQ on ICECAPITAL-yrityskaupan ja vahvan orgaanisen kasvun myötä noussut yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. Segmentin palvelutarjontaan kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- & kiinteistö-rahastot, raportointipalvelut, strukturoidut tuotteet ja omat rahastot. Yhtiön varainhoito keskittyy instituutioihin ja varakkaisiin yksityishenkilöihin ja valtaosa yhtiön palkkioista tulee instituutioilta. Instituutioiden keskuudessa yhtiön asema on viime vuosina vahvistunut merkittävästi ja yhtiö on noussut SFR:n tutkimuksessa Suomen toiseksi käytetyimmäksi instituutiovainhoitajaksi. Nousu on merkittävä sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Segmentti työllistää 61 henkilöä Suomessa.

Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli Q3'17:n lopussa noin 8,3 miljardia euroa. Tästä pääomasta omissa sijoitusrahastoissa yhtiöllä on noin 2,3 miljardia euroa ja rahastopääomalla mitattuna yhtiö on Suomen kymmenenneksi suurin varainhoitaja. Pankkitoiminnasta riippumattomista toimijoista eQ on Suomen suurin. Omien rahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan noin 1,20 %:n tuntumassa (ei huomioi alennuksia). eQ:lla on 27 omaa sijoitusrahastoa ja yhtiön keihäänkärkituotteita ovat kiinteistö sekä kehittyvien markkinoiden rahastot.

Hallinnointipalkkioiden skaala eri rahastojen välillä on erittäin suuri. Kiinteistörahastoissa sekä kehittyvien markkinoiden rahastoissa toteutunut palkkiotaso on hyvä (+1,00 %), kun taas perinteisissä korkorahastoissa

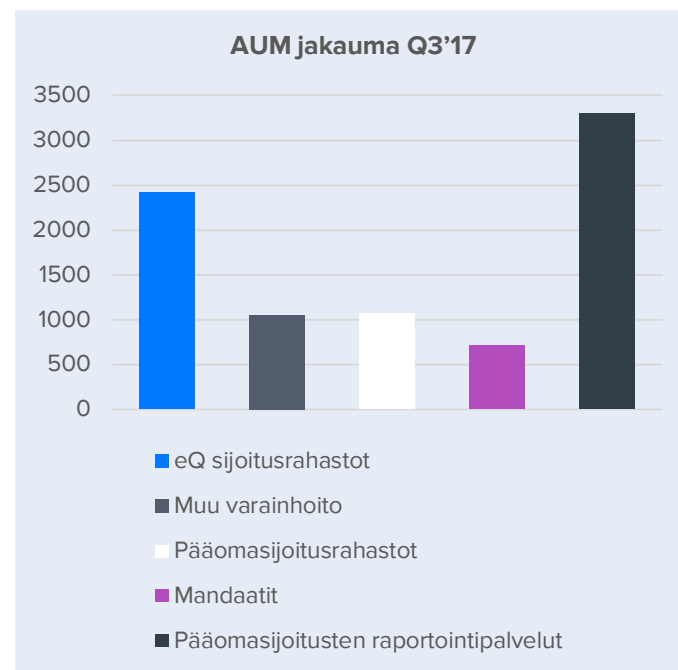
hallinnointipalkkiot jäävät erittäin mataliksi (0,10-0,20 %). Omista sijoitusrahastoista kehittyvien markkinoiden rahastoissa oli Q3'17:n pääomia lopussa noin 600 MEUR, kiinteistörahastoissa noin 860 MEUR ja muissa rahastoissa noin 800 MEUR.

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q3'17:n lopussa noin 1100 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on hieman alle 1,0 %:n tasolla ennen alennuksia. Pääomasijoitustoiminnalle tyypillisesti Pääomarahastoissa on mukana merkittävät voitonjako-osuustuotot tai onnistumispalkkiot. Yhtiöllä on tällä hetkellä 12 pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain vähintään yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokka on myös selvästi vanhoja rahastoja suurempi, mikä tukee liiketoiminnan kasvua.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja noin 700 MEUR:n edestä. Mandaateissa tyypillisesti merkittävä osa rahasta menee yhtiön omiin rahastoihin ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Noin 3,2 miljardia hallinnoitavista varoista on eQ:n raportointipalvelun piirissä. Tästä pääomasta eQ saa vain hyvin pientä korvausta, mutta suuren skaalan ja tehokkaiden IT-järjestelmien myötä toiminta on yhtiön kannalta kannattavaa.

Muun varainhoidon alla eQ:lla on noin 2,1 miljardin edestä pääomaa. Tämä pääoma jakautuu arviomme mukaan puoliksi yhteistyökumppaneiden rahastojen sekä erilaisten täyden valtakirjan varainhoidon mukanaan tuomien osake-/korkosalkkujen kanssa.

Yhteistyökumppaneiden rahastojen osalta hallinnointipalkkio jää yhtiön kannalta pieneksi (arvio: 0,05-0,20 %). Yhtiön yhteistyökumppanit rahastojen osalta ovat Vanguard, Fidelity ja Stanlib. Vaikka yhteistyökumppanien rahastojen ansaintapotentiaali on eQ:lle pieni, täydentävät ne yhtiön rahastovalikoimaa ja parantavat tämän kautta asiakaspalvelua. Osake-/korkosalkkujen osalta palkkiotaso on niin ikään varsin matala ja se on pitkälti transaktiopohjaista.



Varainhoito

Varainhoidon palkkiotuotot

Varainhoito raportoi liikevaihdon neljässä osassa: Perinteiset varainhoidon hallinnointipalkkiot (sis. täysi valtakirja, rahastot, konsultatiivinen varainhoito yms.), Kiinteistö ja private equity hallinnointipalkkiot, Muut palkkiotuotot (strukturoidut tuotteet, transaktiopalkkiot) ja Tuottosidonnaiset palkkiot.

Perinteisen varainhoidon

hallinnointipalkkioiden rooli on ollut selvässä laskussa jo useamman vuoden ja niiden osuus segmentin palkkiotuotoista on arviolta 25 % vuonna 2017. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottoihin vaikuttaa oleellisesti hallinnoitavan varallisuuden määrä ja pääomamarkkinan kehitys. Alan hintapaine perinteisten tuotteiden osalta on kireä ja ilman selkeää erottavaa tekijää jää palkkiotaso väistämättä matalaksi.

Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkioiden osalta lähivuosien kasvu riippuu pitkälti kehittyvien markkinoiden suosiosta sekä hallinnoitavan varallisuuden kasvusta. Perinteisen varainhoidon palkkiotuotoista selvästi yli 50 % tulee arviomme mukaan kehittyvien markkinoiden rahastoista. Hallinnoitava varallisuus tulee jatkamaan kasvuaan ja arviomme mukaan eQ tulee jatkamaan markkinaosuuksien voittamista hyvän rahastomenestyksen ja onnistuneen uusasiakashankinnan myötä. Perinteisten hallinnointipalkkioiden selvästi ennustamaamme nopeampi kasvu vaatisi arviomme mukaan tuoteportfolion laajentamista tai asiakaskunnan laajentamista yritysostoin.

Muut palkkiotuotot edustavat noin 2 % eQ:n

Varainhoidon palkkiotuotoista kuluva vuonna. Erittäin matala taso johtuu siitä, ettei eQ ole juurikaan tehnyt strukturoituja tuotteita matalan korkotason vuoksi. Lisäksi yhtiö on omassa myyntikoneistossaan pitänyt painopisteen etenkin kiinteistörahastoissa. Arviomme mukaan Muiden palkkiotuottojen osuus tulee pysymään matalana, niin kauan kuin korkotaso ei oleellisesti nouse.

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus

Varainhoidon palkkiotuotoista on kuluva vuonna arviomme mukaan noin 18 %. Tuottosidonnaiset palkkiot koostuvat kiinteistö- ja private equity-rahastoista, sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Arviomme mukaan perinteisistä rahastoista sekä mandaateista tulevien tuottopalkkioiden merkitys yhtiölle on hyvin rajallinen ja valtaosa tuottopalkkioista syntyy kiinteistö- ja PE-rahastoista. Etenkin kiinteistörahastojen merkitys on kuluvan vuoden tuottopalkkioissa merkittävä.

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

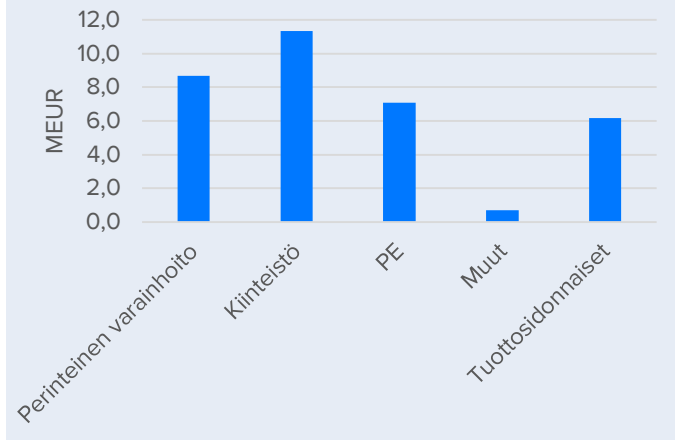
Kiinteistö- ja Private Equity -rahastojen

hallinnointipalkkiot ovat vuonna 2017 arviomme mukaan 18,3 MEUR tai 54 % Varainhoidon palkkiotuotoista. Tästä Private Equityn osuus on arviomme mukaan hieman yli 7 MEUR ja kiinteistörahastojen noin 11 MEUR.

Kiinteistörahastot ovat edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa ja vuoden 2017 palkkiotaso ei anna täyttä kuvaa niiden täydestä potentiaalista. Varainhoidon lähivuosien kasvunäkymien osalta kiinteistö- ja PE-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat keskeisessä roolissa. Tarkastelemme näitä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Kokonaisuutena eQ:n Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma on viime vuosina kehittynyt myönteiseen suuntaan. Perinteisen varainhoidon palkkiotuottojen rooli on supistunut merkittävästi ja erittäin ennustettavien ja vakaiden kiinteistö- ja PE-rahastojen rooli on kasvanut oleellisesti.

Palkkiotuottojen jakauma 2017e



Kiinteistö ja private equity

Kiinteistörahastot

eQ laajensi kiinteistörahastoihin vuonna 2012 ostamalla 50 %:n osuuden Finnreit -rahastoyhtiöstä. Yhtiö lanseerasi ensimmäisen hoivakiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahastonsa vuonna 2012 ja nosti omistuksensa 100 %:iin vuonna 2013. Vuonna 2014 yhtiö lanseerasi eQ Liikekiinteistöt rahaston. Molempien rahastojen myynti on sujunut erinomaisesti ja eQ:n Hoivakiinteistöt rahaston koko (AUM) oli 2017 lopussa 520 MEUR ja Liikekiinteistöt -rahaston 448 MEUR. Kiinteistörahastojen palkkiot ovat tuottopalkkiot huomioiden vuonna 2017 arviomme mukaan noin 16 MEUR tai hieman alle 50 % koko Varainhoidon palkkiotuotoista.

Molempien rahastojen uusmyynti on sujunut erinomaisesti ja vuonna 2017 rahastojen AUM kasvoi lähes 300 MEUR:lla (2016: 240 MEUR). Molempien rahastojen tuotto on myös ollut alusta asti erittäin vahva, sillä Hoivakiinteistöjen tuotto on perustamisesta lähtien ollut 9 % vuodessa ja Liikekiinteistöjen annualisoitu tuotto 10,7 %. Vaikka vuotuiset tuotot ovat molemmissa rahastoissa olleet erinomaisia, ovat rahastojen kassavirtatuotot säilyneet hyvillä tasoilla ja Hoivakiinteistön kassavirtatuotto oli 2017 lopussa 6,2 % ja Liikekiinteistön 6,6 %.

eQ yritti myös laajentaa tuotetarjontaansa reaaliomaisuusluokassa perustamalla Metsä-erikoissijoitusrahaston. Yhtiö ei kuitenkaan pystynyt sijoittamaan pääomaa riittävällä tuotolla ja Metsä-rahasto lopetettiin syksyllä 2017.

Sijoittajan kannalta tärkein tuoteryhmä

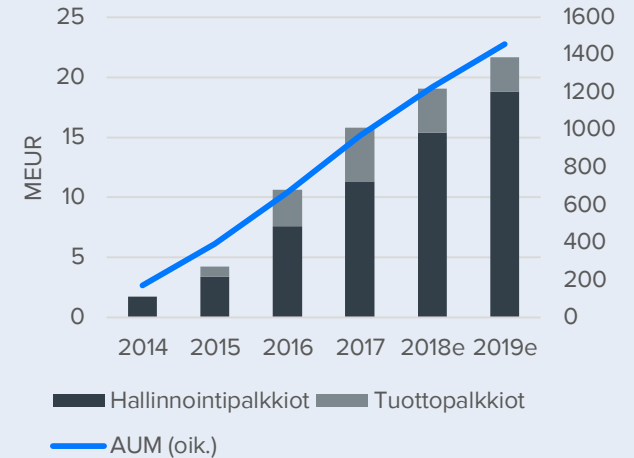
Osakesijoittajan kannalta kiinteistörahastot ovat erittäin mielenkiintoisia kahdesta syystä. Ensinnäkin niiden hallinnointipalkkiot ovat hyvin defensiivisiä, eikä rahaston arvo ole riippuvainen

osakemarkkinoiden heilahteluista. Rahastot ovat auki lunastuksille vain puolivuositain, mikä on myös omiaan vähentämään rahastojen lunastuksia heikossakin markkinassa. Toiseksi rahastojen tuottopotentiaali on eQ:lle erittäin hyvä. Vuotuinen kiinteä omasta pääomasta laskettu hallinnointipalkkio on noin 1,5 %. Yhtiö saa myös voitonjakoa ja eQ saa 7 %:n ylimenevästä vuosituotosta noin 20 %. Tästä 20 %:sta eQ saa arviomme mukaan 70 % ja rahastonhoitotiimi loput alalle tyypillisen jaon mukaisesti.

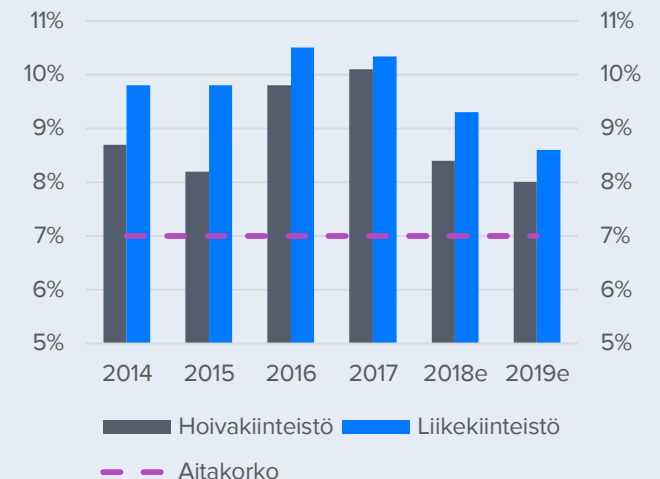
Hyvät edellytykset kasvun jatkumiselle

Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille johtuen matalasta korkotasosta. eQ:n kiinteistörahastot ovat vahvan track-recordinsa sekä hyvän kassavirtatuottonsa myötä erinomaisessa asemassa hyötymään tästä kehityksestä. Hoivakiinteistössä keskeisenä haasteena on hyväntuottoisten kohteiden löytäminen ja tämä tulee rajoittamaan rahaston kasvua jonkin verran. Liikekiinteistössä vastaavaa ongelmaa ei ole ja odotamme Liikekiinteistön kasvavan selvästi Hoivaa nopeammin myös lähivuosina. Kassavirtatuottojen ollessa yli 6 %:n tasolla eQ:lla on mielestämme hyvät mahdollisuudet myydä rahastoja yhteensä yli 250 MEUR:lla vuodessa. Emme näe rahastoissa oleellista hintaeroosiota lähivuosille hyvän tuottotason johdosta. Markkinan tuottovaatimusten laskun johdosta myös rahastojen tuotot tulevat asteittain laskemaan mikä painaa tuottopalkkioita. Molemmilla rahastoilla on mielestämme hyvät edellytykset yltää yli 8 %:n vuosituottoon vielä seuraavat 2-3v, mikä pitää tuottopalkkionäkymän suotuisana.

Kiinteistörahastojen kehitys 2014-2019e



Kiinteistörahastojen tuotto-% 2014-2019e



Kiinteistö ja private equity

Private equity-rahastot

eQ:lla on tällä hetkellä 12 Private equity -rahastoa, joissa sillä on noin 1100 MEUR pääomia. PE-rahastoliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja sen hallinnoitavat varat ovat tuplaantuneet 2014 tasolta. Lisäksi yhtiö raportoi PE-liiketoiminnan alle myös raportointipalvelut sekä pääomarahastomandaatit. Yhtiön track-record omissa private equity rahastoissa on erinomainen ja vuosien 1997-2016 välillä keskimääräinen IRR on 21 %. Lukua nostavat vanhempien rahastojen poikkeuksellisen korkeat tuottoluvut ja arviomme mukaan uusien rahastojen tuotto-odotus jää tämän alapuolelle, mutta on silti suhteellisesti hyvällä tasolla.

Yhtiö on tarkoitus perustaa vähintään yksi uusi rahasto vuodessa ja näin ollen rahastojen määrä tulee lähivuosina kasvamaan. Lisäksi hallinnointipalkkiot tulevat kasvamaan selvästi, sillä uusien rahastojen kokoluokka on merkittävästi vanhoja suurempi. Lisäksi uusien rahastojen hintataso on arviomme mukaan vanhoja parempi johtuen laajemmasta sijoittajakunnasta (pienemmät alennukset).

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen buyout-rahastoissa. Tyypillinen aikakorko on maltillinen 6-8 % ja yhtiön vahva tuottohistoria huomioiden, on tuottopalkkiopotentiali merkittävä. 2018 osalta tuottopalkkionäkymä on vielä vaisu, mutta 2019 yhtiön pitäisi ansaita jo merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita Amanda IV siirtymässä voitonjakoon. 2020 alkaen

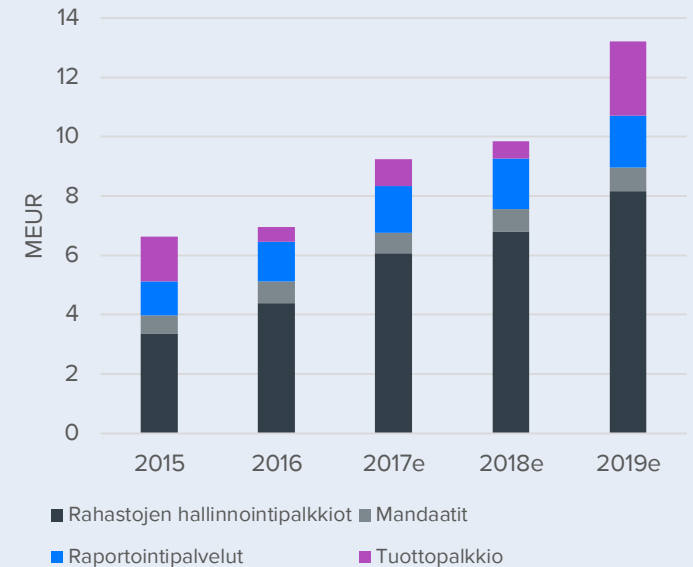
tuottopalkkioiden rooli korostuu, kun nykyisen eQ:n aikaisia rahastoja alkaa vuosittain siirtyä voitonjakoon. Nämä rahastot (2013 alkaen perustettu) ovat kokoluokaltaan selvästi aiempaa suurempia ja niiden aikakorko on matalahko 7 %. Olemme tuottopalkkioennusteissamme varovaisia johtuen heikosta näkyvyydestä rahastojen kehitykseen.

Kasvun toinen tukijalka

Private equity -rahastot ovat osakesijoittajan näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaa ja hyvin ennustettava. Lisäksi niistä saatavat tuottosidonnaiset palkkiot voivat olla merkittäviä, mutta niiden ennustettavuus on erittäin heikko.

Kokonaisuutena ennustamme private equity -rahastojen pääomien nousevan lähivuosina noin 100-200 MEUR:lla vuodessa ja hallinnointipalkkioiden kasvavan noin 15 %:lla per vuosi. Ennustamme eQ:n lanseeraavan vuosittain yhden buyout-rahaston ja yhden credit-rahaston.

PE-palkkiotuottojen jakauma 2014-2019e



Rahasto	Perustettu	Rahaston koko	
		(MEUR)	Siirtyy voitonjakoon
European Fund UK	2001	88	
Mandatum PE I	2002	50	
Mandatum PE II	2003	20	Ei voitonjakopotentialia
Amanda III	2006	110	2019, mutta epävarma
Amanda IV	2007	90	2019 merkittävä potentialiaali
Amanda V	2011	50	Heikko voitonjakopotentialiaali
PE VI	2013	130	2021 merkittävä
PE VII	2015	80	2021 jälkeen
PE VIII	2016	160	2021 jälkeen
PE XI	2017	95	2021 jälkeen
PE Credit	2017	92	2021 jälkeen
PE SF	2017	135	2021 jälkeen
PE X	2018	170	
PE Credit II	2018	200	
PE IX	2019	110	
PE Credit III	2019	200	

Varainhoidon kulurakenne

Erittäin skaalautuva kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat yksittäin selvästi suurin kuluerä (2017e: 36 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Arviomme mukaan Varainhoidon keskimääräinen kiinteä kulu per työntekijä on noin 100 TEUR/v ja bonusten osuus vaihtelee Varainhoidon liiketoiminnan kehityksen mukaan. Bonuksille ei ole asetettu ylärajaa ja liiketoiminnan vahvan kehityksen seurauksena bonusten osuus yhtiön keskimääräisistä henkilöstökuluista on arviomme mukaan kohonnut kiinteitä palkkoja suuremmaksi.

Muiden kulujen osuus on huomattavasti pienempi (2017e: 9 % liikevaihdosta). Muissa kuluissa merkittävimpiä eräiä ovat vuokrat ja it-kulut. Liiketoiminnan tulospäivä on kulurakenteesta johtuen merkittävä ja tämä tulospäivä heijastuu hyvin Varainhoidon viimevuosien numeroissa. 2013 alkaen Varainhoidon liikevaihdon kasvusta hämmästyttävä 75 % on valunut läpi liikevoittoon. Kiinteät kulut ovat pysyneet käytännössä ennallaan ja kulujen kasvu on rajoittunut käytännössä bonuksiin. Suoritus on täysin poikkeuksellinen suhteessa verrokkiyhtiöihin ja Varainhoidon saavuttama 55 %:n liikevoittomarginaali on niin ikään poikkeuksellisen korkea.

Keskeinen ero suhteessa verrokkeihin syntyy Muista kuluista, jossa eQ:n taso on räikeästi keskeisiä verrokkeja matalampi. Selittäviä tekijöitä tässä ovat mielestämme mm. yhtiön fokusoitunut tuotetarjonta, kulutehokkuuteen

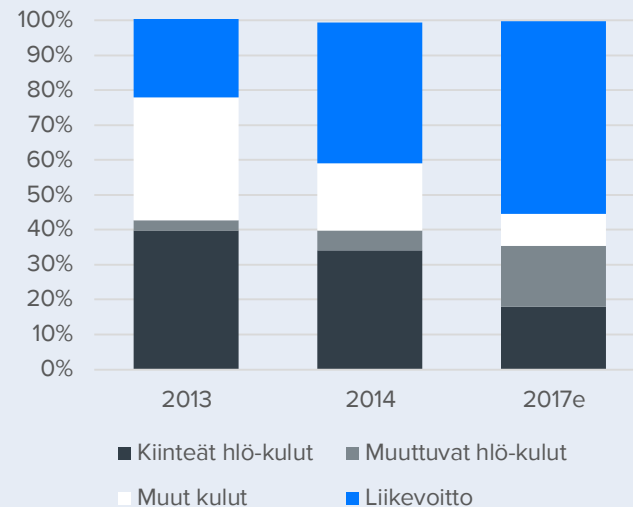
kannustava bonusmalli, yrityskulttuuri, toimiva IT-järjestelmä ja asiakaskunnan keskittyminen instituutioihin.

Bonusten taso ja joustavuus kysymysmerkinä

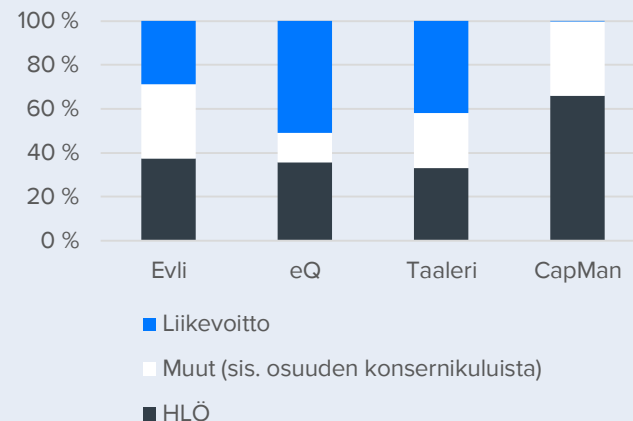
Erinomaisen tuloskehityksen myötä Varainhoidon henkilöstökulut ovat nousseet voimakkaasti ja keskimääräinen henkilökulu on kohonnut vuoden 2013 100 TEUR/V tasolta 2017 noin 200 TEUR/V tasolle. Yhtiö on nykytasolla yksi alan parhaista palkanmaksajista ja arviomme mukaan aggressiivisen bonusmallin motivoiva vaikutus on heikentynyt palkkatason voimakkaan nousun myötä. Tässä suhteessa nykyinen hyvin aggressiivinen bonusmalli ei välttämättä ole enää osakkeenomistajien näkökulmasta optimaalinen ja sijoittajan kannalta muutokset palkkamallissa voisivatkin olla tervetulleita.

Toinen huolestamme yhtiön henkilöstökuluissa liittyy niiden käyttäytymiseen heikommassa markkinatilanteessa. eQ:n nykyinen aggressiivinen bonusmalli joustaa voimakkaasti alaspäin heikommassa markkinatilanteessa, mutta koska bonusten suhteellinen osuus kokonaiskompensatiosta on noussut niin merkittäväksi, luo tämä mielestämme selvän riskin motivaatiota heikentävästä vaikutuksesta. Nämä tekijät huomioiden, emme yllätyisi, mikäli eQ uudistaisi palkitsemismalliaan lähivuosien aikana, varmistaakseen palkitsemismallinsa motivoivan vaikutuksen, joustavuuden ja optimaalisen tulonjaon osakkeenomistajien kannalta.

Kulurakenteen skaalautuvuus



Verrokkien kulurakenne



Varainhoidon tulosenennusteet

Vahva tuloskehitys jatkuu

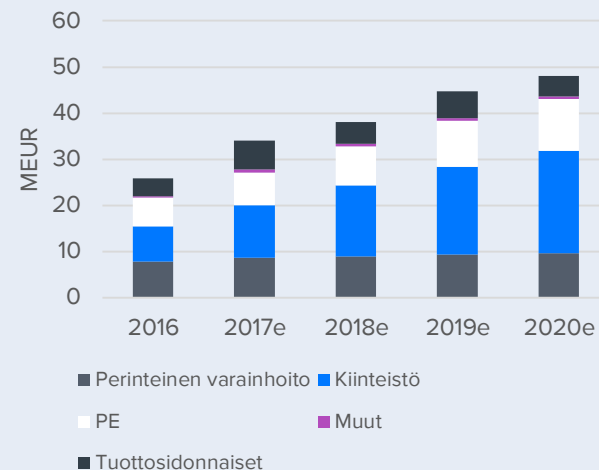
Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden kannalta keskiössä on palkkiotuottojen kasvu. Yhtiön kulurakenne tulee pysymään vakaana ja emme näe siinä merkittäviä nousupaineita lähivuosien aikana. Varainhoidon liikevaihto kasvoi Q1-Q3'17 aikana 26 % 23,5 MEUR:oon ja ennustamme ripeän kasvun jatkuneen myös Q4'17:n aikana. Kasvun ajurina toimii kiinteistö- ja PE-rahastojen vahva kasvu sekä tuottosidonnaisten palkkioiden kasvu. Ennustamme Varainhoidon 2017 liikevaihdon kasvavan 32 % 34,0 MEUR:oon ja liikevoiton parantuvan 18,8 MEUR:oon (2016: 12,5 MEUR). Tulospipu on edelleen erittäin voimakas ja kasvusta valtaosa valuu tulokseen.

2018 näkymä on edelleen suotuista. Matala korkotaso yhdessä osakemarkkinan korkeiden arvostustasojen kanssa tukevat kiinteistö- sekä PE-tuotteiden kysyntää. Vaikka kiinteistörahastojen tuottotasot jatkavat lievää laskuaan, emme näe tämän oleellisesti heikentävän niiden myyntiä korkotason ja kiinteistöjen nettotuottojen välisen eron ollessa historiallisen korkea.

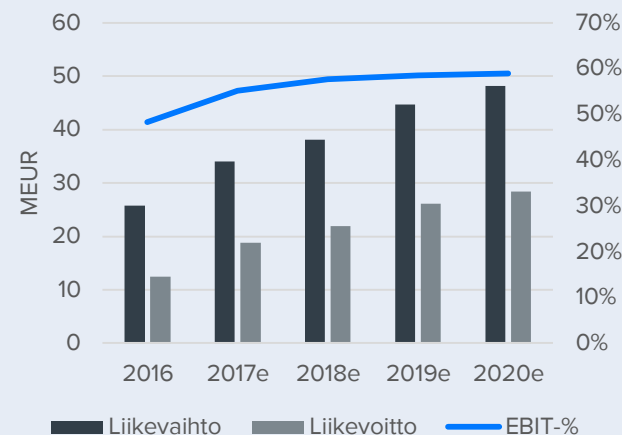
Ennustamme 2018 liikevaihdon kasvavan 12 %:lla 38,1 MEUR:oon. Kasvu syntyy käytännössä täysin kiinteistö ja PE-rahastoista ja kasvua heikentää tuottosidonnaisten palkkioiden lasku 2017 poikkeuksellisen hyvältä tasolta. Kulupuolella emme näe oleellisia paineita ja bonusten kasvu pois lukien kasvu valuu suoraan tulokseen ja ennustamme liikevoiton kohoavan 22,0 MEUR:oon (2017e: 18,8 MEUR). AUM kasvaa ennusteissamme 7 %:lla 9185 MEUR:oon ja hallinnoitavan varallisuuden mix (tuotto per hallinnoitava pääoma) jatkaa parantumistaan uuden pääoman virratessa korkean palkkiotason kiinteistö- ja PE-rahastoihin.

2019 odotamme markkinatilanteen asteittain heikentyvän, kun korkotaso maailmalla jatkaa nousuaan. Tämä tulee viilentämään kiinteistömarkkinaa ja samalla painamaan osakemarkkinan tuottoja. Yleinen korkotaso pysyy kuitenkin edelleen absoluuttisesti matalana, mikä pitää yllä hyvää kysyntää kiinteistö ja PE-tuotteisiin. eQ tulee arviomme mukaan saamaan 2019 merkittävät tuottosidonnaiset palkkiot Amanda IV –rahaston siirtyessä voitonjakoon ja tämä kompensoi kiinteistörahastojen laskevia tuottopalkkioita. Kokonaisuutena odotamme 2019 liikevaihdon kasvavan 18 %:lla 44,7 MEUR ja liikevoiton kohoavan 26,1 MEUR:oon (2018e: 22,0 MEUR). Ennustamme, että Varainhoidon 2019 liikevaihdosta jo lähes 80 % tulee kiinteistö- ja PE-rahastoista ja näin ollen segmentin riippuvuus pääomamarkkinan yleisestä kehityksestä on selvästi keskeisiä verrokkeja matalampi.

Varainhoidon palkkiotuotot 2016-2020e



Palkkiotuotot ja kannattavuus 2016-2020e



Varainhoidon arvo

Ylivoimaisesti eQ:n arvokkain liiketoiminta

Näkemyksemme mukaan Varainhoito-segmenttiä arvottaessa on hyvä käyttää ensi vuoden tulosta, sillä kuluvan vuoden tulos ei heijastele segmentin täyttä tulospotentiaalia johtuen kiinteistö- ja PE-rahastojen jatkuvasta kasvusta. Ensi vuoden liikevoittoennustemme Varainhoidolle on 22 MEUR. Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kerroin on tällä hetkellä noin 10x. Näkemyksemme mukaan eQ:n Varainhoito tulee hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä johtuen sen liiketoiminnan paremmasta mixistä (iso paino kiinteistö- ja PE-rahastoissa), erinomaisesta track recordista ja vahvoista kasvunäkymistä. Arviomme mukaan käypä EV/EBITDA-kerroinhaarukka on 11-13x ja tästä saatava arvo 242-285 MEUR. Olemme laskelmissamme käyttäneet käypänä arvona haarukan keskikohtaa 263 MEUR.

Toisena arvonmääritysmallina olemme käyttäneet eQ:n hallinnoitavaa varallisuutta. eQ Varainhoidon liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimmekin käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioitasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistykseenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 % taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

eQ:n tapauksessa olemme käyttäneet hallinnoitavasta varallisuudesta arvioimaamme 2017 lopun tilannetta.

eQ:n ylivoimaisesti arvokkainta AUM:a on sen kiinteistörahastojen pääoma (Q4'17e: AUM 968 MEUR). Tämän pääoman hallinnointipalkkiotaso on poikkeuksellisen korkea (1,4 % + tuottopalkkiot) ja pysyvyys on erittäin korkea. Olemme soveltaneet kiinteistövarallisuuteen 10 %:n kerrointa, joka on poikkeuksellisen korkea, mutta heijastelee pääomien poikkeuksellista arvoa.

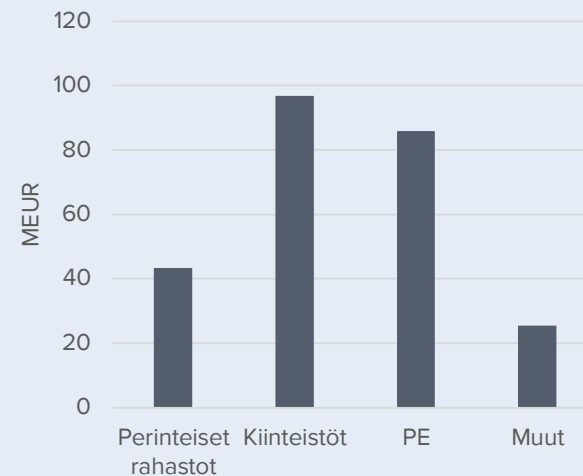
Private equity –rahastojen (AUM 1092 MEUR) arvottamiseen olemme käyttäneet 7 %:n kerrointa. Kerroin on niin ikään varsin korkea, mutta PE-rahastoissa pysyvyys on poikkeuksellisen korkea (sijoitussitoumukset keskimäärin 10v) ja tuottopalkkiot huomioiva palkkiotaso houkutteleva (0,7 % + tuottopalkkiot).

Osake ja korkorahastoille (AUM 1445 MEUR) olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa ja yhtiön perinteisistä rahastoista saama tuottotaso (0,6 %) on linjassa yhtiön verrokkien kanssa.

Muu varallisuus (5070 MEUR) pitää sisällään Mandaatit, raportointipalvelun ja konsultatiiviset salkut olemme arvottaneet matalalla 0,5 %:n kertoimella johtuen niiden matalasta tuottotasosta.

Yhteensä hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmassamme 251 MEUR joka on linjassa myös kerroin pohjaisen analyysimme kanssa. Valtaosa arvosta keskittyy kiinteistö- ja PE-rahastoihin ja näiden kehitys tulee lähivuosina olemaan sijoittajan kannalta ratkaisevassa roolissa.

AUM osien arvo



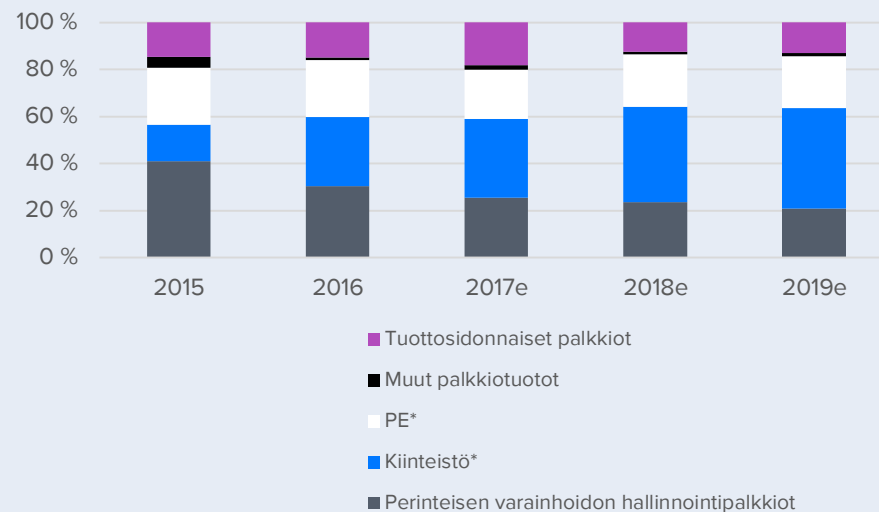
Varainhoidon yhteenveto

MEUR	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Varainhoito liikevaihto	21,8	25,8	34,0	38,1	44,7
Kasvu-%	24 %	18 %	32 %	12 %	17 %
Perinteisen varainhoidon hallinnointipalkkiot	9,0	7,8	8,7	9,0	9,4
Kiinteistö ja PE hallinnointipalkkiot	8,7	13,8	18,4	23,9	28,9
<i>Kiinteistö*</i>	3,4	7,6	11,3	15,4	19,0
<i>PE*</i>	5,3	6,2	7,1	8,5	9,9
Muut palkkiotuotot	1,0	0,3	0,7	0,5	0,6
Tuottosidonnaiset palkkiot	3,3	3,9	6,2	4,7	5,8
<i>Kiinteistö*</i>	0,8	3,0	4,5	3,7	2,9
<i>PE*</i>	1,5	0,5	0,9	0,6	2,5
<i>Muut*</i>	1,0	0,4	0,8	0,4	0,4
Henkilöstökulut	-8,7	-9,9	-12,1	-13,3	-15,2
<i>Kiinteä*</i>	-6,3	-6,6	-6,1	-6,3	-6,6
<i>Bonukset*</i>	-2,4	-3,3	-6,0	-7,0	-8,6
Muut kulut	-3,4	-3,4	-3,1	-3,1	-3,4
Liikevoitto	9,6	12,5	18,8	22,0	26,1
Liikevoitto-%	44 %	48 %	55 %	58 %	58 %
Kulut/henkilö (tEUR) (sis. Bonukset)**	-143	-151	-198	-212	-230
Henkilömäärä**	63	66	62	64	66
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	7634	8775	8555	9185	9870
Kiinteistöt AUM	393	664	968	1238	1478
Muut eQ:n omat rahastot	1187	1262	1445	1520	1560
Muu varainhoito	2412	2520	1050	1100	1150
Pääomasijoitusrahastot	600	735	1072	1177	1382
Mandaatit	700	694	720	750	800
Pääomasijoitusten raportointipalvelut	2421	2890	3300	3400	3500
Kiinteistöt					
Hoivakiinteistö AUM	268	404	520	630	730
Liikekiinteistö AUM	125	260	448	608	748
Hoivakiinteistö tuotto-%	8,2 %	9,8 %	10,1 %	8,4 %	8,0 %
Liikekiinteistö tuotto-%	9,8 %	10,5 %	10,3 %	9,3 %	8,6 %

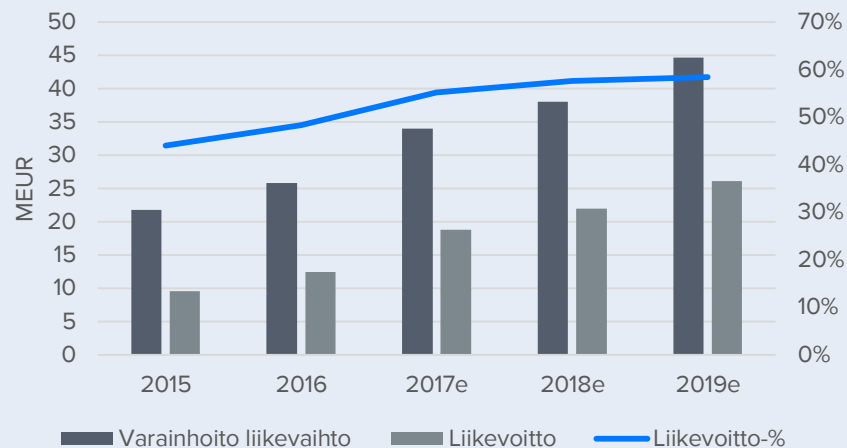
* Inderesin ennuste koko periodilta

** 2017 alkaen henkilömäärä kuvastaa kokopäiväresursseja

Liikevaihtojakauman muutos



Varainhoidon kehitys 2015-2019e



Advium (Corporate finance)

Alansa johtavia toimijoita

Vuonna 2000 perustettu eQ:n corporate finance yksikkö Advium on yksi Suomen johtavista investointipankeista. Adviumin palvelut kattavat yritysjärjestelyt, suuret kiinteistöjärjestelyt, pääomajärjestelyt ja yleisen neuvonannon. Yhtiön fokus on Suomessa ja asiakaskunta koostuu pääosin suomalaisista yhtiöistä, jotka tekevät yritys- tai kiinteistökauppoja Suomessa tai ulkomailla.

Adviumin asema on erityisen vahva kiinteistöjärjestelyiden puolella ja yhtiö on toiminut neuvonantajana 80 %:ssa Suomen suurimmista kiinteistöjärjestelyistä viimeisen 15 vuoden aikana. Esimerkkeinä viime vuosien suurista kiinteistöjärjestelyistä voidaan mainita Sanoman Sale and Leaseback -järjestely Sanomatalosta ja Keskon kiinteistörahaston järjestely. Yrityskaupoissa yhtiöllä on niin ikään vahva asema Suomessa ja sen toteutettujen transaktioiden arvo ylittää 5,0 miljardia euroa.

Erittäin syklinen liiketoiminta

Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2017e: -0,65 MEUR tai 13 % liikevaihdosta). Lisäksi kulurakenteelle on tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulospipu on erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä

heijastuu myös Adviumin historiallisessa kehityksessä ja yhtiön liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi. Vuosina 2011-2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta ja yhtiön liikevaihto pysyi 2,1-2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4-0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014-2016 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja sen liikevaihto nousi 6-8 MEUR:n tasolle ja liikevoitto 3-4 MEUR:n tasolle. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut noin 5 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,2 MEUR.

Arviomme mukaan Adviumin tarvitsee noin 2,0 MEUR:n liikevaihdon positiivisen liiketuloksen saavuttamiseksi nykyisellä henkilöstömäärällään (2017: 14 kpl). Uskomme, että yhtiö yltää tähän tasoon heikossakin markkinassa ja pidämme epätodennäköisenä, että liiketoiminta tekisi heikossakaan suhdanteessa tappiota.

Tulevaisuuden ennusteet

Kiinteistötransaktioiden määrä säilyy kuluvana vuonna historiansa korkeimmalla tasolla (2017e: 9 mrd) johtuen matalasta korkotasosta sekä Suomen suhteellisesti hyvillä tasoilla olevista tuottotasoista. Arviomme mukaan kiinteistömarkkina tulee myös vuoden 2018 aikana säilymään erittäin vahvana ja ennustamme transaktiovolyymien säilyvän yli 7 miljardin tasolla. Myös yritysjärjestelymarkkina pysyy vilkkaana, kun nollakorot ja vaisu orgaaninen kasvunäkymä vauhdittavat yritysjärjestelyjä.

Advium hyötyy markkinan vahvasta vedosta, mutta kuluvan vuoden liikevaihto jää selväksi

pettymykseksi (2017e: 4,7 MEUR). Pettymyksen taustalla ovat yksittäiset suuremmat transaktiot jotka eivät ole syystä tai toisesta menneet maaliin. Ensi vuoden osalta näkymä on vahva ja odotamme Adviumin liikevaihdon nousevan vahvalle 6,5 MEUR:n tasolle. Liikevoitto kohoaa 2,9 MEUR:oon vahvan tulospivun myötä.

2019-2020 odotamme Adviumin liikevaihdon laskevan asteittain kohti pitkän aikavälin keskiarvoa (5,9 MEUR), kun kiinteistömarkkina Suomessa jäähtyy korkotason asteittaisen nousun myötä. Kannattavuus pysyy erinomaisella tasolla kulurakenteen joustavuuden myötä ja ennustamme vuosien 2018 ja 2019 liikevoittojen olevan 2,2 MEUR ja 1,8 MEUR.

Advium (Corporate finance)

Adviumin arvo

Adviumin käypää arvoa arvioitaessa keskeisinä arvoon vaikuttavina tekijöinä ovat:

- Vahva markkina-asema
- Erinomainen track-record ja referenssit
- Kokenut tiimi
- Vahva kassavirran generointikyky

Negatiivisesti arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Erittäin syklinen liiketoiminta
- Korkea henkilöriippuvuus

Adviumin liiketoiminnan arvottaminen on erittäin hankalaa johtuen isosta heilunnasta tuloksessa ja arvostuskertoimissa. Pidämme investointipankkiliketoiminnalle hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 5-8x. Tämä heijastelee mielestämme liiketoiminnan kassavirran generointikykyä ja toisaalta riskejä liittyen avainhenkilöihin ja heidän pysyvyyteensä. Adviumin liiketoimintaa arvotettaessa on mielestämme syytä käyttää yhtiön normalisoitua kannattavuutta, joka huomioi yhtiön syklisen liiketoiminnan.

Näkemyksemme mukaan Adviumin normalisoitu tulostaso on noin 2,5 MEUR joka on linjassa viimeisen 10 vuoden keskiarvo liikevoittotason kanssa (keskiarvo 2007-2017e: 2,4 MEUR). Olemme havainnollistaneet Adviumin arvoa matriisilla, jossa muuttujina ovat yhtiön tulos ja arvostuskerroin.

Matriisin perusteella yhtiön käypä arvo liikkuu

haarukassa 12,5-20,0 MEUR. Alalaita heijastelee mielestämme tasoa, jossa ostaja ei saa kaupasta strategisia hyötyjä ja kyseessä on puhdas liiketoimintakauppa (esim. MBO tai LBO). Vastaavasti ostajan saadessa kaupasta strategisia hyötyjä voidaan yllälaidan kertoimia pitää perusteltuina. Matriisin keskiarvo on noin 17 MEUR:ssa, jota käytämme pohjana myös omissa laskelmissamme. Tukea arvostukselle voidaan hakea myös Adviumin aiemmista liiketoimintakaupoista. Vuonna 2011 nykyisen eQ-konsernin syntymisen yhteydessä Adviumin myyntihinta oli noin 10 MEUR, joka maksettiin kokonaan silloisen Amanda Capitalin omilla osakkeilla. Vuonna 2004 eQ puolestaan maksoi Adviumista (silloinen Advium Partners) 13,5 MEUR, josta 8 MEUR eQ:n osakkeilla ja 5,5 MEUR käteisellä. Vaikka Adviumin liiketoiminta on rakenteeltaan hyvin saman näköinen, kuin edellisten kauppajen aikana, voidaan näitä korkeampi arvostus perustella mielestämme yhtiön entisestään vahvistuneella markkina-asemalla ja erinomaisella track-recordilla.

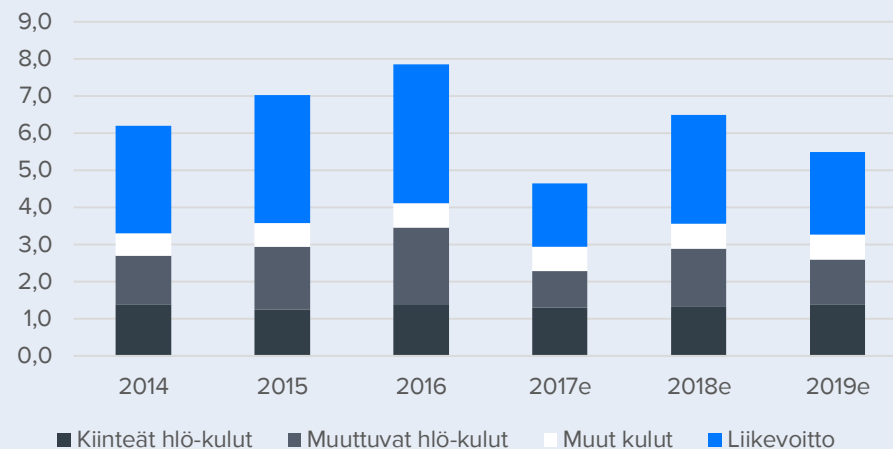
		Liikevoitto (MEUR)				
		1,5	2,0	2,5	3,0	3,5
EV/EBIT-kerroin	3x	4,5	6,0	7,5	9,0	10,5
	4x	6,0	8,0	10,0	12,0	14,0
	5x	7,5	10,0	12,5	15,0	17,5
	6x	9,0	12,0	15,0	18,0	21,0
	7x	10,5	14,0	17,5	21,0	24,5
	8x	12,0	16,0	20,0	24,0	28,0
	9x	13,5	18,0	22,5	27,0	31,5
	10x	15,0	20,0	25,0	30,0	35,0

Advium yhteenveto

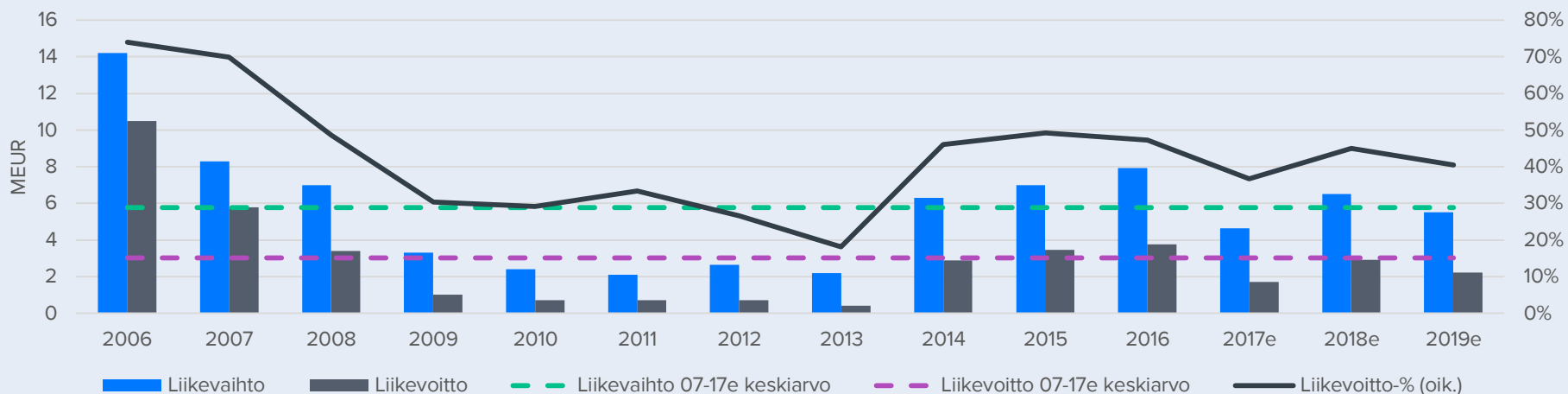
Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa



Kulurakenne ja liikevoitto 2014-2019e



Liiketoiminnan kehitys 2006-2019e



Sijoitukset

Segmentti generoi vahvaa kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q4'17 päättyessä 20,1 MEUR. Näistä 14,4 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 5,6 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) hyötyä rahastojen hyvästä kehityksestä.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

Sijoitukset-segmentin kirjanpidollinen tulos ja rahavirta poikkeavat selvästi toisistaan. Tuloslaskelman puolelle eQ kirjaa mahdollisen rahastoista tulevan voitonjaon ja mahdolliset sijoitusten pysyvät arvonalentumiset. Lisäksi Sijoitukset-segmentti kirjaa tuloslaskelmaansa kuluna konsernin sisäisen hallinnointipalkkion, jonka kokoluokka on ollut hieman yli 200 TEUR vuodessa. Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamat pääoman palautukset, voitonjaon ja pääomakutsut. Sijoittajan kannalta tuloslaskelman merkitys on hyvin rajallinen ja päähuomio tulee kiinnittää kassavirtaan.

Vahva kassavirta lähivuosille

Lähivuosina segmentin kassavirta tulee olemaan raportoitua liikevoittoa korkeampi johtuen muiden hallinnoimiin rahastoihin tehtyjen sijoitusten asteittaisesta purkautumisesta.

Arviomme mukaan kaikki muiden hallinnoimat rahastot, joissa eQ on sijoittajana tulevat irtautumaan kohteistaan seuraavan kahden vuoden aikana. Lisäksi yhtiö tulee samaan pääoman palautuksia myös omista rahastoistaan. Samaan aikaan pääomakutsut eQ:n omiin rahastoihin ovat verrattain maltillisella tasolla (Inderes ennuste: 2 MEUR per vuosi). Kokonaisuutena ennustamme eQ:n Sijoitusten nettokassavirran olevan vuosien 2017-2019e välillä yhteensä noin 10 MEUR. Kassavirran ajoittuminen tulee vaihtelevaan kvartaalien välillä selvästi ja näin ollen sijoittajien kannattaa seurata kassavirran kehitystä pidemmällä aikavälillä yksittäisten kvartaalien sijaan.

Yhtiön omien rahastojen keskimääräinen tuotto on toiminnan aloituksesta asti ollut noin 21 %. Taso on erinomainen, mutta sitä vääristää positiiviseen suuntaan alkuvuosien poikkeuksellisen hyvät tuottotasot. Lisäksi uskomme, että vuoden 2008 finanssikriisin jälkeisenä aikakautena keskimääräiset tuotto-odotukset pääomasijoitustoimialalla ovat laskeneet kautta linjan. Näin ollen ennustamme tulevien vuosituottojen asettuvan 11 %:n tasolle periodilla 2017-2019e.

Vuoden 2017 osalta ennustamme sijoitustoiminnan liikevoiton olevan 1,1 MEUR ja nettokassavirran 2,5 MEUR. Kassavirrassa ajurina toimivat pääomanpalautukset. Vuosina 2018 ja 2019 kassavirta on edelleen hyvällä tasolla vanhojen rahastojen purkautuessa. Nettokassavirta on ennusteissamme noin 3,5 MEUR 2018 ja 2019, kun vastaava liikevoitto on hieman yli 1 MEUR. Vuoden 2019 jälkeen eQ:lla ei arviomme mukaan ole enää sijoituksia muiden

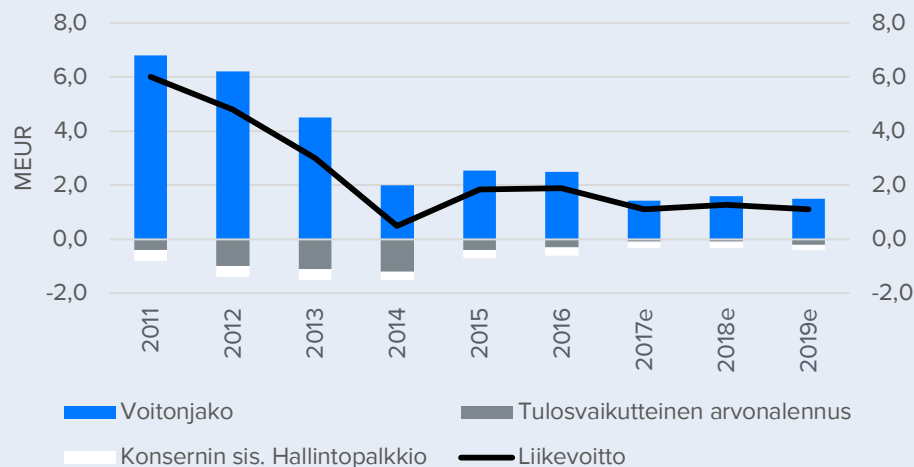
toimijoiden rahastoissa ja sen omien rahastosijoitusten käypä arvo on noin 11 MEUR. Tätä tasoa pidämme pitkällä aikavälillä kestäväenä ja tästä eteenpäin sijoitusten liikevoitto ja kassavirta määräytyvät rahastojen kehityksen mukaisesti.

Sijoitustoiminnan arvo

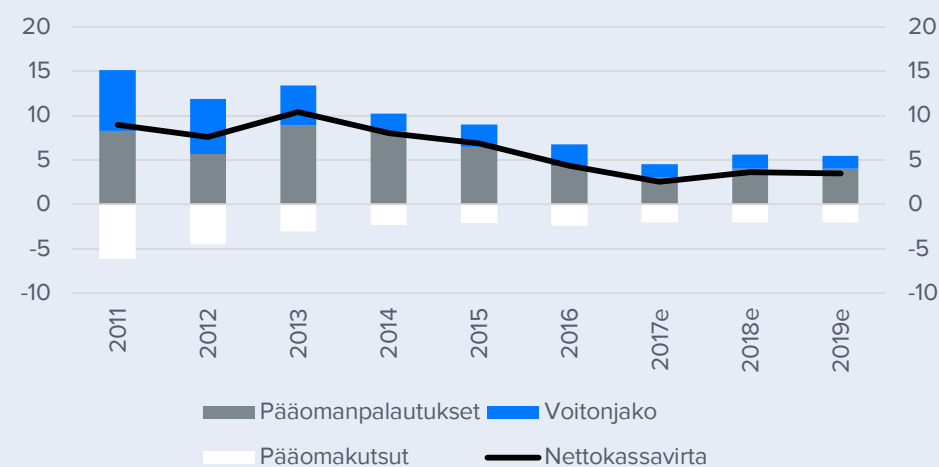
Sijoitustoiminnalla ei ole eQ:lle erityistä strategista arvoa ja sen rooli on puhtaasti tukea konsernin varainhankintaa ja hyötyä hyvistä sijoitustuotoista. Näin ollen sijoitustoiminnan arvonmääritys on hyvin suoraviivaista ja arvo on sijoitussalkun sen hetkinen tase-arvo. Tase-arvoihin liittyy hyvin rajallisesti subjektiivisuutta, sillä rahastojen arvot ovat luotettavia. Näin ollen käytämme osien summa-laskelmassamme Q3'17:n lopun mukaista sijoitussalkkujen arvoa 20,1 MEUR.

Sijoitukset yhteenveto

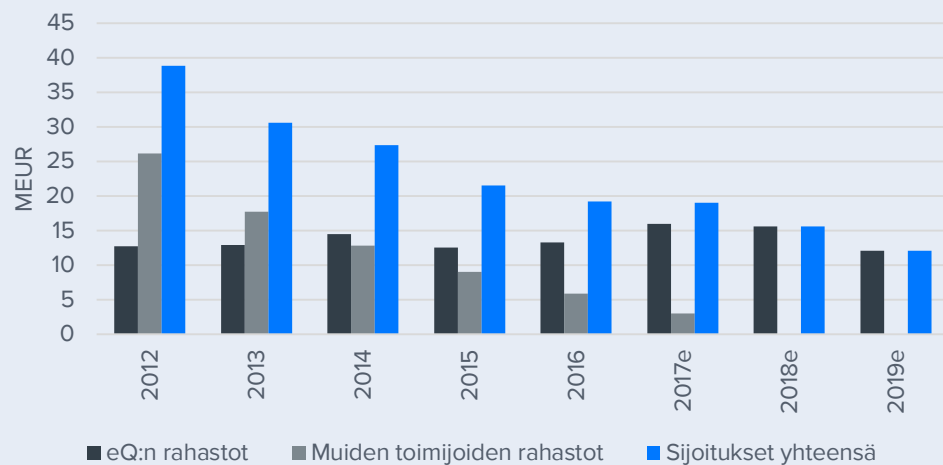
Sijoitustoiminnan tuloskehitys 2011-2019e



Sijoitustoiminnan kassavirta 2011-2019e



Sijoitusten jakauma



eQ:n sijoitukset omiin rahastoihin

eQ:n sijoitukset			
MEUR	Perustettu	Markkina-arvo	Hankintameno
European Fund Inv UK	2001	0,08	0,18
Amanda III, Eastern PE LP	2006	5,56	5,40
Amanda IV West LP	2007	2,80	2,20
Amanda V East LP	2011	3,26	3,48
eQ PE VI North LP	2013	1,26	1,31
eQ PE VII US	2015	0,57	0,67
eQ PE VIII North	2016	0,84	0,89

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimuksien alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

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. 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.

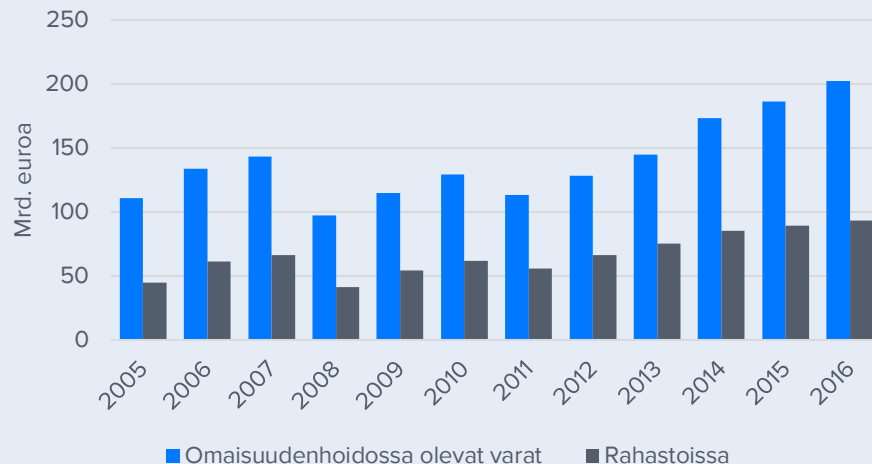
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan

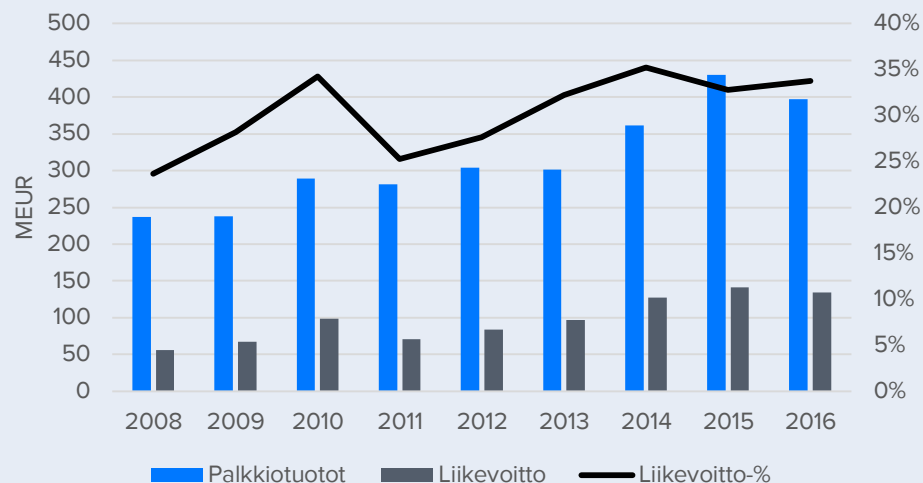
erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahasotot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilla osin hyvin suotuisat.

Toimialan yhteenveto

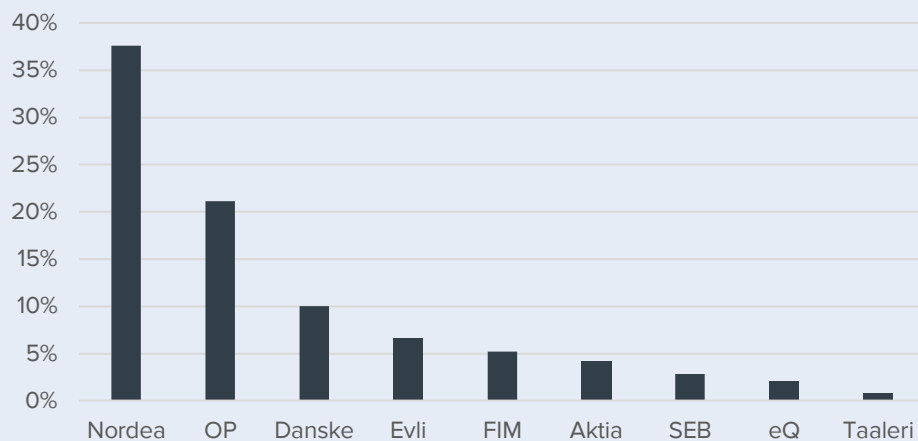
Omaisuu denhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta 12/17



Lähde: Inderes, FiVa, Tilastokeskus, Sijoitustutkimus

Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista.

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

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

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää. Käytännössä sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituuotteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot, kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien

perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvelusta segmentistä (varallisuusluokka alle 100 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

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

Nollakorkoympäristö. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat

pakotettuja kasvattamaan riskiprofiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely voi alkaa näyttää houkuttelevalta.

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

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

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi vuoden 2017 lopussa 58 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2017 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuista markkinatilanne. Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfted Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

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

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

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

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Elite, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

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

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Keskeiset verrokkit

Näkemyksemme mukaan eQ:n keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: Evli, Taaleri, United Bankers, Elite, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 11 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 8 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,7 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 69 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraan korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja liiketoimintarakenne.

eQ:n kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus lähes 70 %).

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2017e kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat

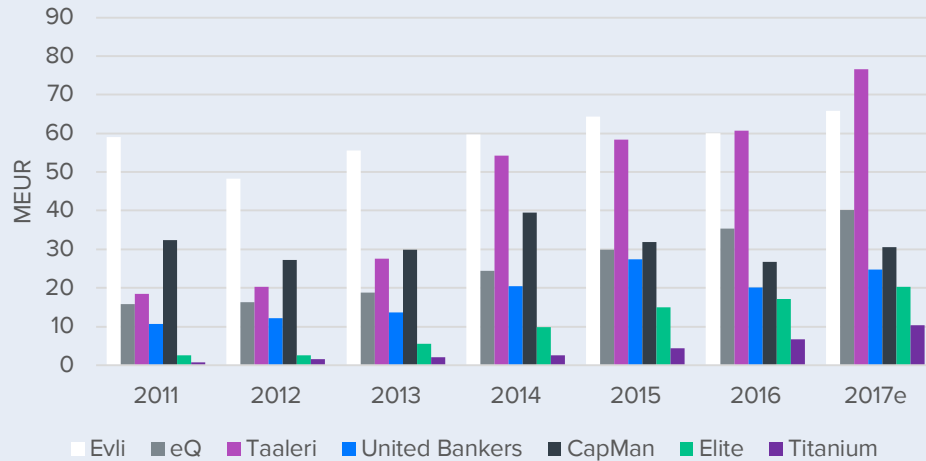
kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Näkemyksemme mukaan keskisuuret toimijat ovat nousseet yhä voimakkaammin haastamaan pankkeja ja etenkin instituutiopuolella keskisuuret toimijat kilpailevat jo tasavertaisesti pankkien kanssa.

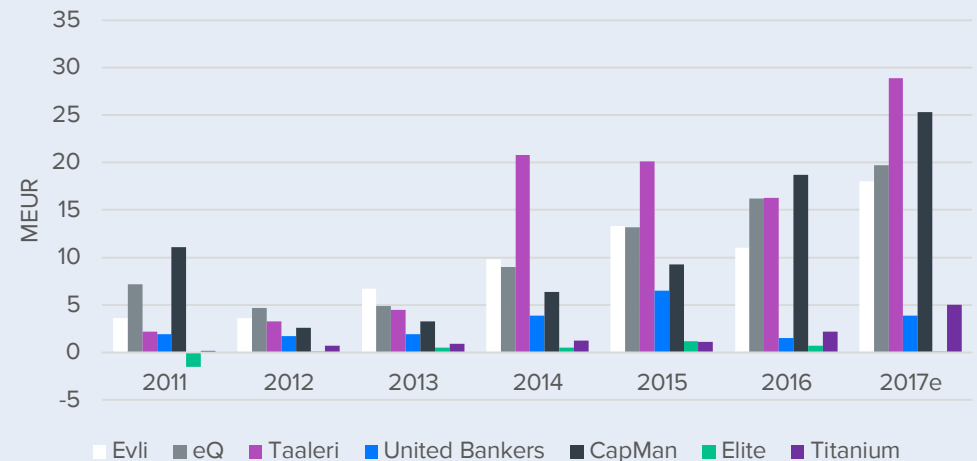
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

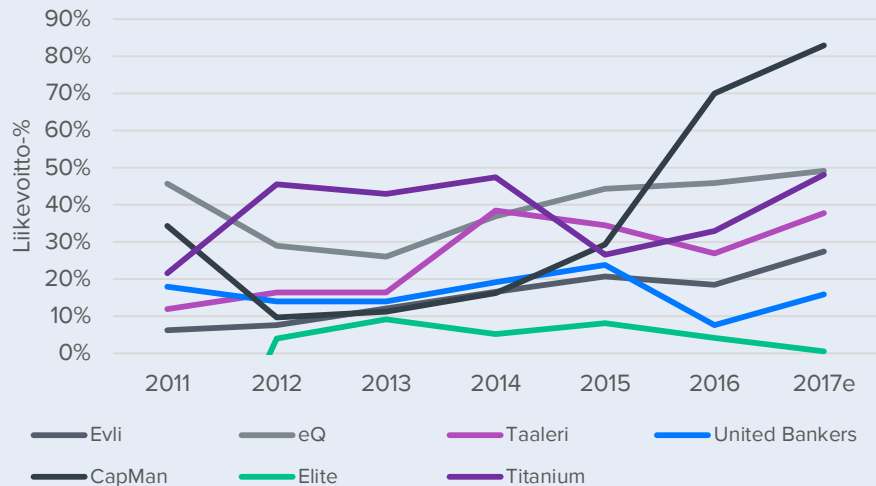
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien kannattavuuskehitys



Kilpailijamatriisi

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

Lähde: Inderes, eQ, UB, Taaleri, CapMan, Elite, Titanium ja Evli

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

eQ:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli Q3'17:n lopussa 67,7 MEUR, oma pääoma 57,5 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 yritysjärjestelyyn. Emme näe tähän liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa tähän on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä on taseessa liiketoiminnalle tyypillisesti vain nimellisesti (Q3'17: 0,3 MEUR). Toinen merkittävä pitkän aikavälin tase-erä ovat yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli Q3'17:n lopussa sijoituksia pääomarahastoihin 20,1 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin kappaleessa "Sijoitukset".

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli Q3'17:n lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 8,4 MEUR:n arvosta sekä noin 9,5 MEUR saamisia.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen

juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön ydinvakavaraisuussuhde (CET 1) on 8 %, kun se Q3'17:n lopussa oli 15,7 %. eQ:n tapauksessa taseen omat sijoitukset luokitellaan kaikki riskisiksi omaisuuseriksi ja niiden määrän supistuminen nostaa eQ:n vakavaraisuutta. Aggressiivinen voitonjako puolestaan supistaa yhtiön omaa pääomaa, jolla on negatiivinen vaikutus yhtiön ydinvakavaraisuussuhteeseen. Odotammekin yhtiön CET 1 -suhteen pysyvän lähivuosina noin 15 %:n tuntumassa riippuen sijoitussalkun kokoluokan kehityksestä.

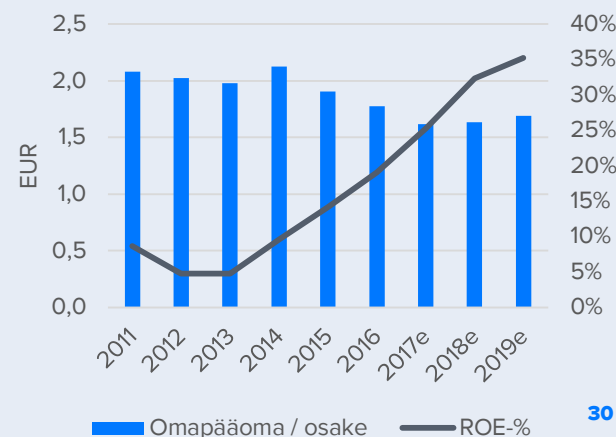
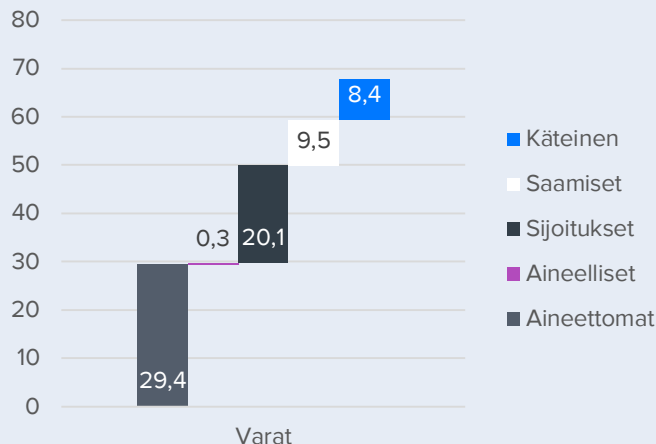
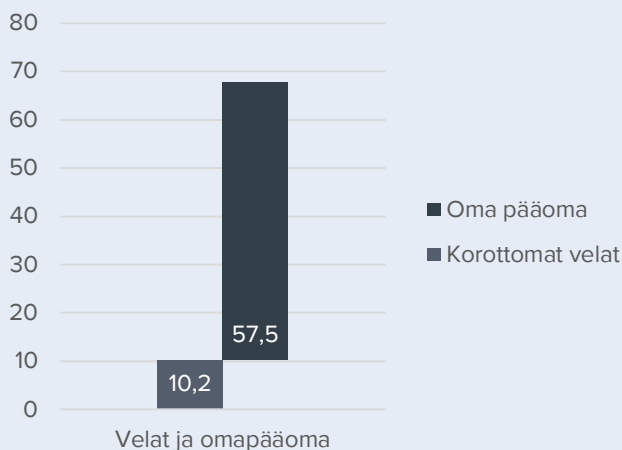
Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Q3'17:n lopussa eQ:n omavaraisuusaste oli 85 % ja nettovelkaantumisaste noin -20 %. Tase on edelleen erittäin vahva, mutta ylimääräinen pääoma on purettu pääosin pois aggressiivisen voitonjaon myötä. Arviomme mukaan eQ haluaa säilyttää taseensa nettovelattomana myös jatkossa, sillä se haluaa säilyttää riittävän liikkumavaran operatiivisessa liiketoiminnassa sekä mahdollisia

yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Ainoa skenaario jossa yhtiö ottaisi taseeseensa velkaa, olisi mielestämme yritysjärjestelyt. Käsittelemme yritysjärjestelyjä tarkemmin sivulla 35.

eQ:n tavoitteena on jakaa tilikauden tulos osinkona. Osingon lisäksi eQ voi palauttaa omistajille pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa omasta pääomarahastosijoitustoiminnasta saatujen pääomanpalautusten ja pääomakutsujen nettokassavirroista.

Tulevina vuosina osinko tulee yhä selvemmin kulkemaan käsi kädessä yhtiön operatiivisen tuloksen kanssa, kun kassavirta ei enää oleellisesti ole tulosta suurempi. Yhtiö kykenee vielä kuluvana vuonna maksamaan tulostaan suuremman osingon ja ensi vuodesta alkaen tulos on ennusteissamme yli nykyisen 0,50 euron osakekohtaisen osinkotason. 2019 alkaen yhtiö voi myös ensi kertaa vuosiin korottaa osinkoaan nykytasolta, kunhan ennustamamme tulosparannus tulee läpi.



Konsernin tulevaisuuden ennusteet

Kaksijakoinen vuosi 2017

eQ:n vuosi 2017 on sujunut kaksijakoisesti. Varainhoidon puolella kehitys on ollut erinomaista ja kasvu on ylittänyt ennusteemme kiinteistörahojen erinomaisen myynnin sekä korkeiden tuottotasojen ansiosta. Adviumin osalta vuosi on kuitenkin ollut selkeä pettymys ja sen liikevaihto on jäänyt selvästi odotuksistamme. Varainhoito ei ole täysin pystynyt kompensoimaan Adviumin tulospudotusta ja näin ollen konsernin tulos jää hieman alemmas, mitä vuoden alussa arvioimme.

eQ:n ensimmäisen 9kk:n liikevaihto on kasvanut 2 %:lla 26,8 MEUR:oon ja liikevoitto 6 %:lla 12,8 MEUR:oon. Q4 on käsityksemme mukaan sujunut erinomaisesti molemmissa segmenteissä. Adviumin iso toimeksiantokanta on realisoitunut, kiinteistörahojen myynti on ollut erinomaista ja tuottotasot korkealla tasolla. Q4:stä tuleekin arviomme mukaan yhtiön historian paras kvartaali ja ennustamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 12 %:lla 39,6 MEUR:oon (2016: 35,6 MEUR) ja liikevoiton kohoavan 23 %:lla 19,9 MEUR:oon (2016: 16,5 MEUR).

EPS:n ennustamme nousevan 0,42 euroon (2016: 0,35 euroa). Vahvasta taseesta ja erinomaisesta rahavirrasta johtuen yhtiö kykenee säilyttämään osinkonsa edellisvuosien tapaan 0,50 eurossa.

Erinomaiset lähtökohdat vuodelle 2018

eQ:lla on hyvät edellytykset jatkaa erinomaista kehitystään myös vuoden 2018 aikana. Markkinatilanne on eQ:n kannalta erittäin

suotuisa ja molemmilla operatiivisilla segmenteillä on edellytykset yltää erinomaiseen tulokseen. Nollakorot pitävät kiinteistö ja PE-rahastojen kysynnän korkealla ja tuottotasot tulevat säilymään molemmissa hyvällä tasolla. Adviumin liikevaihtotaso elpyy markkinan vahvan vedon ansiosta ja kokonaisuutena odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan 17 %:lla 46,2 MEUR:oon. Kulutehokkuus säilyy erinomaisella tasolla ja liikevoitto kasvaa 24 %:lla 24,8 MEUR:oon.

EPS nousee 0,52 euroon ja osingon ennustamme pysyvän edelleen 0,50 eurossa, vaikka yhtiöllä olisikin mahdollisuus korottaa osinkoaan hieman tuloksensa puolesta.

2019-2020 tulos kasvaa kunhan markkina kestää

eQ:n näkymä vuosille 2019-2020 on edelleen kohtuullisen hyvä, kunhan yleinen markkinatilanne säilyy positiivisena. Korkojen hidas nousu viilentää kiinteistömarkkinaa todennäköisesti jonkin verran, mutta poikkeuksellisen iso ero korkotason ja kiinteistöjen nettotuottojen välillä pitää kiinnostuksen kiinteistöihin korkeana. Lisäksi rahastojen tuottopalkkiot tulevat kasvamaan merkittävästi 2019 alkaen, joka tukee Varainhoidon kasvua. Odotamme yhtiön kasvun hidastuvan asteittain haastavien vertailulukujen ja asteittain viilentävän markkinan myötä.

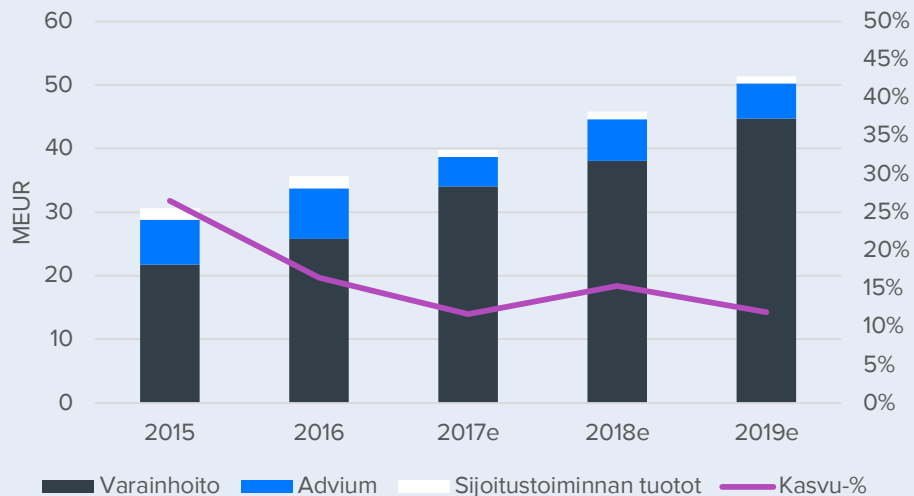
Liikevaihdon kasvu valuu kuitenkin edelleen läpi yhtiön tulokseen ja odotamme EPS:n nousevan 0,58 euroon 2019. Osinko pysyy ennusteissamme 0,50 eurossa. Mikäli yhtiö noudattaa nykyistä osinkopolitiikkaansa, tulee se jakamaan koko tuloksensa ulos osinkoina ja

osinkoennusteemme ovat tässä mielessä varovaiset.

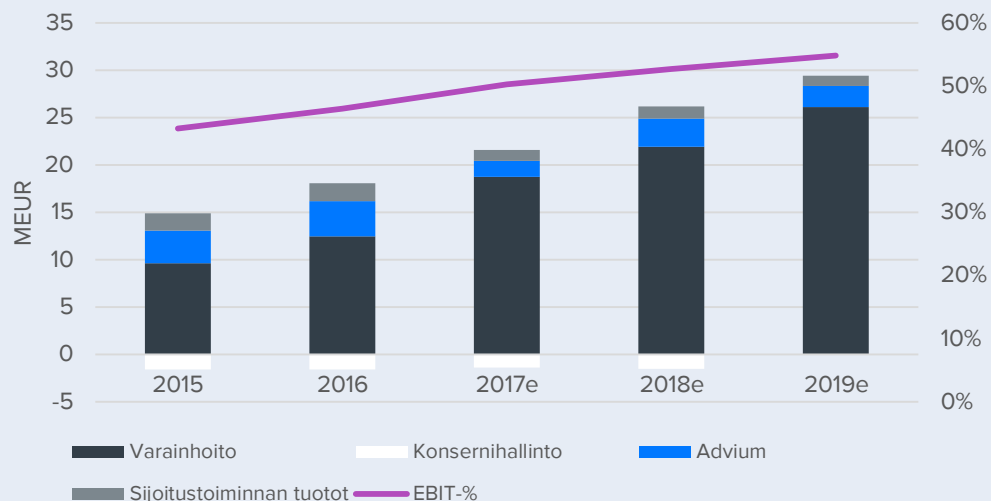
Pidemmällä aikavälillä on mielestämme selvää, että mikäli eQ haluaa ylläpitää viime vuosina nähtyä voimasta kasvua konsernitasolla (2013-2017e 20 % p.a.), pitää yhtiön asteittain laajentaa myös tuotetarjontaansa tai vaihtoehtoisesti aktivoitua yritysjärjestelyissä. Uskomme tuotetarjonnan laajentamisen keskittyvän etenkin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin. Yritysjärjestelyjä käymme tarkemmin läpi sivulla 36.

Ennusteet yhteenveto

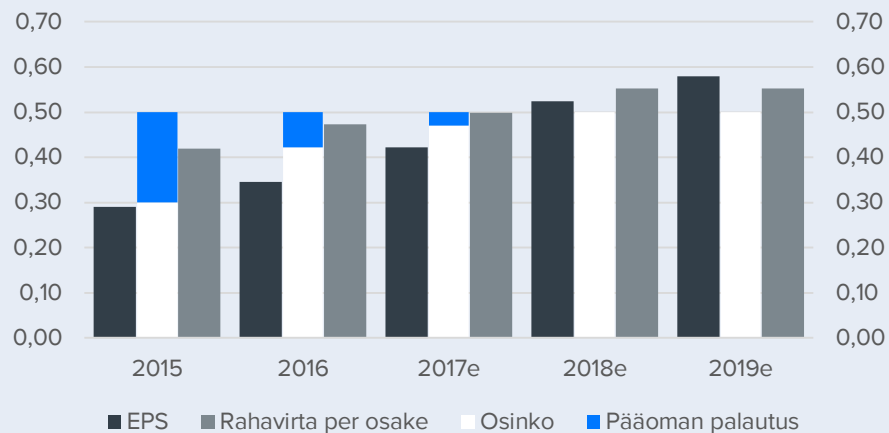
Liikevaihtoennusteet



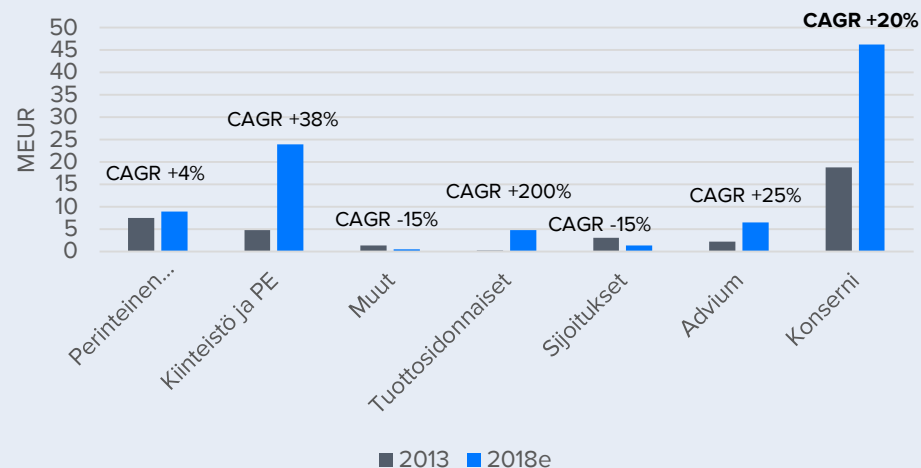
Liikevoitto ja kannattavuus



EPS ja osinko



Liikevaihdon kehitys alueittain 2013-2017e



Lähde: Inderes, eQ

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Näkemyksemme mukaan oikea tapa arvottaa eQ:ta on osien summa -valuatio. Perustelemme tämän sillä, että yhtiössä sijoittajat saavat mukanaan yritysjärjestelyoption, jonka voidaan realistisesti odottaa realisoituvan lähivuosien aikana. Ottaen huomioon yhtiön johdon erinomaiset näytöt yritysjärjestelyistä, voidaan tätä optiota pitää ehdottomasti positiivisena. Osien summa -laskelman lisäksi olemme käyttäneet arviossamme suhteellista ja absoluuttista arvostustasoa sekä kassavirtalaskelmaa. Segmentit olemme aiemmin arvottaneet niitä käsitelleissä kappaleissa. Suurimman painoarvon analyysissämme annamme osien summalle, kassavirtalaskelmalle sekä suhteelliselle arvostukselle.

Näkemyksemme eQ:n käyvästä arvosta on 9,2 euroa per osake ja tarkistamme tavoitehintamme 9,2 euron tasolle (aik. 8,6 euroa). Yhtiön tulokasvuodellytykset lähivuosille ovat edelleen erinomaiset ja keskeiset riskit liittyvät lähinnä markkinatilanteeseen. eQ:n osake ei ole edullinen, mutta kova tulokasvu tukee osakekurssia ja tarjoaa siihen lievää nousuvaraa. Osinko näyttää kuitenkin edelleen merkittävää osaa osakkeen kokonaistuotosta. Toistamme lisää-suosituksemme ja pidämme osakkeen riski-/tuottosuhtetta edelleen hyvänä.

eQ:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat tulokasvunäkymät
- Maltillinen riskiprofiili

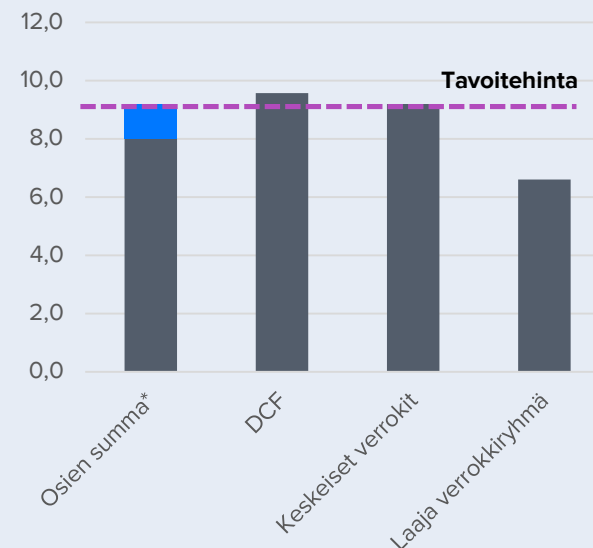
- Erinomainen track-record
- Yritysjärjestelyoptio

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kypsä markkinatilanne ja korkeat omaisuusarvot
- Riippuvuus kiinteistösektorista

Kuten oheisesta yhteenvetograafista näkyy, on tavoitehintamme linjassa keskeisten arvonmääritys menetelmiemme kanssa. Käsittelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavalla sivulla. Kokonaisuutena eQ on mielestämme finanssisektorin laadukkaimpia yhtiöitä Suomessa ja tämän myötä yhtiötä tuleekin hinnoitella preemiolla suhteessa sen listattuihin verrokkeihin.

Arvostus yhteenveto



* sininen palkki kuvastaa hyväksymääme preemiota suhteessa osien summaan

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Osien summa

Osien summa laskelmallamme eQ:n osien summa on 296 MEUR tai 8,0 euroa per osake. Arvo on noussut vuodentakaisesta merkittävästi (aik. 247 MEUR) johtuen Varainhoidon erinomaisesta kehityksestä. Ylivoimaisesti suurin osa eQ:n arvosta on Varainhoidossa ja arvotamme Varainhoidon 263 MEUR:oon (sivu 17). Sijoitukset-segmentin arvo on 20,1 MEUR (sivu 22) ja Adviumin arvo 17 MEUR (sivu 20). eQ:n nettokassa on arviomme mukaan vuoden 2017 lopussa noin 13,1 MEUR. Konsernihallinnolla on negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon ja sen diskontattu nettonykyarvo on noin -17,9 MEUR.

eQ:ta hinnoitellaan tällä hetkellä preemiolla suhteessa sen osien summaan. Preemio suhteessa osien summaan on kuitenkin perusteltua kahdesta syystä: 1) konsernin osat ovat yhdessä arvokkaammat kuin erillisinä ja 2) yhtiössä on yritysjärjestelyoptio. Etenkin Adviumin arvo on mielestämme selvästi korkeampi osana eQ-konsernia, kuin itsenäisenä toimijana. Osana eQ-konsernia Adviumin riskiprofiili on selvästi pienempi henkilöstön sitoutumisen kautta (avainhenkilöt eQ:n merkittäviä omistajia) ja toisaalta osana eQ-konsernia Adviumin tulosheilunnan merkitys on omistajille pienempi. Osien summa laskelma puolestaan huomioi konsernin kulut ainoastaan negatiivisena kulueränä, eikä se anna ollenkaan arvoa konsernin yritysjärjestelyoptiolle.

Pidämmekin preemiota perusteltuna ja 9,2 euron tavoitehintamme heijastelee 15 %:n preemiota suhteessa osien summaan, mitä pidämme nykyennusteiden valossa hyväksyttävänä tasona.

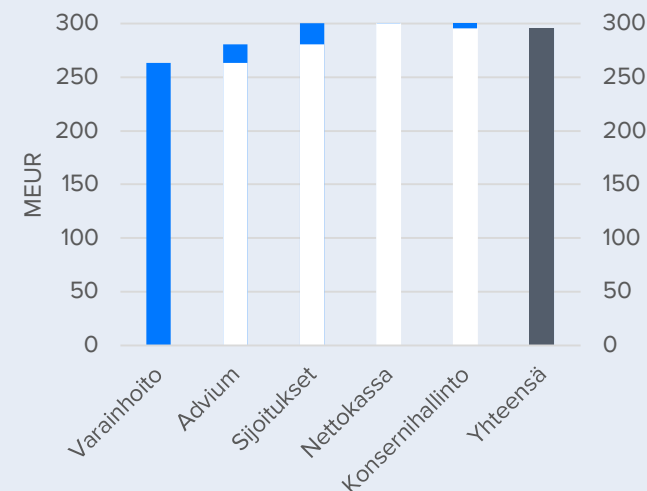
DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu selvästi vuoden 2019 jälkeen. Kannattavuus pysyy lähivuodet nykyisenkaltaisella poikkeuksellisen hyvällä tasolla ja laskee vasta ennusteperiodin loppupäässä, mutta on edelleen toimialan parhaimmalla tasolla. Soveltamamme WACC-% on 7,8 % heijastelee yhtiön toimialalle maltillista riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 9,56 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme osien summan preemiohinnoittelusta. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

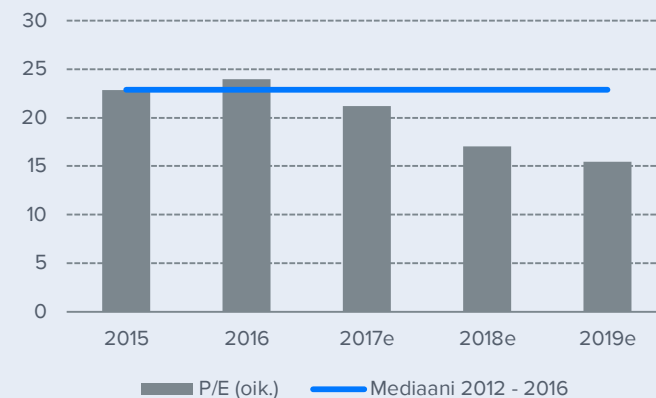
Tulospohjainen arvostus alkaa olla haastava

Absoluuttisesti eQ:n arvostus ei ole edullinen. Viimeisen 12kk tuloksella laskettu P/E-kerroin on 24x ja 2017 ennusteellamme 21x. Sijoituksista oikaistu 2017 EV/EBITDA-kerroin on 15x. Kertoimet ovat mielestämme yli eQ:lle hyväksyttävän tason ja pitkällä aikavälillä odotamme kertoimien olevan tätä matalampia. Erittäin vahva tulokasvu laskee kertoimia kuitenkin nopeasti ja 2018 P/E laskee neutraalille 17x tasolle. Arviomme mukaan kertoimet tulevat lähivuosina asteittain laskemaan nykytasolta ja hautaamaan alle osan vahvasta tulokasvusta. Vahva +5,5 %:n osinkotuotto yhdessä tulokasvun kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen edelleen suotuisana.

Osien summa laskelma



P/E (oikaistu)



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Vertailuryhmäarvostus

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleria, Evliä, Titaniumia, Eliteä, Titaniumia, United Bankersia CapMania ja Privanetia. Verrokkien joukko on varsin kirjava ja esim. CapMan ja Privanet ovat mielestämme käytännössä sijoitusyhtiöitä. Parhaat verrokkit ovat Taaleri ja Evli.

Suhteessa laajaan verrokkiryhmään eQ:n osake hinnoitellaan tällä hetkellä selvällä preemiolla. Kaikilla tulospohjaisilla kertoimilla mitattuna arvostusero vaihtelee 26-45 %:n välillä ja mediaanipremio on noin 35 %. Jos sovellamme eQ:n laajan verrokkiryhmän mukaisia kertoimia (EV/S'17, P/E'18, EV/EBIT'18, P/B '17 ja osinko-% '17) samoilla painoilla, saamme eQ:n käyväksi arvoksi 6,6 euroa per osake. eQ on viime vuosien näyttöjen, lähivuosien

tuloskasvunäkymien ja liiketoimintarakenteensa puolesta vertailuryhmän laadukkaita yhtiöitä ja näin ollen selkeä preemioarvostus on mielestämme perusteltu.

Arvostus suhteessa verrokkiryhmiin tukee näkemystämme yhtiön haastavasta tulospohjaisesta valuaatiosta ja kohtuullisen houkuttelevasta osinkopohjaisesta arvostuksesta. Vaikka eQ:ta tuleekin hinnoitella selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, on nykyinen preemio erittäin korkea ja emme näe siinä enää nousuvaraa. Kokonaisuutena annamme vain vähän painoa laajalle verrokkiryhmälle ja keskitymme analyysissämme yhtiön lähimpiin verrokkeihin.

Lähimmät verrokkit

Listautuista kotimaisista finanssipalveluyhtiöistä parhaat verrokkit eQ:lle ovat Taaleri ja Evli. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiryhtiöistä lähimpänä toisiaan. eQ:n taloudellinen suorittaminen on ollut viime vuosina poikkeuksellisen hyvää ja yhtiön tuloskunto on tällä hetkellä näistä kolmesta selvästi paras. Toisaalta eQ:n riippuvuus kiinteistösektorista on erittäin suuri, joka nostaa hieman yhtiön riskitasoa suhteessa Evliin ja Taaleriin.

Soveltamalla Evlin ja Taalerin vuoden 2018 EV/EBIT- ja P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa samoilla painoilla, olisi eQ:n käypä arvo 9,2 euroa per osake, joka on linjassa tavoitehintamme kanssa. Tulospohjaisesti eQ on hinnoiteltu selvästi yli Evlin ja Taalerin, mutta osinkotuotolla selvästi alle.

	P/E (oik.)		EV/EBIT (oik.)		EV/S	P/B	Osinko	
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2017e	2017e	2018e
Evli	15,2	14,5	9,8	9,4	3,0	3,2	5,2 %	5,7 %
eQ	21,2	17,1	16,2	12,9	8,1	5,5	5,6 %	5,6 %
Taaleri	12,9	14,1	10,4	10,9	4,0	2,8	2,3 %	2,7 %
United Bankers	17,3	10,9	13,2	9,6	2,4	3,0	4,2 %	5,6 %
CapMan	13,5	18,4	11,5	15,0	8,3	1,9	6,3 %	6,9 %
Elite	47,9	12,2	300,0	13,5	2,8	2,5	1,0 %	3,4 %
Privanet	14,3	10,6	8,2	6,9	3,3	2,8	7,2 %	7,2 %
Titanium	12,5	10,2	10,8	8,0	4,2	3,4	6,5 %	7,5 %

Keskiarvo	19,4	13,5	47,5	10,8	4,5	3,1	4,8 %	5,6 %
Mediaani	14,8	13,2	11,2	10,3	3,7	2,9	5,4 %	5,7 %
Erotus% vrt. mediaani	44 %	30 %	45 %	26 %	122 %	90 %	4 %	-1 %

	Evli&Taaleri mediaani (x)	laskennallinen arvo/osake (EUR)	Paino-arvo	Osuus eQ:n arvosta (EUR)
P/E'18	14,3	7,4	33 %	2,5
EV/EBIT'18	10,2	7,0	33 %	2,3
Osinko-% 17	3,8 %	13,3	33 %	4,4
eQ:n käypä arvo				9,2

Yritysjärjestelyoptio

Yritysjärjestelyoptio

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

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

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

Yritysjärjestelyoption osalta näemme kolme mahdollista skenaariota:

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

Skenaariossa, jossa eQ ostettaisiin pois,

pidämme todennäköisenä, että kauppahinta sisältäisi kohtuullisen preemion suhteessa nykykurssiin. Ottaen huomioon yhtiön varsin haastavat tulokertoimet, pidämme ostotarjousta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisenä. Ostotarjouksen todennäköisyys kasvaa, kun yhtiön tulosvipu tulee entistä voimakkaammin esiin kiinteistörahastojen tuottopalkkioiden realisoitumisella. Todennäköisin ostaja olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen. Myös pienemmät pankit (esim. Aktia) voisivat periaatteessa olla kiinnostuneita vahvistamaan tarjontaansa ostamalla eQ:n, mutta tätä korttia pidämme varsin epätodennäköisenä.

Finanssisektorin laajemman fuusion osalta uskomme, että toimialalle tulee 3-5 vuoden tähtäimellä syntymään yksi selvästi nykyisiä keskisuuria suurempi toimija, joka pystyy mittakaavansa ja tarjontansa puolesta haastamaan aiempaa voimakkaammin perinteiset pankit. Nykyisien haastavien arvostustasojen ympäristössä ainoa realistinen vaihtoehto olisi mielestämme tehdä järjestely osakevaihdoilla, jolloin myös omistaja-arvon luominen molemmille osapuolille olisi mahdollista. Suurempana haasteena ovatkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät.

Arviomme mukaan eQ on kiinnostunut laajentamaan toimintaansa yritysjärjestelyillä esimerkiksi tuotetarjontansa laajentamiseksi (esim. uudet pääomarahastot) tai puhtaasti hallinnoitavan varallisuuden kasvattamiseksi. Nämä järjestelyt olisivat kuitenkin toteutuessaan

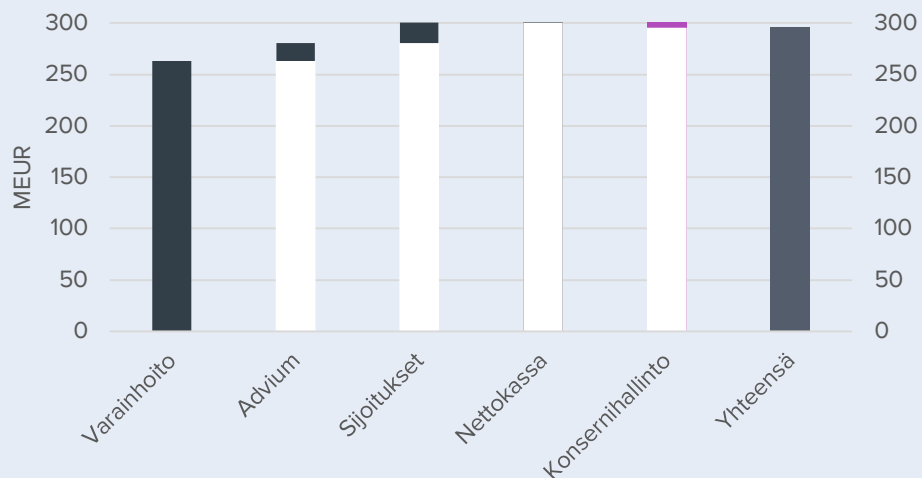
pieniä ja niillä ei olisi oleellista merkitystä koko konsernia ajatellen.

Järjestelyiden todennäköisyys kasvanut

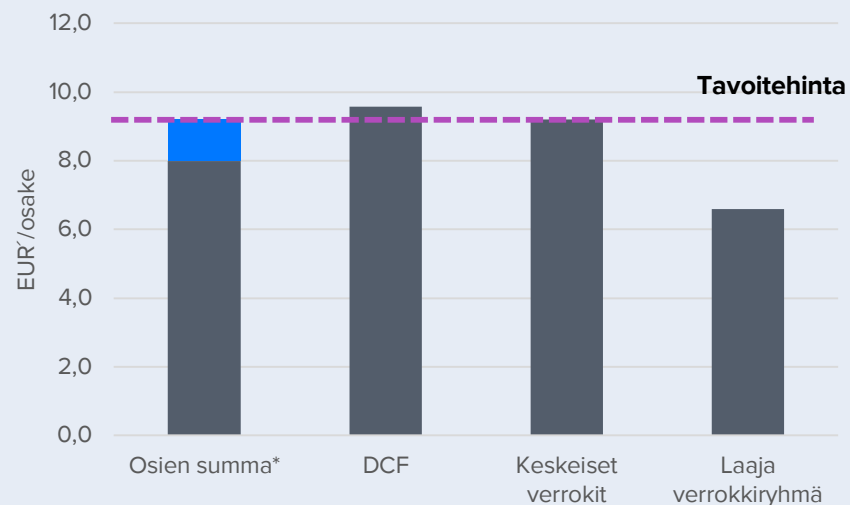
Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyiden todennäköisyys on kasvanut eQ:lla viimeisen 12kk aikana. Yhtiön tulokone alkaa hiljalleen olla täydessä iskussa ja seuraavaan kokoluokkaan siirtyminen vaatisi mielestämme yritysjärjestelyjä. Myös yhtiön nykyinen selkeä preemiohinnoittelu suhteessa keskeisiin verrokkeihin toimii hyvänä insentiivinä aktivoitua yritysjärjestelyissä.

Arvostus yhteenveto

Osien summa laskelma



Arvonmääritys yhteenveto

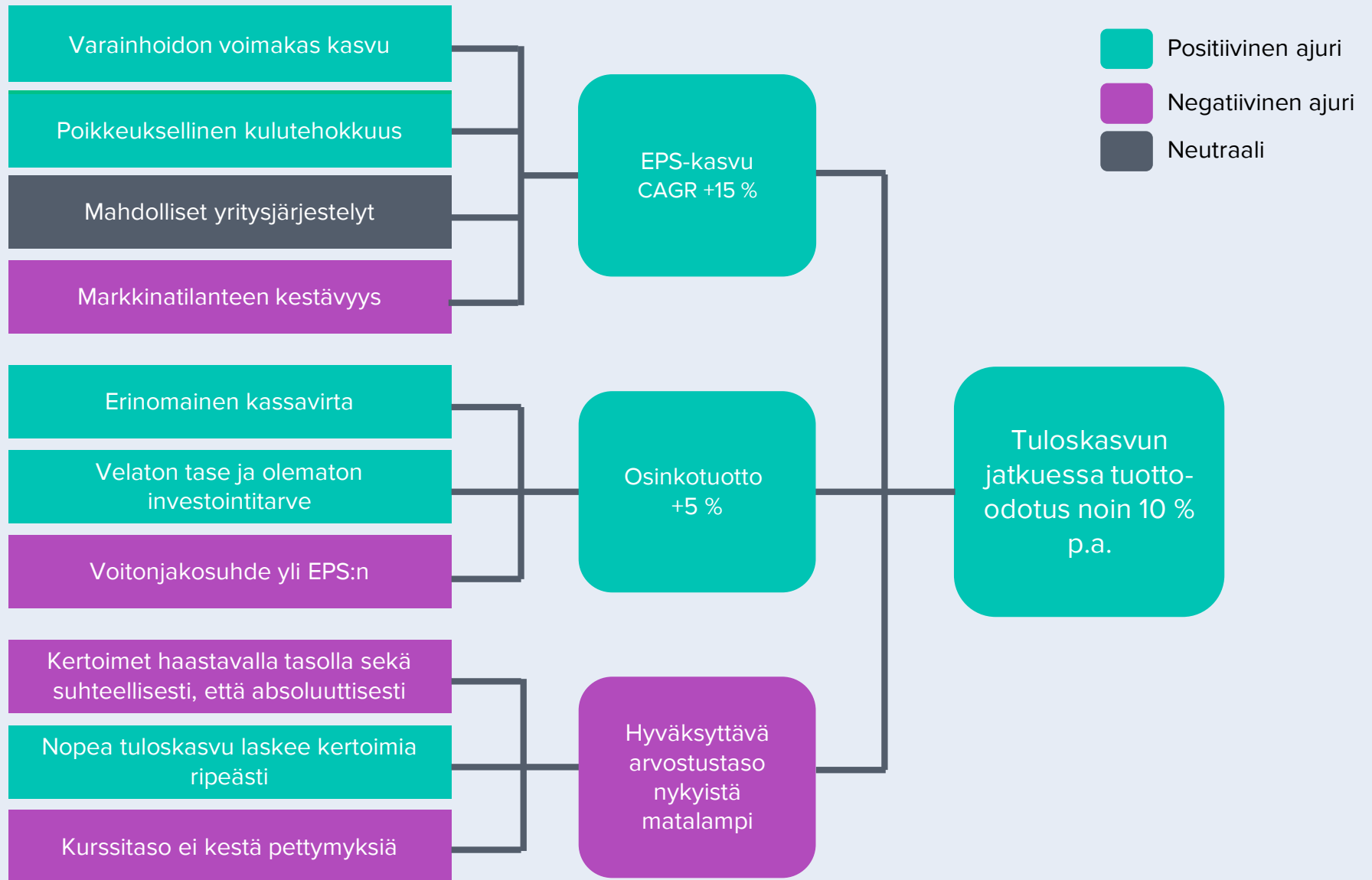


Kertoimet yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Markkina-arvo	239	307	330	330	330
Yritysarvo (EV)	217	290	317	313	309
P/E (oik.)	22,9	23,9	20,9	16,8	15,2
P/B	3,4	4,8	5,4	5,3	5,1
P/S	7,8	8,7	8,3	7,1	6,4
EV/Liikevaihto	7,1	8,2	8,0	6,8	6,0
EV/EBITDA	15,6	17,2	15,7	12,5	10,9
EV/EBIT	16,4	17,9	15,9	12,6	11,1
Osinko/tulos (%)	175,8 %	144,4 %	118,6 %	95,4 %	86,3 %
Osinkotuotto-%	7,7 %	6,0 %	5,7 %	5,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes

eQ:n arvoajurit 2017-2020e



Tuloslaskelma

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	30,5	9,5	9,2	7,6	9,2	35,4	9,4	9,2	8,2	12,8	39,6	46,2	51,3
Varainhoito	21,7	6,1	6,1	6,4	7,0	25,6	8,0	8,0	7,5	10,2	33,7	38,4	44,7
Sijoitukset	1,8	0,3	0,3	0,7	0,6	1,9	0,1	0,2	0,3	0,5	1,1	1,3	1,1
Corporate Finance	7,0	3,0	2,8	0,5	1,6	7,9	1,2	1,1	0,4	2,0	4,7	6,5	5,5
Käyttökate	13,9	4,3	4,1	4,1	4,3	16,8	4,3	4,5	4,2	7,2	20,3	25,1	28,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,2	4,1	4,0	4,0	4,1	16,2	4,2	4,5	4,1	7,1	19,9	24,8	28,0
Liikevoitto	13,2	4,1	4,0	4,0	4,1	16,2	4,2	4,5	4,1	7,1	19,9	24,8	28,0
Varainhoito	9,6	2,7	2,7	3,4	3,2	12,0	4,0	4,2	4,2	6,1	18,5	22,0	26,1
Sijoitukset	1,8	0,3	0,2	0,8	0,6	1,9	0,1	0,2	0,3	0,5	1,1	1,3	1,1
Corporate Finance	3,4	1,6	1,5	0,0	0,7	3,7	0,5	0,3	-0,1	1,0	1,7	2,9	2,2
Konsemihallinto	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-1,4	-1,4	-1,5
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
Tulos ennen veroja	13,2	4,1	4,0	4,0	4,1	16,2	4,2	4,5	4,1	7,1	19,9	24,8	28,0
Verot	-2,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-3,4	-0,8	-0,9	-0,8	-1,4	-4,0	-5,0	-5,6
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
Nettotulos	10,4	3,3	3,1	3,1	3,3	12,8	3,4	3,6	3,3	5,7	15,9	19,8	22,4
EPS (oikaistu)	0,28	0,09	0,09	0,09	0,09	0,35	0,09	0,10	0,09	0,15	0,43	0,52	0,58
EPS (raportoitu)	0,29	0,09	0,09	0,09	0,09	0,35	0,09	0,10	0,09	0,15	0,43	0,52	0,58
Osinko (sis. pääomanpalatukset)	0,50					0,50					0,50	0,50	0,50

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	25,0 %	43,3 %	7,9 %	12,9 %	5,9 %	16,1 %	-1,1 %	0,9 %	8,5 %	38,4 %	11,7 %	16,8 %	11,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	47,2 %	58,5 %	10,2 %	20,4 %	11,9 %	22,7 %	3,0 %	12,3 %	3,2 %	72,2 %	23,0 %	24,3 %	12,9 %
Käyttökate-%	45,7 %	45,8 %	44,7 %	54,6 %	46,5 %	47,6 %	46,3 %	49,2 %	51,1 %	56,6 %	51,3 %	54,3 %	55,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	43,3 %	43,6 %	43,3 %	52,5 %	44,9 %	45,8 %	45,4 %	48,2 %	50,0 %	55,9 %	50,4 %	53,6 %	54,5 %
Nettotulos-%	34,2 %	34,4 %	34,3 %	41,6 %	35,3 %	36,2 %	36,3 %	38,6 %	40,0 %	44,7 %	40,3 %	42,9 %	43,6 %

Lähde: Inderes

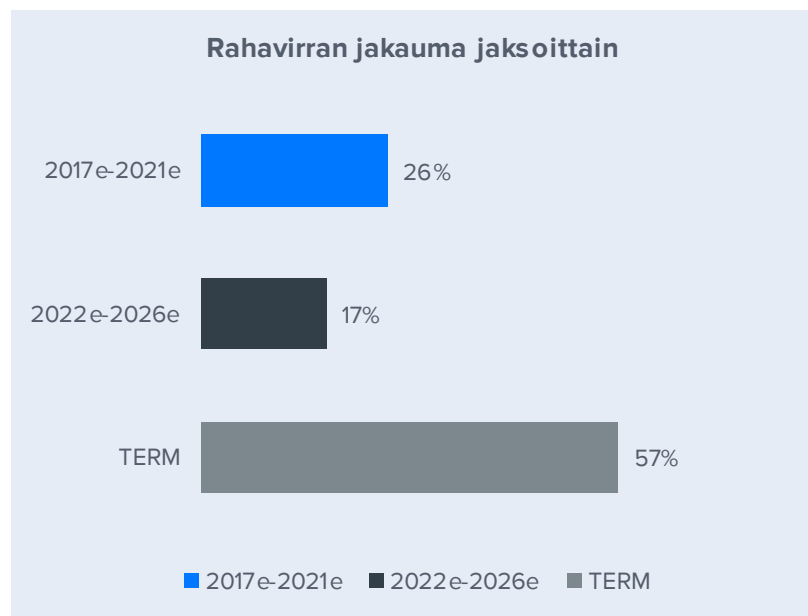
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	58,6	53,0	49,3	49,1	46,2	Oma pääoma	77,5	70,0	64,5	60,7	61,8
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Aineettomat oikeudet	5,2	4,8	4,3	4,3	4,3	Kertyneet voittovarot	12,6	16,0	18,3	15,6	16,7
Käyttöomaisuus	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,5	0,7	-0,1	-0,1	-0,1
Muut sijoitukset	27,3	22,5	19,2	19,0	16,1	Muu oma pääoma	52,9	41,9	34,9	33,7	33,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	Pitkäaikaiset velat	9,1	10,9	11,7	11,7	11,7
Vaihtuvat vastaavat	27,9	27,9	26,9	23,3	27,3	Laskennalliset verovelat	2,2	1,9	0,7	0,7	0,7
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	6,6	6,2	10,2	10,2	10,2	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	21,3	21,7	16,7	13,1	17,1	Muut pitkäaikaiset velat	6,9	9,0	11,0	11,0	11,0
Taseen loppusumma	86,6	80,9	76,2	72,4	73,4	Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	86,6	80,9	76,2	72,4	73,4

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	16,2	19,9	24,8	28,0	29,3	28,2	26,4	27,2	26,1	25,5	26,2	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-4,6	-4,1	-5,0	-5,6	-5,9	-5,6	-5,3	-5,4	-5,2	-5,1	-5,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,2	16,1	20,1	22,7	23,7	22,9	21,4	22,1	21,2	20,7	21,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	3,1	-0,1	2,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,3	16,0	22,8	22,4	23,4	22,6	21,1	21,8	20,9	20,4	21,0	
+/- Muut	0,2	1,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,6	17,2	22,2	22,4	23,4	22,6	21,1	21,8	20,9	20,4	21,0	410,4
Diskontattu vapaa kassavirta		18,5	20,6	19,3	18,8	16,8	14,6	13,9	12,4	11,3	10,8	210,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		366,1	348,8	328,2	308,9	290,1	273,3	258,7	244,8	232,3	221,0	210,3
Velaton arvo DCF		366,1										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		16,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-18,5										
Oman pääoman arvo DCF		364,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,71										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.9.2015	Lisää	5,70 €	4,97 €
5.11.2015	Lisää	6,10 €	5,77 €
11.2.2016	Vähennä	6,40 €	6,30 €
15.4.2016	Lisää	6,40 €	5,40 €
3.5.2016	Lisää	6,40 €	5,75 €
3.8.2016	Lisää	7,00 €	6,48 €
13.10.2016	Lisää	7,20 €	6,60 €
3.11.2016	Lisää	7,20 €	6,86 €
11.1.2017	Vähennä	7,80 €	8,29 €
6.2.2017	Vähennä	7,80 €	8,37 €
21.4.2017	Lisää	8,00 €	7,51 €
29.4.2017	Lisää	8,20 €	7,60 €
10.8.2017	Lisää	8,60 €	8,18 €
27.10.2017	Lisää	8,60 €	8,17 €
24.1.2018	Lisää	9,20 €	8,80 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositudarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositudarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositudarkkuus



2017

Suositudarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi