

eQ

Laaja raportti

20.8.2022 20:05



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



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

**inde
res.**

Luokkansa priimus

Toistamme eQ:n tavoitehinnan 26,0 euroa sekä lisää-suosituksen. Heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta yhtiön tuloskasvunäkymä on edelleen erittäin hyvä ja luottamuksemme tuloskasvua kohtaan on korkea. Arvostustaso ei ole edullinen, mutta linjassa historiallisten tasojen kanssa. Vahvan tuloskasvun sekä osingon luoma tuotto-odotus on mielestämme edelleen houkuttelevalla tasolla, kun se suhteutetaan yhtiön maltilliseen riskitasoon.

Kotimainen finanssipalvelutalo

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konsernin hallinnoitavat varat olivat Q2'22 lopussa 12,0 miljardia euroa (sisältää raportointipalvelut). Konsernilla on kolme liiketoimintaa: Varainhoito, investointipankki (Advium) ja omasta taseesta tehtävä sijoitustoiminta. Varainhoito on yhtiön liiketoiminnoista ylivoimaisesti tärkein ja sen osuus konsernin tuloksesta on yli 90 %. eQ on täyden palvelun instituutiovarainhoitaja ja sen tuotetarjonnan keihäänkärkenä ovat kiinteistö- ja private equity -rahastot.

Historiallinen kehitys ollut poikkeuksellisen vahvaa oikeiden strategisten valintojen ansiosta

Nykymuotoinen eQ on syntynyt vuonna 2011, kun Amanda Capital, eQ Varainhoito ja Advium yhdistyivät. Yhtiö on tehnyt strategisesti jatkuvasti oikeita valintoja ja yhtiö on kyennyt hyödyntämään toimialan trendit erittäin hyvin (mm. matala korkotaso, regulaatio sekä vaihtoehtoiset omaisuusluokat). Oikeiden strategisten valintojen sekä näiden erinomaisen toteuttamisen ansiosta yhtiön tulos on kasvanut keskimäärin yli 20 % vuodessa 2011–2021 välillä ja osakkeen kokonaistuotto on samalla ajanjaksolla noin 1700 % (IRR +30 % p.a).

Tuloskasvunäkymä on erinomainen

Yhtiö on vahvan kiinteistö- ja PE-rahastopainonsa sekä laadukkaiden tuotteiden johdosta asemoitunut poikkeuksellisen hyvin nykymarkkinaaan ja yhtiö kykeneekin jatkamaan vahvaa tuloskasvuun heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta. Keskeiset tuloskasvuajurit ovat kiinteistö ja PE-rahastojen vahvana jatkuva uusmyynti sekä yhä isommassa määrin myös PE-rahastojen tuottosidonnaiset palkkiot. Yhtiön kulurakenne säilyy fokusoituneen ja kurinalaisen strategian toteutuksen seurauksena erittäin tiukkana ja kasvu valuu tehokkaasti viivan alle. 2021–2026e välinen EPS:n kasvuennustemme on 12 %/v. Kovasta tuloskasvusta huolimatta tuloskasvuun liittyvä riskitaso on kohtuullisen maltillinen, kunhan yhtiö onnistuu seuraavissa asioissa: rahastojen hyvien tuottojen ylläpidossa, Kiinteistö ja PE-rahastojen uusmyynnissä sekä erinomaisen kulutehokkuuden ylläpidossa. eQ:n kasvu ei sido käytännössä ollenkaan pääomaa ja yhtiö pystyy jatkamaan vuolasta voitonjakoaan.

Pidemmän aikavälin tuotto-odotus edelleen houkutteleva

eQ:n arvostus on kovan tuloskasvun myötä painunut lähelle sen historiallisia tasoja niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Tässä mielessä arvostuskuva on mielestämme neutraali ja huomattavasti terveempi kuin esimerkiksi 6–12kk sitten. Vaikka kertoimet ovat edelleen absoluuttisesti ja suhteellisesti korkeat, ovat ne perusteltavissa yhtiön jatkaessa erinomaista suorittamistaan. Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa nykytasolla tuloskasvuun sekä osinkoon nojaten 10–20 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen, mikä on mielestämme enemmän kuin riittävä korvaus yhtiön matalan riskiprofiilin kantamisesta. Tätä tuotto-odotusta kuvastaa myös DCF-mallimme, joka on nykykurssin yläpuolella. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme tuloskasvun hidastumiseen, sillä se johtaisi väistämättä myös hyväksyttävien arvostustasojen laskuun.

Suositus

Lisää

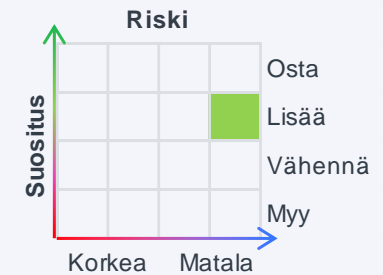
(aik. Lisää)

26,00 EUR

(aik. 26,00 EUR)

Osakekurssi:

23,70



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	78,9	86,8	96,6	110,6
kasvu-%	39 %	10 %	11 %	15 %
EBIT oik.	47,7	53,5	60,3	70,2
EBIT-% oik.	60,4 %	61,6 %	62,5 %	63,5 %
Nettotulos	38,1	42,6	48,1	56,0
EPS (oik.)	0,96	1,06	1,18	1,36

P/E (oik.)	26,8	22,3	20,0	17,4
P/B	12,8	11,5	11,0	10,2
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,6 %	5,2 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	20,2	16,7	14,7	12,5
EV/EBITDA	19,8	16,3	14,5	12,3
EV/Liikevaihto	12,2	10,3	9,2	8,0

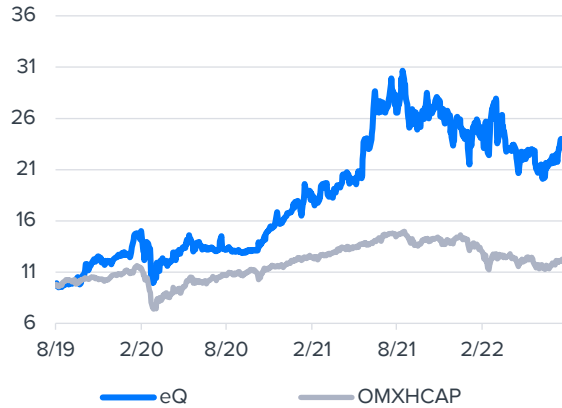
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

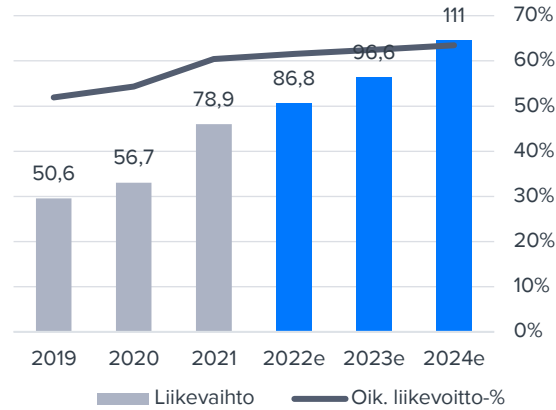
Varainhoito-segmentin nettoliikevaihdon ja liikevoiton ennakoidaan kasvavan vuonna 2022.

Osakekurssi



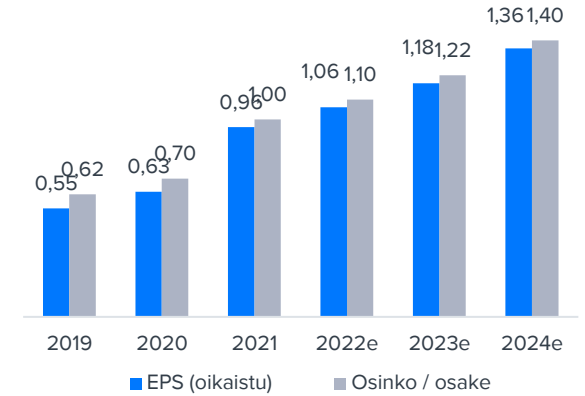
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Avainhenkilöriskit
- Korkeiden korkojen nousu heikentäisi koko pääomamarkkinaa
- Tuottopalkkioiden realisoituminen
- Markkinan heikentyminen vaikeuttaa uusmyyntiä, vaikka liiketoiminta onkin suhteessa muuhun sektoriin poikkeuksellisen vähäsyklisiä

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	23,7	23,7	23,7
Markkina-arvo	951	951	951
Yritysarvo (EV)	891	886	880
P/E (oik.)	22,3	20,0	17,4
P/E	22,3	20,0	17,4
P/Kassavirta	23,0	20,2	17,6
P/B	11,5	11,0	10,2
P/S	11,0	9,9	8,6
EV/Liikevaihto	10,3	9,2	8,0
EV/EBITDA (oik.)	16,3	14,5	12,3
EV/EBIT (oik.)	16,7	14,7	12,5
Osinko/tulos (%)	103,8 %	103,4 %	102,9 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,2 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–8
Segmentit: Varainhoito	9–17
Segmentit: Corporate Finance (Advium)	18
Segmentit: Sijoitukset	19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20
Toimiala	21–29
Sijoittaja- ja riskiprofiili	30–31
Taloudellinen tilanne	32
Konsernin tulosestimateet	33–36
Arvonmääritys	37–40
Liitteet	41–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

eQ lyhyesti

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni.

2011

Perustamisvuosi

78,9 MEUR

Liikevaihto 2021

47,7 MEUR (60,4 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

12,0 mrd. euroa

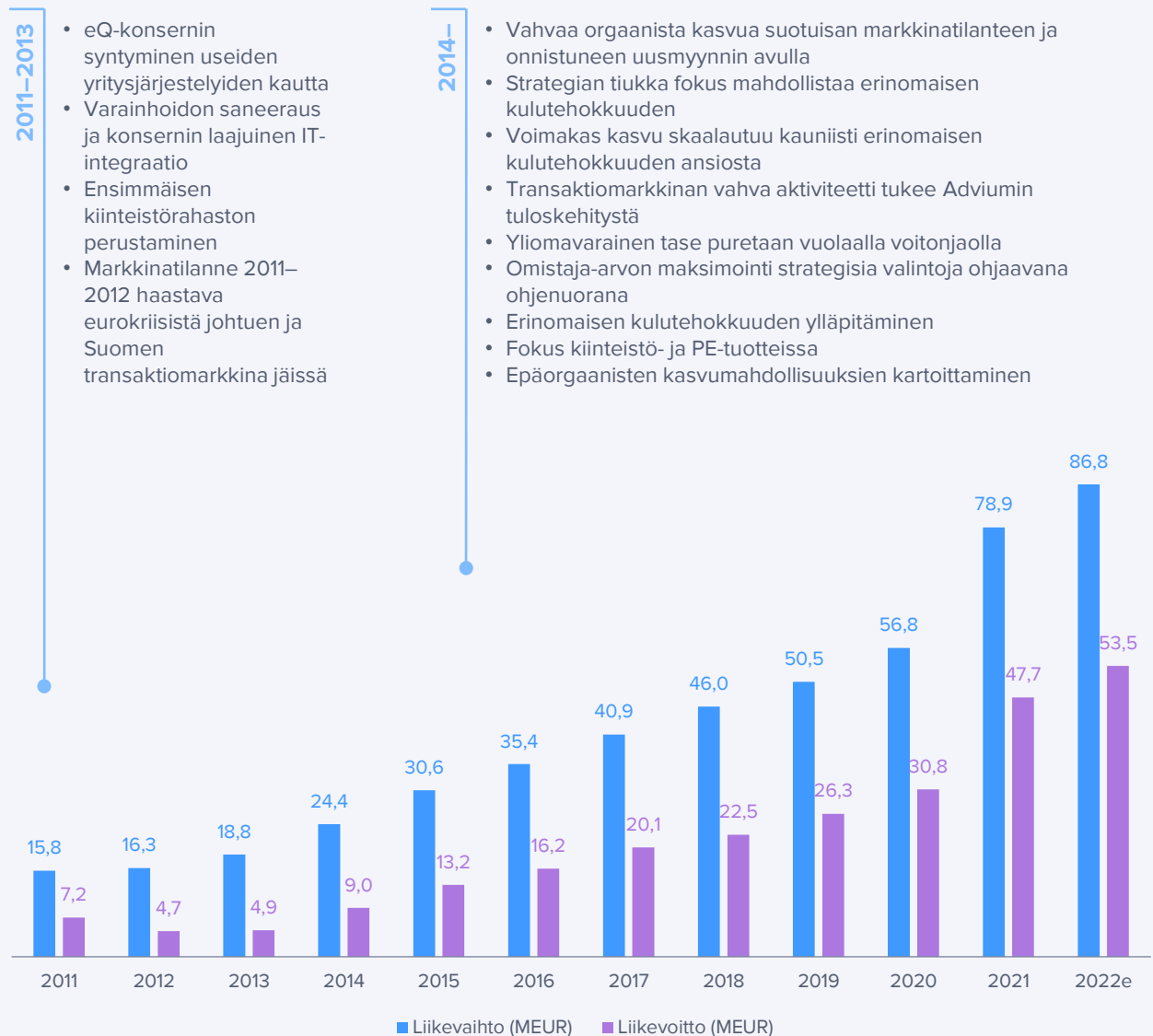
Hallinnoitavat varat Q2'22 lopussa

96

Henkilöstön lukumäärä Q2'22 lopussa

+24 % p.a.

Vuotuinen EPS kasvu nykyjohdon alaisuudessa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

eQ on suomalainen varainhoitoon ja investointipankkitoimintaan keskittyvä konserni. Konserni tarjoaa asiakkailleen sijoitus-, kiinteistö- ja pääomarahastoihin liittyviä palveluita, yksilöllistä varainhoitoa, sijoitusvakuutuksia sekä laajan valikoiman kansainvälisten yhteistyökumppaneiden sijoitusrahastoja.



Konsernitoiminnot (Muut-segmentti raportoinnissa)

LIIKETOIMINTASEGMENTIT



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



eQ:n oikea strategia yhdessä määrätietoisesta ja kurinalaisesta toteuttamisesta on johtanut huikkeisiin tuloksiin. Yhtiön osakekohtainen tulos on kasvanut vuosien 2011–2021 välillä keskimäärin noin 24 %:lla, mikä täysin omaa luokkaansa sijoituspalveluyhtiöiden joukossa. Näkemyksemme mukaan poikkeuksellisen menestyksen taustalla ovat etenkin seuraavat tekijät:



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



Skaalautuvat ja huippulaadukkaat tuotteet sekä asiakaskunnassa fokus instituutioissa



Keskittyminen ydinliiketoimintaan, rönsyjen välttäminen sekä tiukka kulukontrolli



Hallinnoitava varallisuus 12,0 mrd. euroa Q2'22 lopussa.



Asiakaskunta painottunut instituutioihin sekä varakkaisiin yksityishenkilöihin.



Konsernin henkilöstömäärä 96 Q2'22 lopussa (kokopäiväresursseina).

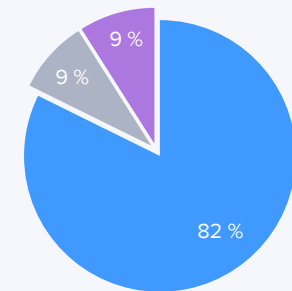


Liikevaihdon painopiste Varainhoidossa, jossa kiinteistörahastojen merkitys suurin.



Osakkeen kokonaistuotto lähes +1700 % tai yli 30 % vuodessa 2011–2021.

Konsernin liikevaihdon jakauma segmenteittäin



■ Varainhoito ■ Advium ■ Sijoitukset

Yritysjärjestelyt

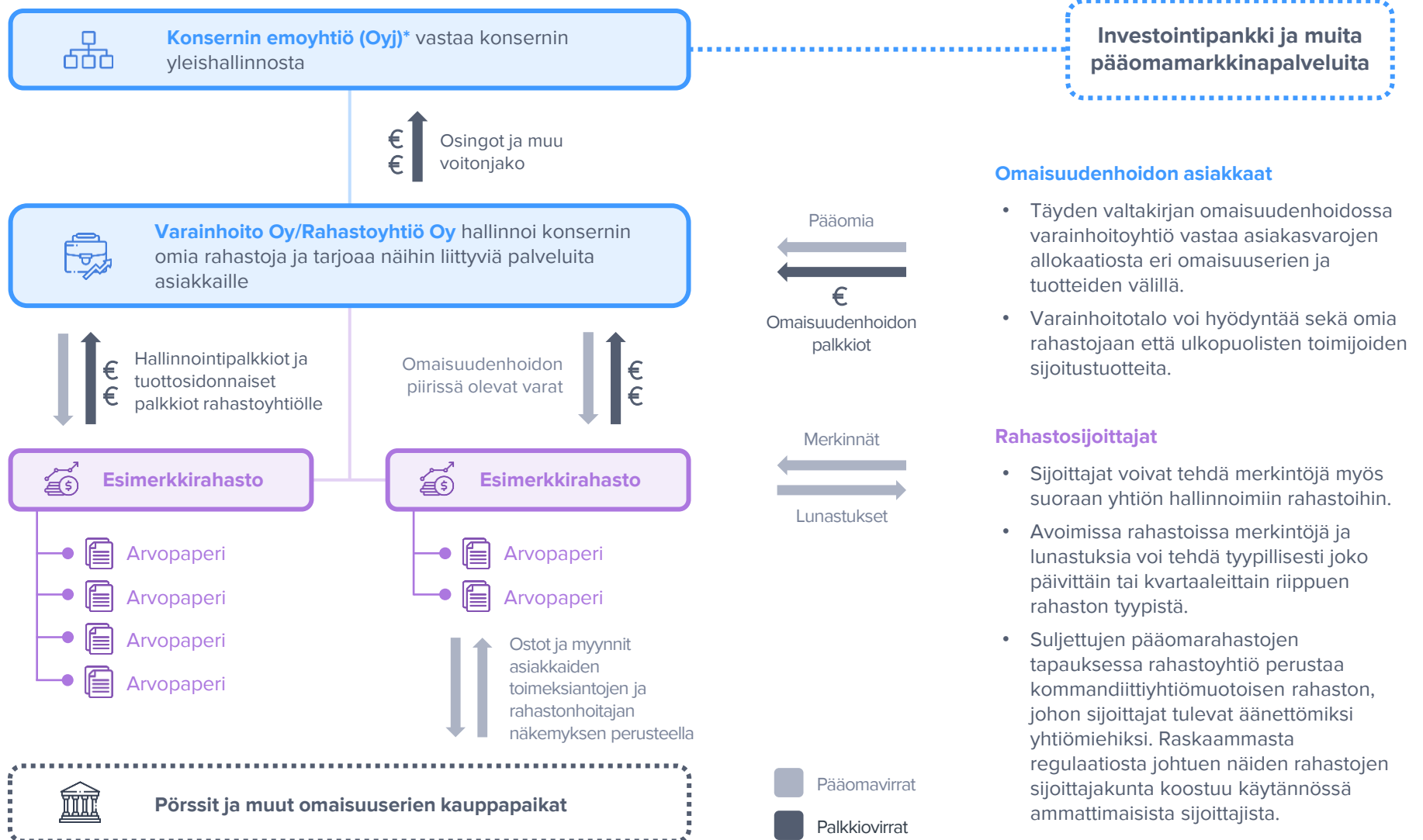
eQ:n reilun 20 vuoden historiaan sisältyy lukuisia omistusjärjestelyjä, joista yhtiön nykyisen liiketoiminnan kannalta olennaisia on kolme:

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

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. Samalla uuden eQ-konsernin toimitusjohtajaksi nousi Janne Larma. Transaktion tarkoituksena oli luoda Suomeen uusi finanssitalo, joka pystyy vastaamaan toimialan muuttuvaan toimintaympäristöön ja nousemaan seuraavaan kokoluokkaan.



Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Omaisuuksenhoidon asiakkaat

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

Rahastosijoittajat

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

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

Varainhoito 1/2

Varainhoito muodostaa konsernin ytimen

eQ on viime vuosien vahvan orgaanisen kasvun myötä noussut yhdeksi Suomen merkittävimmistä varainhoitajista. eQ Varainhoidon palvelutarjontaan kuuluu yksilöllinen varainhoito, private equity- ja kiinteistörahastot, raportointipalvelut sekä omat sijoitusrahastot (osake-, korko-, ja yhdistelmärahastot). Segmentti työllistää 75 henkilöä Suomessa.

Asiakaskunta on keskittynyt instituutioihin

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

Institutionaalisten asiakkaiden keskuudessa yhtiön asema on erinomainen ja yhtiö on noussut SFR:n vuosittain teettämässä tutkimuksessa Suomen laadukkaimmaksi instituutiovarainhoitajaksi. eQ Varainhoito on myös selvästi käytetyin varainhoitaja, sillä noin 70 % tutkimuksessa haastatellusta noin sadasta instituutiosijoittajasta ilmoitti käyttävänsä eQ Varainhoidon palveluita. Kehitys on merkittävä, sillä vielä vuonna 2012 eQ oli vasta kymmenenneksi käytetyin. Yhtiön hallinnoitava varallisuus oli Q2'22 lopussa noin 12,0 miljardia euroa.

Hallinnoitava varallisuus ja palkkiotuotot

Kiinteistörahastoissa yhtiöllä oli Q2'22 lopussa 2471 MEUR ja näiden rahastojen osuus koko Varainhoidon palkkiotuotoista oli tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla noin 60 % ja ilman tuottosidonnaisia palkkioita 42 %. Kiinteistörahastojen keskimääräinen ansainta on erittäin hyvä ne ovat olleet suurin

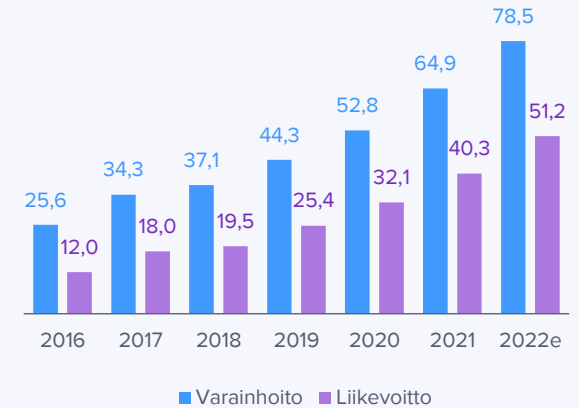
yksittäinen selittävä tekijä yhtiön viime vuosien menestyksen taustalla. Käsitellemme kiinteistörahastoja tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q2'22 lopussa hallinnoitavaa varallisuutta 2680 MEUR ja PE-mandaateissa/varainhoito-ohjelmissa 1009 MEUR. Varainhoito-ohjelmat sijoittavat huomattavan osan pääomista eQ:n omiin tuotteisiin. PE-rahastot ja mandaatit tuottavat yhtiölle erittäin hyvää tulovirtaa ja näiden osuus Varainhoidon palkkioista oli tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden noin 28 % ja ilman tuottosidonnaisia palkkioita 20 % (H1'22). Lisäksi yhtiöllä oli Q2'22 lopussa 2774 MEUR PE-raportointipalveluiden piirissä, mutta tämän merkitys yhtiön palkkiotuotoille on olematon. Käsitellemme PE-rahastoja tarkemmin seuraavilla sivulla.

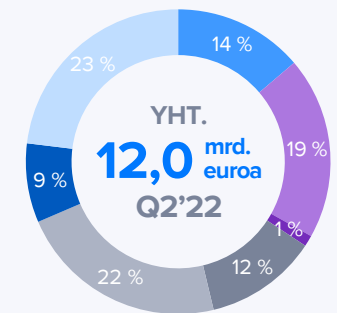
Perinteisessä varainhoidossa yhtiöllä on 24 sijoitusrahastoa ja näissä pääomia yhteensä 1654 MEUR. Keihäänkärkituotteita ovat kehittyvien markkinoiden osakerahastot sekä pienyhtiörahastot. Lisäksi perinteisen varainhoidon alla raportoidaan Muun varainhoidon sekä yhteistyökumppanien rahastojen palkkiot (Q2'22 AUM 1437 MEUR). Nämä sisältävät käsityksemme mukaan kolmansien osapuolien tuotteita, joilla eQ tarvittaessa täydentää omaa rahastovalikoimaansa.

Perinteisen varainhoidon osuus oli Varainhoidon palkkiotuotoista vuonna 2021 vain noin 16 % (tuottopalkkiot huomioiden ~21 %) ja sen osuus on laskenut tasaisesti jo pitkään. Yhtiön track-record on perinteisessä varainhoidossa vahva ja noin 69 % yhtiön omista rahastoista on ylittänyt vertailuindeksin tuoton viimeisen viiden vuoden ajanjaksolla. Yhtiön kilpailukyky perinteisessä varainhoidossa onkin näkemyksemme mukaan erinomainen.

Varainhoidon liikevaihto ja liikevoitto



eQ:n hallinnoitava varallisuus



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

Varainhoito 2/2

Tuottosidonnaisten palkkioiden osuus kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista oli 18 % vuonna 2021 ja 26 % vuoden 2022 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Tuottosidonnaisia palkkioita kertyy yhtiön kiinteistö- ja private equity-rahastoista sekä tietyistä perinteisistä rahastoista ja mandaateista. Palkkioiden jakauma on esitetty sivun oikeassa palkissa. Vuodesta 2022 eQ alkoi jaksottaa tuottosidonnaisten palkkioidensa voitontasauksen osuutta tuloslaskelmaansa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö kirjaa osan arvioimistaan rahastojen voitontasauksista etukäteen ennen niiden kassavirtojen tuloutumista. Suurin osa tuottosidonnaisten palkkioiden kokonaismäärästä tuloutetaan kuitenkin edelleen niiden kassavirtojen toteutumisasajankohtana.

eQ:n tuottosidonnaiset palkkiot ovat kasvaneet selvästi viime vuosina johtuen erityisesti kiinteistörahastojen vahvasta kehityksestä ja tiettyjen PE-rahastojen merkittävästä voitonjaosta. Jatkossa tuottosidonnaisten palkkioiden kasvun merkittävin ajuri on rahastokokojen kasvu, sillä tuottopalkkiot lasketaan prosenttiperusteisesti rahaston pääomista. Tämä luonnollisesti vaatii eQ:n rahastoilta hyvää tuottotasoa myös jatkossa, joten tuottopalkkioiden kehitykseen liittyy selvästi hallinnointipalkkioita enemmän epävarmuutta.

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

Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

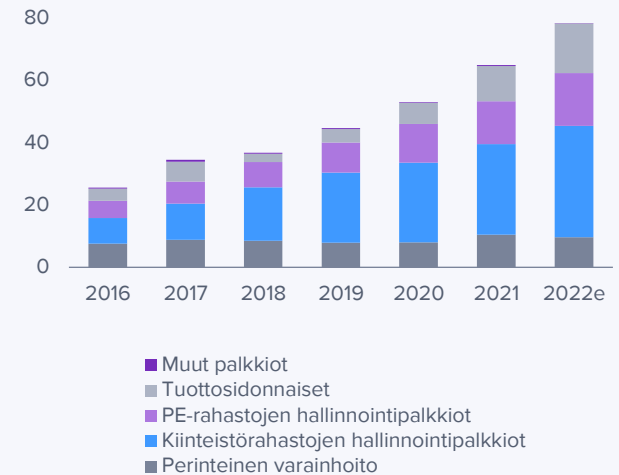
Uusmyynnin lisäksi arvonmuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut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

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

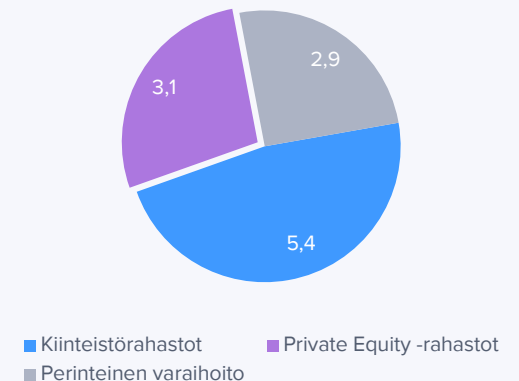
Suljetut vaihtoehtorahastot ovat toiminnassa vain tietyin aikaa (tyypillisesti 10v), eikä niistä tällöin ole mahdollista lunastaa pääomia. Useat yhtiöt kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käypiä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti sidottu rahastoon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

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

Varainhoidon palkkioiden jakauma (MEUR)



Tuottosidonnaisten palkkioiden jakauma 2021 (MEUR)



Varainhoito: Kiinteistörahastot 1/3

Kiinteistörahastojen hallinnointipalkkiot olivat 2021 yhteensä 29,0 MEUR. Tuottosidonnaiset palkkiot olivat 5,4 MEUR vuonna 2021, ja näistä reilu puolet tuli Yhteiskuntakiinteistöistä ja loput Liikekiinteistöistä.

Avoimet kiinteistörahastot

eQ laajeni kiinteistörahastoihin 2012 ostamalla Finnreit-yhtiöt, joka perusti Hoivarahaston (nykyisin Yhteiskuntakiinteistöt) vuonna 2012 ja vuonna 2014 eQ lanseerasi Liikekiinteistöt -rahaston. eQ:n avoimet kiinteistörahastot ovat olleet huikea menestystarina ja niiden AUM on kasvanut jo 2329 MEUR:oon (tilanne Q2'22 lopussa). Avoimien rahastojen keskimääräinen palkkiotaso on erinomainen – noin 1,4–1,5 %. Taso on 1,95 %:n listahintaa alempi johtuen isoille instituutioille annetuista alennuksista.

Etenkin **Yhteiskuntakiinteistöt**-rahaston kehitys on ollut erittäin vahvaa ja sen oma pääoma oli Q2'22 lopussa 1545 MEUR. Rahaston nettomerkinnot ovat kasvaneet jatkuvasti voimakkaan kysynnän johdosta ja velkavipu on säännöllisesti ollut varsin matala. Tämä vuoksi eQ on joutunut sulkemaan rahastoa väliaikaisesti vanhojen omistajien etujen turvaamiseksi. Yhtiö on vuosien saatossa laajentanut rahaston sijoitusuniversumia, mitä myös heijastelee rahaston nimenmuutos Hoivarahastosta Yhteiskuntakiinteistöihin. Rahaston track-record on erittäin vahva ja sen vuosituotto perustamisen jälkeen on ollut 9,0 %. Nettovuokratuotto oli Q2'22 lopussa 5,1 % ja rahaston fundamentit ovat vahvat. Odotammekin rahaston myynnin jatkuvan erittäin vahvana myös tulevina vuosina.

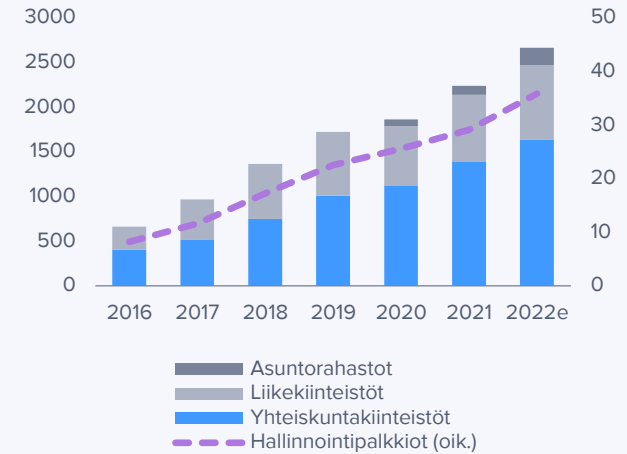
Liikekiinteistöt-rahaston oma pääoma oli Q2'22

lopussa 784 MEUR ja rahaston myynti on hidastunut selvästi 2018 jälkeen. Arviomme mukaan taustalla on laskenut kiinnostus liikekiinteistömarkkinaa kohtaan sekä rahaston tuottotasossa nähty notkahdus. Rahaston historiallinen vuosituotto on viime vuosien notkahduksesta huolimatta edelleen hyvä 8,6 % ja nettovuokratuotto on vahva 6,0 %. Rahaston fundamentit ovat kuitenkin edelleen terveet ja arviomme mukaan rahaston uusmyynnillä olisi edellytykset piristyä tulevina vuosina. Tämä kuitenkin todennäköisesti vaatii liikekiinteistömarkkinan yleistä pirstymistä, joka tukisi rahaston myyntiä paremman tuoton sekä kasvavien allokaatioiden kautta.

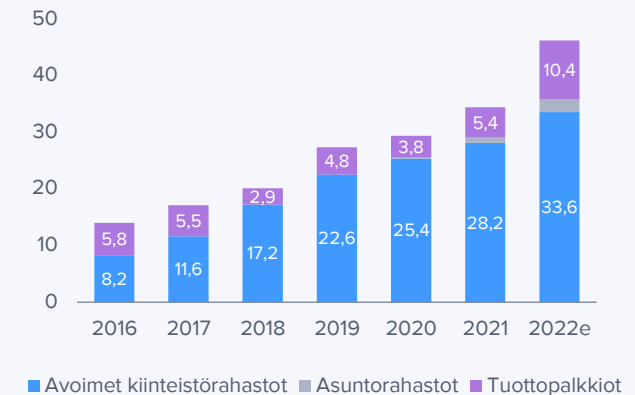
Suljetut asuntorahastot

eQ ilmoitti tammikuussa 2020 laajentavansa kiinteistötuotetarjontaa perustamalla ensimmäisen Asuntorahaston. Avoimista rahastoista poiketen asuntorahastot ovat rakenteeltaan suljettuja rahastoja, jotka on suunnattu ammattimaisille sijoittajille. Asuntorahasto I suljettiin 2021 huhtikuussa 100 MEUR:n kokoisena, ja rahaston velan huomioiva kokonaispääoma nousee lopulta yli 300 MEUR:oon. Rahastossa on ison velkavipun johdosta myös merkittävä tuottopalkkiopotentiali, jota saadaan kuitenkin odottaa vuosikymmenen puoliväliin asti. Toisen asuntorahastonsa eQ perusti vuoden 2022 alussa ja ensimmäisen asuntorahaston tapaan sen tavoitekoko on 100 MEUR (NAV). Arviomme mukaan eQ:n saama palkkiotaso rahastojen kokonaispääomasta (GAV) on 0,4 % vuodessa. Yhtiön on tarkoitus perustaa uusia asuntorahastoja tasaiseen tahtiin – keskimäärin kahden vuoden välein.

Kiinteistörahastojen AUM ja hallinnointipalkkiot (MEUR)



Kiinteistörahastojen palkkiotuotot (MEUR)



Varainhoito: Kiinteistörahastot 2/3



Yhteiskuntakiinteistöt perustiedot 6/22:

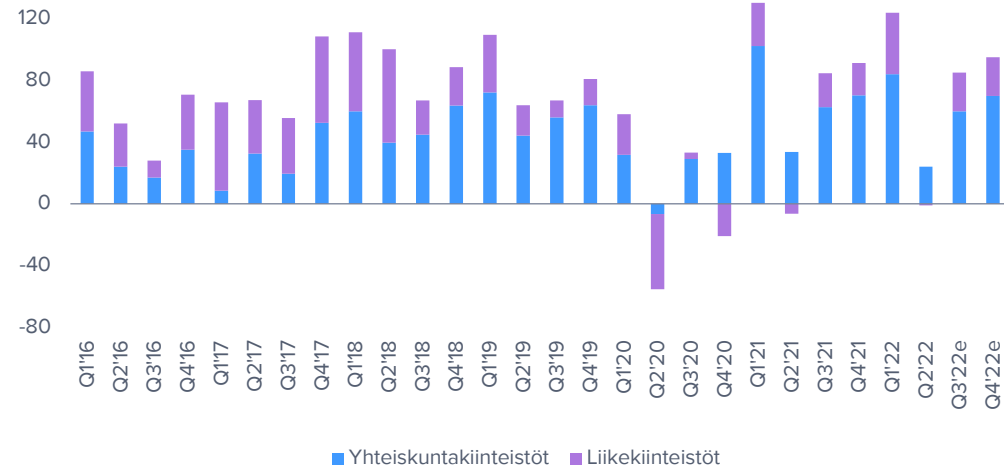
- NAV: 1545 MEUR
- GAV: 2102 MEUR
- Velkavipu: 27 %
- Vuokrausaste: 98 %
- Nettovuokratuotto: 5,1 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 9,7 vuotta



Liikekiinteistöt perustiedot 6/22:

- NAV: 784 MEUR
- GAV: 1254 MEUR
- Velkavipu: 37 %
- Vuokrausaste: 93 %
- Nettovuokratuotto: 6,0 %
- Vuokrasopimusten keskipituus: 5,1 vuotta

Avoimien kiinteistörahastojen nettomerkinnot kvartaaleittain (MEUR)



Avoimien rahastojen palkkiot:



Hallinnointipalkkio

- 1,95 % omasta pääomasta



Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta



Lunastuspalkkio

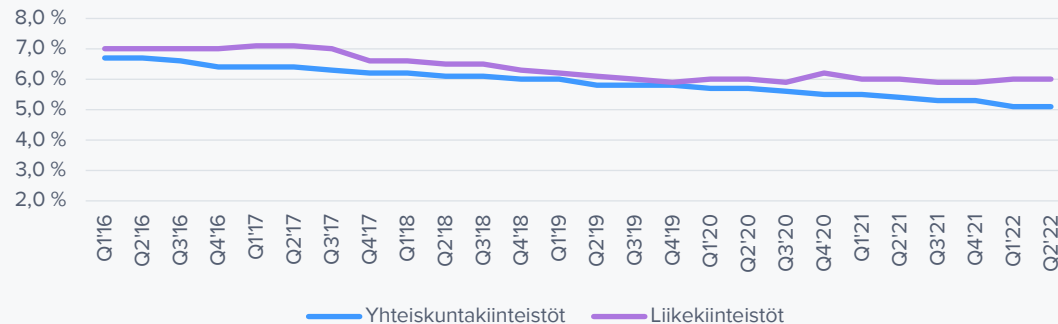
- 0–2 % (omistusajan mukaan)



Tuottosidonnainen palkkio

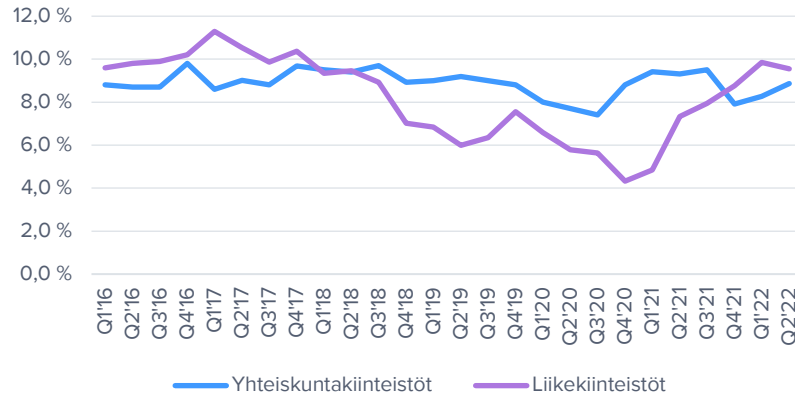
- 20 % referenssituoton (7 %) ylittävästä tuotosta

Kiinteistörahastojen nettovuokratuotot

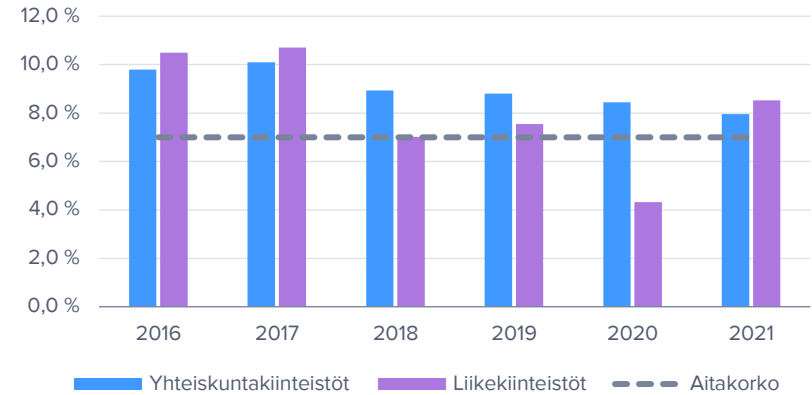


Varainhoito: Kiinteistörahastot 3/3

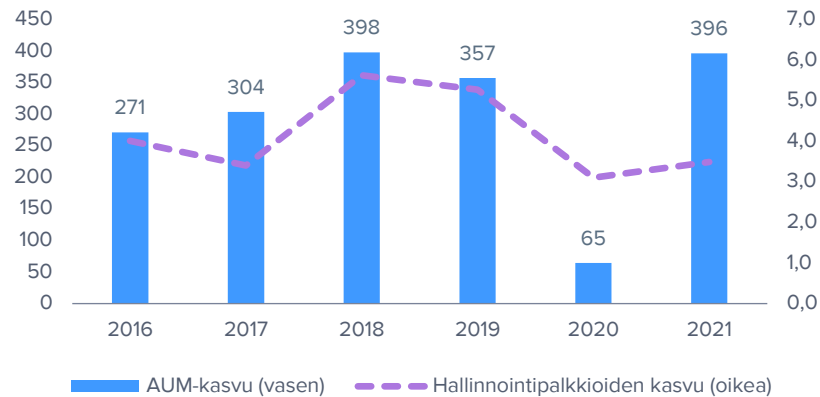
Kiinteistörahastojen tuotot (rullaava 12kk)



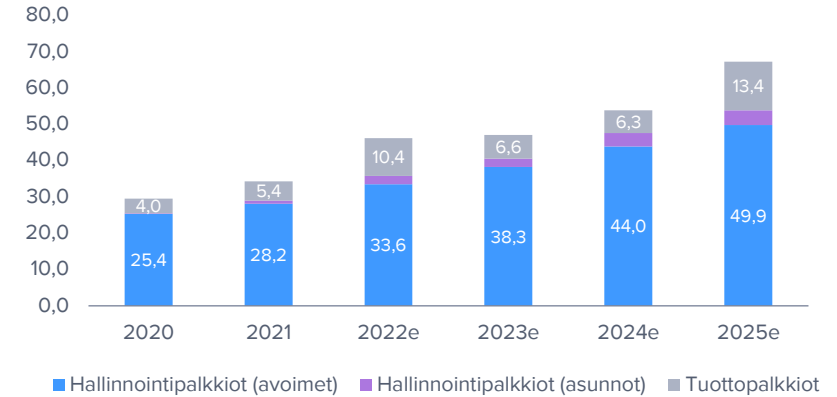
Kiinteistörahastojen vuosituotot



Kiinteistörahastojen kasvu (MEUR)



Kiinteistörahastojen palkkiotuottojen kasvuennusteet (MEUR)



Varainhoito: Private Equity -rahastot 1/2

PE-rahastot ovat eQ:n toinen tukijalka

Pääomasijoitusrahastoissa yhtiöllä oli Q2'22 lopussa hallinnoitavaa varallisuutta yhteensä 2680 MEUR. Pääomarahastoissa palkkiotaso on hyvällä tasolla johtuen yhtiön vahvasta asemasta Suomen PE-kentässä.

eQ:n PE-rahastoliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja liikevaihto oli 16,9 MEUR vuonna 2021. Vahvan kasvun taustalla on rahastojen kasvanut kokoluokka sekä laajentunut tuotetarjonta. Yhtiöllä on tällä hetkellä 20 pääomasijoitusrahastoa ja tarkoituksena on perustaa vuosittain vähintään yksi uusi rahasto. Uusien rahastojen kokoluokka on myös selvästi vanhoja rahastoja suurempi, mikä tukee liiketoiminnan kasvua myös jatkossa.

Yhtiöllä on myös pääomasijoitusmandaatteja noin 1009 MEUR:n edestä sekä raportointipalveluita. Mandaateissa huomattava osa rahasta menee tyypillisesti yhtiön omiin rahastoihin (~50 %) ja näin ollen niistä saatava tuotto realisoituu pääosin rahastojen kautta. Loppuosa sijoitetaan ulkopuolisiin PE-rahastoihin, ja tästä osasta pääomaa eQ veloittaa maltillista hallinnointipalkkiota. Raportointipalvelut puolestaan ovat korkeasta hallinnoitavasta varallisuudestaan (Q2'22 AUM 2774 MEUR) huolimatta yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna merkityksettömiä, sillä vuosittaiset hallinnointipalkkiot ovat vain joitain satoja tuhansia. Näin ollen sijoittajan kannattaakin seurata lähinnä rahastopääomien ja mandaattien kehitystä.

Tuottopalkkioissa merkittävää potentiaalia

Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan rahastoissa on mukana merkittävä tuottosidonnainen komponentti, jonka myötä hallinnointiyhtiölle tuloutuu merkittäviä palkkioita sijoitustoiminnan onnistuessa.

eQ:lla on tuottosidonnainen palkkio kaikissa sen private equity -rahastoissa. Tyypillinen aikakorko on maltillinen 6–8 %, ja tämän ylittävistä vuosituotosta yhtiö on oikeutettu tuottosidonnaiseen palkkioon. eQ:n track-record PE-rahastoista on erittäin hyvä ja rahastojen tuottopalkkiopotentiali on merkittävä yhtiön vahva tuotthistoria huomioiden. Voitonjaot tulevatkin muodostumaan jatkossa entistä merkittävämmäksi tulosajuriksi eQ:lle, kun yhtiöllä on samanaikaisesti useampi rahasto voitonjaon piirissä ja yhtiö jaksottaa osaa tuottopalkkioista etupainotteisesti. Jaksotusta olemme avanneet tarkemmin sivulla [9](#). Samalla tuottopalkkioiden ennustettavuus kohenee aiemmasta.

Kasvunäkymä on vahva

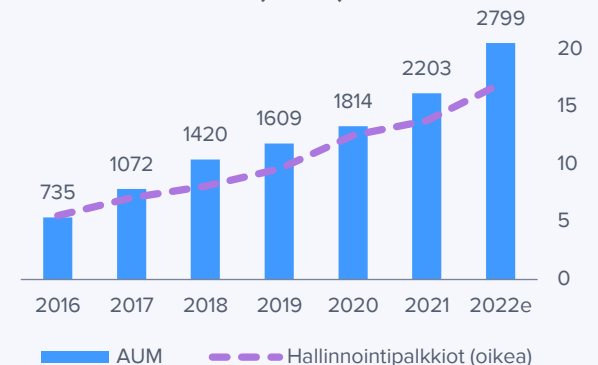
Private equity -rahastot ovat hallinnointiyhtiön näkökulmasta erittäin houkuttelevia, sillä niiden palkkiotaso on vakaata ja hyvin ennustettavaa. Lisäksi eQ:n rahastojen rahastoihin perustuvat tuotteet ovat hyvin skaalautuvia eikä kokoluokka rajoita niiden myyntiä. Tuottosidonnaiset palkkiot voivat myös olla kooltaan merkittäviä. Kokonaisuutena odotamme eQ:n private equity -rahastojen pääomien jatkavan vahvaa kehitystään, ja ennusteissamme hallinnointipalkkiot kasvavat lähivuosina noin 15 % vuosivauhtia. Tarkemmat oletukset olemme käyneet läpi raportin ennusteosiossa.

Rahasto	Perustettu	Koko (MEUR)	Voitonjakoon**
PE XIV North	2022	264	Sijoitetaan
PE XII North	2020	205	2026 jälkeen
PE X North	2018	175	2026 jälkeen
PE VIII North	2016	160	2023
PE VI North	2013	100	2023
Amanda IV West	2007	90	Saavuttanut
PE XIII US	2021	318*	2026 jälkeen
PE XI US	2019	217*	2026 jälkeen
PE IX US	2017	105*	2026
PE VII US	2015	80*	2024
PE SF IV	2022	121	Sijoitetaan
PE SF III	2020	170	2026 jälkeen
PE SF II	2018	135	2024
PE SF	2017	124	-
Amanda V East	2011	50	Ei saavuta
Amanda III Eastern	2006	110	Ei saavuta
eQ VC	2021	71*	2026 jälkeen
Private Credit III	2020	54	-
Private Credit II	2019	74	-
Private Credit	2017	92	-

*Rahaston valuutta USD

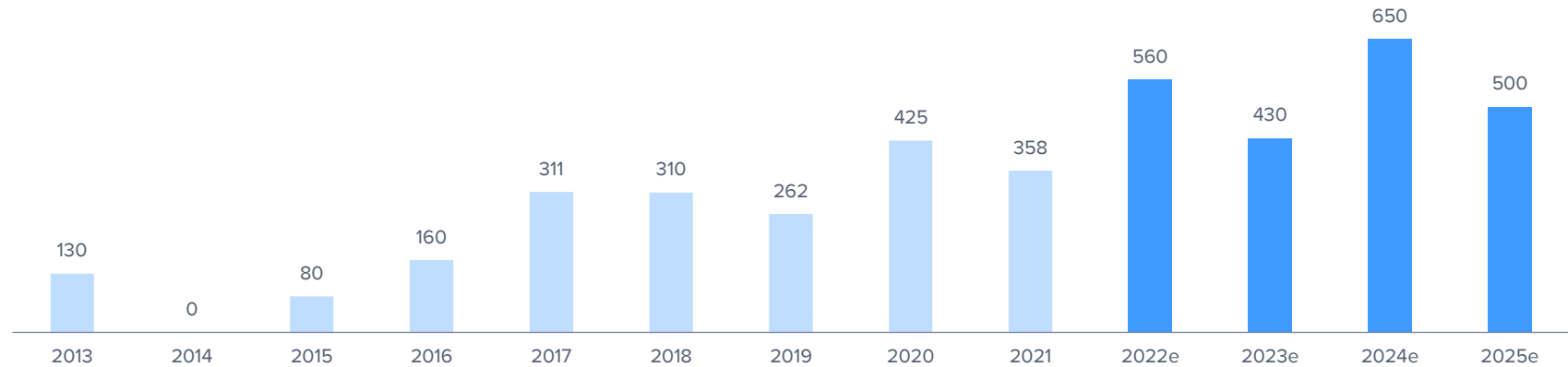
**Arvio aitakoron kassavirallisesta saavuttamisesta. Lähde: eQ.

PE-rahastojen AUM ja hallinnointipalkkiot (MEUR)

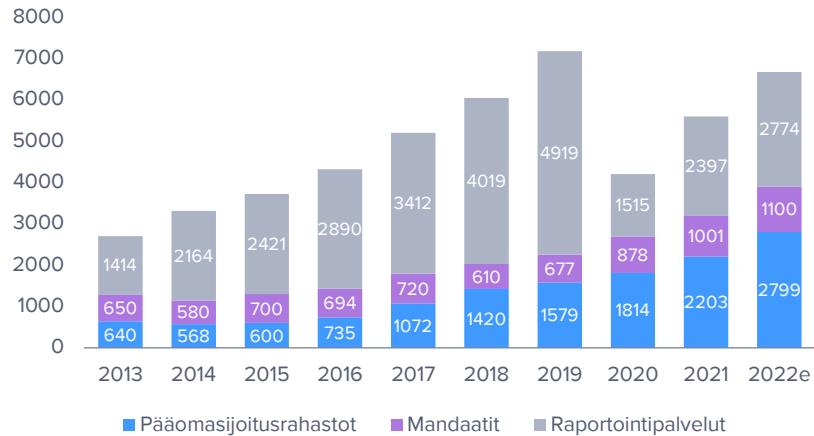


Varainhoito: Private Equity -rahastot 2/2

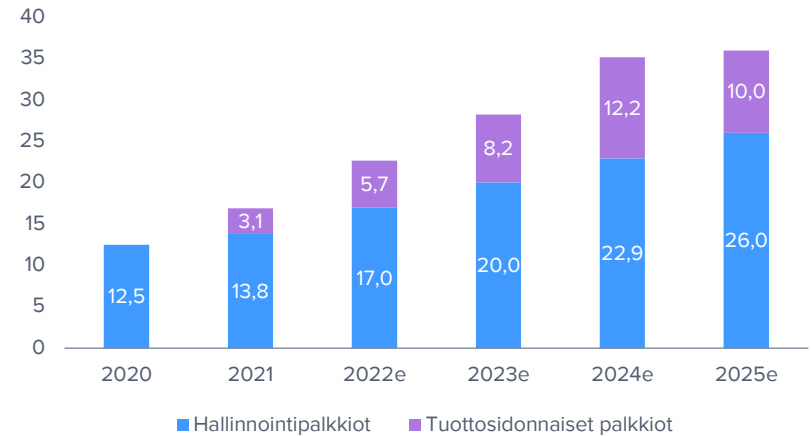
PE-rahastojen uusmyyntiennusteet (MEUR)



Private Equity AUM:n kehitys (MEUR)



Private Equityn liikevaihtoennusteet (MEUR)



Varainhoidon kulurakenne

Kulutehokkuus omalla tasollaan

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat selvästi suurin yksittäinen kuluerä (2021: 33 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat verrokkiryhmän parhaimmista, mutta eivät erotu oleellisesti muusta joukosta.

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

Suurin tehokkuusero suhteessa verrokkeihin syntyy kuitenkin konsernin muista kuluista (2021: 5 % liikevaihdosta sis. IT & hallintokuluja, vuokrat ja poistot), mikä suurilta osin selittää myös yhtiön poikkeuksellista kannattavuutta. eQ:n muut kulut suhteessa kilpailijoihin ovat silmiinpistävästi matalat ja täysin omalla pallokentällään. Arviomme mukaan tätä selittää osin yhtiön varsin kapea tuotetarjonta, fokus instituutioihin, toimivat IT-järjestelmät sekä erittäin skaalautuvat tuotteet. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön asiakas-

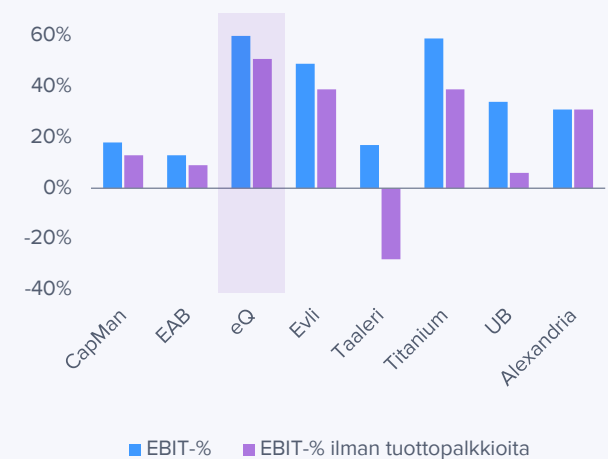
sekä tuotekohtaiset kannattavuudet ovat erittäin korkeita eikä yhtiöllä ole ollut tarvetta tehdä jatkuvia isoja IT-investointeja.

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

Erittäin skaalautuva kulurakenne

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

Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2021



Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasisettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitason ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasisettuna konsernitoimintojen kuluilla
- EAB konsernitason
- eQ:n Varainhoitoa rasisettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot

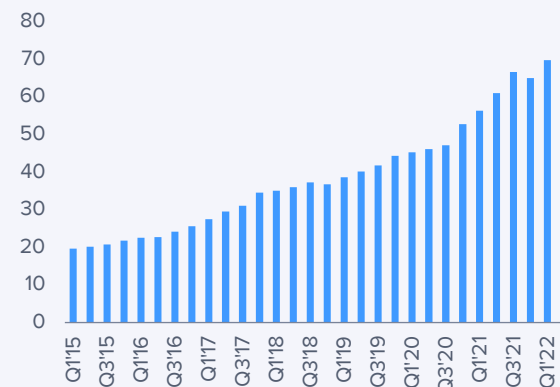
Varainhoidon yhteenveto

Varainhoidon ennusteet (MEUR)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Varainhoidon liikevaihto	44,3	52,8	64,9	78,5	87,6	102,2	117,2
Kasvu-%	19 %	19 %	23 %	21 %	12 %	17 %	15 %
Perinteinen varainhoito	8,0	8,1	10,6	9,7	10,5	11,3	12,2
Kiinteistöiden ja PE:n hallinnointipalkki	32,1	38,0	42,9	52,8	60,7	70,6	80,0
<i>Kiinteistörahastot*</i>	22,5	25,6	29,1	35,8	40,6	47,7	54,0
<i>Private Equity -rahastot*</i>	9,6	12,5	13,8	17,0	20,0	22,9	26,0
Muut palkkiotuotot	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Tuottosidonnaiset palkkiot*	4,4	6,7	11,4	16,0	16,3	20,0	24,8
<i>Kiinteistörahastot*</i>	4,8	4,0	5,4	10,4	6,6	6,3	13,4
<i>Private Equity -rahastot*</i>	0,1	0,0	3,1	5,7	8,2	12,2	10,0
<i>Perinteinen varainhoito*</i>	0,1	2,7	2,9	0,0	1,5	1,5	1,5
Henkilöstökulut	-15,6	-17,4	-21,2	-23,7	-26,2	-30,1	-34,2
<i>Kiinteä*</i>	-9,6	-10,5	-11,2	-11,4	-13,1	-14,2	-14,9
<i>Bonukset*</i>	-6,0	-6,9	-10,0	-12,3	-13,1	-15,9	-19,4
Muut kulut	-3,3	-3,3	-3,4	-3,6	-3,9	-4,1	-4,3
Liikevoitto	25,4	32,1	40,3	51,2	57,5	68,0	78,7
Liikevoitto-%	57 %	61 %	62 %	65 %	66 %	67 %	67 %
Kulut/henkilö (TEUR) (sis. bonukset)**	-227	-238	-279	-312	-320	-350	-380
Henkilömäärä**	67	69	76	78	82	86	90
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	11686	8973	11584	12620	13593	14843	15963
Kiinteistörahastot	1722	1861	2240	2667	3052	3552	3972
Muut eQ:n omat rahastot	1554	1651	2082	1800	1950	2100	2250
Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito	1206	1200	1619	1438	1438	1438	1438
Pääomasijoitusrahastot	1609	1814	2203	2799	3129	3679	4079
Mandaatit	677	856	1001	1100	1250	1400	1550
Raportointipalvelut	4919	1538	2397	2774	2774	2774	2774
Kiinteistörahastojen AUM							
Yhteiskuntakiinteistöt	1010	1126	1395	1633	1918	2218	2538
Liikekiinteistöt	712	660	745	834	934	1034	1134
Asuntorahastot	0	75	100	200	200	300	300

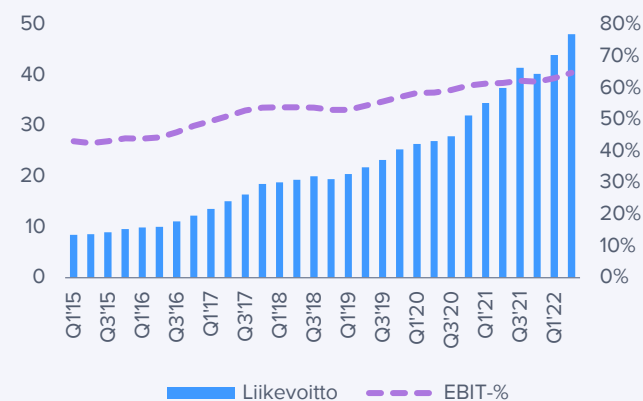
* *Inderesin arvio 2020 asti, sillä yhtiö ei tätä ennen julkaissut tarkkaa jakaamaa PE:n ja kiinteistöjen välillä*

** FTE

Varainhoidon rullaava 12kk liikevaihto (MEUR)



Varainhoidon rullaava 12kk liikevoitto (MEUR)



Advium (Corporate Finance)

Alansa johtavia toimijoita

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

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

Erittäin syklinen liiketoiminta

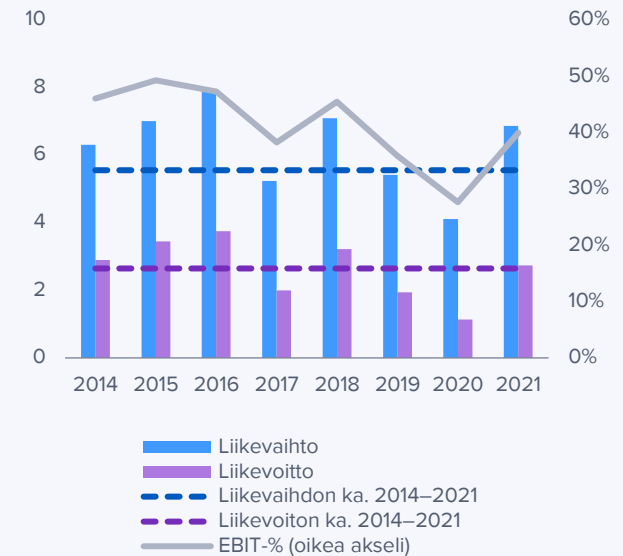
Investointipankkitoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja näkyvyys tuleviin projekteihin on yleensä vain muutamia kuukausia. Kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista ja muut kulut (vuokrat, IT yms.) ovat vain pieni osa kokonaisuudesta (2021: 0,6 MEUR). Lisäksi kulurakenteelle on tyypillistä erittäin aggressiiviset onnistumisbonukset ja näin ollen myös kulurakenne joustaa merkittävästi kysynnän laskun mukana. Liiketoiminnan tulosvipu on erittäin voimakas ja hyvänä vuonna 50 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa. Tämä näkyy myös Adviumin historiallisessa kehityksessä, ja yhtiön liikevaihtotaso on vaihdellut merkittävästi.

Vuosina 2011–2013 Advium kärsi Suomen vaisusta yritysjärjestelymarkkinasta ja yhtiön liikevaihto pysyi 2,1–2,6 MEUR:n välillä ja tulos vaisulla 0,4–0,7 MEUR:n tasolla. Vuodet 2014–2021 olivat yhtiölle puolestaan erinomaisia ja liikevaihto vaihteli 4–8 MEUR:n välillä ja liikevoitto noin 1,1–3,7 MEUR:n välillä. Viimeisen 10 vuoden aikana Adviumin keskimääräinen liikevaihto on ollut 5,2 MEUR ja liikevoitto keskimäärin 2,3 MEUR.

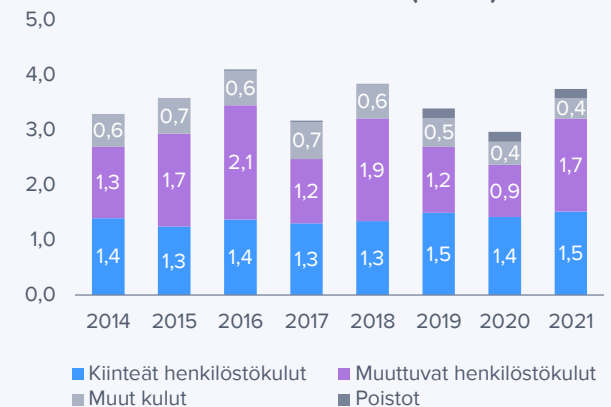
Vaikka lyhyellä tähtäimellä Adviumin liikevaihto voikin heilua melko paljon, antaa yhtiön historiallinen liikevaihtokehitys erittäin hyvän indikaation sen normaalista tasosta. Arviomme mukaan normalisoitu liikevaihtotaso on jonkin verran historiallista tasoa korkeampi, sillä Adviumin suhteellinen markkinaosuus on vahvistunut ja kauppojen kokoluokat ovat samalla nousseet.

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

Advium 2014–2021 (MEUR)



Adviumin kulurakenne (MEUR)



Sijoitukset

Segmentti generoi hyvää kassavirtaa

Sijoitukset-segmentti käsittää eQ-konsernin omasta taseesta tehdyt pääomarahastosijoitukset. Yhtiön omien sijoitusten nettoarvo oli Q2'22 lopussa 19 MEUR. Näistä 14,9 MEUR on sijoitettuna eQ:n omiin rahastoihin ja 3,1 MEUR muiden toimijoiden hallinnoimiin rahastoihin. Vuoden 2007 jälkeen eQ ei ole sijoittanut muihin kuin omiin rahastoihinsa. eQ sijoittaa omiin rahastoihinsa kahdesta syystä: 1) rahastomanagerin pitää yleensä myös itse osallistua rahastoon osoittaakseen muille sijoittajille olevansa samassa veneessä heidän kanssaan ja 2) hyötyäkseen rahastojen hyvästä kehityksestä.

Yhtiön omien rahastojen keskimääräinen tuotto on toiminnan aloituksesta asti ollut noin 20 %. Taso on erinomainen, mutta sitä vääristää positiiviseen suuntaan yhtiön edeltäjän Amanda Capitalin vanhojen rahastojen poikkeuksellisen hyvät tuottotasot. Näin ollen yhtiön uudempien rahastojen tuottotaso tulee olemaan tätä maltillisempi, joskin odotamme eQ:n sijoitusperformanssin pysyvän vahvana myös jatkossa.

Huomio kassavirrassa tuloksen sijaan

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

Kassavirran puolelle yhtiö kirjaa sijoituksistaan saamansa pääomanpalautukset, voitonjaon sekä pääomakutsut.

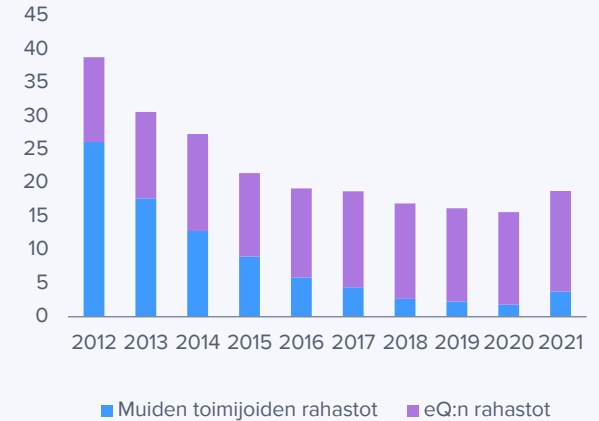
Vahva kassavirta lähivuosille

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

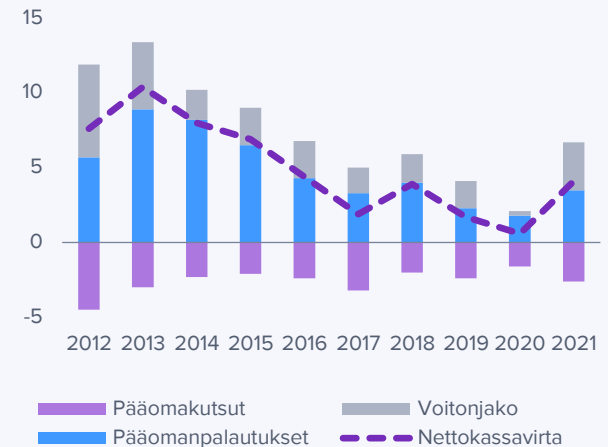
Sijoittajien on hyvä huomioida, että Adviumin tapaan Sijoitukset-segmentin merkitys eQ:lle on supistunut marginaaliseksi. Sijoitussalkun arvo suhteessa koko eQ:n arvoon on vain muutama prosentti samoin kun sen osuus konsernin tuloksesta.

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

Sijoitusten jakauma (MEUR)



Sijoitustoiminnan kassavirrat (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

eQ:n strategian kulmakivet



Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa

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



Erinomaiset sijoitustuotteet

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



Vankka kulutehokkuus

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



Taseen tehokas käyttö

- eQ:n pääomatehokkuus on erittäin hyvä
- Yhtiö ei halua jättää taseeseensa ”sotakassaa” yritysjärjestelyjä ajatellen, vaan pääoma palautetaan jatkuvasti omistajille

Inderesin kommentit eQ:n strategisista painopistealueista

- Yhtiön tuotestrategia on toiminut erittäin hyvin
- Nykytuotteet sekä nykyinen asiakaskenttä tarjoavat vielä merkittävää kasvupotentiaalia
- Myös tuottosidonnaiset palkkiot tarjoavat merkittävää kasvupotentiaalia tulevina vuosina
- Pitkällä aikavälillä kasvun kulmakerroin kuitenkin väistämättä hidastuu ilman tuotetarjonnan tai jakelun laajentamista

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

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

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

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2020 lopussa noin 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 240 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan

merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämislle. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut

selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia.

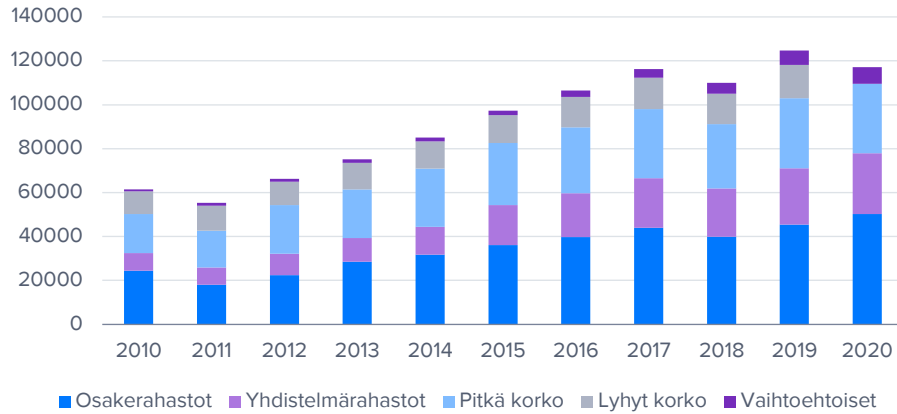
Listaamaton markkina

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

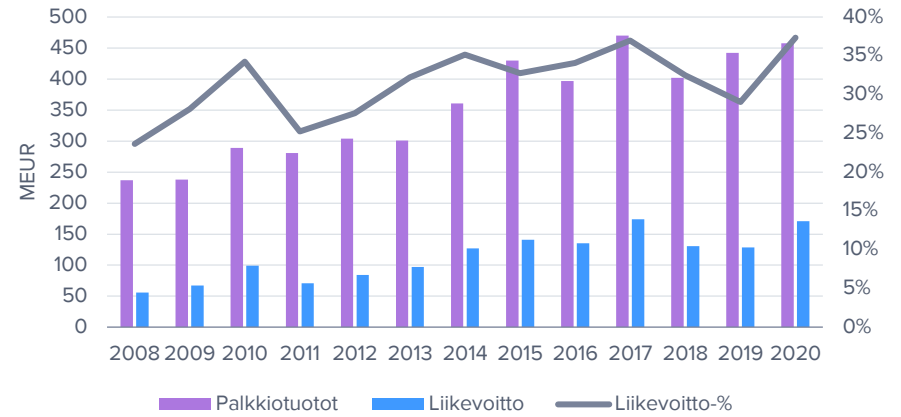
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista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

Varainhoitomarkkina

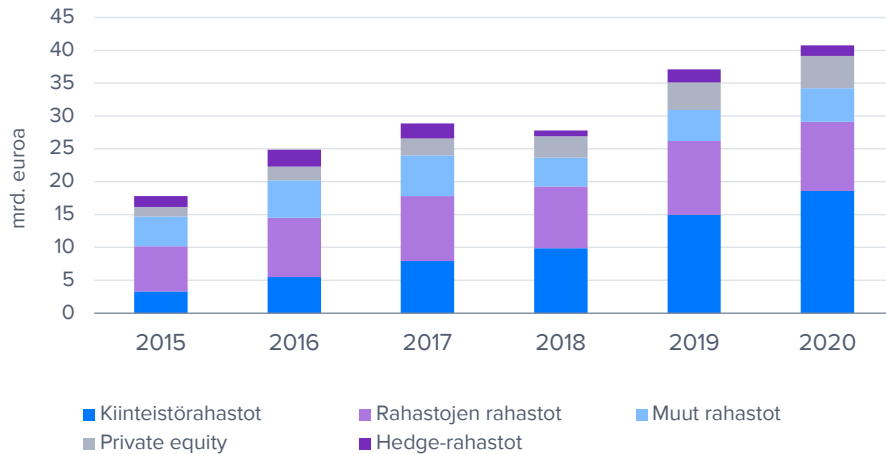
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



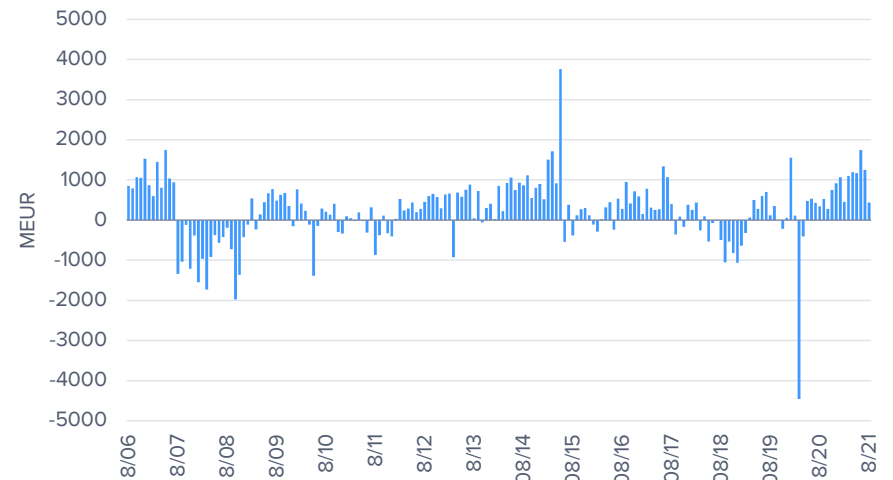
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotas

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



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Realiomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden yliveraisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

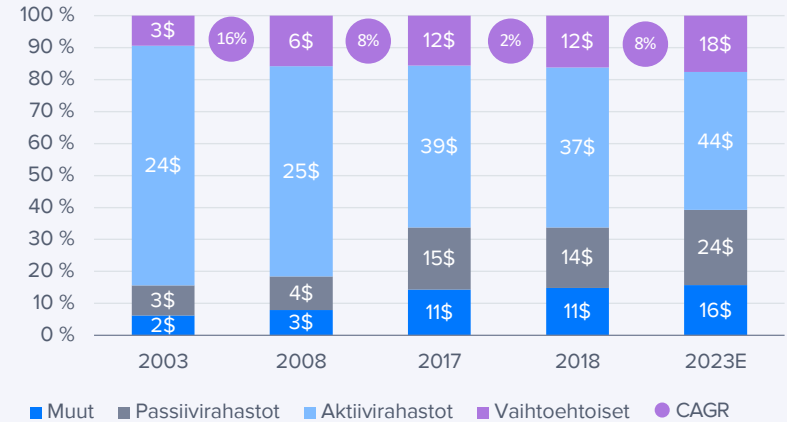
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

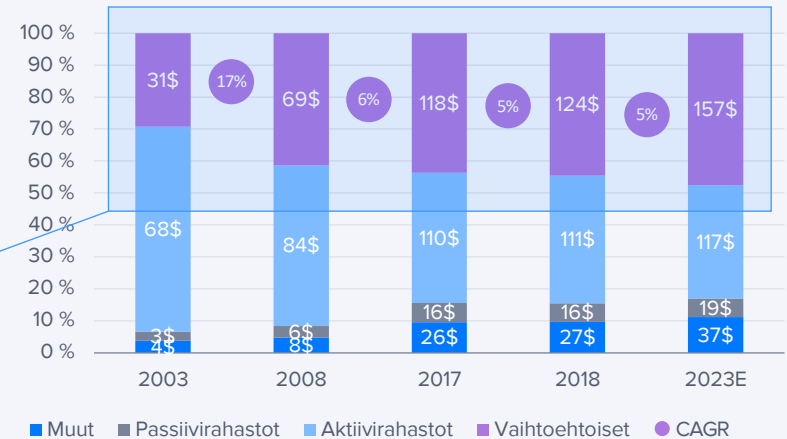
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

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

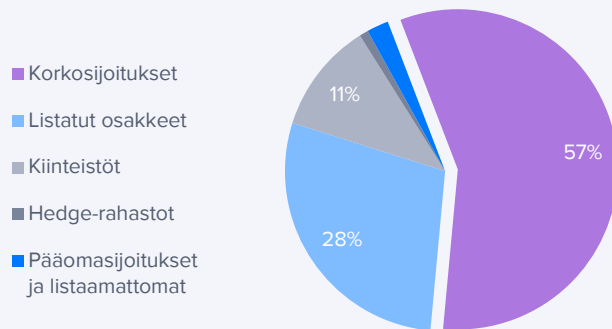
Kasvava riskinotto

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

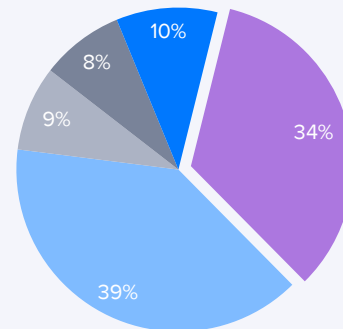
Kestävyysvaje uhkaa

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

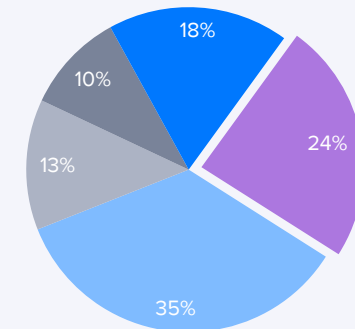
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

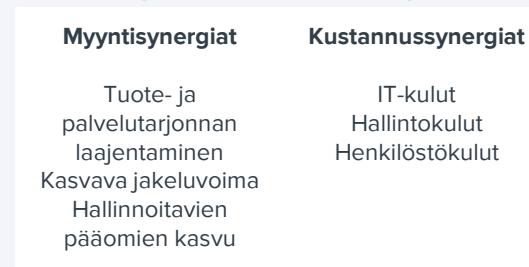


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

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

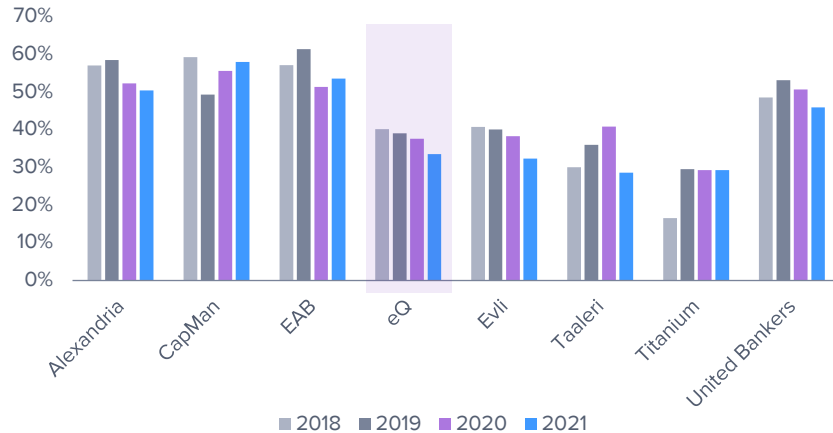
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	960	310	150	460	50	470	150	750	81
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus ollut heikkoa etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	2021 kannattavuus teki selvän tasoloikan. EBIT-% edelleen kuitenkin selvästi verrokkiryhmää matalampi.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021, ja tuloksen mix (jatkovien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
Track-record	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaisumpaa johtuen kuluhaasteista.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on historiassa ollut heikko. Yhtiö ei ole viimeisten vuosien aikana kyennyt luomaan omistaja-arvoa.	Track-record nykyjohtoon (alkaen 2017) alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatiossa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vauhu kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva vauhu kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuus-strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutuso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpaillussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosotot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Yhtiö fuusioituu Evlin kanssa syksyllä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosotot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosotot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

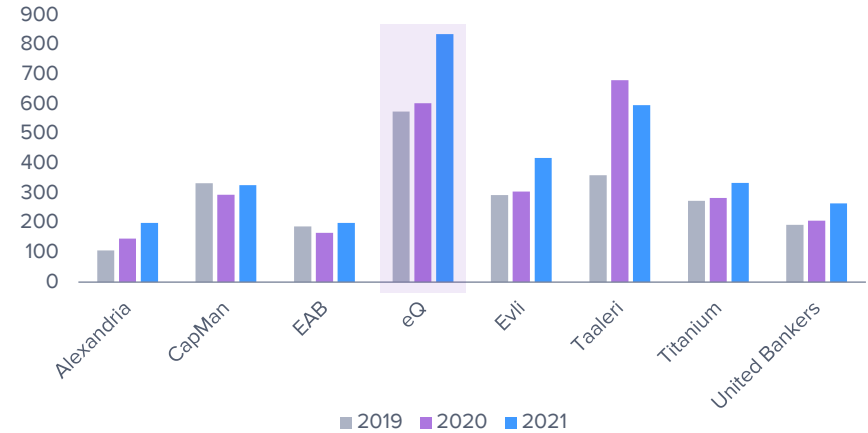
Lähde: Inderes. Data kerätty 17.8.2022

eQ suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

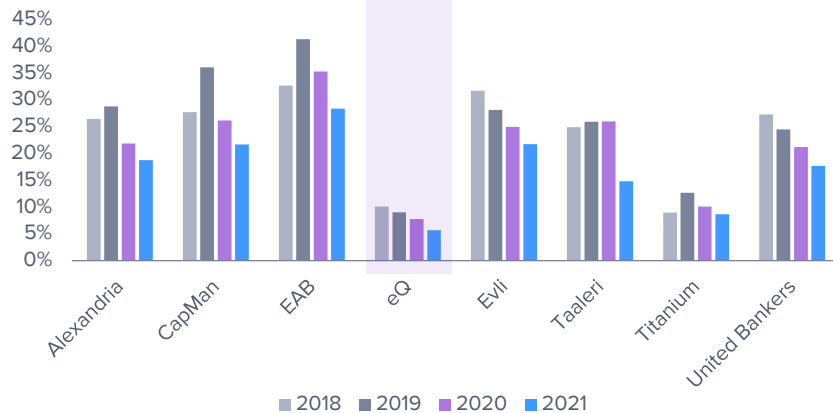
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



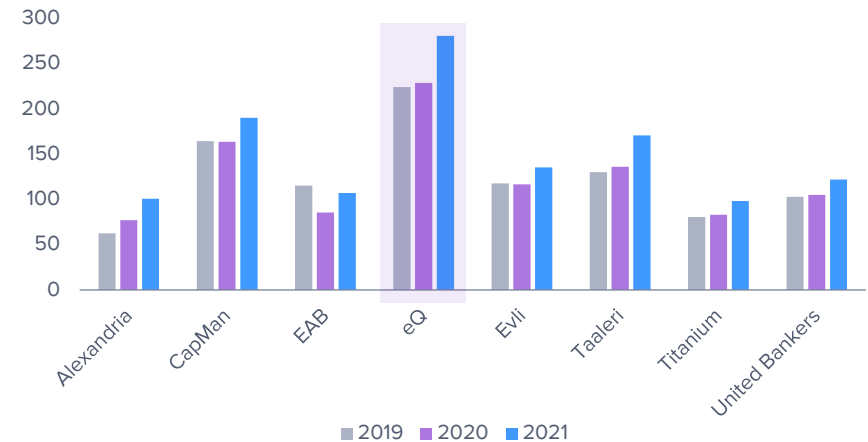
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



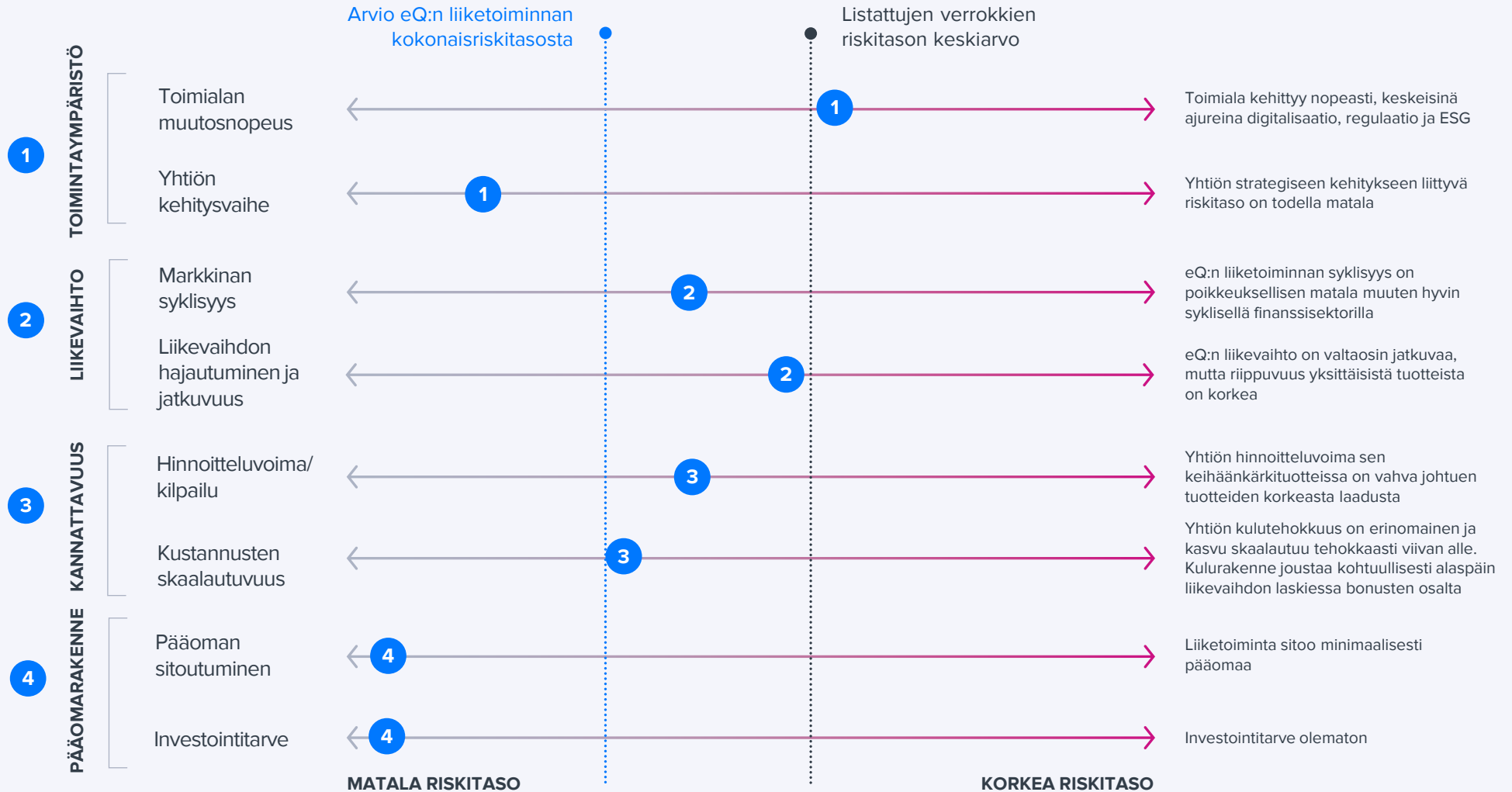
Henkilöstökulut per työntekijä



Inderserin huomiot:

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvu

2.

Poikkeuksellinen kulutehokkuus

3.

Erinomainen kassavirta jaetaan kokonaan osinkoina

4.

Yritysjärjestelyoptio

5.

Toimialan yhtiöksi liiketoiminta poikkeuksellisen ennustettavaa

Potentiaali



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

Riskit



- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Avainhenkilöriskit
- Korkeiden korkojen nousu heikentäisi koko pääomamarkkinaa
- Tuottopalkkioiden realisoituminen
- Markkinan heikentyminen vaikeuttaa uusmyyntiä, vaikka liiketoiminta onkin suhteessa muuhun sektoriin poikkeuksellisen vähäsyklisiä

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen ja selkeä

eQ:n taseen loppusumma oli 2021 lopussa 111 MEUR. Omaa pääoma yhtiöllä oli 80 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli taseessaan noin 30 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa liittyen pitkälti vuoden 2011 Amanda Capital ja Advium -yritysjärjestelyyn. Emme näe kyseiseen erään liittyvän minkäänlaista alaskirjausriskiä, sillä yhtiön tulostaso suhteessa aktivoituun määrään on erittäin korkea. Aineellista omaisuutta yhtiöllä oli taseessa 1,3 MEUR. Tästä valtaosa liittyy IFRS 16 -vuokravastuisiin ja tästä oikaistuna kiinteää omaisuutta on vain marginaalisesti. Toinen merkittävä pysyvien vastaavien tase-erä on yhtiön sijoitukset. Yhtiöllä oli 2021 lopussa sijoituksia pääomarahastoihin yhteensä 19 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet näitä rahastosijoituksia tarkemmin "Sijoitukset"-kappaleessa.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2021 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 56 MEUR:n arvosta sekä noin 5 MEUR saamisia.

eQ maksoi huhtikuussa taseestaan osinkoa noin 40 MEUR ja näin ollen taseen loppusumma sekä käteisvarat ovat merkittävästi vuodenvaihteen tasoa matalammat, vaikka yhtiö onkin tehnyt vahvaa tulosta 2022 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana.

Tase on erinomaisessa kunnossa

Tunnuslukujen valossa tase on erittäin vahva ja yhtiön omavaraisuusaste oli 2021 lopussa noin 72

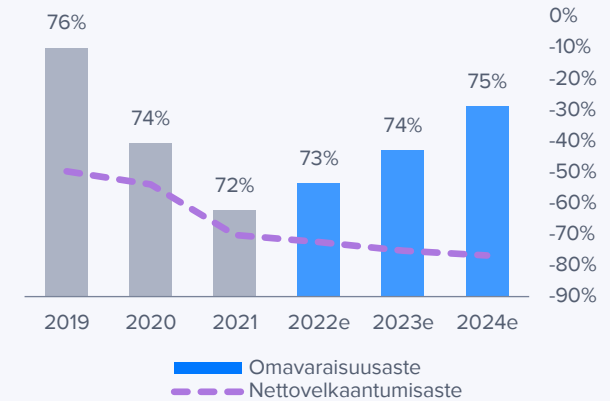
% ja nettovelkaantumisaste noin -70 %.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomaa ja viranomaissääntelyn mukaiset vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Sääntelyn mukainen minimitaso yhtiön ydinpääomalle (CET 1) on 8 % ja yhtiön omana tavoitteena on 10 %:n taso. Yhtiön CET1-vakavaraisuus oli Q2'22 lopussa 26 % ja vakavaraisuuspääoma 15,4 MEUR (osingonjako huomioitu). Vaikka suhteellinen vakavaraisuus onkin reippaasti yli yhtiön oman tavoitetason, ovat absoluuttiset summat pieniä taseen kevyestä rakenteesta johtuen. Yhtiön ennustettava liiketoiminta ja poikkeuksellisen kannattavuus huomioiden emme pidä tätä ongelmana. Q2'22 lopussa yhtiöllä oli omia varoja 9,5 MEUR yli yhtiön oman tavoitetason.

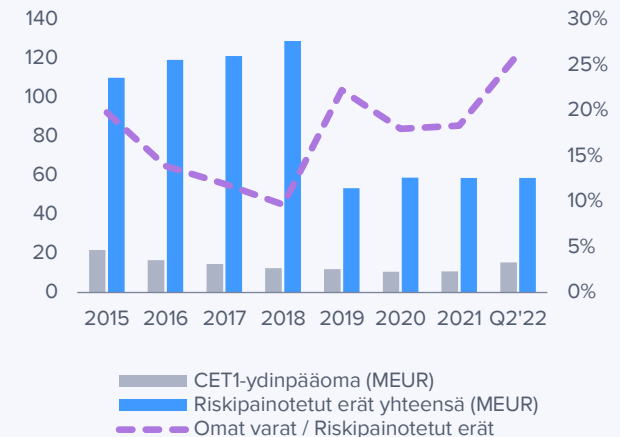
Osingonjako pysyy vuolaana

Nettovelattomuuden lisäksi uskomme eQ:n haluavan säilyttää taseensa erittäin pääomatehokkaana myös jatkossa. eQ:n tavoitteena on ollut jakaa tilikauden tulos osinkona, ja osingon lisäksi yhtiö voi palauttaa omistajilleen pääomia sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Pääomanpalautusta voidaan maksaa konsernin saamasta kassavirrasta tilikauden tuloksen ylittävältä osalta. Käytännössä yhtiö tulee arviomme mukaan jakamaan tulevina vuosina 100 % tuloksestaan osinkoina ja tämän lisäksi pääomanpalautusta joitain senttejä vuodessa osaketta kohden omien rahastosijoitusten kassavirrasta riippuen.

Taseen avainlukujen kehitys



eQ:n vakavaraisuuden kehitys*



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

Konsernin tulosenusteet 1/4

Ennusteet yhteenveto

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina eQ:n kannalta positiivisena. Vaikka pääomamarkkinoiden tilanne onkin heikentynyt selvästi 2022 aikana talouden hidastumisen, geopoliittisten jännitteiden kiristymisen sekä nousevien korkojen seurauksena, ei toimialan isoihin trendin ole tulossa muutoksia. Korkojen noususta huolimatta korkotaso pysyy absoluuttisesti matalana ja se pitää yllä valtavaa kysyntää kiinteistöjä sekä muita vaihtoehtoisia omaisuusluokkia kohtaan. Myös yhä suurempi osa varallisuudesta Suomessa tulee siirtymään ammattimaisen varainhoidon piiriin. Lisäksi perinteisessä varainhoidossa tuotteiden polarisaatio tulee jatkumaan.

eQ on vahvan kiinteistö- ja PE-rahasto painonsa sekä laadukkaiden tuotteiden johdosta asemoitunut poikkeuksellisen hyvin haastavaan nykymarkkinaan. Lisäksi yhtiöllä on PE-rahastoissa merkittävää tuottopalkkiopotentiaalia johon etenkin lähivuosien osalta liittyy suhteellisen rajatusti riskiä (rahastojen arvonluonnista iso osa jo tehty). Näkemyksemme mukaan yhtiö kykeneekin jatkamaan vahvaa tuloskasvuun markkinatilanteen haasteista huolimatta. 2021-2026 EPS:n kasvuennustemme on keskimäärin 12 %.

eQ:n tuloksen painopiste tulee asteittain siirtymään hallinnointipalkkioista yhä enemmän tuottosidonnaisiin palkkioihin. Vaikka tuottosidonnaiset ovatkin luonteeltaan yhä

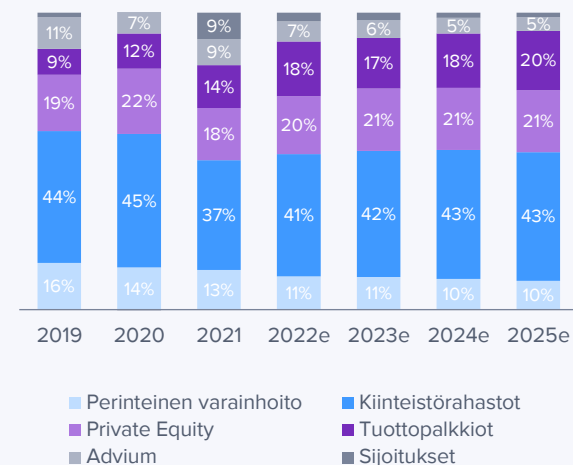
enemmän jatkuvia (avattu tarkemmin sivulla 9), on niihin liittyvä riskitaso silti selvästi korkeampi kuin pelkkiin hallinnointipalkkioihin pohjautuva tuloskasvu.

eQ:n markkinariski on selvästi sen verrokkeja pienempi, mikä näkyy mm. yhtiön tuloskehityksessä koronavaiheiden aikana. Perinteisen varainhoidon lisäksi PE-rahastojen tuottopalkkiot ovat ainoa merkittävä tulosrivi, johon markkinalaskulla voi olla vaikutusta. Huomautamme kuitenkin, että PE-rahastojen tuottopalkkiot realisoituvat hyvin pitkällä aikaperiodilla ja tuottopalkkioiden selvä lasku vaatisi pääomamarkkinan merkittävää pitkäaikaista heikentymistä.

Isossa kuvassa eQ:n tuloskasvun riskitaso on kuitenkin toimialan mittakaavassa hyvin maltillinen. Keskeiset ajurit tuloskasvun taustalla ovat:

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

Konsernin liikevaihtojakauman kehitys (% liikevaihdosta)



Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Konsernin tulosennusteet 2/4

Ennustemuutokset

Olemme tehneet eQ:n ennusteisiimme jonkin verran korjauksia ylöspäin. Keskeiset muutokset ovat:

- noussut arvio PE-rahastojen tuottosidonnaisten palkkioiden määrässä sekä muutokset näiden ajoituksessa
- lievästi noussut Yhteiskuntakiinteistörahaston kasvuennuste
- lievästi laskeneet kuluennusteet
- nousseet uusmyyntiennusteet perinteisessä varainhoidossa.

Vuodesta 2022 tulee erittäin vahva

eQ:n H1'22 sujui sujunut erittäin hyvin vaikeasta pääomamarkkinatilanteesta huolimatta. Yhtiön liikevaihto kasvoi 20 %:lla kiinteistö- ja PE-rahastojen kasvun sekä tuottosidonnaisten palkkioiden vetämänä. Uusmyynti sujui olosuhteisiin nähden edelleen hyvin ja etenkin PE-rahastot keräsivät merkittävästi uutta pääomaa. Liikevoitto kohosi 28 %:lla, kun kasvu valui tehokkaasti viivan alle erinomaisen kulutehokkuuden myötä.

H2:lla liikevaihdon kasvu tulee hidastumaan johtuen erittäin vahvasta vertailukaudesta etenkin Adviumissa. Tulos pysyy kuitenkin edelleen selvällä kasvu-uralla ja odotamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 10 %:lla 87 MEUR:oon. Liikevoitto kohoaa lievästi parantuvan marginaalin seurauksena 12 %:lla 53,5 MEUR:oon. Koko

vuoden tuloksen painopiste siirtyy hieman aiempaa enemmän tuottosidonnaisiin palkkioihin niiden kasvaessa edelleen merkittävästi vertailukaudesta. Tuottopalkkioissa vetovastuu on kuluvana vuonna kiinteistörahastoilla, jotka kirjaavat huomattavat tuottosidonnaiset palkkiot erittäin vahvojen sijoitustuottojen ansiosta. PE-rahastojen osalta yhtiö on jo etukäteen kertonut jaksottavansa tuottosidonnaisia palkkioita 5,8 MEUR:n edestä (avattu tarkemmin sivulla 9).

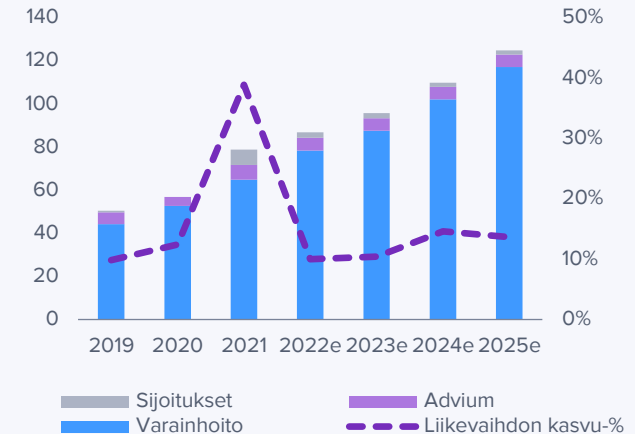
Osakekohtainen tulos on ennusteissamme 1,06 euroa ja odotamme yhtiön jakavan tuttuun tyyliin koko tuloksensa ulos osinkona. Tämän lisäksi odotamme 0,04 euron pääomanpalautusta sijoituksista.

2023 tuloskasvu jatkuu

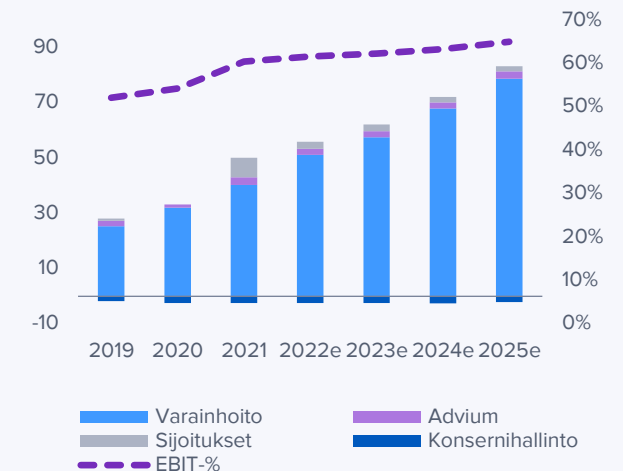
2023 menee hyvin samoilla askelmerkeillä kuin 2022. Yhtiön liikevaihto jatkaa tasaista puksuttamistaan ylöspäin kiinteistö- ja PE-rahastojen uusmyynnin vetämänä. Tuottosidonnaiset palkkiot säilyvät vahvalla tasolla kiinteistörahastojen vahvojen tuottojen sekä kasvavien PE-tuottopalkkioiden myötä. Yhtiö saa tuottopalkkioita PE 6 -rahastosta sekä kirjaa voitontasausjaksotusta useammasta muusta rahastosta.

Vuoden 2023 liikevaihto kasvaa ennusteissamme 10 %:lla 96 MEUR:oon ja tätä vastaava liikevoitto kohoaa 12 %:lla 60 MEUR:oon. Osinkoa odotamme yhtiön jakavan tutusti koko tuloksen verran ja pääomanpalautusta vielä muutamia senttejä tämän päälle.

Konsernin liikevaihtoennusteet (MEUR)



Konsernin liikevoittoennusteet (MEUR)



Konsernin tulosenusteet 3/4

Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on erittäin hyvä

Vuosina 2024–2025 odotamme eQ:n tuloskasvun kiihtyvän hieman 2022–2023 tasolta noin 18 %:iin. Ennustamaamme tuloskasvun tasokorjausta selittää etenkin tuottosidonnaiset palkkiot, jossa odotamme PE-puolelta vahvaa kasvua, kun yhä useampi rahasto siirtyy voitonjaon/voitontasauksen piiriin. Avoimien kiinteistörahastojen tuottopalkkiot laskevat ennusteissamme asteittain tuottotasojen valuessa väistämättä kohti aitakorkoja. Asuntorahasto l:ssä on todennäköisesti merkittävää tuottopotentiaalia, mutta tämän realisoitumista saadaan luultavasti odottaa vuoteen 2026.

Muilta osin tuloskasvuajurit ovat vanhat tutut: kiinteistörahastojen uusmyynti pysyy erinomaisella tasolla ja PE-rahastojen kokoluokat jatkavat kasvuaan. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö täydentää tuotetarjontaansa uusilla tuotekategorioidella. Näiden kokoluokka jää todennäköisesti kuitenkin suhteellisen pieneksi (vrt. VC-rahasto) eikä näillä siten ole oleellista vaikutusta ennusteisiimme.

Yhtiön jatkaessa hyvin fokuoituneen strategiansa toteuttamista ei kulurakenteessa pitäisi olla suurempia paineita ylöspäin, ja odotamme kulutehokkuuden säilyvän poikkeuksellisen vahvana myös jatkossa. Sijoittajien on hyvä huomata, että yhtiön kannattavuus alkaa kaikilla mahdollisilla mittareilla olla äärimmäisen korkea (2022e: EBIT-% +61 %) eikä kannattavuus tule enää

skaalautumaan edellisvuosien tapaisella kulmakertoimella. Näkemyksemme mukaan isompi skaalautuminen nykytasolta vaatisi tuottosidonnaisten palkkioiden selkeää kasvua.

Pidemmillä aikavälillä (2026 eteenpäin) eQ:lla on mielestämme hyvät edellytykset ylläpitää vahvaa yli 10 %:n vuotuista tuloskasvuaan. Toimialan trendit tukevat kiinteistö- ja PE-rahastojen myyntiä myös pidemmillä aikavälillä, ja myös yhtiön kulutehokkuuden uskomme säilyvän erinomaisena.

Konsernin tulosenusteet 4/4

Konsernitason ennusteet (MEUR)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Konsernin liikevaihto	50,5	56,8	78,9	86,8	95,8	109,9	124,9
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	12 %	39 %	10 %	10 %	15 %	14 %
Varainhoito	44,3	52,8	64,9	78,5	87,6	102,2	117,2
Advium	5,4	4,1	6,9	5,9	5,8	5,8	5,8
Sijoitukset	0,8	-0,1	7,1	2,6	2,4	1,9	1,9
EBIT	26,3	30,8	47,7	53,5	59,6	69,5	81,1
Varainhoito	25,4	32,1	40,3	51,2	57,5	68,0	78,7
Advium	1,9	1,1	2,7	2,2	2,2	2,2	2,6
Sijoitukset	0,8	-0,1	7,1	2,6	2,4	1,9	1,9
Konsernihallinto	-1,8	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,1
EBIT-%	52 %	54 %	60,4 %	61,6 %	62,2 %	63,3 %	65,0 %
EPS	0,55	0,63	0,96	1,06	1,17	1,35	1,53
EPS kasvu-%	16 %	15 %	52 %	10 %	10 %	15 %	14 %
Osinko	0,62	0,70	1,00	1,10	1,21	1,40	1,55
Osingonjakosuhte-%	113 %	110 %	104 %	104 %	103 %	104 %	101 %

Ennustemuutokset	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
Liikevaihto	87,0	86,8	0 %	96,0	95,8	0 %	107	110	2 %
Käyttökate	54,7	54,5	0 %	59,7	60,6	2 %	67,3	70,5	5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	53,7	53,5	0 %	58,7	59,6	2 %	66,3	69,5	5 %
Liikevoitto	53,7	53,5	0 %	58,7	59,6	2 %	66,3	69,5	5 %
Tulos ennen veroja	53,7	53,5	0 %	58,7	59,6	2 %	66,3	69,5	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,07	1,06	0 %	1,15	1,17	2 %	1,28	1,35	5 %
Osakekohtainen osinko	1,11	1,10	0 %	1,19	1,21	2 %	1,32	1,39	5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

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

Olemme aiemmin soveltaneet eQ:n arvonmäärityksessä osien summa -laskelmaa, mutta emme pidä tätä enää perusteltuna, sillä Adviumin ja Sijoitusten osuus konsernin arvosta on nykyään vain joitain prosentteja ja kokonaisuuden kannalta näiden merkitys on varsin vähäinen.

Katse pitkän aikavälin näkymiin

eQ:n arvostus on vahvan tuloskasvun ja kurssilaskun myötä painunut lähelle sen historiallisia tasoja, niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Tässä mielessä arvostuskuva on mielestämme neutraali ja huomattavasti terveempi kuin esimerkiksi 6–12kk sitten. Vaikka kertoimet ovat edelleen absoluuttisesti ja suhteellisesti korkeat, ovat ne perusteltavissa yhtiön jatkaessa erinomaista suorittamistaan.

Yhtiön poikkeuksellisen vahva sekä ennustettava tuloskasvu yhdistettynä hyvään osinkoon tarjoavat pitkällä tähtäimellä edelleen houkuttelevan tuotto-odotuksen. Tätä tuotto-odotusta kuvastaa myös DCF-mallimme, jonka indikoima osakekohtainen arvo on nykykurssin yläpuolella.

Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa

nykytasolla 10–20 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen, mikä on mielestämme enemmän kuin riittävä korvaus yhtiön matalan riskiprofiilin kantamisesta. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme tuloskasvun hidastumiseen, sillä se johtaisi väistämättä myös hyväksyttävien arvostustasojen laskuun. Yhtiön tuloskasvuun liittyvä riski on mielestämme kuitenkin verrattain matala. Lisäksi absoluuttisesti korkeaan arvostustasoon liittyy luonnollisesti aina riskiä kertoimien laskusta, etenkin mikäli osakemarkkinan yleiset arvostustasot painuisivat edelleen alaspäin.

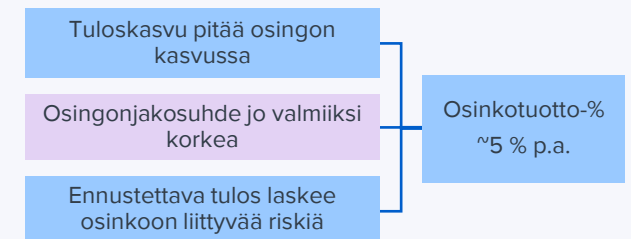
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

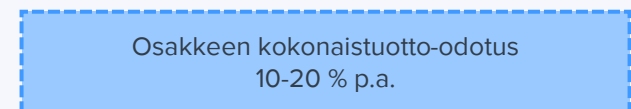
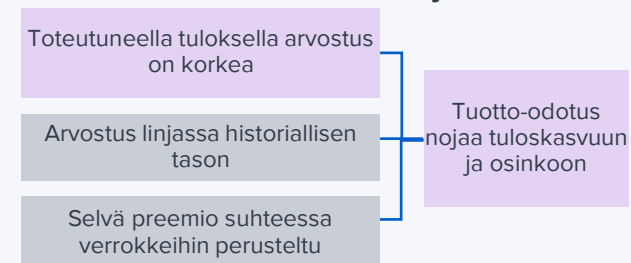
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

DCF-arvonmääritys

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

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että eQ:n kasvu hidastuu 2027 alkaen selvästi. Kannattavuus pysyy poikkeuksellisen korkealla tasolla läpi ennusteperiodin. Kannattavuus paranee lähivuodet ja alkaa laskea tasaisesti 2026 alkaen. Ikuisuusolehtamana olemme käyttäneet 55 %:n kannattavuustasoa, joka on täysin omissa luokassaan suhteessa yhtiön keskeisiin verrokkeihin nähden. 55 % marginaali heijastelee yhtiön vahvoja pitkän aikavälin näkymiä nykyisessä tuoteportfoliossa (mm. PE- ja Asuntorahastojen voitonjakopotentialit). Toisaalta mielestämme on perusteltua pitää pitkän aikavälin ennusteissa tiettyä turvamarginaalia, sillä yhtiöllä on väkisin edessä sukupolvenvaihdos nykyisen varsin tiiviin avainhenkilöjoukon osalta, ja myös pitkän aikavälin tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyy selvää riskiä. Lisäksi huomautamme, että taso on eQ:n oman historiallisen kannattavuustason yläpuolella (2015–2021 EBIT-% keskimäärin 50 %).

Olemme tarkistaneet soveltamaamme tuottovaatimusta ylös 7,9 %:iin (aik. 7,5 %) heijastellen kohonnutta korkotasoa ja nollakorkoajan päättymistä. Taso on edelleen suhteellisen alhainen ja seuraamistamme finanssisektorin yhtiöistä matalin. DCF-mallimme mukainen arvo eQ:n osakkeelle on 27 euroa. Tarkemmat tiedot DCF-mallista löytyvät liitteistä.

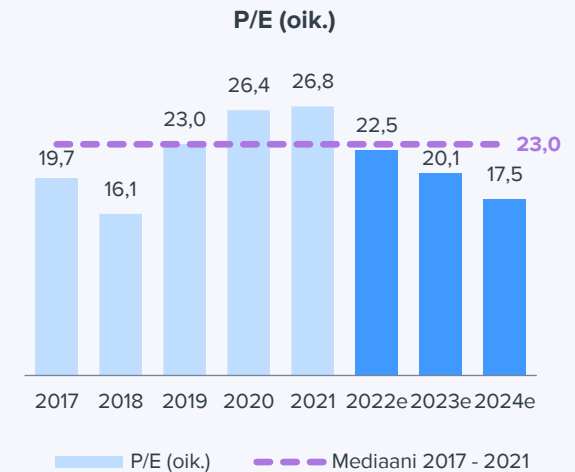
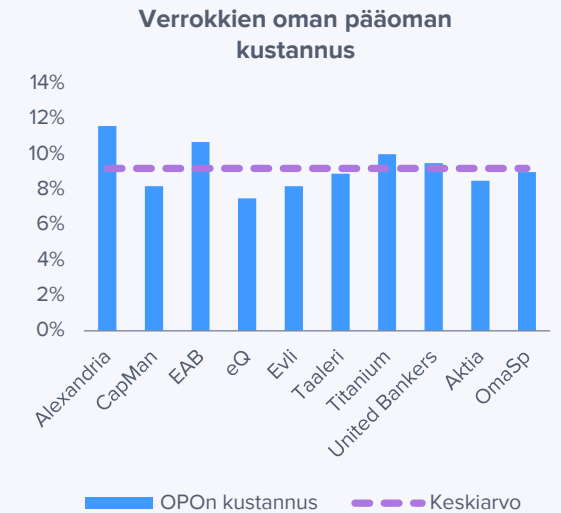
Arvostuskertoimet

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tulokertoimilla (2014–2021 keskiarvo P/E 23x ja EV/EBITDA 17x) johtuen yhtiön vahvoista tuloskasvunäkymistä. Näkemyksemme mukaan eQ:n hyväksyttävä arvostustaso on lähellä näitä tasoja, sillä vaikka yhtiön tuloskasvu onkin hidastunut merkittävästi suhteessa historialliseen tasoon (2014–2021: EPS CAGR-% +30 % ja 2021–2026: 12 %), on yhtiön riskitaso laskenut samalla merkittävästi (kasvanut kokoluokka, mixin parantuminen, erinomainen track-record, näytöt liiketoiminnan kestävytydestä myös heikommassa markkinatilanteessa ja laajentunut tuotetarjonta). Näin ollen onkin mielestämme edelleen perusteltua, että eQ:ta hinnoitellaan suunnilleen sen historiallisilla arvostuskertoimilla.

Toteutuneella 12kk tuloksella eQ:n arvostus on noin historiallisella tasolla (22-23x). Suhteessa lähivuosien ennustamaamme noin 12 %:n tuloskasvuun on PEG-kerroin laskenut alle 2x tasolle, jota pidämme yhtiölle hyvin perusteltuna. Taso on myös linjassa pörssin muiden laadukkaiden tuloskasvajien kanssa.

Osinkotuotto on ennusteillamme hieman alle 5 %, mikä on mielestämme varsin hyvä taso, kun huomioidaan osingon vahvat kasvunäkymät.

Yhteenvetona pidämme nykyistä arvostustasoa suhteellisen neutraalina ja meidän on vaikea nähdä siinä oleellista nousuvaraa. Vastaavasti tuloskasvun realisoituessa arvostustasossa on vaikea nähdä suurempaa laskuvaraa, joten tältä kantilta tarkasteltuina arvostukseen liittyvä riskitaso on laskenut.



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmä

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

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

Suhteessa verrokkiryhmään eQ hinnoitellaan reilulla preemiolla kaikilla arvostusmenetelmillä. On selvää, että eQ:ta tuleekin hinnoitella merkittävällä preemiolla suhteessa sen verrokkiryhmään johtuen sen ylivertaisesta track-recordista, keskimääräistä verrokkia paremmasta

tuloskasvunäkymästä ja tuloskasvun maltillisesta riskiprofilista.

Tällä hetkellä eQ:ta hinnoitellaan tulos pohjaisesti preemiolla (2022–2023 keskiarvo +80 %), joka on selvästi yli historiallisen tason (+30 %).

Osinkotuotolla mitattuna preemion suuruus on noin 20 % (2015-2021 keskiarvo -20 %).

Mielestämme historiallinen preemiotaso ei anna oikeaa kuvaa hyväksyttävästä arvostuksesta, sillä eQ:n laatu on parantunut merkittävästi tällä periodilla ja vastaavasti verrokkiryhmään on tullut mukaan rakenteellisesti matalan arvostustason yhtiöitä (mm. OmaSp, Alexandria ja Titanium). Vuoden 2020 alun jälkeen tulos pohjainen preemio on ollut keskimäärin +70 % ja osinkotuotto keskimäärin 20 % alle

verrokkiryhmän. Mielestämme nämä tasot antavat oikean suuntaisen indikaation eQ:lle hyväksyttävän preemion suuruudesta ja nykyinen arvostus on tämän kanssa kohtuullisen hyvin linjassa.

Tarkan hyväksyttävän preemion määrittäminen on luonnollisesti hyvin hankalaa ja verrokkiryhmä toimiikin eQ:n tapauksessa lähinnä suuntaa antavana. Mielestämme verrokkiryhmä kertoo pitkälti samaa tarinaa kuin absoluuttiset kertoimet; osake on hinnoiteltu varsin korkealle, mutta vahva ja ennustettava tuloskasvu oikeuttavat nykyisen valuaation. Arvostustaso ei kuitenkaan jätä suurempaa tilaa virheille ja mikäli tuloskasvutarinaan tulisi säröjä, olisi kertoimissa selkeää varaa korjata alaspäin.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	735	735	8,9	6,5	8,9	6,5	2,8	2,3	11,0	8,9	5,5	6,9	1,0
Alexandria	82	65	7,0	6,5	5,5	5,2	1,5	1,4	12,0	11,7	7,8	8,6	2,8
Capman	462	508	8,4	10,8	8,2	10,5	6,5	6,6	10,3	13,8	5,5	5,8	3,0
EAB Group	48	47	6,7	12,0	5,0	7,8	1,7	1,9	9,0	16,2	4,4	4,6	1,9
Eveli	461	432	12,2	10,4	10,7	9,4	4,7	4,2	19,1	16,3	7,6	7,9	5,2
Taaleri	293	228	6,9	6,3	6,7	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	10,0	10,2	1,4
Titanium	142	122	7,1	6,4	6,9	6,2	4,3	3,8	10,3	9,4	8,2	9,0	4,9
United Bankers	146	133	10,6	8,4	9,1	7,4	3,1	2,6	15,5	12,8	5,8	6,2	3,1
Oma Säästöpankki	593	5878	87,6	95,7	77,1	83,7	39,8	38,8	11,0	11,2	2,0	2,5	1,4
eQ (Inderes)	951	891	16,7	14,7	16,3	14,5	10,3	9,2	22,3	20,0	4,6	5,2	11,5
Keskiarvo			17,3	18,1	15,4	15,9	7,5	7,2	12,2	12,4	6,3	6,9	2,7
Mediaani			8,4	8,4	8,2	7,4	3,3	3,2	11,0	11,7	5,8	6,9	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			98%	76%	99%	96%	208%	188%	103%	71%	-20%	-24%	313%

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

Arvonmääritys 4/4

Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista

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

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

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

Aiempaa valmiimpi yritysjärjestelyihin

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

Näkemyksemme mukaan vaihdoksen myötä

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

Henkilöstövaihdoksien lisäksi eQ on mielestämme myös operatiivisesti aiempaa valmiimpi yritysjärjestelyjä ajatellen johtuen sen kokoluokan kasvusta ja osakkeen merkittävästä arvonnoususta, jonka seurauksena osake on nykykursilla erittäin houkuttelevaa kauppatavaraa eQ:n omistajien näkökulmasta.

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

Yritysjärjestelyiden osalta näemme kolme mahdollista skenaariota:

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

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

eQ:n omistajilla ei käsityksemme mukaan ole erityisiä tunnesiteitä yhtiötä kohtaan ja mahdollisessa eQ:n osakkeista tehtävästä ostotarjouksessa päätöksenteon pohjana olisikin puhtaasti omistaja-arvo. Todennäköisin ostaja

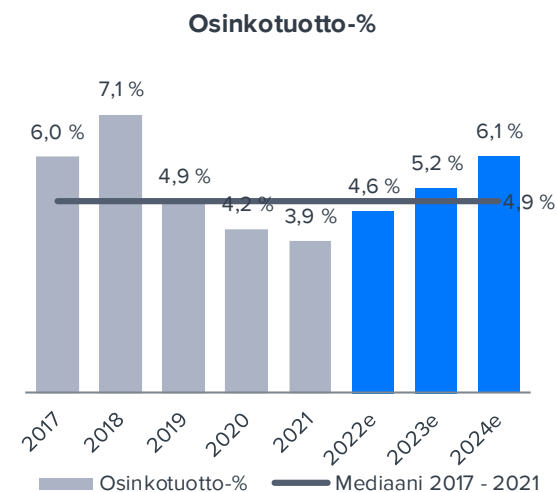
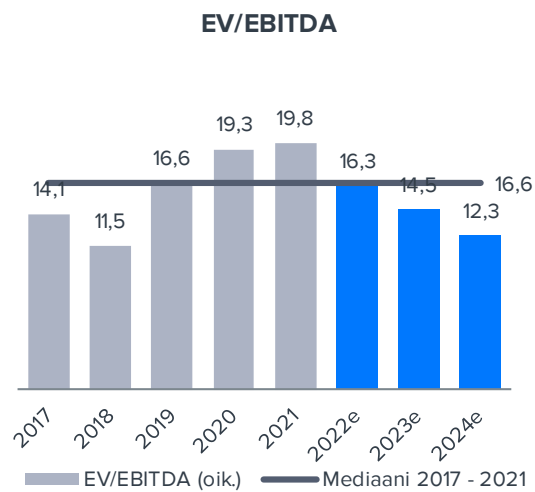
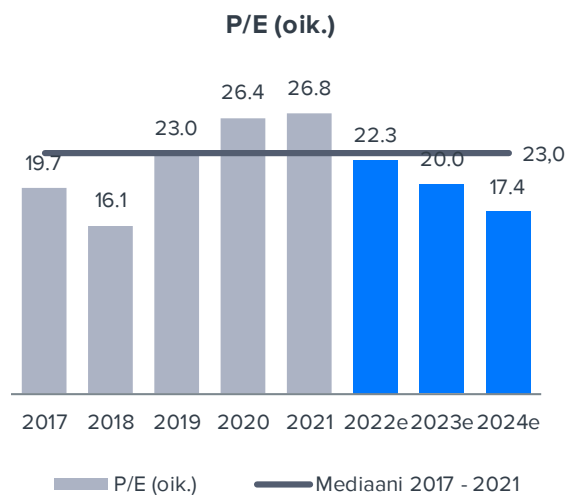
olisi arviomme mukaan ulkomainen taho, joka haluaisi laajentaa Suomeen, sillä kotimaisia ostajia meidän on vaikea eQ:lle löytää.

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,30	7,60	12,7	16,8	25,8	23,7	23,7	23,7	23,7
Markkina-arvo	313	287	485	651	1021	951	951	951	951
Yritysarvo (EV)	288	261	452	615	964	891	886	880	875
P/E (oik.)	19,7	16,1	23,0	26,4	26,8	22,3	20,0	17,4	15,3
P/E	19,7	16,1	23,0	26,4	26,8	22,3	20,0	17,4	15,3
P/Kassavirta	12,1	14,7	18,1	24,8	22,5	23,0	20,2	17,6	15,1
P/B	5,0	4,6	7,4	9,6	12,8	11,5	11,0	10,2	9,5
P/S	7,7	6,3	9,6	11,5	12,9	11,0	9,9	8,6	7,6
EV/Liikevaihto	7,1	5,7	8,9	10,9	12,2	10,3	9,2	8,0	7,0
EV/EBITDA (oik.)	14,1	11,5	16,6	19,3	19,8	16,3	14,5	12,3	10,7
EV/EBIT (oik.)	14,3	11,6	17,2	20,0	20,2	16,7	14,7	12,5	10,8
Osinko/tulos (%)	118,4 %	114,4 %	112,9 %	110,5 %	104,1 %	103,8 %	103,4 %	102,9 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	7,1 %	4,9 %	4,2 %	3,9 %	4,6 %	5,2 %	6,1 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	735	735	8,9	6,5	8,9	6,5	2,8	2,3	11,0	8,9	5,5	6,9	1,0
Alexandria	82	65	7,0	6,5	5,5	5,2	1,5	1,4	12,0	11,7	7,8	8,6	2,8
Capman	462	508	8,4	10,8	8,2	10,5	6,5	6,6	10,3	13,8	5,5	5,8	3,0
EAB Group	48	47	6,7	12,0	5,0	7,8	1,7	1,9	9,0	16,2	4,4	4,6	1,9
Evli	461	432	12,2	10,4	10,7	9,4	4,7	4,2	19,1	16,3	7,6	7,9	5,2
Taaleri	293	228	6,9	6,3	6,7	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	10,0	10,2	1,4
Titanium	142	122	7,1	6,4	6,9	6,2	4,3	3,8	10,3	9,4	8,2	9,0	4,9
United Bankers	146	133	10,6	8,4	9,1	7,4	3,1	2,6	15,5	12,8	5,8	6,2	3,1
Oma Säästöpankki	593	5878	87,6	95,7	77,1	83,7	39,8	38,8	11,0	11,2	2,0	2,5	1,4
eQ (Inderes)	951	891	16,7	14,7	16,3	14,5	10,3	9,2	22,3	20,0	4,6	5,2	11,5
Keskiarvo			17,3	18,1	15,4	15,9	7,5	7,2	12,2	12,4	6,3	6,9	2,7
Mediaani			8,4	8,4	8,2	7,4	3,3	3,2	11,0	11,7	5,8	6,9	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			98 %	76 %	99 %	96 %	208 %	188 %	103 %	71 %	-20 %	-24 %	313 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	56,7	18,0	18,8	20,9	21,1	78,9	21,7	22,4	20,5	22,3	86,8	96,6	111	126
Varainhoito	52,8	14,8	16,1	17,6	16,3	64,9	19,6	20,5	18,9	19,5	78,5	88,4	103	118
Sijoitukset	-0,1	2,1	1,4	2,0	1,6	7,1	0,4	0,8	0,6	0,8	2,6	2,4	1,9	1,9
Corporate Finance	4,1	1,1	1,3	1,3	3,2	6,9	1,8	1,1	1,0	2,0	5,9	5,8	5,8	5,8
Konsernihallinto	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	31,9	10,8	10,9	14,1	12,9	48,7	13,2	14,4	13,1	13,8	54,5	61,3	71,2	81,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	-1,0	-1,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,8	10,6	10,6	13,8	12,7	47,7	13,0	14,1	12,9	13,5	53,5	60,3	70,2	80,7
Liikevoitto	30,8	10,6	10,6	13,8	12,7	47,7	13,0	14,1	12,9	13,5	53,5	60,3	70,2	80,7
Varainhoito	32,1	8,9	9,6	11,7	10,1	40,3	12,6	13,7	12,6	12,3	51,1	58,2	68,7	79,4
Sijoitukset	-0,1	2,1	1,4	2,0	1,6	7,1	0,4	0,8	0,6	0,8	2,6	2,4	1,9	1,9
Corporate Finance	1,1	0,3	0,4	0,5	1,6	2,7	0,7	0,3	0,3	0,9	2,2	2,2	2,2	2,2
Konsernihallinto	-2,4	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-2,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	30,8	10,6	10,6	13,8	12,7	47,7	13,0	14,1	12,9	13,5	53,5	60,3	70,2	80,7
Verot	-6,1	-2,2	-2,1	-2,8	-2,5	-9,6	-2,6	-2,9	-2,6	-2,7	-10,9	-12,3	-14,3	-16,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	24,6	8,4	8,5	11,0	10,1	38,1	10,3	11,2	10,3	10,8	42,6	48,1	56,0	64,4
EPS (oikaistu)	0,63	0,22	0,22	0,28	0,26	0,96	0,26	0,28	0,26	0,27	1,06	1,18	1,36	1,55
EPS (raportoitu)	0,63	0,22	0,22	0,28	0,26	0,96	0,26	0,28	0,26	0,27	1,06	1,18	1,36	1,55

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	49,4 %	58,6 %	65,5 %	5,2 %	39,3 %	20,3 %	18,9 %	-2,4 %	5,6 %	10,0 %	11,2 %	14,5 %	13,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,0 %	75,8 %	87,1 %	83,1 %	9,8 %	54,9 %	22,8 %	32,9 %	-6,7 %	6,6 %	12,2 %	12,9 %	16,3 %	15,0 %
Käyttökate-%	56,2 %	60,2 %	57,7 %	67,2 %	61,2 %	61,7 %	61,1 %	64,1 %	64,3 %	61,7 %	62,8 %	63,5 %	64,4 %	65,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	54,3 %	58,7 %	56,3 %	65,9 %	60,0 %	60,4 %	59,9 %	62,9 %	63,0 %	60,5 %	61,6 %	62,5 %	63,5 %	64,3 %
Nettotulos-%	43,5 %	46,7 %	45,3 %	52,6 %	48,0 %	48,3 %	47,7 %	50,0 %	50,2 %	48,2 %	49,0 %	49,8 %	50,6 %	51,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	47,6	49,7	47,7	44,7	43,7
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,6	4,4	4,7	5,1	5,5
Käyttöomaisuus	2,1	1,3	1,1	1,3	1,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	15,7	18,8	16,6	13,1	11,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	43,9	61,1	66,1	73,0	80,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,5	5,0	6,1	7,7	8,8
Likvidit varat	36,4	56,1	60,0	65,3	71,9
Taseen loppusumma	91,5	111	114	118	124

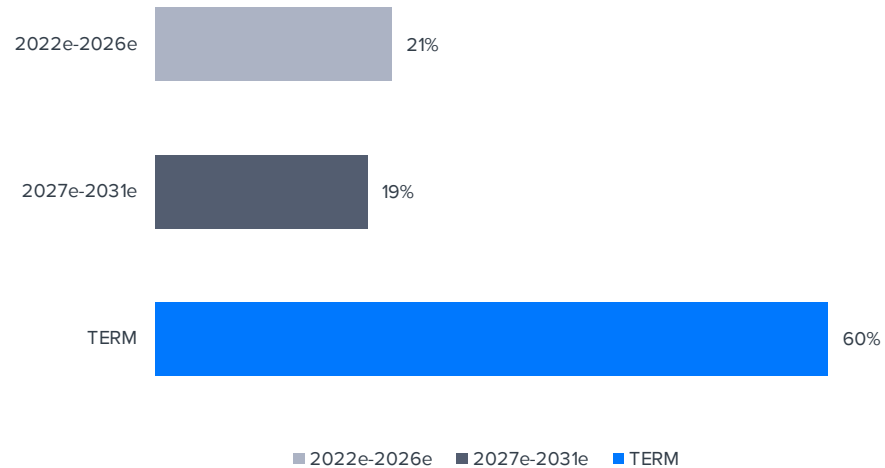
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	67,5	80,0	82,9	86,8	93,1
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	31,0	44,3	47,3	51,2	57,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	25,2	24,2	24,2	24,2	24,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Laskennalliset verovelat	1,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	22,2	26,7	26,7	26,7	26,7
Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
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	91,5	111	114	118	124

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	47,7	53,5	60,3	70,2	80,7	89,8	91,4	89,6	92,3	87,2	89,3	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	
- Maksetut verot	-7,0	-10,9	-12,3	-14,3	-16,3	-18,1	-18,5	-18,1	-18,6	-17,6	-17,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,5	-1,1	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	44,2	42,6	47,4	55,9	64,3	71,8	73,6	72,4	74,7	70,6	72,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,2	1,0	2,0	0,0	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,0	-2,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	45,4	43,5	49,4	55,8	62,8	70,1	71,9	70,6	72,7	68,6	70,0	
+/- Muut	0,0	-2,2	-2,2	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	45,4	41,3	47,2	54,1	62,8	70,1	71,9	70,6	72,7	68,6	70,0	1320
Diskontattu vapaa kassavirta		40,2	42,5	45,1	48,6	50,2	47,7	43,4	41,4	36,2	34,2	645
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1075	1035	992	947	899	848	801	757	716	680	645
Velaton arvo DCF		1075										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		56,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-39,6										
Oman pääoman arvo DCF		1091										
Oman pääoman arvo DCF per osake		27,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	50,6	56,7	78,9	86,8	96,6	EPS (raportoitu)	0,55	0,63	0,96	1,06	1,18
Käyttökate	27,3	31,9	48,7	54,5	61,3	EPS (oikaistu)	0,55	0,63	0,96	1,06	1,18
Liikevoitto	26,3	30,8	47,7	53,5	60,3	Operat. kassavirta / osake	0,61	0,61	1,12	1,06	1,17
Voitto ennen veroja	26,3	30,8	47,7	53,5	60,3	Vapaa kassavirta / osake	0,70	0,67	1,15	1,03	1,16
Nettovoitto	21,0	24,6	38,1	42,6	48,1	Omapääoma / osake	1,70	1,74	2,02	2,07	2,14
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,62	0,70	1,00	1,10	1,22
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	85,4	91,5	110,8	113,8	117,7	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	12 %	39 %	10 %	11 %
Oma pääoma	65,1	67,5	80,0	82,9	86,8	Käyttökateen kasvu-%	20 %	17 %	53 %	12 %	12 %
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	17 %	55 %	12 %	13 %
Nettovelat	-32,3	-36,4	-56,1	-60,0	-65,3	EPS oik. kasvu-%	16 %	15 %	52 %	10 %	12 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	53,9 %	56,2 %	61,7 %	62,8 %	63,5 %
Käyttökate	27,3	31,9	48,7	54,5	61,3	Oik. Liikevoitto-%	51,9 %	54,3 %	60,4 %	61,6 %	62,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-2,8	2,5	-1,1	-1,6	Liikevoitto-%	51,9 %	54,3 %	60,4 %	61,6 %	62,5 %
Operatiivinen kassavirta	23,2	23,7	44,2	42,6	47,4	ROE-%	33,0 %	37,1 %	51,6 %	52,3 %	56,7 %
Investoinnit	-2,6	-0,2	-3,2	1,0	2,0	ROI-%	41,3 %	46,4 %	64,6 %	65,7 %	71,1 %
Vapaa kassavirta	26,8	26,2	45,4	41,3	47,2	Omavaraisuusaste	76,2 %	73,8 %	72,2 %	72,8 %	73,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-49,6 %	-53,8 %	-70,1 %	-72,4 %	-75,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	8,9	10,9	12,2	10,3	9,2						
EV/EBITDA (oik.)	16,6	19,3	19,8	16,3	14,5						
EV/EBIT (oik.)	17,2	20,0	20,2	16,7	14,7						
P/E (oik.)	23,0	26,4	26,8	22,3	20,0						
P/B	7,4	9,6	12,8	11,5	11,0						
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,2 %	3,9 %	4,6 %	5,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/02/2018	Lisää	9,20 €	9,00 €
25/04/2018	Lisää	9,20 €	8,48 €
15/08/2018	Lisää	9,20 €	8,64 €
17/09/2018	Vähennä	9,20 €	9,20 €
30/10/2018	Lisää	8,40 €	7,92 €
10/01/2019	Vähennä	8,20 €	8,24 €
08/02/2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28/02/2019	Lisää	9,20 €	8,62 €
27/04/2019	Lisää	9,50 €	8,96 €
14/08/2019	Lisää	10,00 €	9,36 €
24/10/2019	Vähennä	11,00 €	11,80 €
06/02/2020	Vähennä	13,50 €	14,70 €
14/04/2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
29/04/2020	Lisää	13,50 €	12,25 €
11/05/2020	Lisää	14,00 €	12,75 €
12/08/2020	Vähennä	14,00 €	13,90 €
27/10/2020	Osta	15,00 €	13,10 €
09/12/2020	Vähennä	15,00 €	16,85 €
08/02/2021	Vähennä	17,00 €	19,60 €
28/04/2021	Vähennä	20,00 €	20,45 €
09/06/2021	Lisää	22,00 €	20,45 €
11/08/2021	Vähennä	25,00 €	29,90 €
26/10/2021	Vähennä	25,00 €	27,85 €
07/02/2022	Lisää	27,00 €	25,55 €
24/03/2022	Vähennä	27,00 €	27,65 €
27/04/2022	Lisää	26,00 €	23,35 €
10/08/2022	Lisää	26,00 €	24,00 €
22/08/2022	Lisää	26,00 €	23,70 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**