

# EAB Group

Laaja raportti

5/2020

# Suunta on oikea, mutta tekemistä riittää vielä

Nostamme EAB:n tavoitehinnan 1,75 euroon (aik. 1,5 €) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy). EAB on käynnistänyt mittavat toimet kestävän tulokäänteeseen aikaansaamiseksi ja näkemyksemme mukaan toteutetut toimenpiteet vievät yhtiötä oikeaan suuntaan. Osakkeen yliarvostus on alkuvuoden yli 30 %:n kurssilaskun myötä purkaantunut, mutta arvostus ei ole kuitenkaan mielestämme 12kk:n tähtäimellä edellenkään houkutteleva, kun huomioidaan tulokäänteeseen liittyvät korkeat riskit.

## Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Elite Alfred Berg (EAB) on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämisen-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. EAB on keskittynyt erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat asiakkaita 13 paikkakunnalla. EAB:lla on noin 10 000 asiakasta ja hallinnoitavat varat olivat 2019 lopussa noin 3,1 mrd euroa. EAB:n nykyinen konsernirakenne on muodostunut monien järjestelyiden kautta, joista viimeisin oli 2017 tapahtunut Alfred Bergin Suomen toimintojen osto.

## Kasvu on ollut ripeää, mutta kannattavuuskehitys vaatimatonta

EAB:n kasvu on ollut historiassa ripeää ja yhtiö on moninkertaistanut kokonsa hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna. Kasvu ei ole kuitenkaan heijastunut kannattavuuteen ja EAB:n kannattavuuskehitys on ollut heikkoa läpi pörssihistorian. Keskeisiä tekijöitä vaisun kannattavuuden taustalla ovat olleet mm. perinteisten sijoitusrahastojen kohtaama raju hintapaine ja liiketoiminnan kokoluokkaan nähden suhteellisen raskas kulurakenne. Yhtiö onkin käynnistänyt mittavat toimet kannattavuuden tervehtämiseksi ja tehtyihin toimenpiteisiin lukeutuvat mm. 1) strategian terävöittäminen, 2) tuotetarjonnan fokusointi erityisesti vastuullisuus- ja vaikuttavuussijoittamiseen keskittyviin vaihtoehtoihin rahastoihin sekä 3) merkittävät kustannussäästöohjelmat.

## Tulokäänteeseen liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta

Alkuvuoden voimakas markkinalasku tulee heijastumaan EAB:n kuluvan vuoden palkkiotuottokehitykseen ja odotamme liikevaihdon laskevan 10 %:lla 16,5 MEUR:oon. Näkemyksemme mukaan EAB:lla on liikevaihdon laskusta huolimatta edellytykset yltää kuluvana vuonna positiiviseen tulokseen (2020e: EBIT 0,4 MEUR) säästöohjelmien vetämänä. Vuonna 2021 odotamme EAB:ita merkittävää tulosparannusta ja ennustamme liikevoiton kohoavan 2,3 MEUR:oon ja EPS:n 0,13 euroon. Ajureina toimivat vaihtoehtoisten rahastojen palkkiotuottojen vetämä liikevaihdon vahva 19 %:n kasvu ja kulurakenteen selvä skaalautuminen. Vaikka rakennuspalikat tulosparannukselle ovat paperilla periaatteessa suhteellisen selkeät, liittyy 2021 tulostasoon kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Keskeisin epävarmuus liittyy markkinatilanteen kestävytyteen, EAB:n kulutason pitävyyteen ja vaihtoehtoisten rahastojen uusmyyntiin onnistumiseen.

## Arvostustaso ei edellenkään riittävän houkutteleva tulokäänteeseen liittyvät riskit huomioiden

Näkemyksemme mukaan osakkeen yliarvostus on alkuvuoden yli 30 %:n kurssilaskun myötä purkaantunut. Osakkeen arvostus (P/E 2021e: 14x) ei ole kuitenkaan mielestämme 12kk:n tähtäimellä edellenkään riittävän houkutteleva, kun huomioidaan tulokäänteeseen liittyvät riskit. Arvostus ei saa tukea myöskään osingosta (2020e: 0,0 %) rajallisista vakavaraisuuspuskureista johtuen. Pidemmällä aikavälillä osakkeessa olisi selvää tuottopotentiaalia, mikäli EAB onnistuu strategian toteutuksessa. Tälle on kuitenkin vaikea antaa tällä hetkellä painoarvoa heikosta track-recordista ja tulokäänteeseen liittyvästä epävarmuudesta johtuen.

## Analytytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

(aik. Myy)



**1,75 EUR**

(aik. 1,50 EUR)

Osakekurssi: 1,81 EUR

Potentiaali: -3,3 %

## Ohjeistus

Ei ohjeistusta.

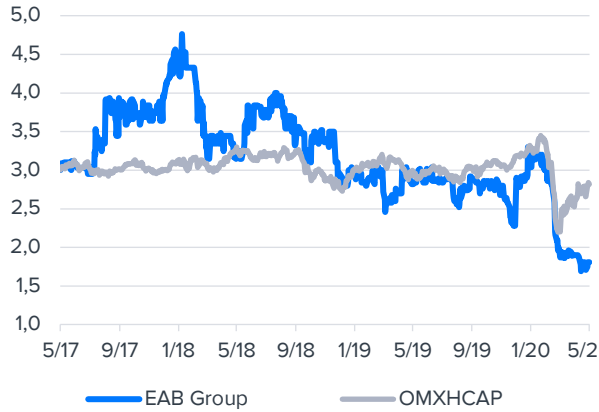
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	18,4	16,5	19,6	21,7
<b>kasvu-%</b>	-6 %	-10 %	19 %	11 %
<b>EBIT oik.</b>	-1,3	0,4	2,3	3,6
<b>EBIT-% oik.</b>	-7,1 %	2,4 %	11,7 %	16,3 %
<b>Nettotulos</b>	-1,3	0,2	1,8	2,8
<b>EPS (oik.)</b>	-0,10	0,01	0,13	0,20

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	>100	14,2	8,9
<b>P/B</b>	2,0	1,3	1,2	1,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,8 %	0,0 %	4,4 %	5,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	77,2	11,4	7,0
<b>EV/EBITDA</b>	35,1	9,8	5,7	4,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,5	1,8	1,3	1,2

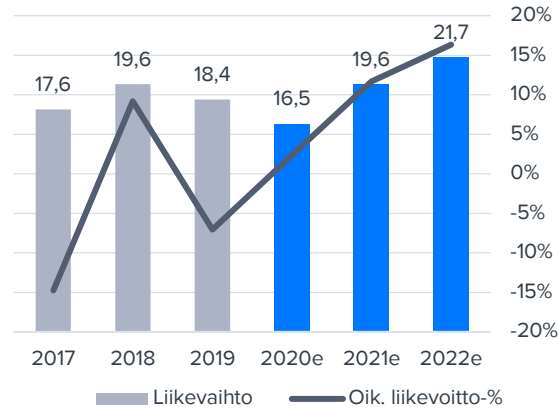
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



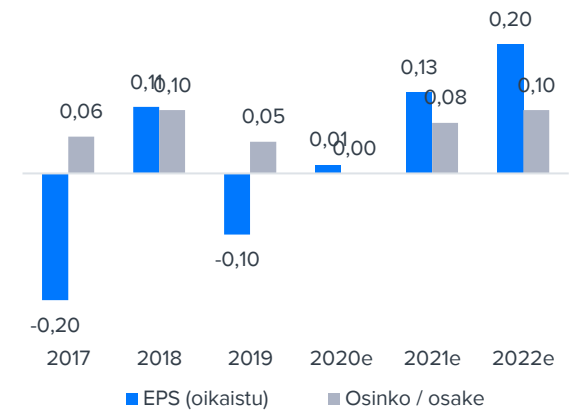
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

### Arvoajurit

- Jatkuvien tuottojen kasvu
- Vaihtoehtoisten rahastojen kasvu
- Tuote- ja asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Kulusäästöt
- Yritysjärjestelyt

### Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Ongelmat kuluhallinnan kanssa
- Vakavaraisuus
- Heikko track-record

### Arvostus

- Osakkeen yliarvostus on alkuvuoden yli 30 %:n kurssilaskun myötä purkaantunut
- Arvostus ei ole kuitenkaan 12kk:n tähtäimellä edelleenkaan riittävän houkutteleva, kun huomioidaan tuloskäänteeseen liittyvät riskit
- Pidemmällä aikavälillä osakkeessa olisi selvää tuottopotentiaalia, mikäli EAB onnistuu strategiansa toteutuksessa

MCAP  
**25**  
MEUR

EV  
**30**  
MEUR

EV/EBIT  
**77,2**  
2020e

P/E (oik.)  
**131,1**  
2020e

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-11</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>12-13</b>
Sijoitusprofiili	<b>14</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>15</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>16-24</b>
Taloudellinen tilanne	<b>25-26</b>
Ennusteet	<b>27-29</b>
Arvonmääritys	<b>30-35</b>
Liitteet	<b>36-38</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>39</b>

# EAB Group lyhyesti

Elite Alfted Berg on kotimainen täyden palvelun sijoituspalveluyritys

**2001**

Perustamisvuosi

**2015/2019**

First North-markkinapaikalle/Helsingin pörssin päälistalle

**18,4 MEUR** (-6 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

**-1,3 MEUR** (-7 % lv:sta)

Liikevoitto 2019

**~67 %\***

Jatkuvat tuotot lv:sta 2019 (\*Inderes arvio)

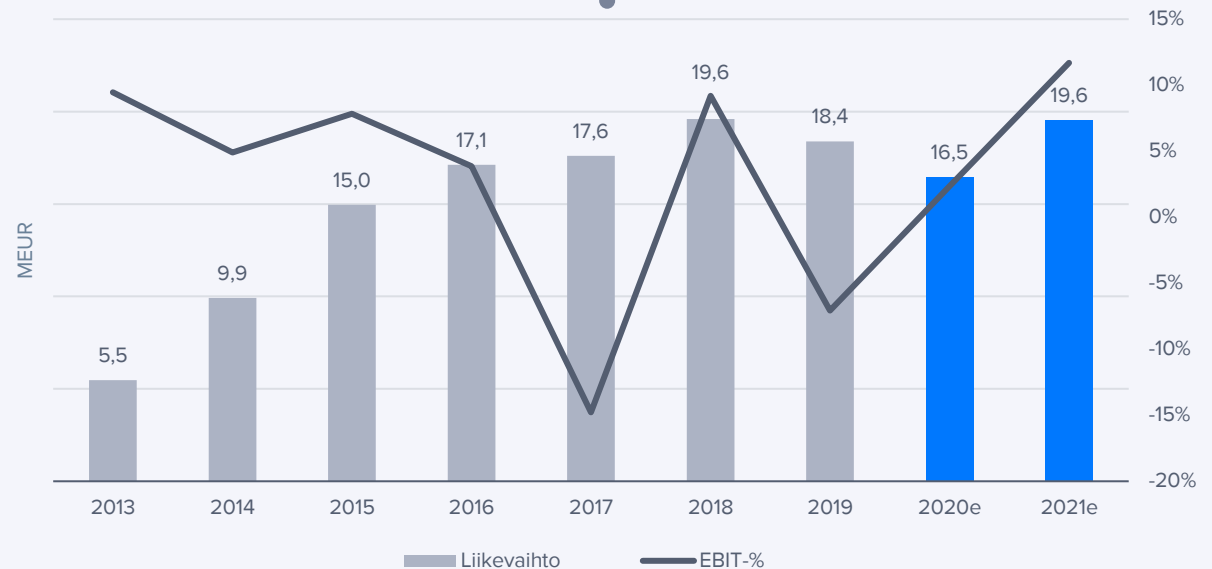
**88 kpl**

Henkilöstö 2019 lopussa

**~10 000**

Asiakasta

- Elite Varainhoito Oy syntyy vuonna 2014, kun Eufex Pankki sulautuu Elite Pankkiiriliikkeen kanssa. Samalla mukaan tulee rahastoyhtiö.
- Yhtiö listautuu 2015 First North-markkinapaikalle
- Elite ostaa vuonna 2017 Alfted Bergin Suomen toiminnot ja nousee uuteen kokoluokkaan (AUM)
- Tulos painuu selvästi tappiolliseksi vuonna 2017 AB-integraatiokulujen ja kertaerien vetämänä
- UCITS-rahastojen palkkiotuottojen laskun myötä kannattavuus heikkenee vuonna 2019 jälleen selvästi
- Strategiaa terävöitetään
- Yhtiö käynnistää mittavat toimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Elite Alfred Berg (EAB) on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämis-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat asiakkaita henkilökohtaisesti 13 paikkakunnalla. EAB on keskittynyt erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiöllä on noin 10 000 asiakasta. Yhtiön hallinnoitavat varat olivat viime vuoden lopussa yli 3 miljardia euroa. EAB listautui First North-markkinapaikalle vuonna 2015 ja Helsingin pörssin päällyställe toukokuussa 2019.

## Historiallinen kehitys

EAB:n historiallisen kehityksen tarkastelua vaikeuttaa useat muodonmuutokset. Elite Varainhoito Oy syntyi vuonna 2014 Eufex Pankki Oyj:n sulautuessa Elite Pankkiiriliikkeeseen.

EAB:n nykyistä ydintä eli varainhoitopalveluita yhtiö on tarjonnut vuodesta 2011 lähtien nimen Elite Pankkiiriliikkeen alla. Vuonna 2012 lopussa Elite Pankkiiriliike Oy:n asiakasvarat olivat 220 MEUR ja sen palveluksessa työskenteli 17 henkilöä. Yhtiö on kasvanut tämän jälkeen hyvin ripeästi ja yhtiön hallinnoitava varallisuus ylitti 3 mrd euron rajan vuonna 2017.

Yhtiö on pyrkinyt historiassaan aktiivisesti kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan. Keskeisiä askelia tässä ovat useat pienemmät yrityskaupat (mm. vuoden 2013 Bon Pankkiiriliike-yritysosto ja 2016 tapahtunut SAV-Rahoituksen-hankinta), mutta selvästi suurin harppaus tapahtui vuonna

2017, kun yhtiö hankki Alfred Bergin Suomen toiminnot.

## Alfred Berg -järjestely

EAB tiedotti elokuussa 2017 ostavansa Alfred Bergin Suomen toiminnot. Järjestelyssä entinen Elite vaihtoi nimensä Elite Alfred Bergiksi ja yhtiöstä tuli BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa. BNP Paribas on yksi maailman suurimmista finanssikonserneista ja BNP Paribas Asset Management on maailmanlaajuinen varainhoitoon erikoistunut yhtiö, jonka toiminta kattaa kaikki merkittävät markkina-alueet ja varallisuusluokat.

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

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

positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen.

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

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

## Kasvu on ollut ripeää, mutta kannattavuuskehitys on ollut vaatimatonta

EAB:n ripeä kasvu ei ole heijastunut yhtiön kannattavuuteen ja yhtiön kannattavuus on ollut läpi sen pörssihistorian heikkoa (2015-2019 keskimääräinen liikevoitto on ollut lievästi tappiollinen). Tämän taustalla on ollut käsityksemme mukaan UCITS-rahastojen kohtaama hintapaine, liiketoiminnan kokoluokkaan nähden suhteellisen raskas kulurakenne sekä liiketoimintaan tehdyt kasvupanostukset.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## Varainhoito liiketoiminnan ytimessä

EAB:n liiketoiminnan ytimessä on asiakkaiden varallisuudenhoito, jota yhtiö toteuttaa varainhoitomalliansa mukaisesti. Kaikki muut EAB:n liiketoiminnat ovat liitännäisiä varainhoitoon tai ainakin johdannaisia varainhoitoon liittyvistä resursseista. Varainhoidon osuus yhtiön palkkiotuloista on yli 90 %.

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

EAB:n liiketoiminnan kannalta keskeisessä roolissa on yhtiön laaja jakeluverkosto. Yhtiöllä on konttorit 13 eri paikkakunnalla ja yhtiöllä on yhteensä noin 50 henkilön myyntitiimi, josta noin 30 toimii asiamiehinä. Yhtiön markkina-asema on suhteellisesti vahvempi maakunnissa ja arviomme mukaan maakuntien vahva läsnäolo on osa yhtiön strategiaa.

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

Varainhoidossa EAB:n hintataso on ollut

historiassa varsin korkea. Yhtiön omien tuotteiden performanssi on ollut historiassa erityisesti perinteisessä varainhoidossa suhteellisen vaisua, mutta tuottokehitys on kuitenkin parantunut viimeisen 18 kk:n aikana. Passiivituotteiden nousun (indeksi- ja ETF-rahastot) ja omien aktiivisten rahastojen vaisun performanssin myötä yhtiön palkkiotasoihin on kohdistunut viime vuosien aikana selvää painetta ja näkemyksemme mukaan EAB:n tuotteiden nykyinen hintataso on varsin hyvin linjassa toimialan yleisen tason kanssa.

## Palvelutoiminta

EAB:n Palvelutoiminta on liitännäinen Varainhoitoon ja sen rooli on näkemyksemme mukaan ennen kaikkea Varainhoitoa tukeva. Palvelutoiminta käsittää 1) ulkopuolisten rahastojen hallinnoinnin, 2) palkitsemispalvelut, 3) laki- ja veropalvelut sekä 4) konsernin sidonnaisasiamiehille ja vaihtoehtorahastoille tuotetut talous- ja kirjanpitolpalvelut.

Laki- ja veropalveluita EAB tarjoaa asiakkailleen yhteistyökumppanin kautta. EAB:n yritysasiakkaille tuottamissa palkitsemispalveluissa merkittävin elementti on henkilöstörahasot (90 000 henkilöstörahasotjäsentä). Tämä on EAB:lle kasvava liiketoiminta ja on hiljalleen myös konsernin tasolla merkittävä.

## Osakkuusyhtiö SAV-Rahoitus

EAB osti joulukuussa 2016 48,73 %:n osuuden SAV-Rahoituksesta, joka tarjoaa yksityishenkilöille autorahoitusta sekä lainaa autovakuutta vastaan. SAV-Rahoitus Oyj on siis EAB:n osakkuusyhtiö ja sen vaikutus 2019 tulokseen oli -0,1 MEUR.

## Varainhoito

Rahastot  
Täysi valtakirja  
Vakuutuskuoret

Varakkaat yksityishenkilöt

Instituutiot

## Varainhoitomallit

### Tukipalvelut (yhteistyökumppanit)

Lakipalvelut  
Veropalvelut

### Yrityspalvelut

Rahastojen hallinnointi  
Palkitseminen  
Henkilöstörahasot

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Hallinnoitava varallisuus

EAB:n hallinnoitava varallisuus oli 2019 lopussa 3127 MEUR. AUM sisältää kuitenkin merkittäviä päällekkäisyyksiä, joten todellinen AUM ei ole näin suuri. Esimerkiksi täyden valtakirjan piirissä oleva varallisuus on käsityksemme mukaan merkittävin osin omien rahastojen pääomaa. Ilman päällekkäisyyksiä EAB:n AUM olisi laskelmiemme mukaan noin 2 miljardia euroa, mikä olisi vertailukelpoisempi luku ajatellen muita varainhoitoyhtiöitä.

EAB ei kerro hallinnoitavan varallisuutensa tarkempaa jakaumaa ja tästä johtuen läpinäkyvyys hallinnoitavaan varallisuuteen on hyvin rajallinen. Arviomme mukaan hallinnoitavasta varallisuudesta noin 540 MEUR on yhtiön omista UCITS-rahastoissa ja hieman yli 500 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa (sis. velkaosuuden ja syöttörahastoissa olevat pääomat).

Täyden valtakirjan varainhoidossa yhtiöllä on arviomme mukaan noin 480 MEUR, josta merkittävä osa on sijoitettu yhtiön omiin rahastoihin. Yhtiö veloittaa täyden valtakirjan varainhoidosta erillisen palkkion, mutta täyden valtakirjan palvelussa merkittävin tulonlähde ovat yhtiön omat rahastot. Vakuutusvaroja (käytännössä kumppanien vakuutuskuoria) yhtiöllä on arviomme mukaan noin 230 MEUR:lla ja myös näistä merkittävä osa on sijoitettu yhtiön omiin tuotteisiin. Vakuutuskuoret ovat yhtiölle niin ikään hyvää liiketoimintaa, sillä myyntihetkellä yhtiö saa niistä merkittävän kertaluontoisen tuoton ja tämän jälkeen vuosittain pienemmän palkkion.

Arviomme mukaan hallinnoitavasta varallisuudesta hieman alle 1,0 mrd euroa on yhteistyökumppani BNP:n sekä yhtiön välittämässä rahastoissa rahastoissa. Tästä merkittävä osa on instituutionaalista rahaa, jonka palkkiotaso on hyvin matala. Lisäksi BNP saa merkittävän osan tästä palkkiovirrasta ja kokonaisuutena tämän pääoman ansainta on EAB:lle suhteellisen pieni. Hallinnoitavia rahastoja yhtiöllä on hieman alle 500 MEUR:n edestä ja myös näiden palkkiotasot ovat erittäin matalia.

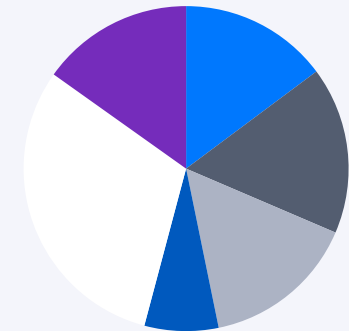
Kokonaisuutena yhtiön AUM:ssa sijoittajan kannalta keskeiset erät ovat yhtiön omat rahastot (UCITS- ja vaihtoehtoiset rahastot), täyden valtakirjan varainhoito sekä vakuutuskuoret.

## Palkkiotuottojen jakauma

EAB raportoi tulovirtansa kahdeksassa osassa. Käsittelemme kaikki osat erillisinä ja mallinnuksemme nojaa myös tähän.

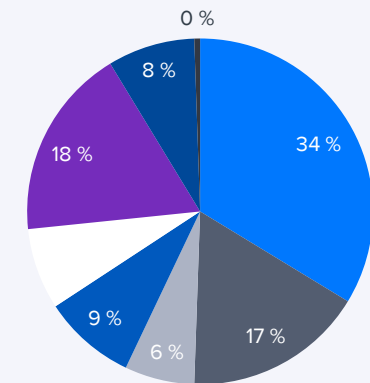
**UCITS-rahastot** ovat yhtiön merkittävin tulonlähde ja niiden palkkiotuotot olivat viime vuonna 6,2 MEUR tai 34 % yhtiön kaikista palkkiotuotoista. UCITS-rahastot kattavat yhtiön 5 omaa sijoitusrahastoa. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne käsityksemme mukaan BNP:n rahastoista saamansa palkkionpalautukset. BNP:n rahastojen osuus tuloista on suhteellisen pieni ja valtaosa palkkioista tulee yhtiön omista rahastoista. Yhtiö saa omista rahastoistaan edelleen varsin tervettä palkkiotasoa ja arviomme mukaan keskimääräinen hallinnointipalkkio yli 1 %:n tasolla.

EAB AUM 2019



- Omat rahastot
- Vaihtoehtoiset rahastot
- Täysi valtakirja
- Vakuutusvarat
- Välitetyt rahastot + BNP
- Hallinnoitavat rahastot

Palkkiotuottojen jakauma 2019



- UCITS
- Vaihtoehtoiset rahastot
- Tuottosidonnaiset
- Täysi valtakirja
- Vakuutustuotteet
- Muut sijoituspalvelut&välitys
- Palvelutoiminta
- Muut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

**Vaihtoehtoiset rahastot** sisältävät yhtiön pääomarahastot (merkittävimpiä mm. EAB Vuokratuotto, Kiinteistökehitys I & II, Private Debt, Uusiutuva energia ja KV-kiinteistöt) ja niiden palkkiotuotot olivat viime vuonna 3,1 MEUR tai 17 % palkkiotuotoista. Palkkiotaso on näissä rahastoissa myös hyvä (arviomme mukaan keskimäärin yli 1 %) ja pitkien sijoitussitoumusten johdosta ennustettavuus on erittäin hyvä. Vaihtoehtoiset ovat yhtiön strategian keskiössä ja yhtiön tavoitteena on kasvattaa niitä tulevina vuosina voimakkaasti.

**Tuottosidonnaiset palkkiot** olivat 2019 noin 1,2 MEUR tai 6 % yhtiön palkkiotuotoista. Tuottosidonnaiset palkkiot tulivat viime vuonna pääosin Kiinteistökehitys I - sekä UCITS-rahastoista. Tuottosidonnaisten palkkioiden ennustettavuus on toimialalle tyypillisesti heikko. Arviomme mukaan tuottosidonnaiset palkkiot tulevat myös jatkossa keskittymään pääasiassa vaihtoehtoisiin rahastoihin ja niiden taso vaihtelee merkittävästi vuosittain.

**Täyden valtakirjan omaisuudenhoidon** palkkiotuotot olivat 2019 1,6 MEUR tai 9 % yhtiön palkkiotuotoista. Täyden valtakirjan salkuissa yhtiö saa arviomme mukaan noin 0,5-1,0 %:n palkkion, jonka lisäksi yhtiö saa myös alla olevien tuotteiden palkkiot. Valtaosa täyden valtakirjan varallisuudesta on sijoitettu omiin rahastoihin ja näin ollen täyden valtakirjan todellinen merkitys on raportoitua liikevaihtoa suurempi.

**Vakuutus tuotteiden myynnin** palkkiotuotot olivat 2019 1,4 MEUR tai 8 % yhtiön palkkiotuotoista. Vakuutus tuotteet tarkoittavat

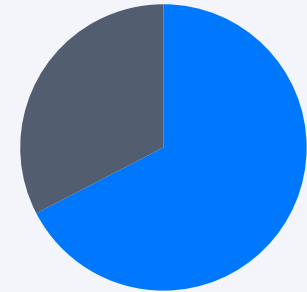
käytännössä kumppanien vakuutuskuoria, joiden myynnistä yhtiö kirjaa merkittävän kertaluontoisen palkkion ja tämän jälkeen vuosittain pienemmän palkkion. Vakuutuskuorien sisällä tuotteet sijoitetaan pitkälti yhtiön omiin rahastoihin, joista yhtiö kirjaa erilliset palkkiot. Vakuutuskuorien myynti on vaikeutunut viimeisen vuoden aikana johtuen kasvaneesta regulaatiosta sekä epävarmuudesta verotukseen liittyen. Arviomme mukaan vakuutuskuorien suhteellinen osuus liiketoiminnasta tulee laskemaan jatkossa.

**Muut sijoituspalvelutuotot ja välityspalkkiot** olivat 2019 3,3 MEUR tai 18 % palkkiotuotoista. Ne sisältävät merkintä- ja järjestelypalkkioita pääosin vaihtoehtoisista rahastoista ja H1'20 alkaen myös strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Merkintä- ja järjestelypalkkiot ovat vahvasti sidoksissa uusmyyntiin ja se on luonteeltaan kertaluontoista. Sijoittajan kannalta tämän erän merkitys on vähäisempi, sillä asiamiehet ja henkilöstö saavat merkittävän osan merkintäpalkkioista.

**Palvelutoiminnan tuotot** olivat 1,6 MEUR ja 9 % konsernin palkkiotuotoista. Palvelutoiminnan tuotot sisältävät yhtiön palveluliiketoiminnan, joka kattaa mm. henkilöstörahasot, ulkopuolisten rahastojen hallinnoinnin sekä laki- ja neuvonantopalvelut. Palveluliiketoiminta on varsin ennustettavaa tuottojen ollessa pitkälti jatkuvia.

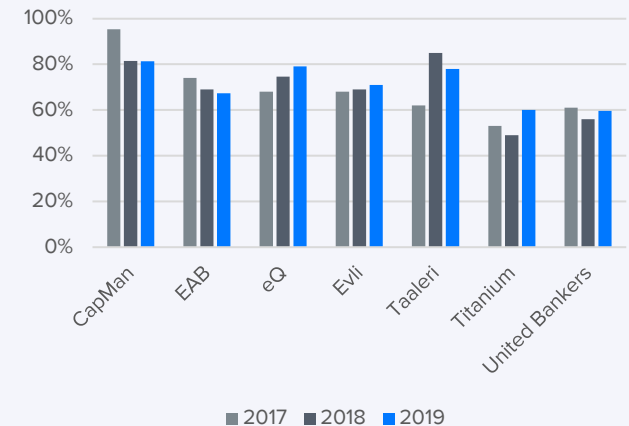
**Muut tuotot** olivat 0,1 MEUR ja ne sisältävät erilaisia pienempiä edellisiin eriin kuulumattomia tuotteita.

Jatkuvien palkkioiden osuus-% 2019 (Inderes arvio)



■ Jatkuvat-% ■ Kertatuotot-%

Jatkuvien tuottojen kehitys (Inderes arvio)



\*EAB käsittelee jatkuvat palkkiot eri tavalla kuin Inderes. EAB lukee jatkuviin palkkiotuottoihin kaikki paitsi tuottosidonnaiset palkkiot, kun Inderes puolestaan lukee niihin UCITS- ja Vaihtoehtoisten rahastojen ja TVK:n palkkiotuotot sekä Palvelutoiminnan.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kokonaisuutena EAB:n palkkiotuotoista hieman alle 70 % on arviomme mukaan jatkuvia. Yhtiön jatkuvien palkkiotuottojen suhteellinen osuus on ollut viime vuodet kuitenkin huolestuttavasti loivalla laskutrendillä.

Käsityksemme mukaan tämän taustalla on ollut UCITS-rahastojen hallinnoitavien pääomien lasku ja toimialan yleinen hintapaine, Palvelutoiminnan palkkiotuottojen lasku sekä kertaluonteisten vaihtoehtoisten rahastojen merkintä- ja järjestelypalkkioiden kasvu. EAB:n olisikin ensiarvoisen tärkeää onnistua kasvattamaan jatkuvien palkkioiden suhteellista osuutta yhtiön nykyinen vaisu kannattavuustaso huomioiden. Jatkuvien tuottojen kasvattamisen keskiössä tulee näkemyksemme mukaan lähivuosina olemaan erityisesti vaihtoehtoisten rahastojen kasvu.

## Kulurakenne

### Henkilöstökulut

Selvästi merkittävin ja lyhyellä tähtämellä kiinteä kuluerä EAB:lle on henkilöstökulut (2019: 8,0 MEUR), jotka vastasivat noin 43 % palkkiotuotoista 2019. EAB:n palveluksessa oli vuoden 2019 lopussa 88 työntekijää (ei sisällä asiamiehiä).

Keskimääräinen vuosikulu/henkilö oli noin 83 TEUR vuonna 2019, mikä on alalle matala. Arviomme mukaan listattujen finanssisektorin yhtiöiden keskimääräinen työntekijäkulu on jonkin verran yli 100 TEUR. Arviomme mukaan eroa selittävät osaltaan erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät). EAB:llä on palkkalistoilla suhteellisen paljon

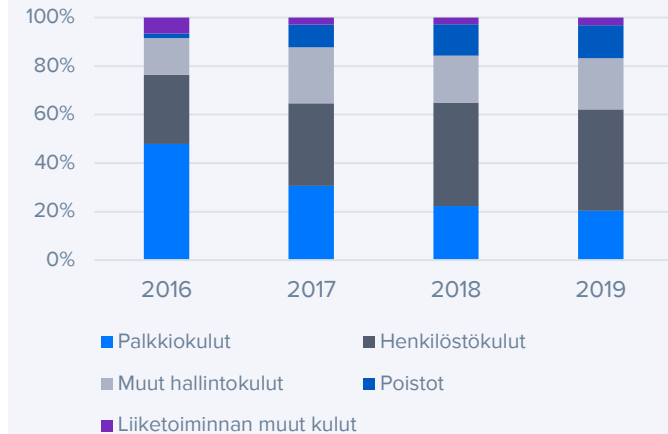
tukifunktioissa työskenteleviä matalamman palkkatason henkilöitä, kun taas korkeapalkkaisemmat sidonnaisasiamiehet eivät näy palkkakuluissa (vaan palkkiokuluissa). Sidonnaisasiamiehille maksetut palkkiot olivat viime vuonna noin 3,3 MEUR ja nämä huomioiden kokonaishenkilöstökulut nousevat noin 11,3 MEUR:oon (61 % palkkiotuotoista). Asiamiespalkkiot huomioiden keskimääräinen henkilöstökulu oli viime vuonna laskelmiamme mukaan hieman yli 100 TEUR/hlö.

EAB:n henkilöstökulut ovat kasvaneet viime vuosina selvästi (2019: 8,0 MEUR vs. 2016: 4,6 MEUR). Henkilöstökulujen kasvua selittää Alfred Berg-järjestelyn myötä kasvanut henkilöstömäärä ja se, että viime vuosina rekrytoidut työntekijät ovat tulleet pääasiassa yhtiön omille palkkalistoille. Talon sisällä oleville työntekijöille ja sidonnaisasiamiehille maksetut palkkiot huomioiden henkilöstökulut ovat pysyneet viime vuodet kokonaisuudessaan käytännössä muuttumattomina noin 11 MEUR:n tasolla. Henkilöstökulumassa on nykyiseen liikevaihtotasoon nähden varsin raskas ja yhtiö onkin tehnyt vuosina 2019-2020 määrätietoista sopeutuksia henkilöstökulutason keventämiseksi.

### Palkkiokulut

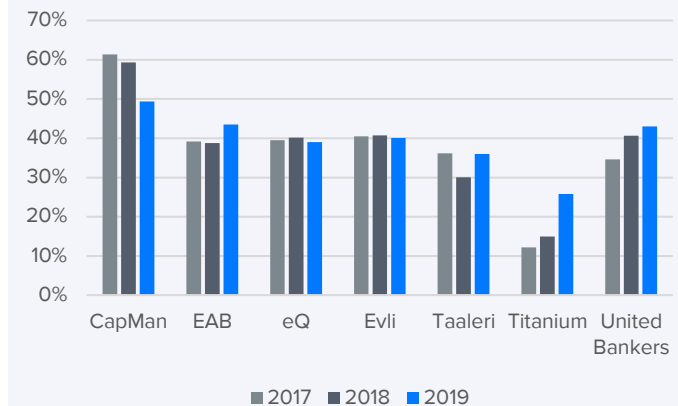
Palkkiokulut ovat yhtiön toinen merkittävä kuluerä. Palkkiokulut koostuvat pääosin edellä mainituista asiamiesten palkkioista (2019: 3,3 MEUR), mutta yhtiöllä on myös läpilaskutettavia rahastoja, joiden kulut näkyvät tällä rivillä. Palkkiokulujen määrä oli 2019 3,9 MEUR ja se vastasi 21 % yhtiön palkkiotuotoista.

## Kulurakenteen kehitys



Huom. 2016 kulurakenne FAS:n mukainen ja 2017 alkaen IFRS.

## Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ilman asiamiehiä (konserni)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Muut hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut

Merkittäviä kulueriä EAB:lle ovat myös muut hallintokulut (2019: 4,1 MEUR) sekä liiketoiminnan muut kulut (2019: 0,6 MEUR). Muihin hallintokuluihin lukeutuvat mm. IT- ja markkinointikulut. Liiketoiminnan kulut pitävät sisällään mm. viranomaismaksut, tilintarkastuspalkkiot sekä vakuutusmaksut. Muut hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut vastasivat viime vuonna noin 27 % yhtiön palkkiotuotoista. Suhteessa verrokkeihin hallintokulujen ja muiden liiketoimintakulujen taso on ollut viime vuosina varsin korkea (kts. sivupalkki).

## Poistomassa on suhteellisen korkea

EAB:n poistot olivat vuonna 2019 2,6 MEUR. Poistoista aineettomien hyödykkeiden osuus oli noin 1,6 MEUR. Aineellisten hyödykkeiden poistot koostuvat pääasiasassa IFRS 16-poistoista. EAB:n poistomassaa on kasvattanut erityisesti viime vuosina tehdyt IT-investoinnit ja IFRS16-siirtymä. Arviomme mukaan poistomassan ei pitäisi ainakaan keskipitkällä aikavälillä oleellisesti kasvaa nykyisestä.

## Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

EAB:n kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja näin ollen tulosvipu on voimakas molempiin suuntiin. Näkemyksemme mukaan kaikkien kulurivien pitäisi skaalautua kohtalaisen hyvin liikevaihdon kasvaessa. Palkkiokuluissa asiamiehet saavat tuomistaan palkkioista arviomme mukaan noin 40 %:n osuuden ja näin ollen erä joustaa varsin hyvin molempiin suuntiin liikevaihdon mukana. Henkilöstökulujen tason pitäisi laskea kuluvana

vuonna selvästi vuoden [2019 jälkipuoliskolla](#) ja vuoden [2020 alussa](#) toteutettujen säästötoimenpiteiden vetämänä.

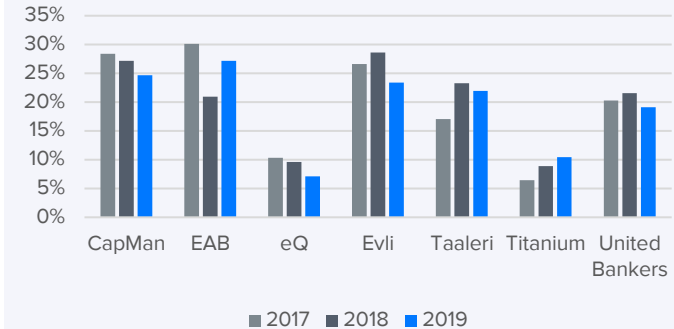
Hallintokulujen, muiden kulujen sekä poistojen osalta odotamme myös kohtuullista skaalautuvuutta, sillä yhtiöllä ei pitäisi olla suuria nousupaineita vuokrien ja muiden liiketoiminnan kulujen suhteen. Yhtiöllä on arviomme mukaan kuitenkin myös jatkossa jonkin verran jatkuvaluonteista investointitarvetta IT-järjestelmiin liittyen, mikä tulee näkymään kuluissa tulevina vuosina.

## Kannattavuus vaisulla tasolla

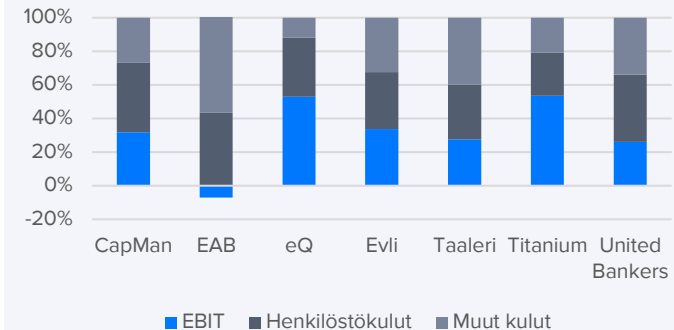
EAB:n kannattavuus on jäänyt viime vuosina selvästi listattuja verrokkeja heikommaksi. Arviomme mukaan keskeisimmät tekijät heikon kannattavuuden taustalla ovat olleet liikevaihdon vaisu kehitys ja verrokkeja heikempi operatiivinen tehokkuus. Näkemyksemme mukaan kestävä kannattavuusparannus vaatisi yhtiöltä liikevaihdon (erityisesti jatkuvien tuottojen) selvää kasvua ja kulutehokkuuden parantumista.

Kulutehokkuuden parantumisessa keskeistä roolia näyttelevät viimeisen vuoden aikana toteutetut säästötoimenpiteet. EAB on käsityksemme mukaan kyennyt keventämään kustannusrakennettaan varsin merkittävästi ja odotammekin kulumassan laskevan kuluvana vuonna selvästi. Mikäli EAB saisi käännettä liikevaihtonsa takaisin kasvu-uralle ja onnistuisi ylläpitämään myös jatkossa tiukkaa kulufokusta, olisi kannattavuudessa merkittävää nousupotentiaalia. Esimerkiksi muiden seuraamiemme varainhoitajien keskimääräinen liikevoittomarginaali oli 2019 noin 38 %.

Hallintokulut ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Verrokkien Varainhoidon kulurakenteet ja kannattavuus 2019



## Inderesin huomiot:

- CapManin kohdalla Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne ja kannattavuus
- EAB Groupin kulurakenne ja kannattavuus konsernitasolla
- Evlin Varainhoidon henkilöstökulussa Inderesin arvio
- eQ:n Varainhoitoa rasitettu konsernikuluilla
- Titanium konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Kasvu strategian keskiössä

EAB on profiloitunut historiassa selkeäksi kasvuyhtiöksi ja yhtiön strategiana on myös jatkossa liiketoiminnan voimakas kasvattaminen. Lyhyellä aikavälillä merkittävimpiä kasvupanostuksia rajoittavat kuitenkin nykyinen väisä kannattavuustaso sekä yhtiön ohuet vakavaraisuuspuskurit. Näkemyksemme mukaan yhtiön lyhyen aikavälin strategisena fokusalueena onkin kulusäästöjen onnistunut läpivienti ja kannattavuustason tervehdyttäminen.

EAB uudelleenarvioi ja päivitti strategiaansa vuoden 2019 aikana. Yhtiön päivitetyn strategian keskeisiä osa-alueita ovat näkemyksemme mukaan:

**Hallinnoitavien varojen ja jatkuvien tuottojen kasvattaminen.** Tässä keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys. Arviomme mukaan keskeiset ajurit hallinnoitavan varallisuuden kasvulle ovat lähivuosina erityisesti vaihtoehdot rahastot. Yhtiöllä on tällä hetkellä kokoonsa nähden varsin suuri määrä myyntihenkilöstöä ja yhtiöllä pitäisi olla edellytykset kasvattaa uusmyynnin tasoa nykyisestä myynnin tehokkuutta parantamalla (2019: liikevaihto per työntekijä 188 TEUR vs. verrokki keskiarvo 349 TEUR, kts. s. 24).

**Läsnäolon kasvattaminen instituutiokentässä.** EAB on asettanut 3-5 vuoden strategiseksi tavoitteekseen saada asiakkaakseen noin puolet Suomen sadasta suurimmasta instituutiosijoittajasta. Tavoite on pääasiassa yksityisasiakkaisiin keskittyneelle yhtiölle kunnianhimoinen ja näkemyksemme mukaan

EAB pyrkii kasvattamaan läsnäoloaan instituutiokentässä erityisesti vaihtoehtoisten rahastojen avulla. Hintakilpailu instituutioissa on kuitenkin erityisesti suurimpien sijoitusmandaattien osalta erittäin ankaraa ja näkemyksemme mukaan EAB:n hintakilpailukyky instituutioissa on varsin rajallinen.

**Asiakastytyväisyyden parantaminen.** Yhtiö on asettanut tavoitteekseen asiakastytyväisyyden nostamisen alan kolmen parhaan toimijan joukkoon. Käsitksemme mukaan keskeiset tekijät asiakastytyväisyyden parantamiseksi ovat sijoitustoiminnassa onnistuminen, tuotteiden hintatason pitäminen kilpailukykyisenä ja tuote- ja palvelukokonaisuuksien (mm. vaihtoehdot ja vastuullisuusteema) kehittäminen.

## Tuotetarjonnan terävöittäminen.

Näkemyksemme mukaan EAB:n strategian keskiössä on myös tuotetarjonnan terävöittäminen. Keskeistä roolia tässä näyttelevät erityisesti vastuullisuus- ja vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvät vaihtoehdot rahastot (Kiinteistökehitys ja Uusiutuva energia). Perinteisen varainhoidon puolella EAB tulee myös jatkossa panostamaan erityisesti palvelukonseptien kehittämiseen.

**Kulutehokkuuden parantaminen.** EAB:n keskeisenä strategisena tavoitteena on myös kulutehokkuuden selkeä parantuminen. Tässä keskeistä roolia näyttelevät jo nyt käynnissä olevat säästöohjelmat ja palkkiotuottojen kääntäminen takaisin kasvu-uralle, mikä mahdollistaisi kulurakenteen selvän skaalautumisen. Näkemyksemme mukaan yhtiön

tulisi tarkastella myös jatkossa kustannustasoaan kriittisesti ja näemmekin yleisessä kulutehokkuudessa ja kannattavuustasossa selkeää parannuspotentiaalia.

**Yritysjärjestelyt.** Nykyinen EAB on syntynyt monien yritysjärjestelyiden seurauksena ja odotamme yhtiön olevan aktiivinen yritysjärjestelykentällä myös tulevaisuudessa. Liikkumatilaa yritysjärjestelyjen saralla rajoittavat kuitenkin yhtiön ohuet vakavaraisuuspuskurit ja näkemyksemme mukaan merkittävän kokoluokan yrityskaupat ovat lyhyellä aikavälillä suhteellisen epätodennäköisiä yhtiön keskittyessä sisäisten tehokkuushaasteidensa ratkaisemiseen. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö tulee lähivuosina luopumaan tietyistä ydintoimintojen ulkopuolisista liiketoiminnoista (esim. SAV-Rahoitus).

## Strategian "Must Win Battles"

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

- Tulosvolatiliteetin pienentäminen ja jatkuvien tuottojen osuuden kasvattaminen
- Kustannusrakenteen kriittinen tarkastelu
- Skaalautuvuuden varmistaminen (IT, jakelu ja tuotteiden kokoluokka)
- Tuotteiden laadun parantaminen (hintataso ja sijoitusperformanssi)
- Kasvun fokusointi yhtiön ydintoimintoihin ja -tuotteisiin

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Taloudelliset tavoitteet

EAB:n tilinpäätöksen 2019 yhteydessä päivitetty taloudelliset tavoitteet seuraavalle 3-5 vuodelle ovat seuraavat:

- Liiketoiminnan tuottojen kaksinkertaistaminen
- Kannattavuuden nostaminen yli 35 %:iin liikevoitolla mitattuna
- Pääomarahastojen (vaihtoehtoiset rahastot) osuuden kasvattaminen yli 50 %:iin liikevaihdosta

Liikevaihdon kasvutavoitteen saavuttaminen orgaanisin keinoin on mielestämme haastava tehtävä nykyinen markkinatilanne huomioiden ja näkemyksemme mukaan liiketoiminnan tuottojen kaksinkertaistaminen seuraavan 3-5 vuoden aikajänteellä vaatisi erinomaisen operatiivisen suorittamisen lisäksi taakseen myös yritysostovetoista kasvua.

Yhtiön kannattavuustavoite (35 % EBIT-%) on mielestämme erittäin kunnianhimoinen (2019: EBIT -7,1%) ja toteutuakseen se vaatisi liikevaihdon vahvaa kasvua, parantuvaa asiakas- ja tuotekohtaista kannattavuutta sekä vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa onnistumista. EAB:n kulurakenteen pitäisi skaalautua myös selvästi, jotta yhtiö ylittäisi näin korkealle kannattavuustasolle. Mielestämme tavoite ei ole realistinen ilman yrityskauppoja ja yhtiön selvää kokoluokan kasvua nykyisestä.

Vaikka kannattavuustavoite on erittäin kunnianhimoinen, niin yhtiön keskeisistä listatuista verrokkiyhtiöistä useampi ylsi viime

vuoden vahvassa markkinatilanteessa vastaavalle tasolle (vertailu sivulla 11). Heikentyneen markkinatilanteen ja yhtiön vaisun track-recordin johdosta ennusteemme ovat toistaiseksi selvästi yhtiön oman tavoitteen alapuolella (2023e EBIT-%: 16 %).

Vaihtoehtoisten rahastojen osuuden kasvattamista (yli 50 % liikevaihdosta) koskeva taloudellinen tavoite on mielestämme realistinen ja omat ennusteemme (2023e: 43 %) on tältä osin lähes linjassa yhtiön oman tavoitteen kanssa. Näkemyksemme mukaan vaihtoehtoisten rahastojen kasvu tulee olemaan lähivuosina yhtiölle merkittävin orgaanisen kasvun moottori ja vaihtoehtoisten rahastojen kasvu on kriittistä myös kestävän kannattavuuskäänteen saavuttamiseksi.

## Voitonjakopolitiikka

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

Viime vuosina EAB:n voitonjako on ollut varsin vuolasta ja yhtiö on jakanut osinkoina valtaosan tuloksestaan ja osinkoa jaettiin tappiollisista tilikausista huolimatta myös vuosina 2017 ja 2019. Näkemyksemme mukaan lähivuosina EAB:n voitonjako tulee olemaan tiukasti sidoksissa tuloskehitykseen ohuista vakavaraisuuspuskureista ja rajallisesta tappionsietokyvystä johtuen.

	Taloudellinen tavoite	Inderesin ennuste
Taloudelliset tavoitteet	3-5 v	2023e
Liiketoiminnan tuottojen kasvu	100 %	24 %
EBIT-%	>35 %	16 %
Vaihtoehtoisten rahastojen osuus liikevaihdosta	>50 %	43 %

Lähde: EAB ja Inderesin ennusteet

## Kommentit taloudellisesta tavoitteista ja niiden suhteutumisesta Inderesin ennusteisiin

- Liiketoiminnan tuottojen kasvu (2019-2023e kokonaiskasvu 24 % ja CAGR ~6 %) selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden, sillä ennusteemme pitävät sisällään vain yhtiölle ennustamamme orgaanisen kasvun
- Alkuvuonna merkittävästi heikentynyt markkinatilanne ja yhtiön historiallisesti heikko track-record puoltavat myös turvamarginaalin sisällyttämistä kasvutavoitteisiin
- Kannattavuustennuste nykyisestä heikosta kannattavuustasosta ja track-recordista johtuen selvästi alle yhtiön asettaman kunnianhimoisen tavoitteen
- Kannattavuustason saavuttaminen vaatisi taakseen liikevaihdon vahvaa kasvua sekä kulurakenteen selvää skaalautumista nykytasoltaan
- Vaihtoehtoisia rahastoja koskeva taloudellinen tavoite on mielestämme realistinen ja 2023 ennusteemme on lähes linjassa yhtiön oman tavoitteen kanssa

# Sijoitusprofiili

**1.** Kasvuyhtiö

**2.** Heikko track-record

**3.** Riskitaso verrokkiryhmän korkeimpia

**4.** Yritysjärjestelyt

**5.** Käännepotentiaali

## Potentiaali



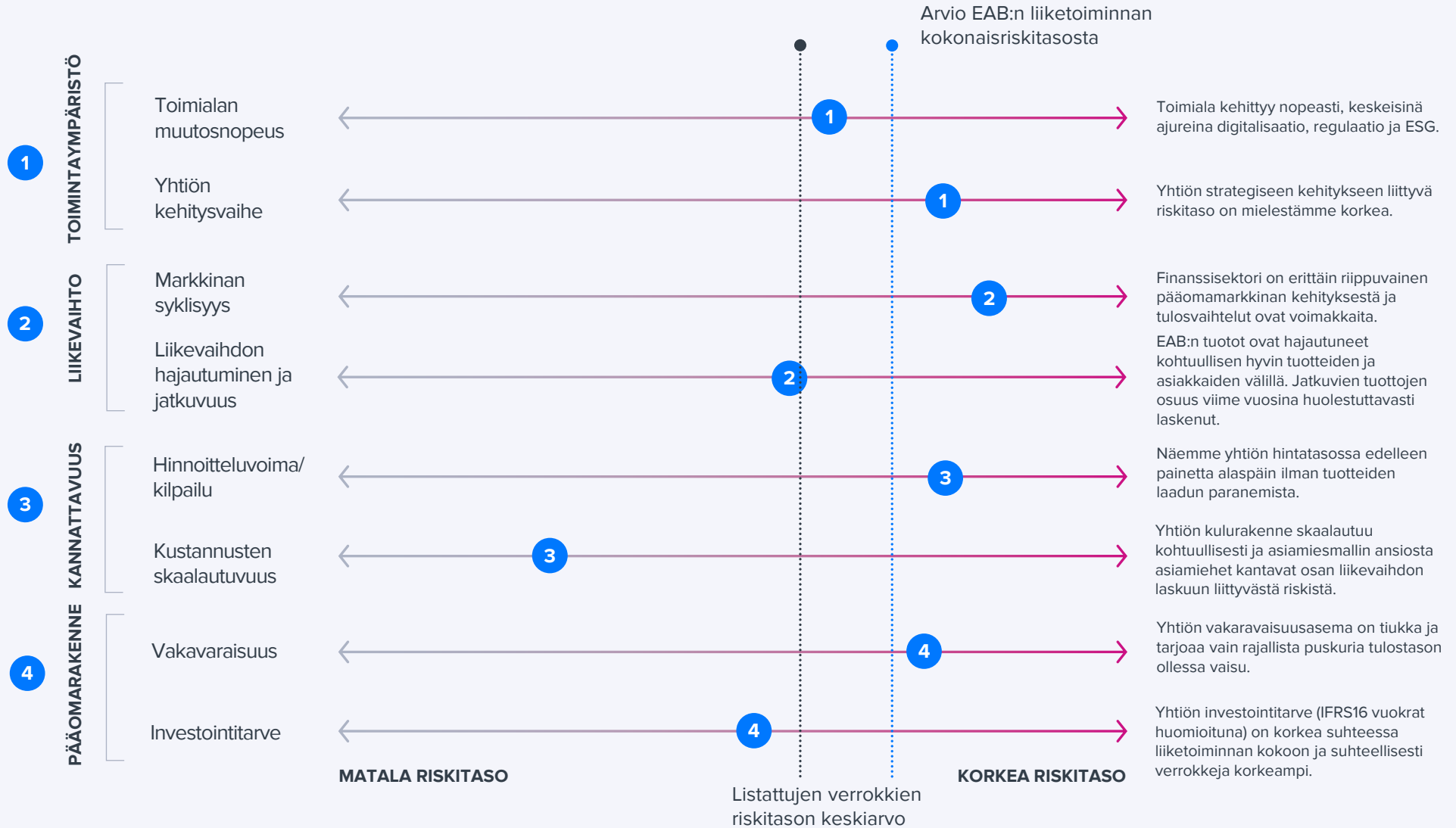
- Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa
- Uudet tuotteet ja palvelut
- Vaihtoehtoisten rahastojen kasvu
- Tuote- ja asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantaminen
- Liiketoiminnan skaalautuvuus ja kulusäästöt
- Epäorgaaninen kasvu yritysjärjestelyillä

## Riskit



- Heikentynyt markkinatilanne
- Nykyinen heikko kannattavuustaso
- Ohuet vakavaraisuuspuskurit
- Strategian toteutuksen onnistuminen
- Heikko track-record
- Palkkiotasojen eroosio

# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# 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 tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi merkittävästi vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on finanssikriisin jälkeen perustunut etenkin omaisuusarvojen nousuun vaisun talouskehityksen myötä. Viime vuosina omaisuudenhoitomarkkina on kuitenkin saanut tukea myös Suomen talouden elpymisestä sekä kasvaneesta kiinnostuksesta sijoittamista kohtaan. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2019 lopussa yli 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin

varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 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.

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

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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

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

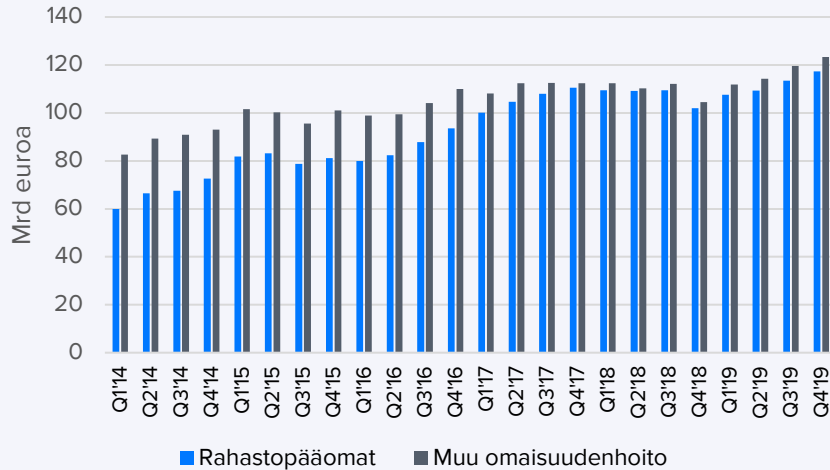
## Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt 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 nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa kuitenkin merkittävästi koronaviruksen myötä kasvaneet taantumapelot ja alkuvuonna 2020 nähty omaisuusarvojen voimakas lasku.

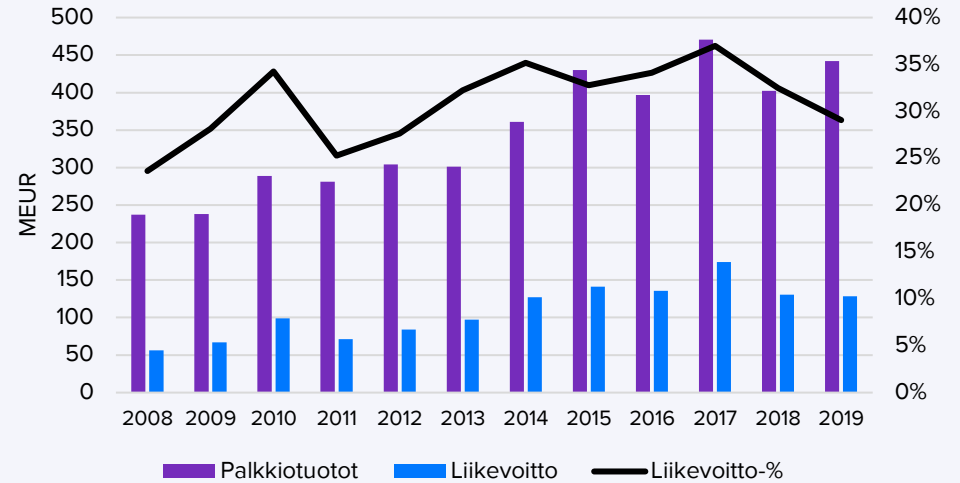


# Varainhoitomarkkina

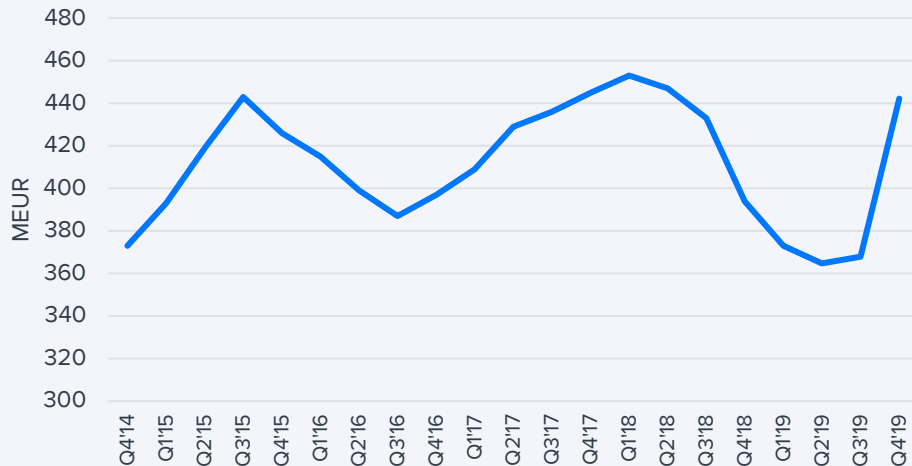
### Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



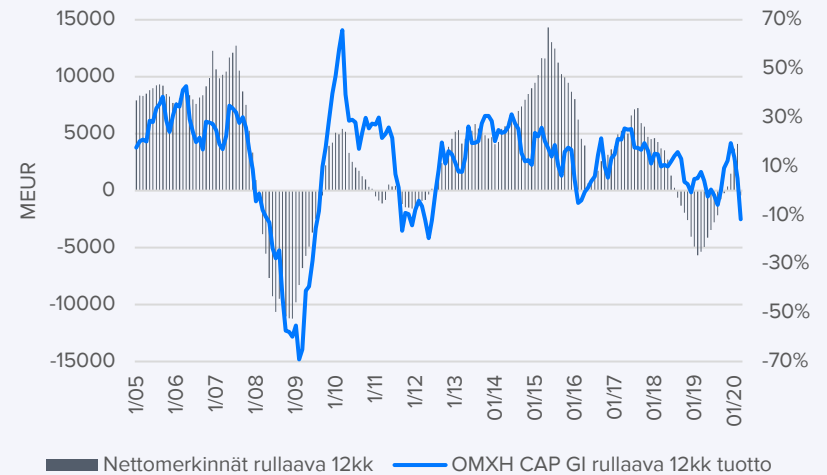
### Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



### Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



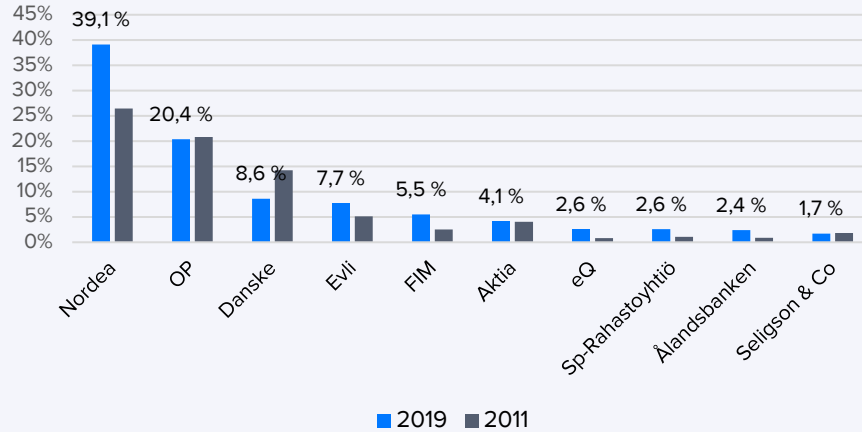
### Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (rullaava 12kk)



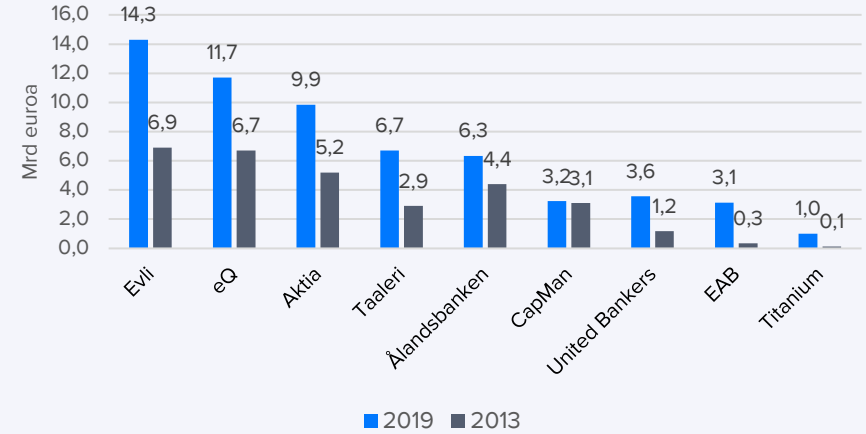
Lähde: Inderes, Tilastokeskus, Finanssivalvonta, Suomen Sijoitustutkimus

# Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

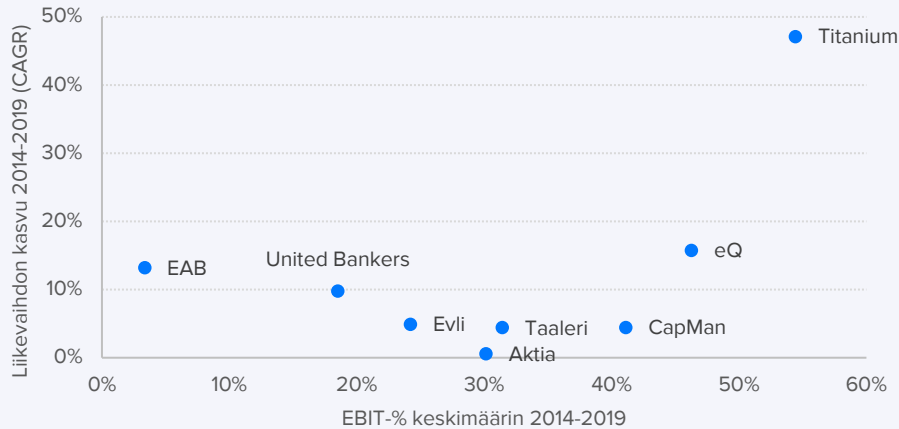
Kymmmenen suurinta kotimaista rahastoyhtiötä markkinaosuudella mitattuna (2019 lopussa)



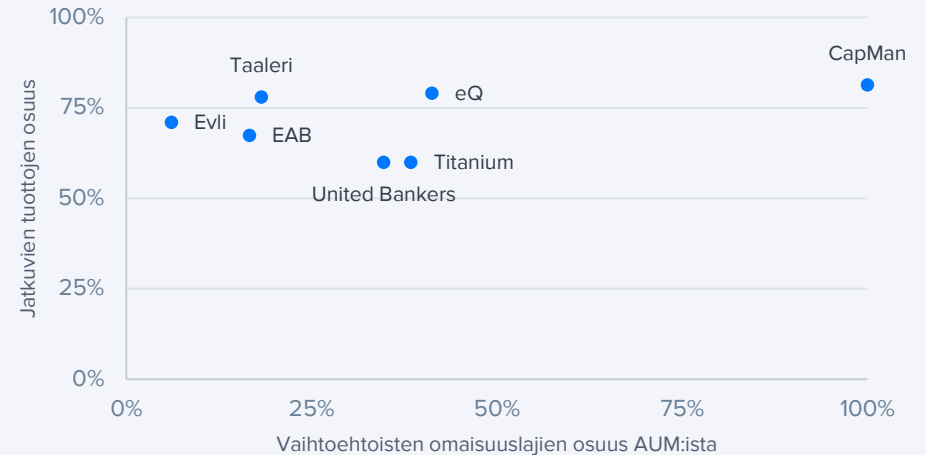
Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus (2019 lopussa)



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix (2019 lopussa)



Lähde: Suomen Sijoitustutkimus, yhtiöt, Inderes

\*Inderesin arvio

# Toimialan ajurit ja trendit



## Digitalisaatio

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



## Regulaation lisääntyminen

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



## Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



## Vastuullisuus (ESG)

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

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

## Sijoittajien vaatimustaso nousee

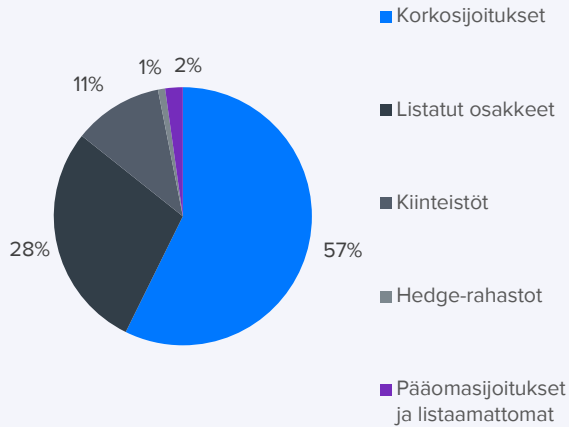
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

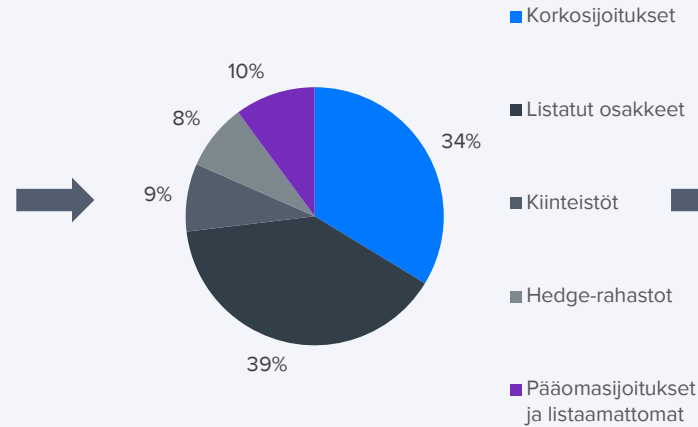
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

# Toimialan ajurit ja trendit

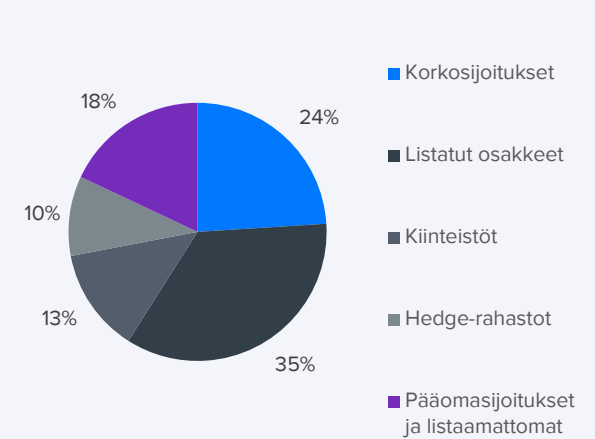
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

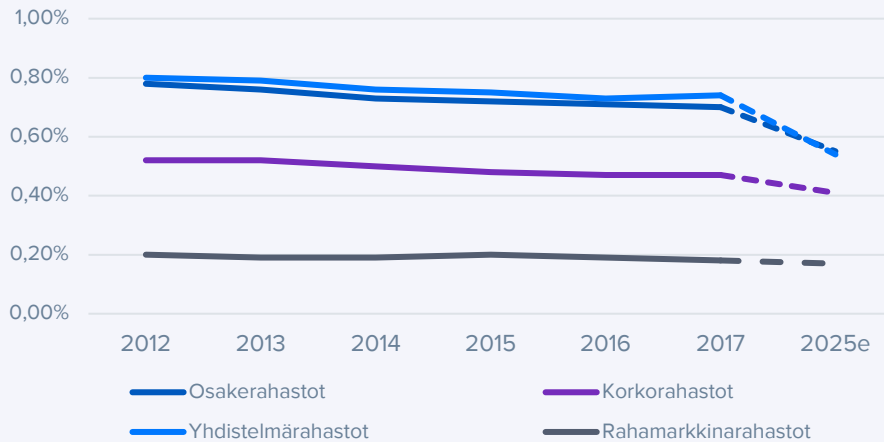


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029\*

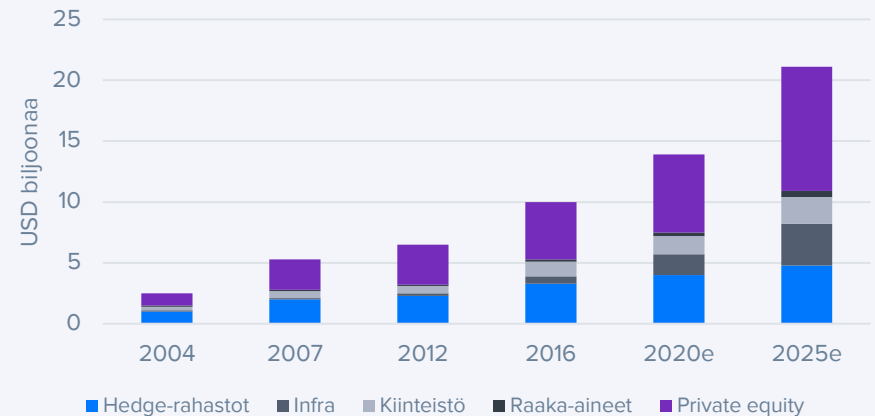


\* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

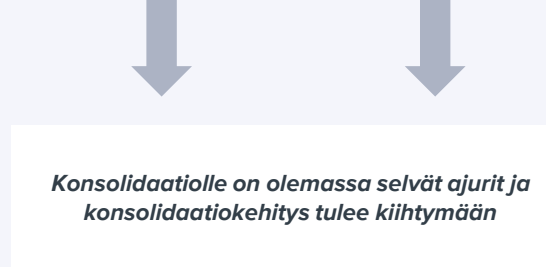
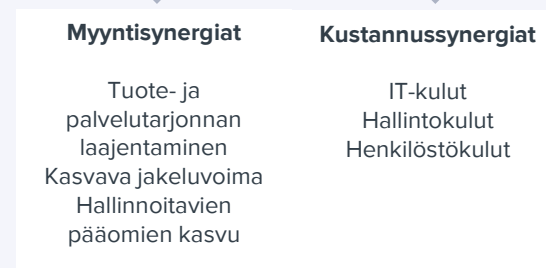


# Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



## Konsolidaatioajurit



## Toteutuneita järjestelyjä



# Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala:  —   

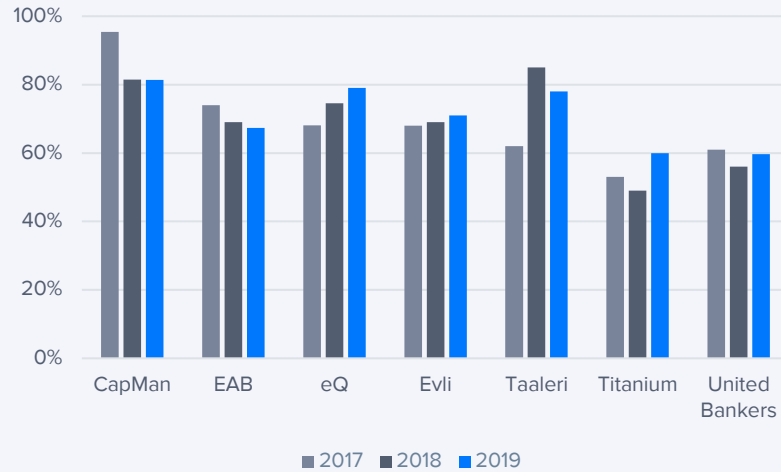
Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
<b>Regulaatio</b>	 	EAB on implementoinut uuden regulaation täysimääräisesti osaksi toimintaansa ja vuosina 2018-2019 voimaan astunut regulaatio ei enää rasita yhtiön liiketoimintaa. Asiamiesmallin tulevaisuuteen ja vuonna 2021 uudistuvaan sijoituspalveluyhtiölainsäädäntöön (IFD ja IFR) liittyy kuitenkin epävarmuutta.
<b>Vaatimustason nousu</b>		EAB:n rahastojen performanssi on ollut historiassa varsinkin perinteisen varainhoidon osalta vaisua ja tällä on ollut vaikea perustella historiallisesti korkeita palkkiotasoja. Rahastojen tuottokehitys on parantunut viimeisen 18 kk:n aikana kuitenkin selvästi. Yhtiön täytyy onnistua tulevina vuosina tuottamaan asiakkaille lisäarvoa erityisesti strategian kannalta kriittisissä vaihtoehtoisissa rahastoissa.
<b>Matala korkotaso</b>	 	Yhtiö ei ole viime vuosina pystynyt täysimääräisesti hyödyntämään matalan korkotason mahdollisuuksia tuotekehityksessään. Tuotetarjontaa on kuitenkin terävöitetty selvästi ja fokus on siirtynyt vaihtoehtoisin rahastoihin.
<b>Digitalisaatio</b>	 	Yhtiöllä on ollut historiassa haasteita IT-järjestelmiensä kanssa ja niihin on investoitu viime vuosina varsin mittavasti. Vaikka merkittävimmät investoinnit ovatkin takanapäin, tulee yhtiöllä olemaan myös jatkossa jonkin verran jatkuvaluonteista investointitarvetta tietojärjestelmiin liittyen.
<b>Vaihtoehtoiset omaisuusluokat</b>	 	Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat yhtiön päivitetyn strategian ytimessä ja vaihtoehtoiset rahastot tulevat nousemaan EAB:lla lähivuosina merkittävämmäksi palkkiotuottojen lähteeksi. Varainkeruussa ja sijoitustoiminnassa onnistuminen keskeistä.
<b>Hintatason jatkuva paine</b>	 	Yhtiön hintataso on ollut historiassa korkea, mutta nykyiset palkkiotasot ovat linjassa toimialan yleisen tason kanssa. Sijoitusperformanssin tulee kuitenkin säilyä myös jatkossa hyvällä tasolla, jotta nykyiset palkkiotasot ovat kestäviä myös pidemmällä aikavälillä.
<b>Vastuullisuus</b>	 	EAB on integroinnut ESG:n osaksi salkunhoidon prosesseja ja tehnyt panostuksia vastuullisen sijoittamisen tuotetarjontaan erityisesti vaihtoehtoisissa rahastoissa. Vastuullisuus on nostettu myös päivitetyn strategian keskiöön.

# Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

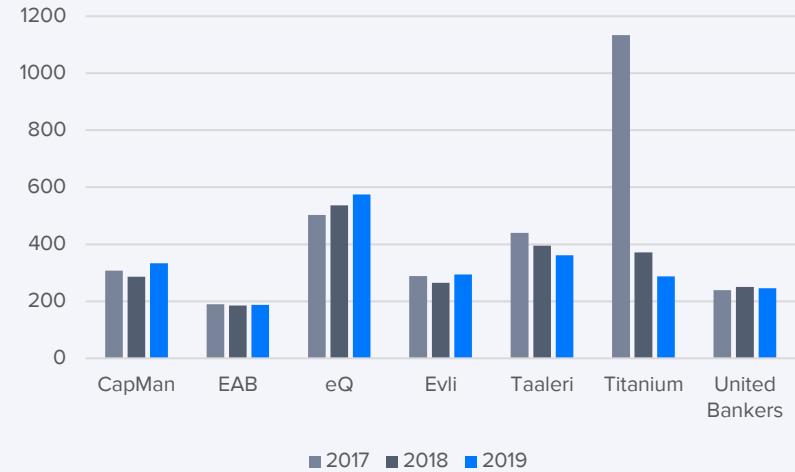
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia
<b>MCAP (MEUR)</b>	<b>520</b>	<b>180</b>	<b>80</b>	<b>200</b>	<b>30</b>	<b>280</b>	<b>80</b>	<b>570</b>
<b>Osakkeen kokonaistuotto</b>	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1000%. IRR ~30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto lähes 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR ~20%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR +10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~60%, IRR ~-20%.	2013 alkaen kokonaistuotto ~110%. IRR +10%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~140%. IRR ~10%.
<b>Toteutunut kannattavuus</b>	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +25%. Kannattavuus kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta tuottopalkkioiden/myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto& transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	2019 EBIT 32%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2019 tulos tappiollinen. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsernitasolla kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viimevuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).
<b>Track-record</b>	2014-2019 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2019 EPS +4,6e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-19 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2019 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos noussut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.
<b>Vahvuudet / heikkoudet</b>	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveän hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.
<b>Strateginen suunta</b>	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysosot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäännteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvuun ja kulutehokkuuden kautta. Yritysosot mahdollisia.	Fokus fokus kasvussa ja jatkuviin tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.

# EAB Group suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

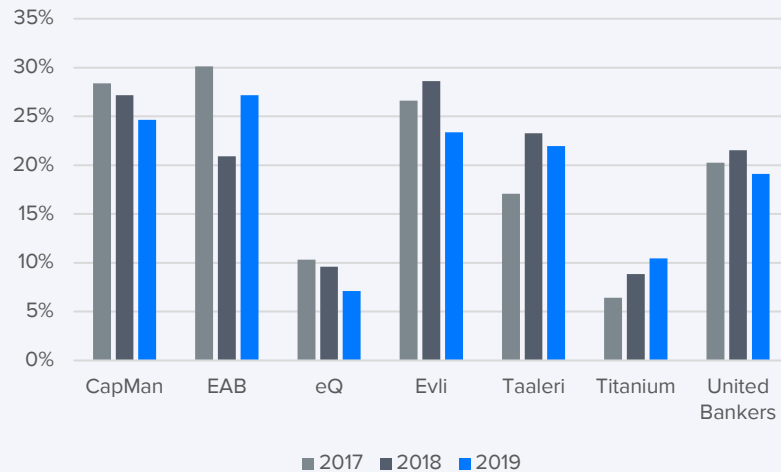
Jatkuvien tuottojen kehitys (konserni)\*



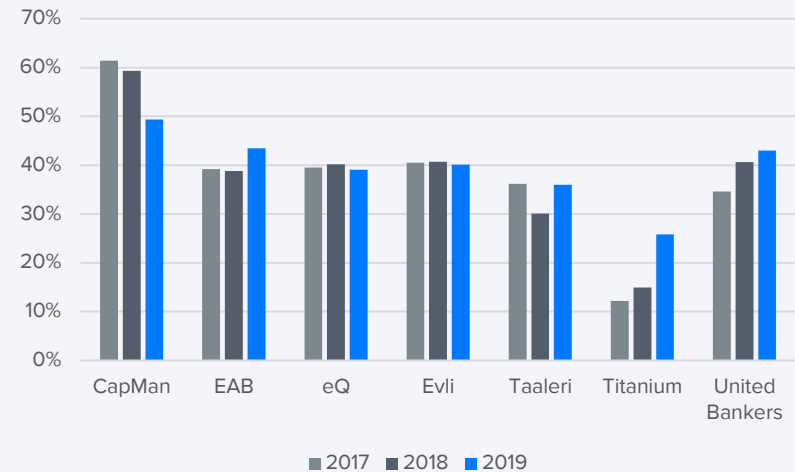
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallinto- ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Huom. Jatkatut tuotot Indersin arvio. Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä



# Taloudellinen tilanne

## Tase on hyvin yksinkertainen

EAB:n tase on sijoittajan näkökulmasta varsin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2019 lopussa 35,3 MEUR ja oma pääoma 19,3 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli vuoden lopussa 6,9 MEUR (ei sisällä IFRS16-vuokravastuita, jotka olivat 2,7 MEUR).

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan yhteensä noin 13,6 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa viime vuosien yritysjärjestelyihin liittyen. Liikearvon (2019: 9,1 MEUR) ja muun aineettoman omaisuuden (2019: 4,5 MEUR) määrä on suhteellisen korkea suhteessa yhtiön nykyiseen tulokuntoon. Yhtiö käyttää omissa käyvän arvon laskelmissaan varsin kunnianhimoisia parametreja (10 % tuottojen vuotuinen kasvu ja 6 %:n kulujen vuotuinen kasvu). Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi saada kannattavuutensa selvästi nykyistä paremmalle tasolle, sillä ilman kannattavuusparannusta taseeseen kohdistuu ennen pitkää alaskirjauriskejä.

Aineellista omaisuutta yhtiöllä on taseessa 3,0 MEUR ja tästä valtaosa on IFRS16-standardiin liittyviä käyttöomaisuuseriä (vuokrasopimukset). Muilta osin liiketoiminta ei toimialalle tyypillisesti sido juurikaan aineellista pääomaa.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli 2019 lopussa taseessaan käteistä rahaa ja lyhytaikaisia korkosijoituksia 0,5 MEUR:n arvosta sekä noin 12,3 MEUR saamisia. Saamisten korkeaa määrää selittää osin vakuutustuotteiden myynti, jossa yhtiö kirjaa etupainotteisesti merkittävät tuotot, mutta saa niistä kassavirran vasta myöhemmin.

Kokonaisuutena yhtiön tase on perinteisten tunnuslukujen valossa kohtuullisessa kunnossa ja 2019 lopun omavaraisuusaste oli 55 %.

## Vakavaraisuus

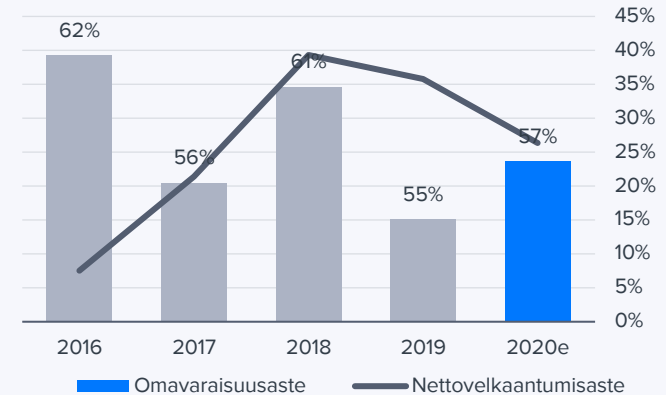
EAB:n konsernin konsolidointiryhmän vakavaraisuus (CET1) oli vuoden 2019 lopussa 12,8 % eli 4,8 %-yksikköä yli regulaattorin vaatiman minimivaatimuksen ja omien varojen ylijäämä oli vuoden 2019 lopussa käsityksemme mukaan noin 2-2,5 MEUR:n välillä.

EAB:n vakavaraisuusasema tulee parantumaan kuluvana vuonna ennustamamme lievästi voitollisen 2020 tuloksen ja aineettomien hyödykkeiden poistomassan supistumisen myötä. Parantuvasta vakavaraisuusasemasta huolimatta odotamme yhtiön pidättäytyvän keväällä 2021 voitonjaosta, sillä näkemyksemme mukaan yhtiö tulee keskittymään taseasemansa vahvistamiseen.

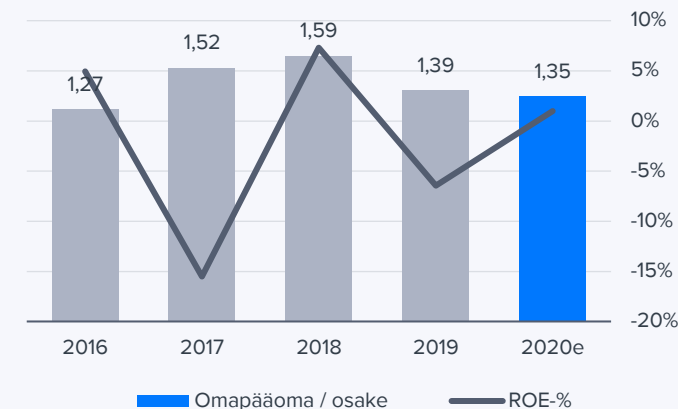
## Tase antaa vain rajallisesti liikkumatilaa yritysjärjestelyiden suhteen

EAB on strategiassaan varsin selkeästi kertonut haluavansa olla kasvuyhtiö. Yhtiö etsii jatkuvasti uusia yritysostokohteita ja pidämme varsinkin pienemmän kokoluokan yritysostoja suhteellisen todennäköisinä 1-2 vuoden tähtäimellä. Yrityskauppoja ajatellen yhtiön vakavaraisuusasema antaa kuitenkin vain rajallista liikkumatilaa ja etenkin suuremmissa järjestelyissä yhtiön tulisi todennäköisesti käyttää myös omaa osakettaan maksuvälineenä.

## Taseen avainlukujen kehitys



## Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>21,2</b>	<b>20,4</b>	<b>20,5</b>
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,5	3,4	3,2	3,3
Käyttöomaisuus	3,2	3,0	2,9	2,8	2,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	2,8	2,9	2,9	2,4	2,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>
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	13,2	12,3	10,7	9,8	9,8
Likvidit varat	1,1	0,5	0,8	1,0	1,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,4</b>	<b>35,3</b>	<b>32,8</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>22,1</b>	<b>19,3</b>	<b>18,8</b>	<b>20,6</b>	<b>22,3</b>
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-1,0	-2,4	-2,9	-1,1	0,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>11,2</b>	<b>12,3</b>	<b>10,7</b>	<b>6,7</b>	<b>4,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,8	7,4	5,8	1,8	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	4,7	4,7	4,7	4,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,7	3,3	3,9	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,4</b>	<b>35,3</b>	<b>32,8</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>

# Ennusteet 1/2

## 2020: Fokus säästöjen läpiviennissä ja kannattavuustason tervehdyttämisessä

EAB antoi vuoden 2019 tilinpäätöksen yhteydessä vuodelle 2020 jatkuvan liikevaihdon kasvua ja positiivista tulosta indikoivan ohjeistuksen. Koronaviruspandemian ja alkuvuoden voimakkaan markkinalaskun myötä EAB joutui kuitenkin [maaliskuussa](#) monen muun yhtiön tapaan luopumaan ohjeistuksestaan.

EAB on selvinnyt Q1:n haastavasta markkinaympäristöstä yllättävän vähin vaurioin ja yhtiö kuuluukin seuraamistamme sijoituspalveluyhtiöistä siihen harvalukuisen joukkoon, jonka sijoitusrahastojen nettomerkinnot ovat olleet alkuvuoden aikana positiiviset. Vaikka rahastoihin kohdistuneet lunastukset ovat jääneet vähäisiksi ja osakemarkkinat ovat elpyneet huhtitoukokuun aikana voimakkaasti, tulee Q1:llä nähty omaisuusarvojen voimakas lasku kuitenkin heijastumaan hallinnoitavan varallisuuden H1-kehitykseen. Ennustammekin EAB:n hallinnoitavan varallisuuden olevan H1'20:n lopussa noin 2,8 mrd euron tasolla (2019: 3,1 mrd). Hallinnoitavan varallisuuden laskun taustalla on UCITS-rahastojen ja täyden valtakirjan omaisuudenhoidossa olevien pääomien sekä vakuutusvarojen lasku.

Hallinnoitavan varallisuuden laskun myötä EAB:n liikevaihto laskee ennusteissamme H1'20:llä 7,5 MEUR:n tasolle (H1'19: 9,3 MEUR ja H2'19: 9,0 MEUR). Vuoden 2019 jälkipuoliskolla ja 2020 alussa toteutetut merkittävät kustannusäästöt eivät riitä laskelmiemme mukaan täysin kompensoimaan liikevaihdon H1-laskua ja liikevoitto jää ennusteissamme alkuvuoden osalta noin -0,4 MEUR tappiolliseksi.

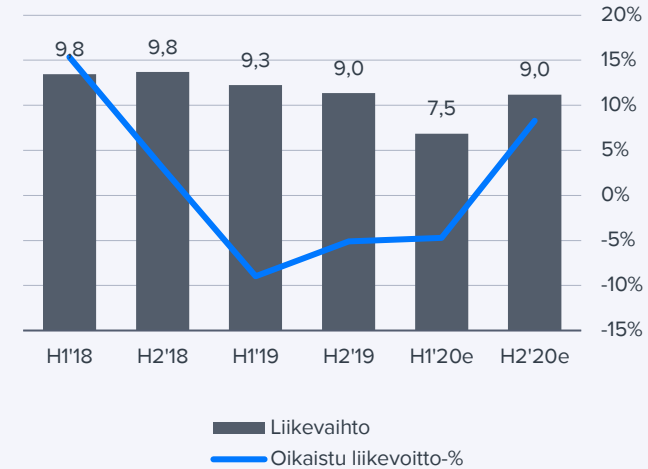
Ennustamme EAB:n liikevaihdon kasvavan vuoden 2020 jälkipuoliskolla H1'20-tasosta noin 20 %:lla 9,0 MEUR:oon (H2'19: 9,0 MEUR). Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme erityisesti vaihtoehtoisten rahastojen kasvu. Vaihtoehtoisten rahastojen hallinnoitavia pääomia kasvattaa H2:lla Kiinteistökehitys II-rahaston pääseminen lähelle täyttä sijoituskapasiteettia (GAV-tavoite noin 200 MEUR), Vuokratuotto-rahaston terve kasvu sekä muiden vaihtoehtoisten rahastojen (mm. Uusiutuva energia ja Private Debt) varainkeruuhankkeiden eteneminen. Kokonaisuudessaan hallinnoitava varallisuus kohoaa H2:lla ennusteissamme noin 3,0 mrd euron tasolle.

Liikevaihdon vahvan H2-kasvun ja viimeisen vuoden aikana toteutettujen määrätietoisten säästötoimenpiteiden myötä EAB:n liikevoitto nousee ennusteissamme vuoden 2020 jälkipuoliskolla noin 0,7 MEUR:n tasolle.

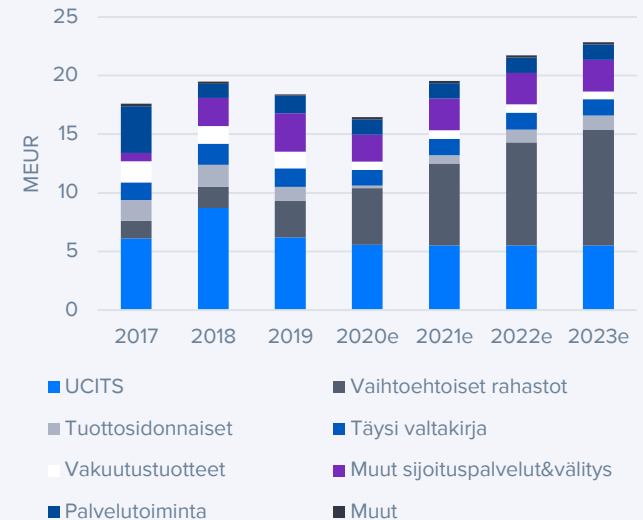
Koko vuoden 2020 osalta ennusteemme on liikevaihdon osalta noin 16,5 MEUR (2019: 18,4 MEUR) ja liikevoiton osalta 0,4 MEUR (2019: -1,3 MEUR). Absoluuttisesti 2020 tulostaso on yhtiölle matala, mutta voitollinen tulos olisi EAB:lta vaikean vuoden 2019 jälkeen kokonaisuudessaan hyvä suoritus ja vakavaraisuuden kannalta mielestämme myös välttämätöntä.

EAB:n osakekohtainen tulos kohoaa ennusteissamme kuluvaan vuonna 0,01 euroon (2019: -0,10 euroa). Osinkoa tai pääomanpalautusta emme ennusta EAB:n vuoden 2020 tuloksestaan jakavan, sillä näkemyksemme mukaan yhtiön tahtotilana on taseasemansa vahvistaminen (s. 25).

### Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



### Palkkiotuottojen jakauma



# Ennusteet 2/2

## 2021: Liikevaihto ja tulos kasvavat ennusteissamme vahvasti

EAB:n hallinnoitava varallisuus kohoaa vuonna 2021 ennusteissamme noin 3,2 mrd euron tasolle (2020e: 3,0 mrd). Hallinnoitavaa varallisuutta kasvattavat ennusteissamme erityisesti Kiinteistökehitys III-rahaston ylösajo ja Uusiutuva energia-rahaston kasvu lähelle yhtiön asettamaa tavoitekokoa. UCITS-rahastojen ja täyden valtakirjan varainhoidon osalta emme ennusta oleellista kasvua.

Ennustamme EAB:n liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 noin 19 %:lla 19,6 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua selittää pääasiassa vaihtoehtoisten rahastojen jatkuvien palkkiotuottojen (2021e: 7,0 MEUR) vahva noin 40 %:n kasvu. Liikevaihdon kasvua tukevat myös vertailukaudesta lievästi elpyvät tuottosidonnaiset palkkiot sekä muiden sijoituspalvelutuottojen ja välityspalkkioiden maltillinen kasvu (pääasiassa strukturoidut sijoitustuotteet ja vaihtoehtorahastojen merkintäpalkkiot). Odotamme myös SAV-Rahoituksen tuloskontribuution olevan vuodesta 2021 alkaen vihdoin positiivinen (~ 0,3 MEUR/vuosi)

Odotamme myös EAB:n kulurakenteelta vuonna 2021 selvää skaalautumista. Henkilöstökulujen odotamme nousevan noin 7,0 MEUR:oon (2019: 6,0 MEUR). Henkilöstökulujen kasvua selittää henkilöstömäärän maltillinen kasvu, lievä palkanflaatio ja osaltaan myös vuonna 2020 toteutetut määräaikaiset henkilöstön lomautukset, joiden myötä vertailukauden henkilöstökulutaso on poikkeuksellisen alhainen. Hallintokulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen osalta ennustamme vain hyvin maltillista kasvua.

Ennustamme myös poistotason olevan vuonna 2021 vertailukautta matalampi (2021e: 2,3 MEUR vs. 2020e: 2,7 MEUR).

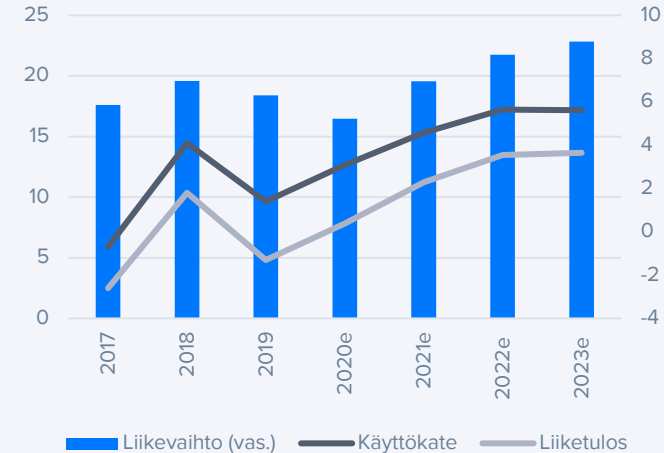
Liikevaihdon voimakkaan kasvun ja kulurakenteen selvän skaalautumisen myötä EAB:n liikevoitto nousee vuonna 2021 ennusteissamme noin 2,0 MEUR:oon (2020e: 0,4 MEUR) ja EPS 0,13 euroon (2020e: 0,01 euroa). Odotamme EAB:n palaavan vuonna 2021 myös osingonmaksajaksi ja ennustamme osakekohtaisen osingon olevan 0,08 euroa.

Vuoden 2021 ennustamamme operatiivinen tulos (EBIT 2021e: 2,0 MEUR) olisi EAB:ltä toteutessaan vaikeiden viime vuosien jälkeen kohtuullisen hyvän suoritus ja absoluuttinen tulostaso olisi yhtiön historian paras. Huomautamme sijoittajille, että vaikka rakennuspalikat vuoden 2021 selvälle tulosparannukselle ovat paperilla periaatteessa suhteellisen selkeät, liittyä 2021 tulostasoon kuitenkin tässä vaiheessa vielä huomattavaa epävarmuutta. Keskeisimmät epävarmuustekijät liittyvät nykyisen markkinatilanteen kestävyteen, EAB:n kulutason pitävyyteen ja vaihtoehtoisten rahastojen varainkeruuhankkeiden onnistumiseen.

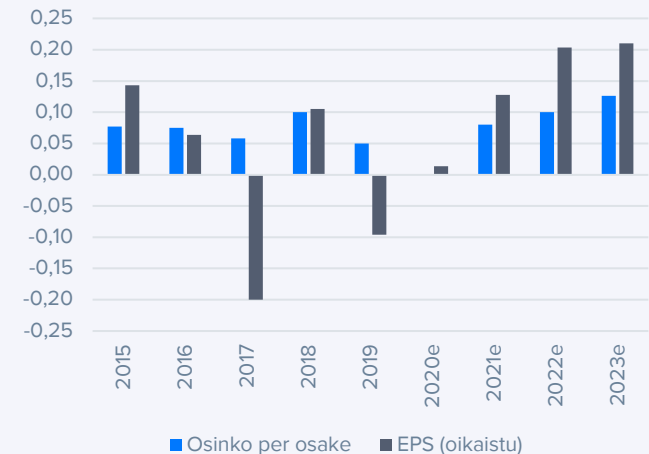
### Pitkän aikavälin ennusteet

EAB:n heikon track-recordin johdosta emme anna oleellista painoa ennusteissamme vuoden 2021 jälkeisille ennusteille. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulee ensin todistaa edes kohtuulliseen kannattavuusparannukseen yltäminen, jotta pidemmän aikavälin ennusteille voitaisiin antaa oleellista painoarvoa. Tästä johtuen pitkän aikavälin ennusteemme ovatkin varsin konservatiivisella tasolla ja selvästi alle yhtiön asettamien kunnianhimoisten tavoitteiden.

### Operatiivinen kehitys (MEUR)



### EPS ja osinko



# Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>19,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>18,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>16,5</b>	<b>19,6</b>	<b>21,7</b>	<b>22,8</b>
Konserni	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	7,5	9,0	16,5	19,6	21,7	22,8
<b>Käyttökate</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-2,3	-1,3	-1,3	-2,6	-1,3	-1,4	-2,7	-2,3	-2,1	-2,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
Konserni	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,4	0,7	0,4	2,3	3,6	3,7
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,14	0,10	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7
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
<b>Nettotulos</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,9 %	18,6 %	11,4 %	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	-19,7 %	-0,8 %	-10,4 %	18,7 %	11,2 %	5,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-58,0 %	-261,6 %	-130,0 %	485,8 %	55,5 %	2,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	26,6 %	15,2 %	20,9 %	4,9 %	9,3 %	7,1 %	12,6 %	23,9 %	18,8 %	23,5 %	26,0 %	24,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	15,4 %	3,0 %	9,2 %	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-4,7 %	8,3 %	2,4 %	11,7 %	16,3 %	16,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,3 %	1,6 %	7,4 %	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-4,5 %	5,9 %	1,2 %	9,0 %	13,0 %	12,8 %

# Arvonmääritys 1/4

## Yhteenveto arvostuksesta

EAB:lle on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaaajista. Olemme täydentäneet laadukasta kotimaisista verrokkiryhmää arvonmäärityksessämme myös muutamalla hyvällä ulkomaisella verrokkiyhtiöllä. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet EAB:n arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin avulla.

Arvonmääritysmenetelmämme mukainen käypä arvo EAB:lle on 1,60 – 1,85 euroa per osake. Arvonmääritysmenetelmien keskiarvo on 1,75 euroa, mikä on myös uusi tavoitehintamme (aik. 1,50 euroa). Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Nostamme myös suosiksemme vähennä-tasolle (aik. myy) sillä näkemyksemme mukaan osakkeen yliarvostus on alkuvuoden yli 30 %:n kurssilaskun myötä purkaantunut. EAB:n arvostustaso ei ole mielestämme 12kk:n tähtäimellä edellenkään erityisen houkutteleva, kun otetaan huomioon tuloskäänteeseen liittyvät korkeat riskit. Sijoittajat kantavat näkemyksemme mukaan nykyisellä kurssitasolla selkeää riskiä (sekä operatiivista että markkinariskiä) tulosparannuksen onnistumiseen liittyen. Osakkeen arvostus ei saa tukea myöskään osingosta (2020e: 0,0 %) EAB:n rajallisista vakavaraisuuspuskureista johtuen. Näin ollen tulosparannuksen epäonnistuessa osakkeessa olisi edelleen selkeää laskuvaraa tukitasojen

puuttuessa.

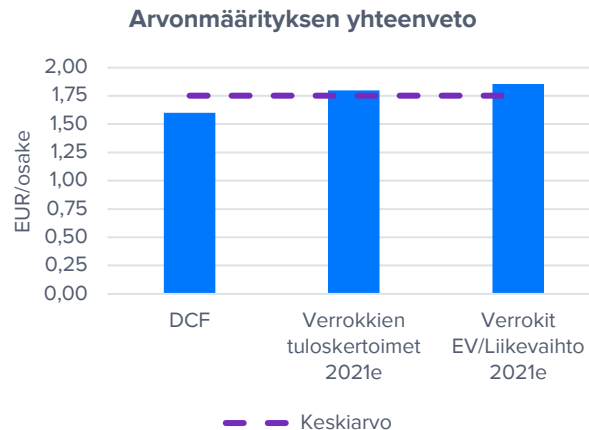
Pidemmällä aikavälillä osakkeessa olisi selvää tuottopotentiaalia, mikäli EAB onnistuu strategiansa toteutuksessa. Tälle on kuitenkin vaikea antaa tällä hetkellä painoarvoa heikosta track-recordista johtuen. Osakkeessa on mukana myös kohtalainen yritysjärjestelyoptio (tarkemmin sivulla 33), mutta emme näe tämän antavan merkittävää tukea osakkeelle.

### EAB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Merkittävä tulosparannuspotentiaali
- Parantunut läpinäkyvyys
- Yritysjärjestelyoptio

### Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

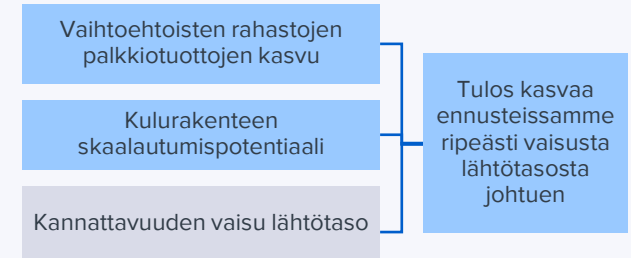
- Heikko track-record
- Markkinatilanteen epävarmuus
- Verrokkeja korkeampi riskitaso



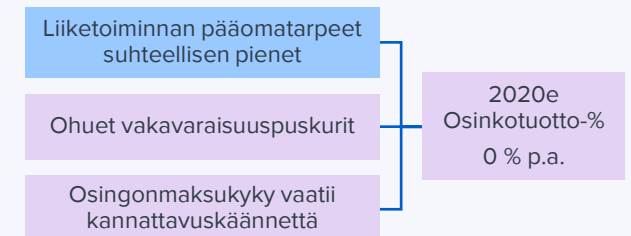
## Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

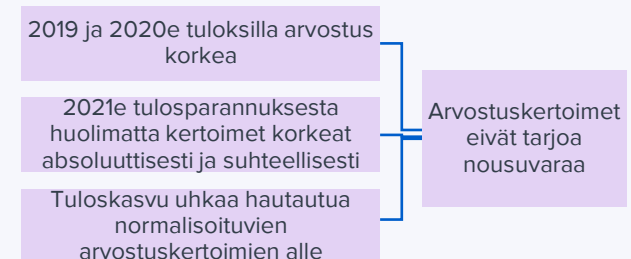
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen 12 kk:n kokonaistuotto-odotus (n. -5-0 % p.a.)

# Arvonmääritys 2/4

## Verrokkiarvostus

### Tulospohjainen arvostus

EAB:lle ennustamamme kuluvaan vuoden heikon tuloksen johdosta joudumme tukeutumaan suhteellisessa arvostuksessa pääasiassa vuoden 2021 arvostuskertoimiin. Olemme lähestyneet EAB:n tulospohjaisista arvostusta EV/EBIT-, EV/EBITDA- sekä P/E-kertoimien kautta. EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla EAB:ta hinnoitellaan selvällä preemiolla suhteessa verrokkeihin. Vuoden 2021 EV/EBIT-kertoimella (~11x) EAB on arvostettu noin 11 % verrokkiryhmän mediaanitason yläpuolelle. Vuoden 2021 ennusteidemme mukaisella P/E-kertoimella (~14x) vastaava preemio on noin 24 %. Näkemyksemme mukaan preemioarvostusta ei voida pitää perusteltuna EAB:n verrokkeja korkeampi riskitaso sekä tulostulokäänteeseen liittyvä huomattava epävarmuus huomioiden.

Vuoden 2021e EV/EBITDA-kertoimella EAB:ta hinnoitellaan sen sijaan selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin. Alennusta selittää arviomme mukaan osaltaan kuitenkin se, että EAB:n suhteellinen poisto- ja investointitaso on verrokkeihin nähden varsin korkea. Näkemyksemme mukaan käyttökate antaa kokonaisuudessaan kuitenkin kohtuullisen kuvan EAB:n kassavirran tuottamiskyvystä ja olemmekin sisällyttäneet myös EV/EBITDA-kertoimen pienellä painoarvolla mukaan soveltamiimme tulospohjaisiin arvostuskertoimiin.

Olemme antaneet arvonmäärityksessämme verrokkiryhmän 2021 EV/EBIT- ja P/E-kertoimille molemmille noin 40 %:n painoarvon ja EV/EBITDA-kertoimelle noin 20 %:n painoarvon. Edellä mainittuja painokertoimia soveltamalla saamme

EAB:n käyväksi arvoksi 1,80 euroa/osake.

### Volyymipohjainen arvostus

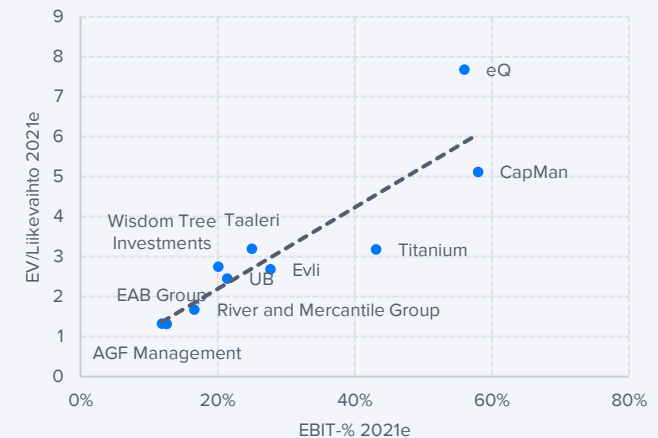
Koska EAB:lle ennustamamme tulostaso on vuosina 2020-2021 suhteellisen vaatimaton, on arvostukselle vaikea saada vahvoja kiintopisteitä tulospohjaisista arvostuskertoimista. Tämän takia olemme lähestyneet EAB:n suhteellista arvostusta myös volyymipohjaisen EV/Liikevaihto-kertoimen kautta.

Olemme tarkastelleet EAB:n vuoden 2021 kannattavuustason ja volyymipohjaisen arvostustason suhteutumista yhtiön laajaan verrokkiryhmään nähden. Regressiomallissamme selittävänä muuttujana on vuoden 2021 ennustettu liikevoittomarginaali (vaaka-akseli) ja selitettävänä muuttujana (pystyakseli) vuoden 2021 EV/Liikevaihto-kerroin. Regressiomallimme indikoi EAB:n hyväksyttäväksi 2021e EV/Liikevaihto-kertoimeksi 1,4x, mikä on lähes linjassa osakkeen nykyisen arvostustason kanssa.

Huomautamme sijoittajille, että regressiomallimme yksinkertaistaa todellisuutta paljon ja sen antamiin tuloksiin tulee suhtautua varauksella. Mallissamme EV/Liikevaihto-kertoimen ainoana selittävänä muuttujana on vuoden 2021 ennustettu kannattavuustaso, mutta todellisuudessa vaikuttavat monet muutkin muutkin tekijät (mm. liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymät sekä tulostulokäänteeseen liittyy monia rajoitteita, antaa se näkemyksemme mukaan kuitenkin kohtuullisen hyvän indikaation EAB:lle hyväksyttävästä arvostustasosta (mallin selitysaste ~80 %).

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Taaleri	14,7	10,7	22,7	10,2	13,7	9,6
eQ	17,1	13,8	16,5	13,4	22,0	17,9
United Bankers	13,9	11,9	10,4	9,3	15,7	13,8
CapMan	35,3	9,2	30,6	9,4	209,4	10,9
Titanium	8,3	7,4	6,1	6,1	10,0	9,3
Evli	15,3	9,6	10,8	7,6	19,4	11,5
Aktia					13,7	9,7
AGF Management	9,2	10,4	5,4	5,7	9,5	10,2
GAM Holding	12,4	5,8	5,6	2,0	2874,7	16,3
Wisdom Tree Investments	14,0	13,7	14,8	15,3	16,8	16,5
River and Mercantile Group	9,5	10,1	9,2	8,8	14,4	13,7
<b>EAB Group (Inderes)</b>	<b>77,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,8</b>	<b>5,7</b>	<b>131,1</b>	<b>14,2</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>15,0</b>	<b>10,3</b>	<b>13,2</b>	<b>8,8</b>	<b>292,7</b>	<b>12,7</b>
<b>Mediaani</b>	<b>14,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>453 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>734 %</b>	<b>24 %</b>

EAB:n kannattavuus ja EV/Liikevaihto-kerroin suhteessa verrokkiryhmään (2021e)



Ennusteet: Inderes ja Thomson Reuters



# Arvonmääritys 3/4

Tarkastelu auttaa myös hahmottamaan EAB:n kannattavuusparannukseen liittyvää arvopotentiaalia. Mallin perusteella EAB:lle hyväksyttävä EV/Liikevaihto-kerroin olisi noin 2,2x, mikäli yhtiö onnistuisi nostamaan liikevoittomarginaalinsa 20 %:n tasolle. Mikäli EAB yltäisi puolestaan kunnianhimoisten taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti noin 35 %:n liikevoittomarginaaliin, tulisi EAB:tä hinnoitella regressiomallimme perusteella EV/Liikevaihto-kertoimella 3,7x. Edellä esitetty tarkastelu pitää luonnollisesti sisällään oletuksen siitä, että verrokkiryhmän kannattavuus- ja arvostustasoissa ei tapahdu muutoksia.

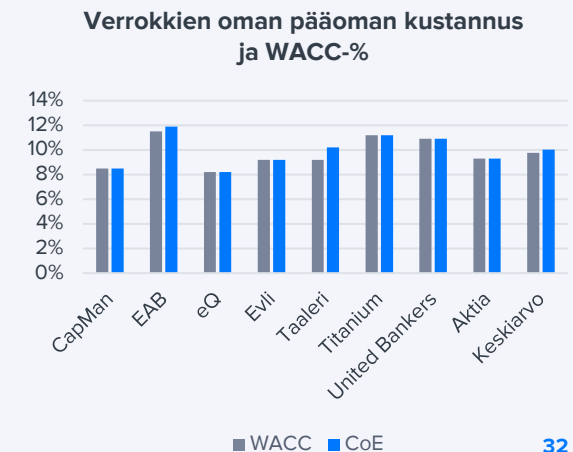
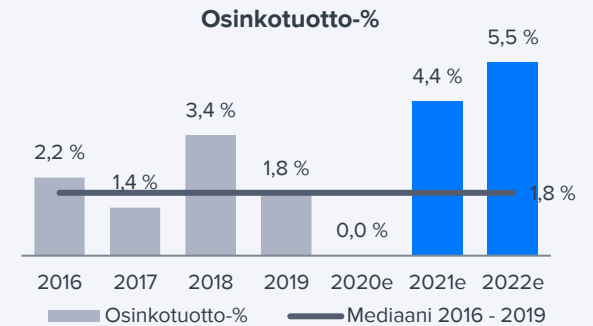
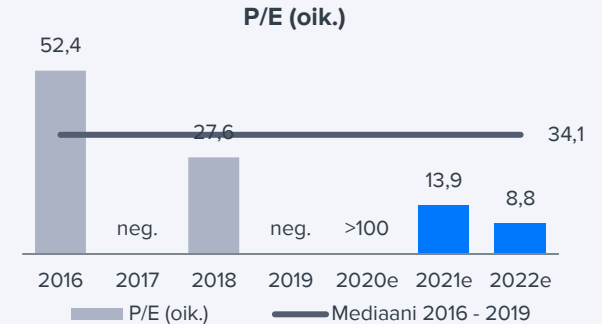
## Absoluuttinen arvostustaso

Kuluvan vuoden vaisusta tuloksesta johtuen EAB:n vuoden 2020 tulos pohjainen arvostus (P/E > 100x) on absoluuttisesti erittäin korkea. Vuodelle 2021 ennustamallamme voimakkaalla tulosparannuksella P/E-kerroin laskee noin 14x tasolle. Taso on selvästi yli EAB:lle hyväksymämme tason (forward P/E ~10x) ja näkemyksemme mukaan nykyinen kurssitaso hinnoittelee jo täysimääräisesti sisään ennustamamme voimakkaan tulosparannuksen. Näemmekin oleellisen riskin siinä, että ennustamamme voimakas tuloskasvu uhkaa hautautua normalisoituvien arvostuskertoimien alle. Olemme hahmotelleet seurannassamme oleville finanssisektorin yhtiöille hyväksyttävää normalisoituja arvostustasoja sivulla 34.

## Kassavirtamalli

DCF-laskelmissamme lähdemme oletuksesta, että EAB:n kannattavuus paranee nykyiseltä vaisulta tasoltaan voimakkaasti lähivuosina ja

liikevoittomarginaali nousee noin 16 %:iin vuoteen 2022 mennessä. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittain laskemaan ja terminaalijaksolla kannattavuusennustemme on 13 %. Ennustemme ovat merkittävästi yhtiön historiallisten tasojen yläpuolella (2014-2019 EBIT-% keskiarvo 0,7 %). Kasvun osalta odotamme yhtiön kasvavan vuosina 2021-2022 noin 15 %:n vuosivauhtia ja pitkällä aikavälillä kasvu tasaantuu toimialalle käyttämäämme 2,5 %:n tasolle. Soveltamamme pääoman kustannus (oman pääoman kustannus 11,9 % ja WACC-% 11,5 %) heijastelee yhtiön verrokkeja korkeampaa riskitasoa ja tulevaisuuden ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. DCF:n mukainen arvo EAB:lle on 1,60 euroa/osake, mikä on suhteellisen hyvin linjassa muiden arvostusmenetelmien kanssa. Luonnollisesti myös DCF-malli on erittäin herkkä kannattavuusodotuksille ja mikäli yhtiön kannattavuus nousisi yli ennusteidemme, olisi DCF-mallin arvo merkittävästi nykyistä korkeampi. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.





# Arvonmääritys 4/4

## Yritysjärjestelyoptio

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

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

Mielestämme on selvää, että EAB tulee jatkamaan yritysostovetoista kasvuaan myös tulevaisuudessa. Lyhyellä aikavälillä liikkumatilaa yritysostojen saralla rajoittavat kuitenkin yhtiön suhteellisen ohuet vakavaraisuuspuskurit (käsitelty aiemmin sivuilla 12 ja 25).

Näkemyksemme mukaan yhtiön asettamaan kunnianhimoiseen kannattavuustavoitteeseen (EBIT-% > 35 %) pääseminen ei ole realistista ilman liiketoiminnan kokoluokan selvää kasvua. Toimialalla skaalaeduct ovat merkittäviä ja näkemyksemme mukaan EAB:lla olisi mahdollisuudet parantaa kulutehokkuuttaan selvästi yritysostojen mahdollistaman volyymin kasvun kautta.

EAB:n mahdolliset yritysostot voivat liittyä kokoluokan kasvattamiseen ja skaalaeductien saavuttamisen lisäksi myös tuotetarjonnan täydentämiseen ja/tai hallinnoitavan varallisuuden kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan yritysostovetoinen tuotetarjonnan laajentaminen tulisi todennäköisesti liittymään strategisesti

tärkeisiin vaihtoehtoihin rahastoihin. Yhtiön olisi yritysostoissa ehdottoman tärkeää välttää rönsyjä ja säilyttää fokus ydinliiketoiminnoissa.

Finanssisektorin laajemman fuusion osalta uskomme, että toimialalle tulee 3-5 vuoden tähtäimellä syntymään yksi selvästi nykyisiä keskisuuria sijoituspalveluyhtiöitä suurempi toimija, joka pystyy mittakaavansa ja tarjontansa puolesta haastamaan aiempaa voimakkaammin perinteiset pankit. Tämänkaltaisessa järjestelyssä synergiat olisivat ilmeiset ja teollinen logiikka erittäin selkeä. Suurimpana haasteena onkin todennäköisesti näkemyserot liiketoimintojen arvoista, uuden yhtiön johtopaikkojen jakaminen sekä kulttuurilliset tekijät.

Koska EAB:n markkina-arvo on suhteellisen pieni suhteessa muihin isomman kokonaisuuden luomiseen tarvittaviin yhtiöihin, tarkoittaisi EAB:n osallistuminen näihin järjestelyihin käytännössä samalla sitä, että EAB ostetaan pois pörssistä. EAB oli markkinahuhujen perusteella lähellä osallistua tämänkaltaiseen järjestelyyn vuonna 2018, kun yhtiö oli fuusioitumassa OmaSäästöpankin kanssa.

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

huonosta yhteensopivuudesta.

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Likevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Taaleri	6,12	174	250	14,7	10,7	22,7	10,2	3,6	3,2	13,7	9,6	5,6	5,9	1,2
eQ	13,25	507	502	17,1	13,8	16,5	13,4	9,1	7,7	22,0	17,9	4,7	5,8	8,0
United Bankers	7,70	80	83	13,9	11,9	10,4	9,3	2,7	2,4	15,7	13,8	5,2	5,8	2,1
CapMan	1,76	277	297	35,3	9,2	30,6	9,4	6,4	5,1	209,4	10,9	7,9	8,4	2,6
Titanium	7,98	82	67	8,3	7,4	6,1	6,1	3,5	3,2	10,0	9,3	9,3	9,9	3,9
Evli	8,20	201	216	15,3	9,6	10,8	7,6	3,3	2,7	19,4	11,5	4,8	7,2	2,7
Aktia	8,15	572								13,7	9,7	5,5	7,5	0,9
AGF Management	3,80	197	317	9,2	10,4	5,4	5,7	1,3	1,3	9,5	10,2	8,4	8,4	0,3
GAM Holding	2,17	325	116	12,4	5,8	5,6	2,0	0,4	0,4	2874,7	16,3		3,3	0,5
Wisdom Tree Investments	2,85	406	603	14,0	13,7	14,8	15,3	2,8	2,7	16,8	16,5	4,1	4,3	1,1
River and Mercantile Group	167,50	160	135	9,5	10,1	9,2	8,8	1,7	1,7	14,4	13,7	5,7	6,0	2,5
<b>EAB Group (Inderes)</b>	<b>1,81</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>77,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,8</b>	<b>5,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>131,1</b>	<b>14,2</b>	<b>0,0</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,0</b>	<b>10,3</b>	<b>13,2</b>	<b>8,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>292,7</b>	<b>12,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>15,7</b>	<b>11,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>453 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>734 %</b>	<b>24 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-37 %</b>

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

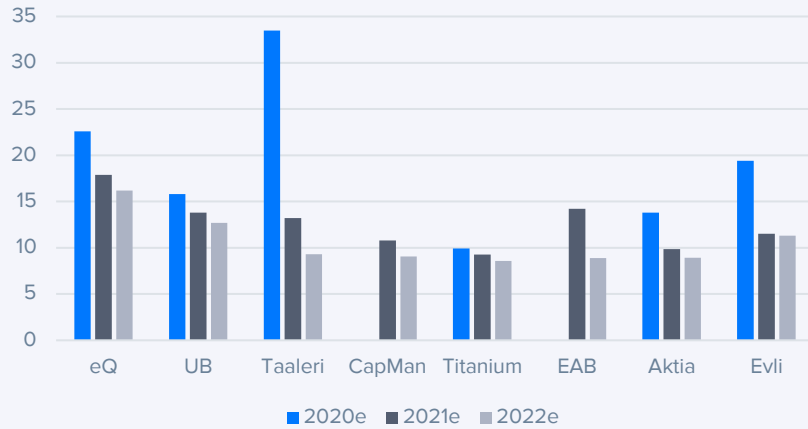
Yhtiö	eQ	Evli	EAB	Taaleri	United Bankers	Titanium	CapMan	Aktia
Toteutunut operatiivinen tuloskasvu	5	4	1	2	2	4	4	2
Tuloksen laatu	5	4	2	2	3	3	3	4
Ennusteisiin liittyvä epävarmuus	5	4	2	3	3	2	4	3
Tuloskasvunäkymä	4	4	2	3	3	3	4	4
Riskitaso (CoE-%)	8,2 %	9,2 %	11,9 %	10,2 %	10,9 %	11,2 %	8,5 %	9,3 %
Historiallinen P/E (toteutunut)	22x	16x	34x	15x	17x	11x	18x	13x
Hyväksyttävä fwd P/E	20x	13-14x	10x	11-13x	10-12x	10-12x	14-15x	10-12x

\*Asteikko 1-5: 1= Heikko, 2=Välttävä, 3=Kohtalainen, 4= Hyvä ja 5 = Erinomainen

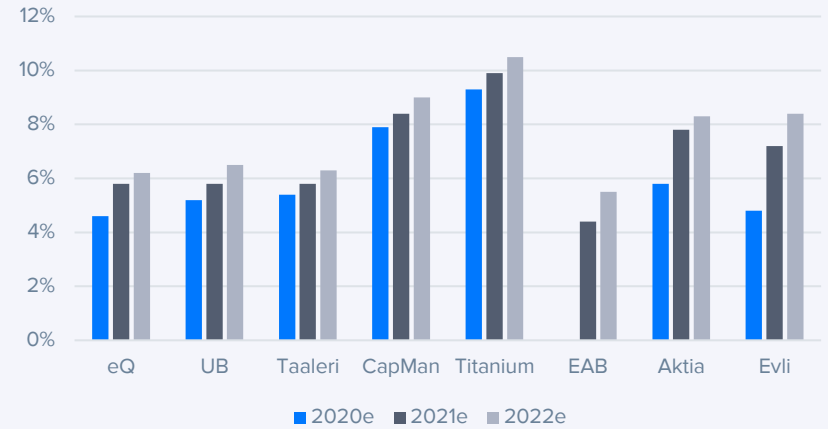
Kaikki arviot Inderesin näkemyksiä

# EAB:n arvostus suhteessa verrokkeihin

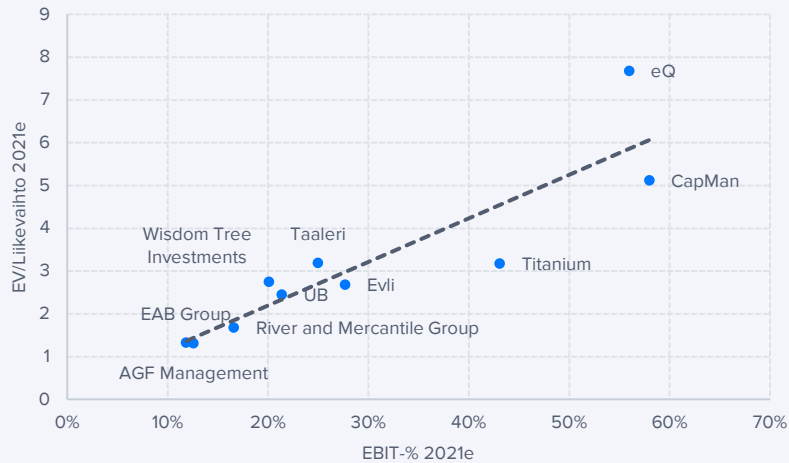
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



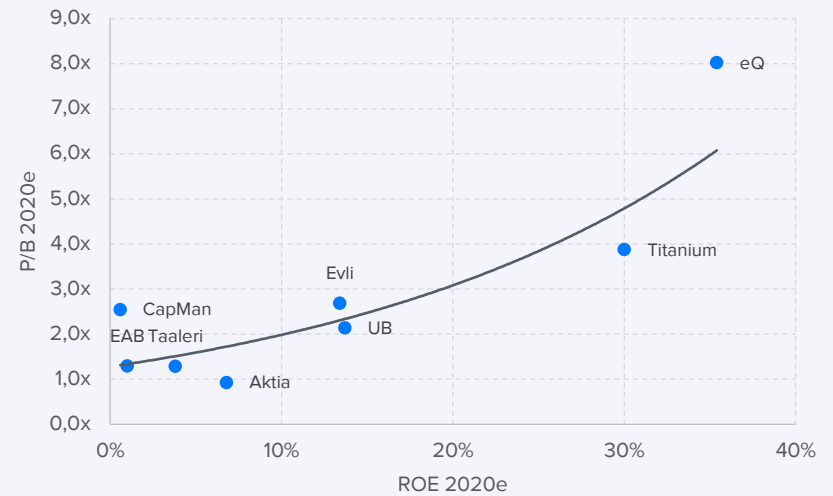
Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



EAB:n kannattavuus ja EV/Liikevaihto-kerroin suhteessa verrokkiryhmään (2021e)



ROE ja P/B 2020e



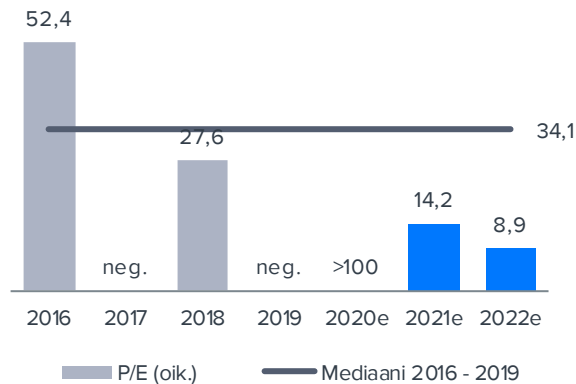
Lähde: Thomson Reuters, Inderes

# Arvostus yhteenveto

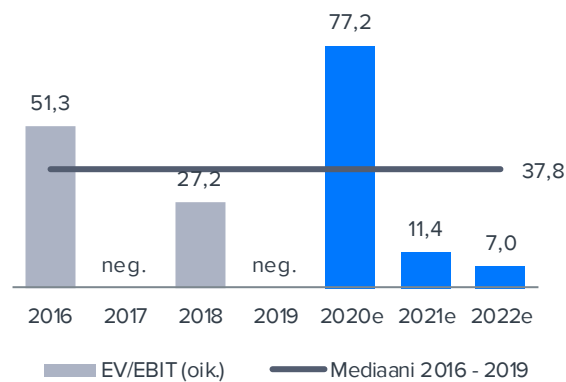
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,87	3,35	4,23	2,90	2,78	1,81	1,81	1,81	1,81
Osakemäärä, milj. kpl	8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	47	34	54	40	38	25	25	25	25
Yritysarvo (EV)	44	35	58	49	46	30	26	25	24
P/E (oik.)	34,1	52,4	neg.	27,6	neg.	>100	14,2	8,9	8,6
P/E	34,1	54,9	neg.	27,6	neg.	>100	14,2	8,9	8,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1	9,1	5,9	12,1	10,6
P/B	4,1	2,7	3,1	1,8	2,0	1,3	1,2	1,1	1,1
P/S	3,2	2,0	3,1	2,0	2,1	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	3,0	2,1	3,3	2,5	2,5	1,8	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	27,2	27,6	neg.	12,0	35,1	9,8	5,7	4,4	4,3
EV/EBIT (oik.)	37,8	51,3	neg.	27,2	neg.	77,2	11,4	7,0	6,6
Osinko/tulos (%)	60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	neg.	0,0 %	62,7 %	49,1 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	1,8 %	0,0 %	4,4 %	5,5 %	7,0 %

Lähde: Inderes

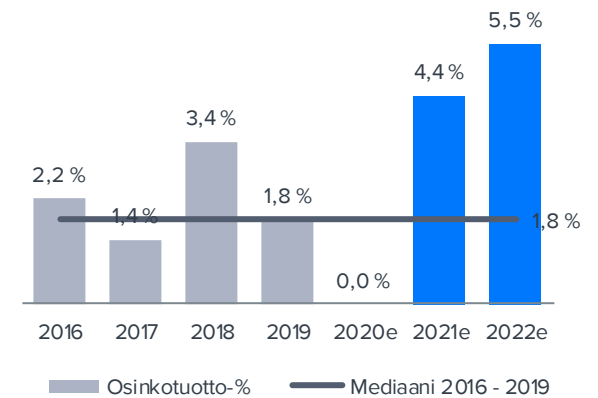
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# DCF-laskelma

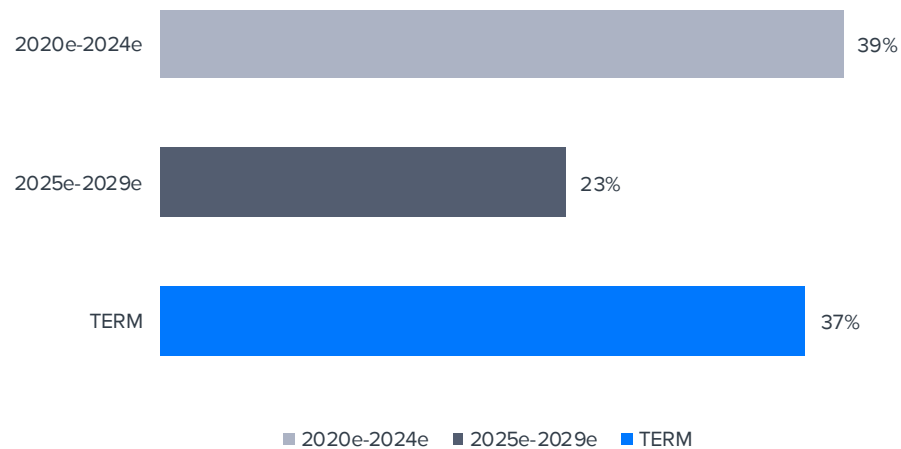
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,3	2,1	2,0	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- 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 muutokset	1,5	1,2	1,5	0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	3,3	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>8,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,9	-1,4	-1,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>5,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,5	2,8	4,2	3,2	2,4	2,1	2,2	2,4	5,9	2,5	2,7	30,8
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>10,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		29,1	26,4	22,9	20,5	18,9	17,7	16,5	15,3	12,8	11,8	10,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>29,1</b>										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>22,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,60</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,5 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,6	19,6	18,4	<b>16,5</b>	<b>19,6</b>	EPS (raportoitu)	-0,20	0,11	-0,10	<b>0,01</b>	<b>0,13</b>
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	EPS (oikaistu)	-0,20	0,11	-0,10	<b>0,01</b>	<b>0,13</b>
Liikevoitto	-2,6	1,8	-1,3	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,18	0,00	0,20	<b>0,31</b>	<b>0,44</b>
Voitto ennen veroja	-2,7	1,6	-1,6	<b>0,2</b>	<b>2,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,92	-0,54	0,25	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>
Nettovoitto	-2,3	1,5	-1,3	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	Omapääoma / osake	1,52	1,59	1,39	<b>1,35</b>	<b>1,48</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,06	0,10	0,05	<b>0,00</b>	<b>0,08</b>

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	31,5	36,4	35,3	<b>32,8</b>	<b>31,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	11 %	-6 %	<b>-10 %</b>	<b>19 %</b>
Oma pääoma	17,8	22,1	19,3	<b>18,8</b>	<b>20,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	-155 %	-686 %	-68 %	<b>138 %</b>	<b>48 %</b>
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-477 %	-169 %	-172 %	<b>-130 %</b>	<b>486 %</b>
Nettovelat	3,8	8,7	6,9	<b>4,9</b>	<b>0,8</b>	EPS oik. kasvu-%	-413 %	-153 %	-191 %	<b>-114 %</b>	<b>825 %</b>

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e		2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	Käyttökate-%	-4,0 %	20,9 %	7,1 %	<b>18,8 %</b>	<b>23,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-4,0	1,5	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	Oik. Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	<b>2,4 %</b>	<b>11,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-2,1	0,1	2,8	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	<b>2,4 %</b>	<b>11,7 %</b>
Investoinnit	-7,7	-4,6	-2,9	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	ROE-%	-15,5 %	7,3 %	-6,5 %	<b>1,0 %</b>	<b>9,0 %</b>
Vapaa kassavirta	-10,7	-7,4	3,5	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	ROI-%	-13,7 %	6,5 %	-4,4 %	<b>1,5 %</b>	<b>9,7 %</b>
						Omavaraisuusaste	56,4 %	60,8 %	54,7 %	<b>57,4 %</b>	<b>66,0 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	21,4 %	39,3 %	35,8 %	<b>26,3 %</b>	<b>3,9 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
BNP Paribas	17,6 %
Kari Juurakko	15,8 %
UMO Invest Oy	10,0 %
Janne Nieminen	8,0 %
Jouni Kaaria	7,7 %
Daniel Pasternack	7,2 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,5	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	35,1	<b>9,8</b>	<b>5,7</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	<b>77,2</b>	<b>11,4</b>
P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	<b>&gt;100</b>	<b>14,2</b>
P/B	3,1	1,8	2,0	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	1,8 %	<b>0,0 %</b>	<b>4,4 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:  
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.10.2017	Lisää	4,00 €	3,70 €
20.2.2018	Vähennä	4,20 €	4,40 €
1.3.2018	Vähennä	4,00 €	4,08 €
28.3.2018	Lisää	4,00 €	3,20 €
27.8.2018	Vähennä	3,80 €	3,90 €
19.12.2018	Vähennä	3,00 €	2,90 €
1.3.2019	Myy	2,70 €	2,90 €
8.4.2019	Vähennä	2,50 €	2,58 €
14.8.2019	Myy	2,30 €	2,78 €
29.8.2019	Myy	2,00 €	2,56 €
4.12.2019	Myy	2,10 €	2,62 €
16.2.2020	Myy	2,10 €	3,20 €
19.3.2020	Myy	1,50 €	1,96 €
25.5.2020	Vähennä	1,75 €	1,81 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**