

EAB Group

Laaja raportti

29.10.2021 19:20



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattavuusloikka vaatii kokoluokan kasvua

Toistamme EAB:n 3,2 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Yhtiön tuloskäänne on edennyt vauhdilla viimeisen vuoden aikana erittäin hyvän markkinatilanteen tukemana ja lähivuosien tulosnäkyvä on kirkastunut uusien rahastolanseerausten myötä. Kovien tuloskasvuennusteiden realisoituessa osake ei ole kallis, mutta mielestämme nykyinen arvostustaso ei tarjoa riittävää nousuvaraa kompensoidakseen tulosparannukseen liittyvää epävarmuutta. Osake onkin mielestämme oikein hinnoiteltu ja näemme riski-/tuottosuhteen neutraalina.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Elite Alfred Berg (EAB) on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämis-, 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 H1'21 lopussa noin 3,8 mrd euroa.

Kasvu on ollut historiassa ripeää, mutta kannattavuuskehitys vaatimatonta

EAB:n kasvu on ollut historiassa ripeää, mutta kannattavuus kehitys on ollut vaisua. Keskeisiä tekijöitä vaisun kannattavuuden taustalla ovat olleet mm. perinteisten sijoitusrahastojen kohtaama raju hintapaine, vaikeus saada aikaan uutta kasvua ja liiketoiminnan kokoluokkaan nähden raskas kulurakenne. Yhtiö onkin viimeisen kahden vuoden aikana terävöittänyt strategiaansa selvästi ja sen keskiössä on vastuullisuus- ja vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvät vaihtoehtoiset rahastot. Lisäksi yhtiö on karsinut rönsyjä ja toteuttanut kulusäästöjä.

Viimeaikainen tuloskäänne edennyt hyvin

EAB:n tuloskäänne on edennyt vauhdilla viimeisen reilun 12kk:n aikana. Keskeinen ajuri on ollut markkinan erittäin voimakas elpyminen, mutta myös yhtiön oma tekeminen on ottanut askeleen parempaan suuntaan. Näiden johdosta yhtiön viimeisen 12kk liikevoitto on noussut sen pörssihistorian korkeimmalle tasolle ja myös lähivuosien tuloskasvunäkymä on parantunut. Odotamme yhtiöltä vahvaa kasvua lähivuosilta, kun uudet vaihtoehtoiset rahastot kasvattavat jatkuvia palkkioita. Lisäksi yhtiö kirjaa huomattavia kertaluontoisia palkkioita uusien rahastojen merkintä- sekä vanhempien rahastojen tuottosidonnaisten palkkioiden kautta. Liikevaihdon kasvaessa yhtiön kulurakenteen pitäisi skaalautua hyvin liiketoiminnan saadessa kriittistä massaa ja ennustamme yhtiön tuloksen nousevan yli 6 MEUR:oon 2023 mennessä.

Tuotto-/riskisuhde ei ole riittävän houkutteleva

EAB:n arvoa määriteltäessä keskeinen haaste liittyy yhtiön normaalin tulostason hahmottamiseen. Historiallinen heikko tulostaso ei anna osakkeelle mitään tukea ja arvonnäkemys nojaakin pitkälti potentiaaliseen tulosparannukseen tai mahdolliseen yritysjärjestelyyn. Isossa kuvassa voidaan todeta, että mikäli yhtiö yltää lähivuosina ennustamaamme tulosparannukseen, on osakkeen tuotto-odotus nykytasolla hyvä. Ennustamamme tulosparannus on kuitenkin todella voimakas ja se vaatii yhtiöltä lähes täydellistä suoritusta. Tämän lisäksi se vaatii markkinatilanteen säilymistä suotuisana, mikä nostaa tulosparannukseen liittyvää riskiprofilia. Osakkeessa on mukana myös kohtalainen yritysjärjestelyoptio josta lyhyellä aikavälillä merkittävin on potentiaalinen fuusio Alexandrian kanssa.

Suositus

Vähennä

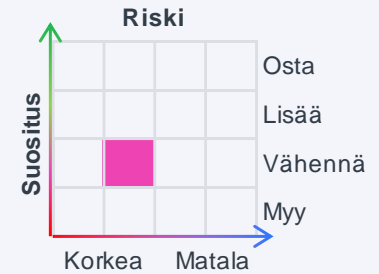
(aik. Vähennä)

3,20 EUR

(aik. 3,20 EUR)

Osakekurssi:

2,92



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	18,7	21,8	24,4	28,4
kasvu-%	2 %	16 %	12 %	17 %
EBIT oik.	0,6	2,9	4,3	6,6
EBIT-% oik.	3,2 %	13,5 %	17,7 %	23,3 %
Nettotulos	0,3	2,1	3,4	5,2
EPS (oik.)	0,02	0,15	0,25	0,38

P/E (oik.)	>100	19,0	11,8	7,8
P/B	2,3	2,0	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	1,6 %	3,8 %	5,2 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	80,8	14,4	9,0	5,6
EV/EBITDA	14,7	7,8	6,1	4,2
EV/Liikevaihto	2,6	1,9	1,6	1,3

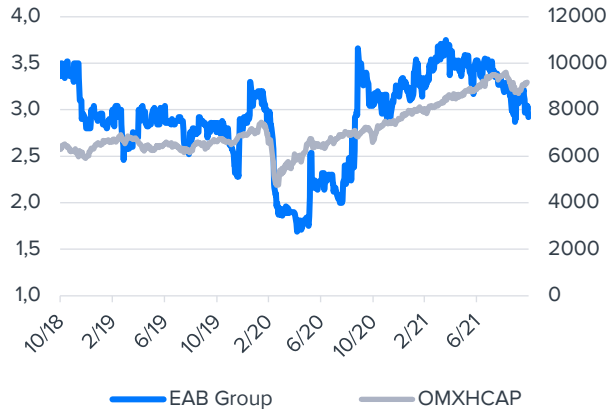
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

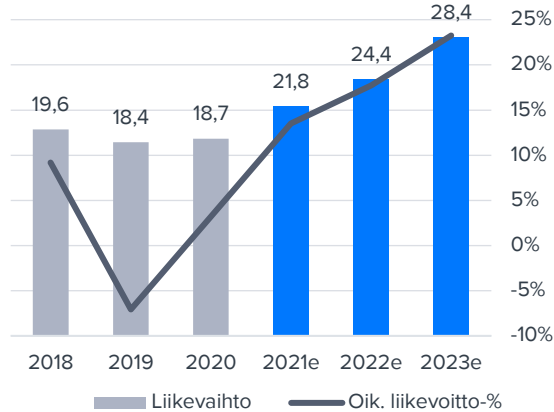
Koko vuoden 2021 nettotuloksen ennakoidaan olevan selvästi positiivinen, mikäli markkinatilanne pysyy ennallaan loppuvuoden aikana.

Osakekurssi



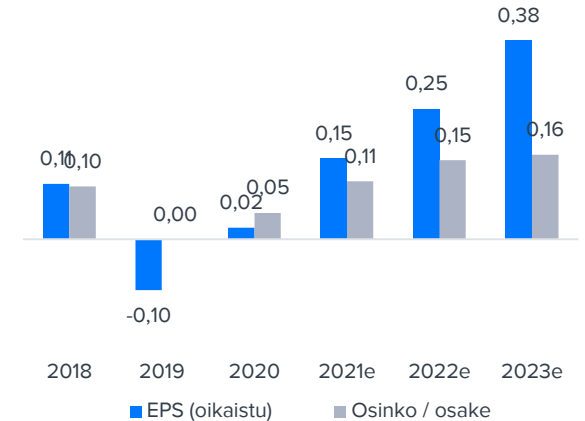
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Kulutason pitävyys
- Vakavaraisuus
- Heikko track-record

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,92	2,92	2,92
Osakemäärä, milj. kpl	13,8	13,9	13,9
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	42	39	37
P/E (oik.)	19,0	11,8	7,8
P/E	19,0	11,8	7,8
P/Kassavirta	9,7	8,4	9,5
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	1,9	1,7	1,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,6	1,3
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,1	4,2
EV/EBIT (oik.)	14,4	9,0	5,6
Osinko/tulos (%)	71,7 %	60,7 %	42,5 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	5,2 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Liiketoimintamallin riskiprofiili	12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-14
Sijoitusprofiili	15
Toimiala ja kilpailukenttä	16-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-29
Arvonmääritys	30-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

EAB Group lyhyesti

Elite Alfred Berg on kotimainen täyden palvelun sijoituspalveluyritys

2001

Perustamisvuosi

2015/2019

First North-markkinapaikalle/Helsingin pörssin päälistalle

20,5 MEUR (+16 % vs. vertailukausi)

Liikevaihto viimeiset 12kk (H2'20-H1'21)

2,5 MEUR (12,2 % lv:sta)

Liikevoitto viimeiset 12kk (H2'20-H1'21)

~71 %*

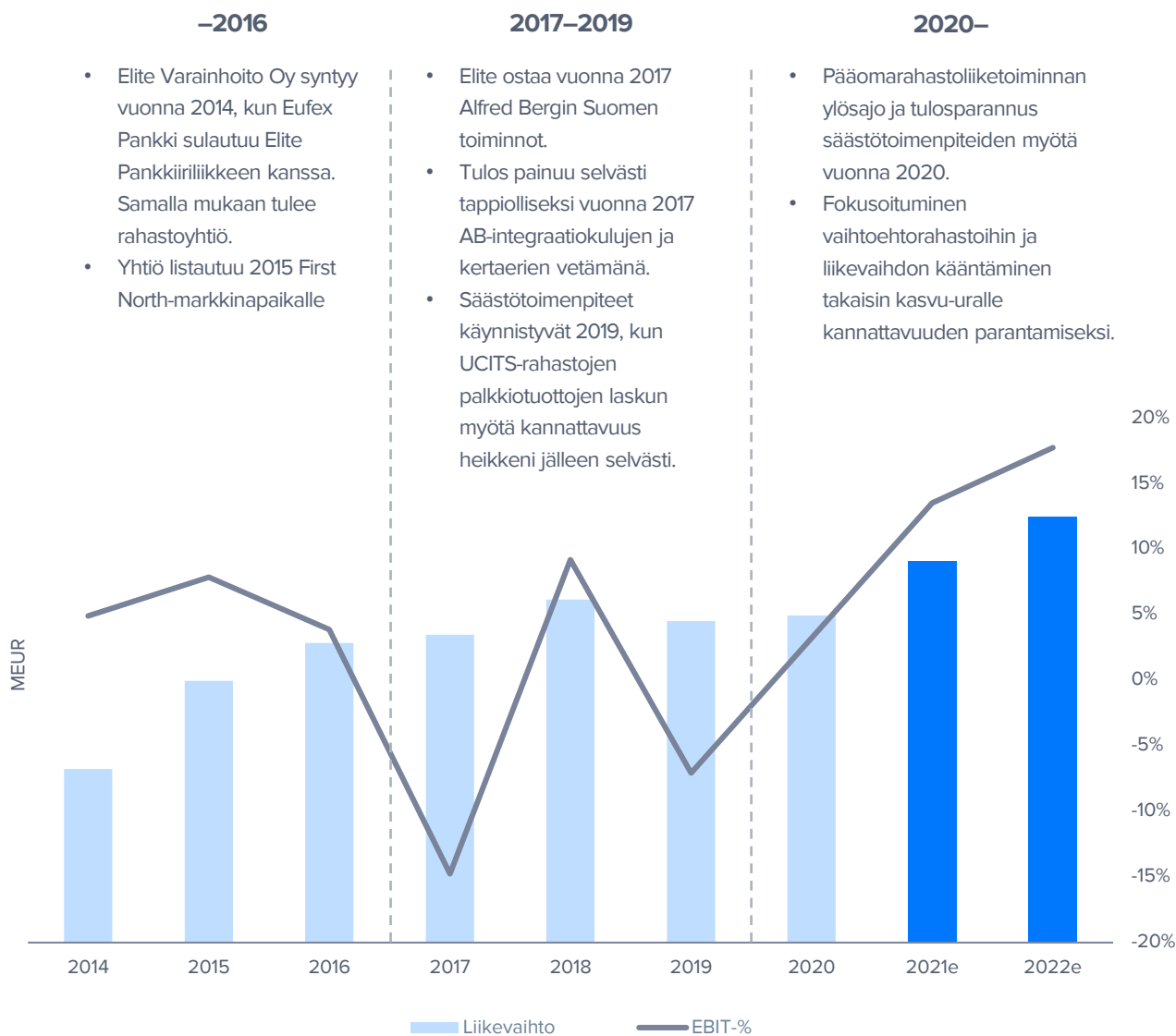
Jatkuvat tuotot lv:sta viimeiset 12kk (*Inderes arvio)

93 kpl

Henkilöstö H1'21 lopussa (ilman sidonnaisiamiehiä)

~10 000

Asiakasta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Asiakkaat ja jakelu	Asiakkaat 	Jakelu 
	Yksityisasiakkaat	Varainhoidon osuus palkkiotuloista yli 90 %
	Instituutioasiakkaat	Konttorit 13 eri paikkakunnalla
	 Suurin osa palkkiotuloista (~67 %) yksityisasiakkailta  Valtaosa hallinnoitavasta pääomasta (~67 %) kuitenkin instituutiovarallisuutta	 Laaja jakeluverkosto, markkina-asema suhteellisesti vahvempi maakunnissa.  Noin 50 henkilön myyntitiimi, josta reilu 20 toimii asiamiehinä.

Koko EAB:n harjoittama Palveluliiketoiminta on vahvasti liitännäinen Varainhoitoon ja sen rooli on näkemyksemme mukaan ennen kaikkea Varainhoitoa tukeva.

Palvelut	Varainhoito 	Yrityspalvelut 	Tukipalvelut 
	Rahastot	Henkilöstörahasot	Kirjanpitoalvelut
	Täysi valtakirja	Palkitseminen	Veropalvelut
	Vakuutuskuoret	Rahastojen hallinnointi	Lakipalvelut
	Varainhoidossa EAB:n kannattavuuden näkökulmasta tärkeimpiä osa-alueita ovat täyden valtakirjan omaisuudenhoito sekä omat rahastot. Lisätuotteena myydään vakuutuskuoria.		
	Yrityisasiakkailla tuotetuissa palkitsemispalveluissa merkittävin elementti on henkilöstörahasot (90 000 jäsentä). Tämä on kasvava liiketoiminta ja hiljalleen myös konsernin tasolla merkittävä.		
	Laki- ja veropalveluita EAB tarjoaa yksityishenkilöille yhteistyökumppanin kautta. Kirjanpitoalveluita yhtiö tuottaa itse.		



Rahastotuotteet

1.

Omat UCITS-rahastot

- Osakerahastot
- Yhdistelmärahasto
- Korkorahasto

2.

Omat vaihtoehtorahastot

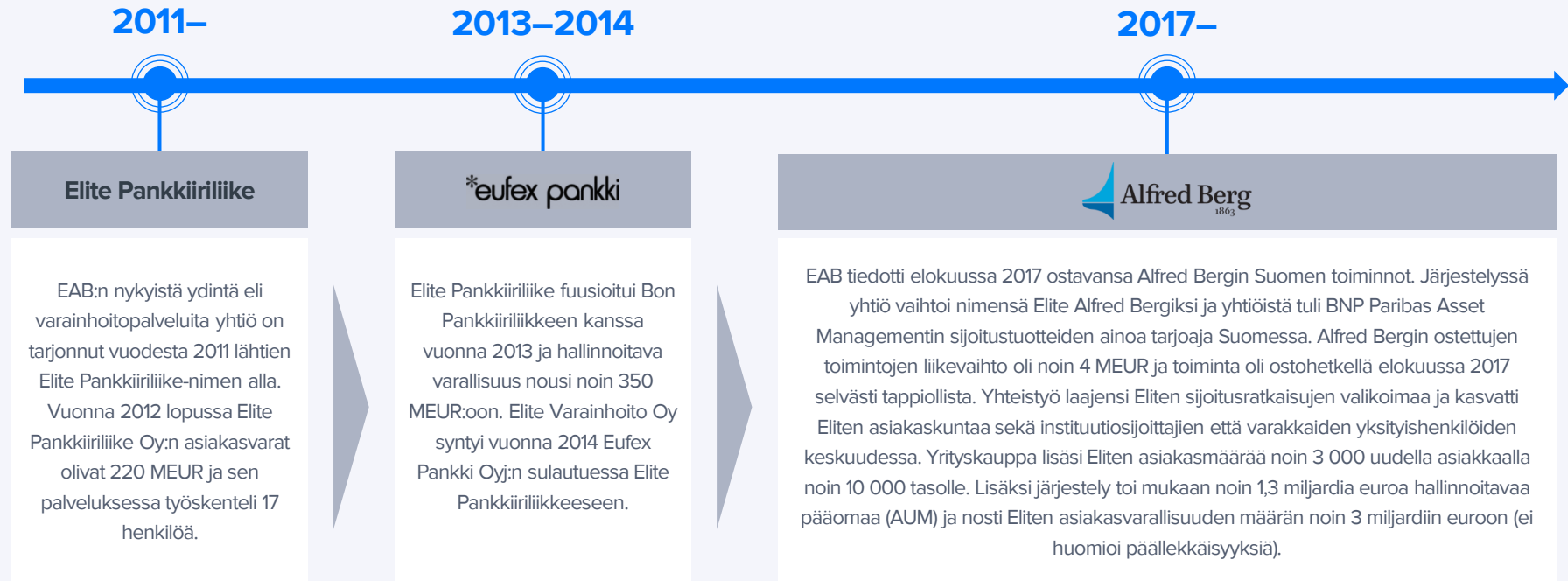
- Kiinteistörahastot
- Energiarahastot
- Pääomarahasto
- Velkarahasto

3.

Kumppaneiden rahastot

- BNP Paribaksen rahastot
- Muiden kumppanien rahastot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6



Inderesin kommentit EAB:n yritysjärjestelyistä

- 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 kulusyngiat realisoituivat 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, joka on kuitenkin viime vuosina parantunut.
- 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.
- EAB:n ripeä kasvu ei ole heijastunut yhtiön kannattavuuteen ja yhtiön kannattavuus on ollut läpi sen pörssihistorian heikkoa (2015-2020 keskimääräinen liikevoitto on ollut lievästi tappiollinen). Tämän taustalla on ollut käsityksemme mukaan UCITS-rahastojen kohtaama hintapaine, liiketoiminnan kokoluokkaan nähden suhteellisen raskas kullurakenne sekä strategisen fokuksen puute.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Hallinnoitava varallisuus

EAB:n hallinnoitava varallisuus oli H1'21 lopussa 3799 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 630 MEUR on yhtiön omista UCITS-rahastoissa ja noin 570 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa (sis. velkaosuuden ja syöttörahastoissa olevat pääomat).

Täyden valtakirjan varainhoidossa yhtiöllä on arviomme mukaan noin 650 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 260 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 noin 1,2 mrd. euroa on yhteistyökumppani BNP:n sekä yhtiön välittämässä 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.

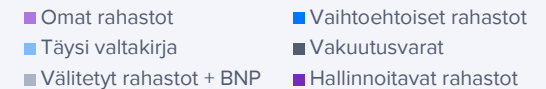
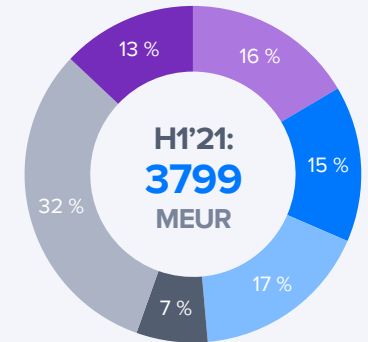
Kokonaisuutena yhtiön AUM:ssa sijoittajan kannalta keskeiset erät ovat yhtiön omat rahastot (UCITS- ja vaihtoehtoiset rahastot), täyden valtakirjan varainhoito sekä vakuutuskuoret.

Palkkiotuottojen jakauma

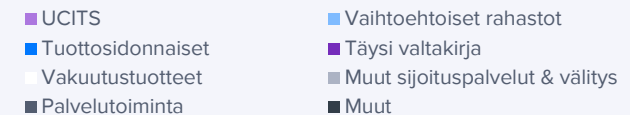
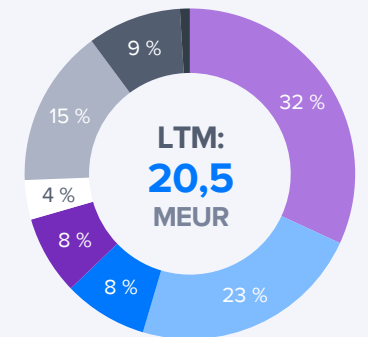
EAB raportoi tulovirtansa kahdeksassa osassa. Käsittelemme kaikki osat erillisinä ja mallinnuksemme nojaa myös tähän.

UCITS-rahastot ovat yhtiön merkittävin tulonlähde ja niiden palkkiotuotot olivat viimeisen 12kk aikana (H2'20–H1'21) 6,6 MEUR tai 32 % yhtiön kaikista palkkiotuotoista. UCITS-rahastot kattavat yhtiön 8 omaa sijoitusrahastoa. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne käsityksemme mukaan palkkiot hallinnoimistaan rahastoista. Yhtiö saa omista rahastoistaan edelleen varsin tervettä palkkiotasoa ja arviomme mukaan keskimääräinen hallinnointipalkkio on noin 1 %:n tasolla.

Hallinnoitava varallisuus



Palkkiotuottojen jakauma (LTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Vaihtoehtoiset rahastot sisältävät yhtiön pääomarahastot (merkittävimpiä mm. EAB Vuokratuotto, Kiinteistökehitys I–III sekä Uusiutuva energia II) ja niiden palkkiotuotot olivat viimeisen 12kk aikana 4,7 MEUR tai 23 % palkkiotuotoista. Palkkiotaso on näissä rahastoissa myös hyvä (arviomme mukaan keskimäärin noin 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 viimeisen 12kk aikana noin 1,7 MEUR tai 8 % yhtiön palkkiotuotoista. Tuottosidonnaisten palkkioiden ennustettavuus on toimialalle tyypillisesti heikko. Arviomme mukaan tuottosidonnaiset palkkiot tulevat jatkossa keskittymään pääasiassa vaihtoehtoisiin rahastoihin ja niiden taso vaihtelee merkittävästi vuosittain.

Täyden valtakirjan omaisuudenhoidon palkkiotuotot olivat viimeisen 12kk aikana 1,6 MEUR tai 8 % yhtiön palkkiotuotoista. Täyden valtakirjan salkuissa yhtiö saa arviomme mukaan karkeasti noin 0,3 %: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.

Vakuutustuotteiden myynnin palkkiotuotot olivat viimeisen 12kk aikana 0,8 MEUR tai 4 % yhtiön palkkiotuotoista. Vakuutustuotteet tarkoittavat käytännössä kumppanien

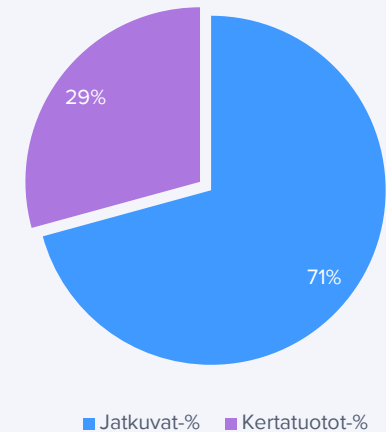
vakuutuskuoria, joiden myynnistä yhtiö kirjaa merkittävän kertaluontoisen palkkion ja tämän jälkeen vuosittain pienemmän palkkion. Vakuutuskuorien sisällä tuotteet sijoitetaan pitkälti yhtiön omiin rahastoihin, joista yhtiö kirjaa erilliset palkkiot. Vakuutuskuorien myynti on vaikeutunut viime vuosien aikana johtuen kasvaneesta regulaatiosta sekä verotusettujen heikkenemisestä. Arviomme mukaan vakuutuskuorien suhteellinen osuus liiketoiminnasta tulee laskemaan jatkossa.

Muut sijoituspalvelutuotot ja välityspalkkiot olivat viimeisen 12kk aikana 3,2 MEUR tai 16 % palkkiotuotoista. Tämä erä sisältää merkintä- ja järjestelypalkkioita pääosin vaihtoehtoisista rahastoista sekä strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne BNP:n rahastoista saamansa palkkionpalautukset.

Palvelutoiminnan tuotot olivat 1,9 MEUR ja 9 % konsernin palkkiotuotoista. Palvelutoiminnan tuotot sisältävät yhtiön palveluliiketoiminnan, joka kattaa mm. henkilöstörahasot, laki- ja neuvonantopalvelut, rahastoille tarjottavat taloushallintopalvelut sekä Alfred Berg Norjalta laskutettavat palvelut. Palveluliiketoiminta on varsin ennustettavaa tuottojen ollessa pitkälti jatkuvia.

Muut tuotot olivat 0,2 MEUR ja ne sisältävät erilaisia pienempiä edellisiin eriin kuulumattomia tuotteita.

Jatkuvien palkkioiden osuus 2020



Jatkuvien palkkioiden osuus liikevaihdosta*



*Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kokonaisuutena EAB:n palkkiotuotoista hieman yli 70 % on arviomme mukaan jatkuvia. EAB:n jatkuvat tuotot olivat vuosina 2018-2019 selvässä paineessa erityisesti perinteisiin rahastoihin kohdistuneen voimakkaan hintaeroosion vuoksi. Yhtiö on kuitenkin onnistunut viimeisen 18 kk:n aikana saamaan jatkuvat tuotot takaisin kasvurallalle ja tässä keskeistä roolia on näytellyt etenkin vaihtoehtoisten rahastojen palkkiotuottojen kasvu. Tämän lisäksi jatkuvien palkkioiden kehitys on saannut muiden toimijoiden tapaan tukea myös vahvasta osakemarkkinasta, mikä on kasvattanut omaisuusarvoja ja hallinnointipalkkioita.

Kulurakenne

Henkilöstökulut

Selvästi merkittävin ja lyhyellä tähtämellä kiinteä kuluerä EAB:lle on henkilöstökulut (LTM: 7,3 MEUR), jotka vastasivat noin 36 % palkkiotuotoista. EAB:n palveluksessa oli H1'21 lopussa 93 työntekijää (ei sisällä asiamiehiä), joista 42 työskenteli liiketoiminnoissa ja loput konsernihallinnossa.

Arviomme mukaan EAB:n nykyinen keskimääräinen vuosikulu/henkilö on noin 85 TEUR, mikä on alalle matala, sillä listattujen finanssisektorin yhtiöiden keskimääräinen työntekijäkulu on reilusti yli 100 TEUR. Arviomme mukaan tätä selittää osaltaan erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät). EAB:lla on palkkalistoilla suhteellisen paljon tukifunktioissa työskenteleviä matalamman palkkatason henkilöitä, kun taas

korkeapalkkaisemmat sidonnaisasiamiehet eivät näy palkkakuluissa (vaan palkkiokuluissa). Asiamiespalkkiot huomioiden keskimääräinen henkilöstökulu oli viime vuonna laskelmiamme mukaan noin 100 TEUR/hlö.

EAB:n henkilöstökulurakenne on toiminnan nykyiseen kokoluokkaan peilattuna varsin raskas, ja jotta nykyinen kulurakenne sekä kannattavuus olisivat järkevällä tasolla, tulisi yhtiön yltää nykyisellä henkilöstömäärällä selvästi suurempaan liikevaihtotasoon. Tässä keskeistä roolia näyttelee etenkin myynnin tehokkuuden parantaminen, sillä EAB:lla on varsin suuri määrä myyntihenkilöstöä ja yhtiön työntekijäkohtainen liikevaihto on selvästi alle toimialan verrokkien (2020: liikevaihto per työntekijä 167 TEUR per hlö vs. verrokkit keskimäärin ~300 TEUR).

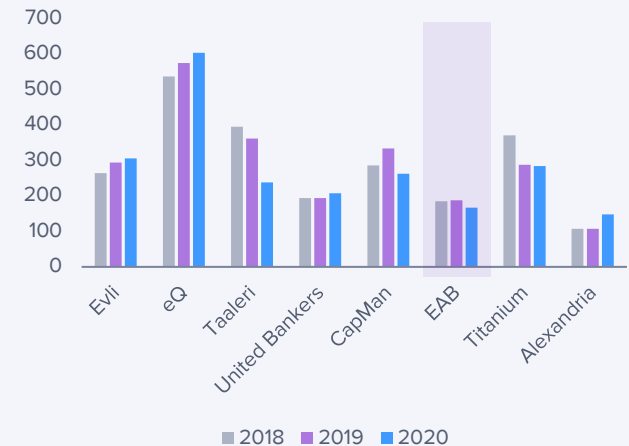
Palkkiokulut

Palkkiokulut ovat yhtiön toinen merkittävä kuluerä. Palkkiokulut koostuvat pääosin edellä mainituista asiamiesten palkkioista, joiden määrä on vaihdellut viime vuosina 2,8–4,4 MEUR:n välillä. Lisäksi yhtiöllä on myös läpilaskutettavia rahastoja, joiden kulut näkyvät tällä rivillä. Palkkiokulujen yhteismäärä oli viimeisen 12kk aikana 4,9 MEUR joka vastasi 24 % yhtiön palkkiotuotoista.

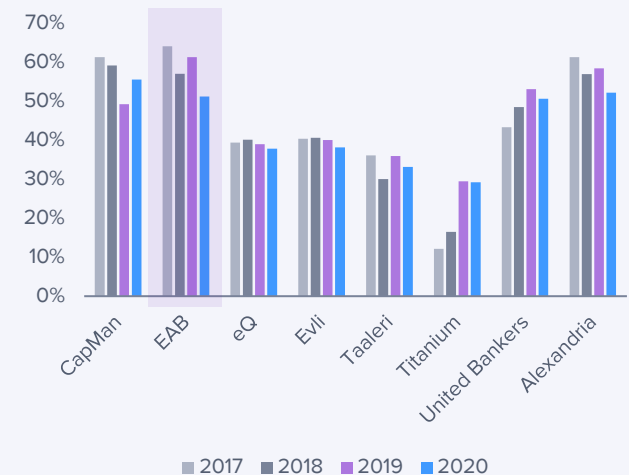
Muut hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut

Merkittäviä kulueriä EAB:lle ovat myös muut hallintokulut (LTM: 3,0 MEUR) sekä liiketoiminnan muut kulut (LTM: 0,6 MEUR). Muihin hallintokuluihin lukeutuvat mm. IT- ja markkinointikulut.

Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Liiketoiminnan kulut pitävät sisällään mm. viranomaismaksut, tilintarkastuspalkkiot sekä vakuutusmaksut. Suhteessa verrokkeihin hallintokulujen ja muiden liiketoimintakulujen taso on ollut viime vuosina varsin korkea (kts. sivupalkki), ja nykyisellä rakenteellaan yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää kasvattaa liiketoimintansa skaalaa.

Poistomassa on suhteellisen korkea

EAB:n poistot olivat vuonna 2020 2,7 MEUR, josta aineettomien hyödykkeiden osuus oli noin 1,7 MEUR. Aineellisten hyödykkeiden poistot koostuvat pääsisassa IFRS 16-poistoista. EAB:n poistomassaa on kasvattanut erityisesti viime vuosina tehdyt IT-investoinnit, IFRS16-siirtymä ja Alfred Bergin toimintojen hankinnan myötä syntyneet poistot asiakasarvoista. Yhtiöllä ei pitäisi lähivuosina olla edessä suurempia investointeja ja odotammekin poistomassan pienenevän tulevina vuosina.

Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

EAB:n kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja näin ollen tulosvipu on tavanomaisesti voimakas molempiin suuntiin. Sijoittajan on hyvä kuitenkin huomata, että EAB teki vuonna 2020 määräaikaista kulusopeutuksia (muun muassa lomautukset), ja lyhyellä aikavälillä kulutasossa on näkemyksemme mukaan painetta ylöspäin.

Näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä kaikkien kulurivien pitäisi skaalautua kohtalaisen hyvin liikevaihdon kasvaessa, eikä yhtiöllä pitäisi olla suuria nousupaineita esimerkiksi

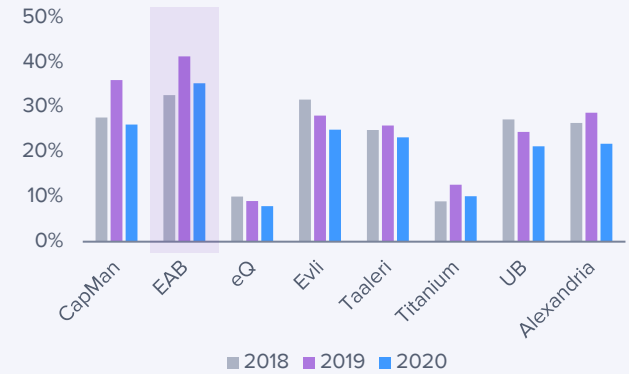
hallintokulujen, vuokrien ja muiden liiketoiminnan kulujen suhteen. Palkkiokuluissa asiamiehet saavat tuomistaan palkkioista arviomme mukaan noin 40 %:n osuuden ja näin ollen erä joustaa varsin hyvin molempiin suuntiin liikevaihdon mukana.

Kannattavuus selvästi alle verrokkien

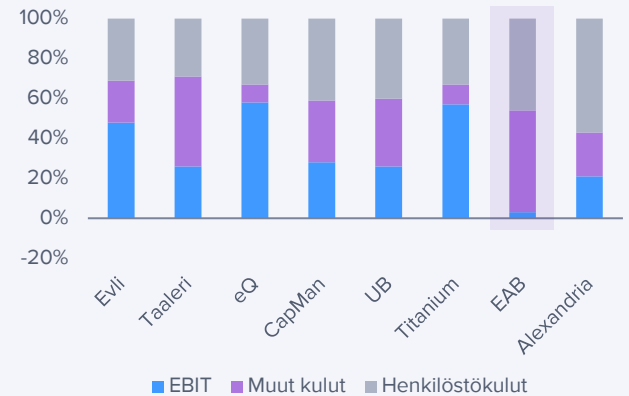
EAB:n liikevoittomarginaali oli H1'21 lopussa rullaavasta 12 kk tuloksesta laskettuna 12 %. Vaikka yhtiö onkin vuosina 2019 ja 2020 tehtyjen saneeraustoimenpiteiden myötä onnistunut parantamaan kannattavuuttaan, on taso edelleen toimialan kontekstissa vaatimaton ja selvästi alle keskeisten listattujen verrokkien. Jotta EAB pääsisi kannattavuudessa lähemmäs omia tavoitteita (> 35 %) ja toimialan yleistä tasoa, pitäisi yhtiön näkemyksemme mukaan onnistua kasvamaan huomattavasti nykyistä suurempaan kokoluokkaan. Liikevaihdon kasvussa keskeistä roolia näyttelee näkemyksemme mukaan etenkin pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen ja myynnin tehokkuuden parantaminen.

Samaan aikaan yhtiön tulisi mielestämme jatkaa kulurakenteen kriittistä tarkastelua, sillä näemme yleisessä kulutehokkuudessa edelleen selvää parantamisen varaa. Merkittävä kannattavuusparannus on kuitenkin mielestämme pitkälti alistettu liikevaihdon kehitykselle ja sieltä syntyvällä tehokkuusparannukselle

Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Verrokkien kulurakenteet 2020*



* Inderesin huomiot:

- Evlin Varainhoidon kustannusten jako Inderesin arvio
- EAB Groupin kulurakenne konsernitason tasolla
- eQ:n Varainhoitoa rasitettu konsernikuluilla
- Taaleri Varainhoito 2020 numerot (ei enää osa Taaleri konsernia)
- Titanium konsernitason tasolla ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jyvitetty Varainhoidolle segmenttien liikevaihdon suhteessa
- Alexandria konserniluvuilla
- Kaikilla yhtiöillä asiamiehet oikaistu henkilöstökuluiksi
- Muut kulut sisältävät poistot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian kulmakivet

Pääomarahastot



- Tavoitteena kasvattaa pääomarahastojen osuus 2/3:aan liiketoiminnan tuotoista
- Keihäänkärkenä etenkin Kiinteistökehitykseen ja Uusiutuvaan Energiaan keskittyvät tuotteet

Vastuullisuus



- Vastuullisuusteemat ja vaikuttavuussijoittaminen korostuvat etenkin vaihtoehtorahastoissa
- BNP-Paribaksen ESG-tutkimuksen hyödyntäminen perinteisessä varainhoidossa

Kulutehokkuus



- Kunnianhimoisen kannattavuustavoitteen (EBIT > 35 %) saavuttaminen vaatii EAB:lta merkittävästi nykyistä suurempaa kokoluokkaa
- Yleisen kulutehokkuuden parantaminen ja prosessien kehittäminen

Asiakaskokemus



- Palvelumallien ja -kanavien kehittäminen
- Tuotteiden hintatason pitäminen kilpailukykyisenä
- Yhteistyö Norjan Alfred Bergin toimintojen kanssa
- Salkunhoidossa onnistuminen

Inderesin kommentit EAB:n strategisista painopistealueista

- Pääomarahastoissa kasvua haetaan etenkin instituutioista, mutta tavoitteena on tuoda vaihtoehtorahastoja myös yksityissijoittajille
- Yhtiöllä on näkemysemme mukaan hyvä, mutta verrattain lyhyt track-record kiinteistöpuolelta. Uusiutuva energia toistaiseksi kysymysmerkki
- Rönsyilyn välttäminen, fokuksen säilyttäminen ja sijoitustoiminnassa onnistuminen kriittistä

- Vastuullisuusteemat tarjoavat EAB:lle tietyntasoisia erottautumiskijän energiarahastojen osalta
- Osake- ja korkosalkunhoidossa ESG-toimet rajoittuvat pitkälti toimialakohtaiseen poissulkemiseen

- Kannattavuustavoite edellyttää erittäin vahvaa orgaanista kasvua (uusmyynnissä onnistuminen ja jatkuvien tuottojen kasvu)
- M&A mahdollistaisi kriittisen massan kasvun ja voisi luoda pohjaa kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi
- Näkemysemme mukaan EAB:n kulurakenne on edelleen verrattain raskas ja kulusäästöt olisivatkin tervetulleita

- Yhtiön on onnistuttava salkunhoidossaan erittäin hyvin jotta se voi puolustaa nykyistä hintatasoaan
- Asiakaskokojen kasvattaminen (ns. "share of wallet" varainhoidon kautta edesauttaisi tulosparannusta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteista ei kunnianhimoa puutu

EAB on asettanut taloudelliset tavoitteensa 3-5 vuoden aikajänteelle ja ne koskevat kasvua, kannattavuutta sekä palkkiotuotojen mixiä. Käsittelemme tavoitteita ja niiden realistisuutta tarkemmin seuraavissa kappaleissa.

EAB:n tavoitteena on **kaksinkertaistaa liikevaihtonsa** seuraavan 3-5 vuoden aikana. Tavoite on hyvin kunnianhimoinen ja se nojaa näkemyksemme mukaan erityisesti pääomarahastoliiketoiminnan merkittävään kasvuun. EAB:lla on kokoluokkaansa nähden varsin suuri määrä myyntihenkilöstöä ja kasvuambitiot edellyttäisivät näkemyksemme mukaan myös myynnin tehokkuuden selvää parantumista (2020: liikevaihto per työntekijä 167 TEUR vs. verrokki keskiarvo ~ 300 TEUR). Kokonaisuudessaan pidämme kasvutavoitteen saavuttamista puhtaasti orgaanisin keinoin epätodennäköisenä (2024e: 32,1 MEUR) ja tavoite edellyttäisi näkemyksemme mukaan yhtiöltä myös yritysostoja.

Kannattavuustavoite (liikevoittomarginaali yli 35 %) on niin ikään erittäin kunnianhimoinen ja sen saavuttaminen on täysin alisteista liikevaihdon kasvulle, sillä nykyisessä kokoluokassa tavoitteen saavuttaminen ei näkemyksemme mukaan ole realistista. Kannattavuustavoitteeseen yltäminen vaatisi yhtiöltä liikevaihdon voimakasta orgaanista kasvua, yleisen kulutehokkuuden selkeää parantumista nykyisestä. Kannattava kasvu vaatii

yhtiöltä myös tiukkaa fokuusoitumista ydinosaamisalueisiinsa ja rönsyilyn välttämistä. Mielestämme tavoite ei ole realistinen ilman yrityskauppoja ja yhtiön selvää kokoluokan kasvua nykyisestä.

EAB:n tavoitteena on kasvattaa pääomarahastojen osuus 2/3:aan liikevaihdosta seuraavan 3-5 vuoden aikana ja säilyttää samaan aikaan listattujen tuotteiden laatu ja kasvu markkinoiden mukaisesti. Meidän on vaikea nähdä, että yhtiö kykenisi nykyisillä päätuotelinjoilla (Kiinteistökehitys ja Uusiutuva Energia) kasvattamaan pääomarahastojen osuutta palkkiotuotoista näin suureksi ja odotamme pääomarahastojen jatkuvien palkkioiden osuuden palkkiotuotoista nousevan noin 34 % tasolle vuoteen 2024 mennessä. Yhtiö huomioi tavoitteessaan käsityksen mukaan myös kertaluontoiset tuottosidonnaiset ja merkintäpalkkiot ja nämä huomioiden pääomarahastojen palkkiot asettuvat ennusteessamme noin 50 % tasolle 2024 mennessä.

Ei virallista osinkopolitiikkaa

EAB:lla ei ole julkistettua osinkopolitiikkaa. Yhtiön aiempänä osinkopolitiikkana oli vuoteen 2019 asti jakaa osinkona pääsääntöisesti puolet konsernin osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta, kuitenkin niin, että konsernin liiketoiminnan kehitystarpeet huomioidaan ja että yhtiön vakavaraisuutta ei vaaranneta. Odotamme yhtiön voitonjakosuhteen asettuvan lähivuosina 60-70 % välille.



Taloudelliset ja liiketoiminnalliset tavoitteet

EAB Groupin tavoitteet seuraavalle 3-5 vuodelle

- Kasvattaa liiketoiminnan tuottoja 100 %
- Nostaa kannattavuus yli 35 %:iin vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista
- Kasvattaa pääomarahastojen osuus 2/3:aan liiketoiminnan tuotoista säilyttäen listattujen tuotteiden laatu ja kasvu markkinoiden mukaisesti

Liiketoiminnalliset tavoitteet

- Saada asiakkaiksi puolet Suomen 100 suurimmasta instituutiosijoittajasta sekä pääomarahastotuoteisiin myös kansainvälisiä sijoittajia
- Muodostaa konserniin vähintään kaksi tunnustettua pääomasijoittamisen asiantuntijatiimiä, jotka keskittyvät kestäviin ympäristö- ja kiertotaloussijoituksiin

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2024e: 32,1 MEUR (+72 % 2020 tasoon nähden)
- EBIT-% 2024e: 27 %
- Pääomarahastojen jatkuvien palkkioiden osuus palkkiotuotoista 34 % vuonna 2024. Tuottosidonnaiset ja merkintäpalkkiot huomioiden osuus nousee noin 50 %:iin.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Heikko track-record

3.

Riskitaso verrokkiryhmän korkeimpia

4.

Käännepotentiaali

5.

Yritysjärjestelyt

Potentiaali



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

Riskit



- Markkinatilanteen heikentyminen
- Strategian toteutuksen onnistuminen
- Heikko track-record kannattavasta kasvusta
- Taseen tarjoama liikkumavara rajallinen

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

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

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan

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

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

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

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

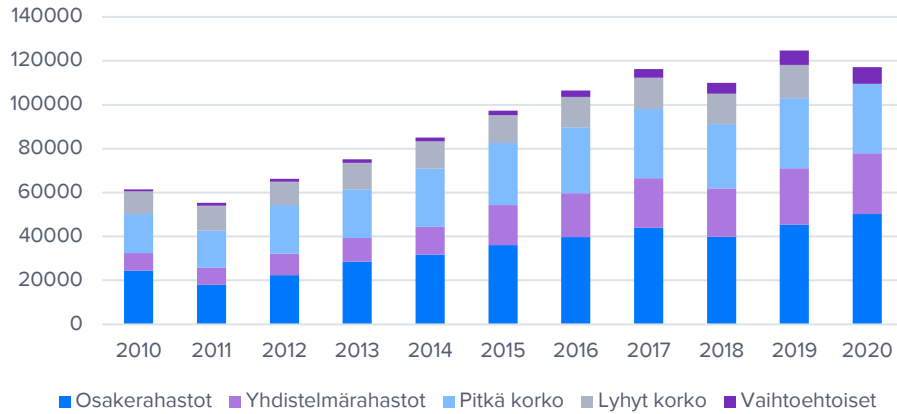
Listaamaton markkina

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

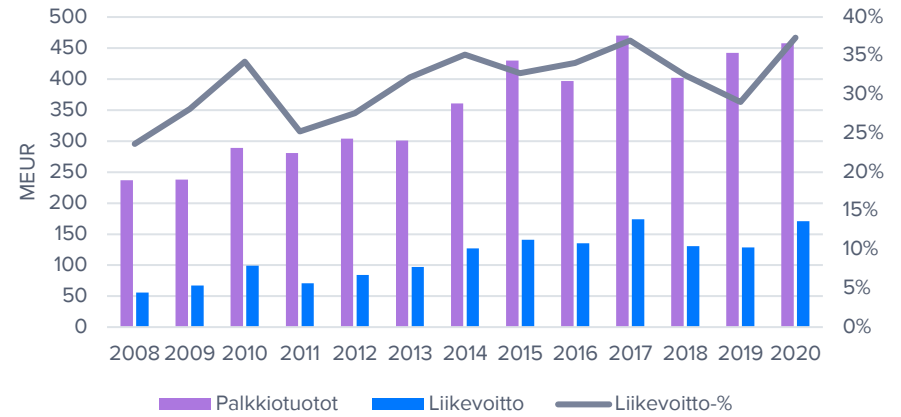
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista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

Varainhoitomarkkina

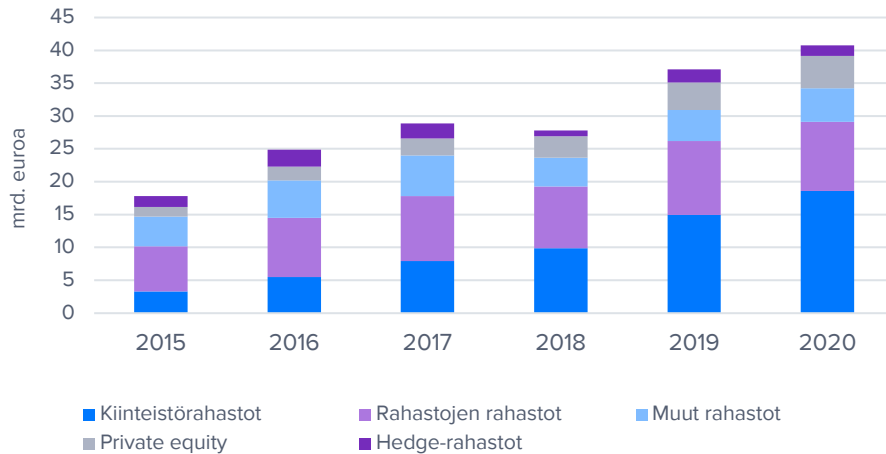
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



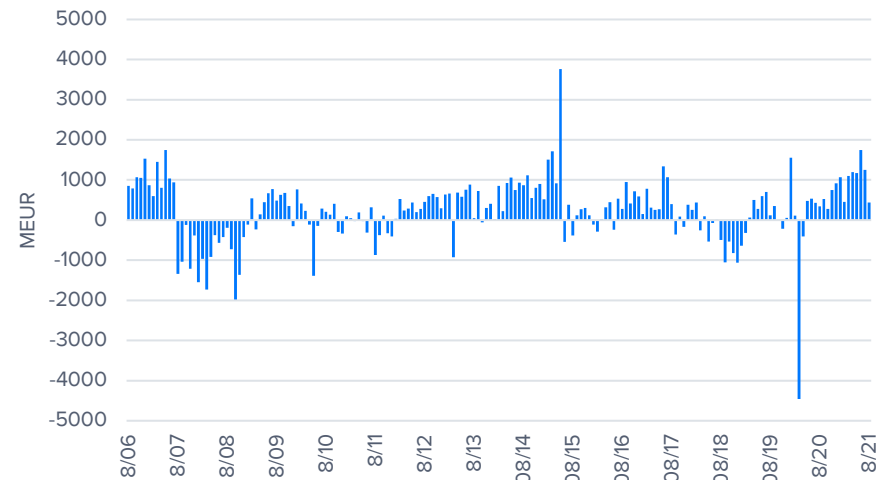
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotas

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Realiomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivoimaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

Vaihtoehtoisten voittokulku

Aktiivisten rahastojen osuus hoidettavasta varallisuudesta laskenut erityisesti passiivisten ja listaamattomien tuotteiden suosion kasvun myötä.

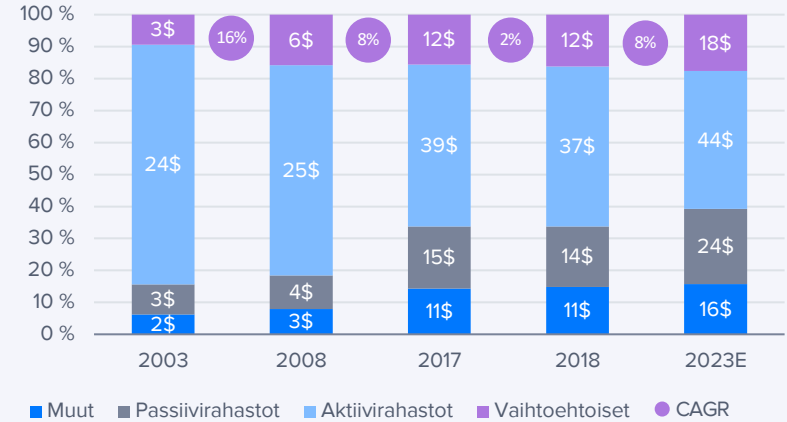
Passiiviset tuotteet eivät isossa kuvassa merkittävä tulonlähde sijoituspalveluyhtiöille matalan palkkiotason johdosta, vaikka niiden osuus kokonaisvaroista onkin huomattava.

Aktiivisten sijoitusrahastojen keskimääräiset palkkiotasot laskeneet selvästi.

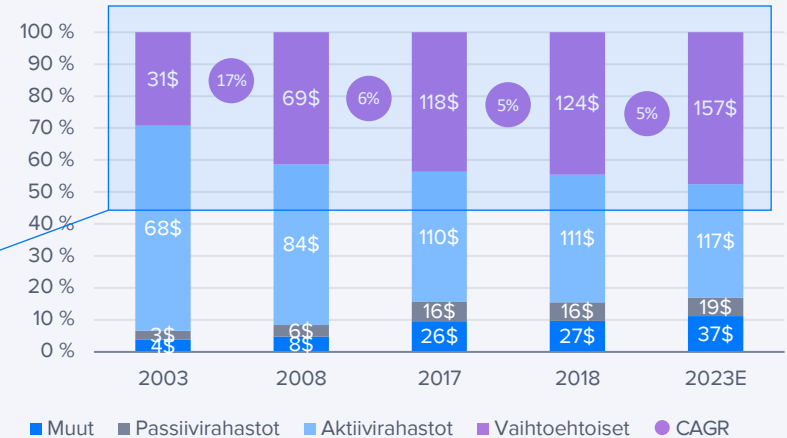
Vaihtoehtoisten palkkiotasot huomattavasti perinteisiä rahastoja paremmat.

Vaihtoehtoisten osuus globaaleista kokonais-palkkiotuloista noussut jo lähes puoleen.

Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

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

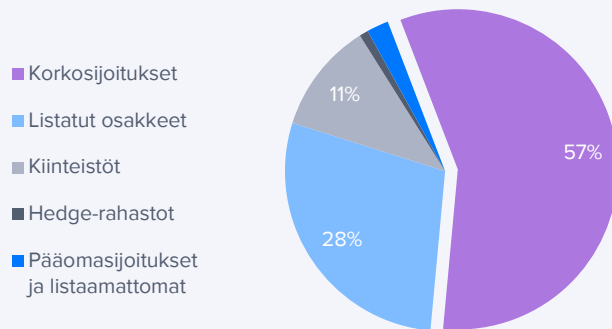
Kasvava riskinotto

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

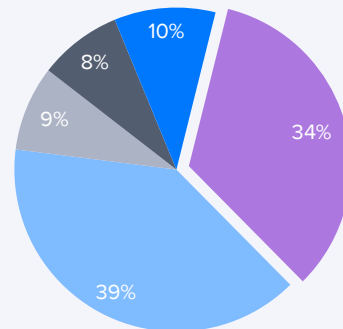
Kestävyysvaje uhkaa

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

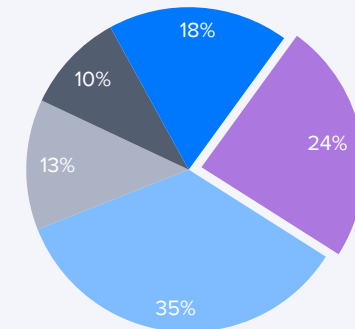
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

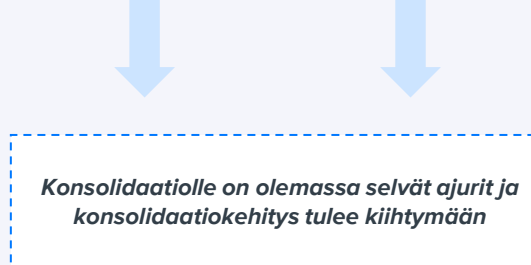
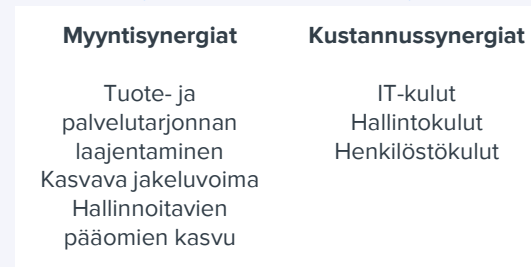
Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓	EAB on implementoinut uuden regulaation täysimääräisesti osaksi toimintaansa eikä sääntely enää rasita olennaisesti yhtiön liiketoimintaa.
Vaativuustason nousu	✓ ✓	EAB:n rahastojen performanssi on ollut historiassa varsinkin perinteisen varainhoidon osalta vaisua ja tällä on ollut vaikea perustella historiallisesti korkeita palkkiotasoja. Yhtiö on kuitenkin uudelleenorganisoinut salkunhoitoaan (Alfred Berg Norja -yhteistyö) ja perinteisellä puolella sijoitusperformanssi on parantunut huomattavasti. Yhtiön täytyy onnistua tulevina vuosina tuottamaan asiakkaille lisäarvoa erityisesti strategian kannalta kriittisissä vaihtoehtoisissa rahastoissa.
Matala korkotaso	✓ ✓	Yhtiö ei ole viime vuosina pystynyt täysimääräisesti hyödyntämään matalan korkotason mahdollisuuksia tuotekehityksessään. Tuotetarjontaa on kuitenkin terävöitetty selvästi ja fokus on siirtynyt vaihtoehtoisiin rahastoihin, joissa keihäänkärkenä uusiutuvaan energiaan ja kiinteistöihin keskittyvät tuotteet.
Digitalisaatio	✓ ✓	Yhtiöllä on ollut historiassa haasteita IT-järjestelmiensä kanssa ja niihin on investoitu viime vuosina varsin mittavasti. Merkittävimpien investointien pitäisi kuitenkin olla takanapain.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓	Pääomarahastoliiketoiminnan ylösajo on kestänyt selvästi odotuksia pidempään ja vaihtoehtoisten osuus palkkiotuotoista on kilpailijoita matalampi. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat nyt yhtiön päivitetyn strategian ytimessä ja tulevat nousemaan EAB:lla lähivuosina huomattavaksi palkkiotuottojen lähteeksi.
Hintatason jatkuva paine	✓	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.
Vastuullisuus	✓ ✓	EAB on integroinnut ESG:n osaksi salkunhoidon prosesseja ja tehnyt panostuksia vastuullisen sijoittamisen tuotetarjontaan erityisesti vaihtoehtoisissa rahastoissa. Vastuullisuus on nostettu myös päivitetyn strategian keskiöön.

Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä

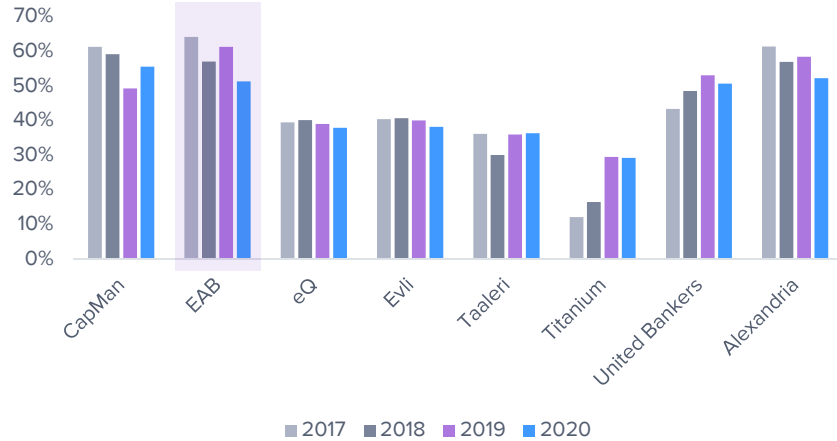


Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

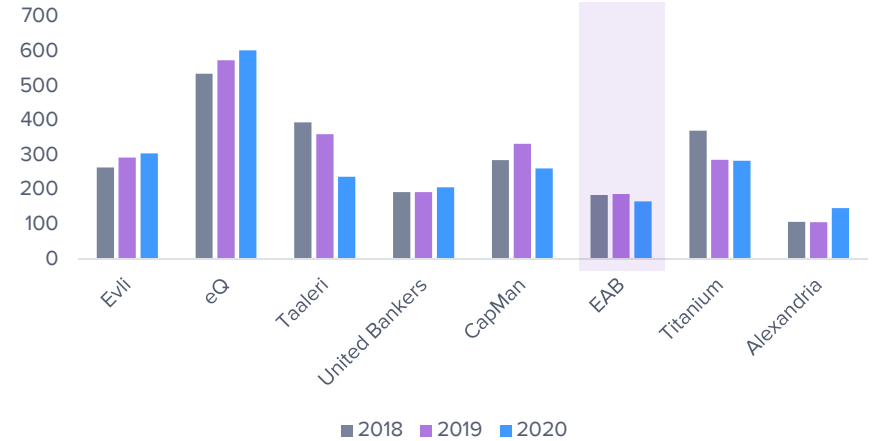
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Alexandria
MCAP (MEUR)	1000	300	150	500	50	450	130	830	80
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1800%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +150%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +280%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-25%. IRR ~-4%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +10%.	Listautui keväällä 2021
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutaso saatu kuitenkin järkevälle tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vaisu. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityisjoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Voimakas kasvu Varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvu reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

EAB Group suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

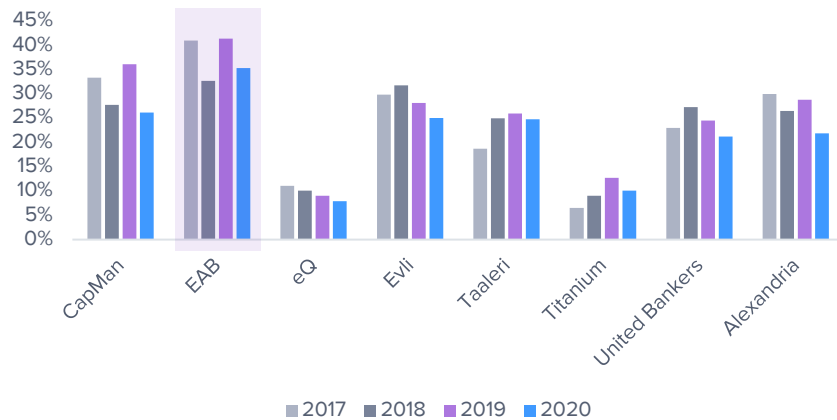
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



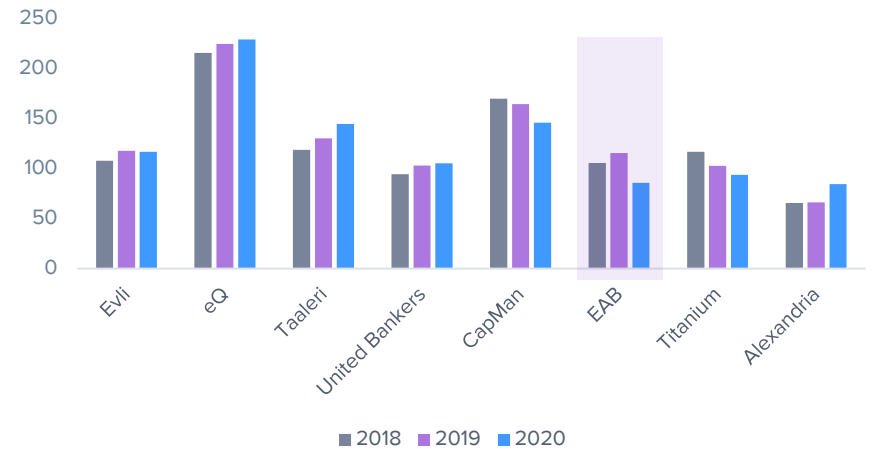
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin luvuissa mukana 2021 myyty Varainhoitoliiketoiminta

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

EAB:n tase on sijoittajan näkökulmasta varsin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'21 lopussa 34,6 MEUR ja oma pääoma 19,9 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli H1'21 lopussa 3,8 MEUR (ei sisällä IFRS16-vuokravastuita, jotka olivat 2,4 MEUR).

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan yhteensä noin 12,6 MEUR:n edestä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa viime vuosien yritysjärjestelyihin liittyen. Emme näe taseen aineettomaan omaisuuteen liittyvän nykyisten tulosennusteidemme valossa akuuttia alaskirjauriskia, mutta mikäli EAB:n kannattavuus heikkenisi uudelleen, voisivat alaskirjauriskit realisoitua.

Aineellista omaisuutta EAB:lla on taseessa H1'21 lopussa 2,6 MEUR ja tästä valtaosa on IFRS16-standardiin liittyviä käyttöoikeusomaisuuseriä (vuokrasopimukset). Muilta osin liiketoiminta ei toimialalle tyypillisesti sido juurikaan aineellista pääomaa.

Lyhytaikaisten varojen osalta yhtiöllä oli H1'21 lopussa taseessaan likvidejä varoja 1,7 MEUR:n arvosta sekä noin 9,1 MEUR saamia. Saamisten korkeaa määrää selittää osin vakuutus tuotteiden myynti, jossa yhtiö kirjaa etupainotteisesti merkittävät tuotot, mutta saa niistä kassavirran vasta myöhemmin.

Kokonaisuutena yhtiön tase on perinteisten tunnuslukujen valossa kohtuullisessa kunnossa ja H1'21 lopun nettovelkaantumisaste oli 31 %.

Vakavaraisuus

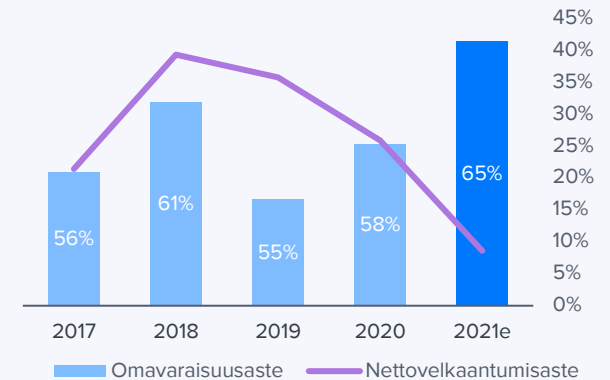
EAB:n konsernin konsolidointiryhmän raportoitu vakavaraisuus oli H1'21 lopussa 10,8 %. Sijoituspalveluyhtiöitä koskeva vakavaraisuussäntely muuttui kesäkuussa 2021 ja uuden sääntelyn myötä EAB:n raportoitu vakavaraisuus on aiempaa sääntelyä heikompi, mutta yli 8 % minimivaatimuksen. Vakavaraisuus ei ole yhtiölle ongelma, kunhan tulos pysyy positiivisena. Vakavaraisuuspuskurit ovat edelleen ohuet ja antavat hyvin rajallista liikkumavaraa.

Yrityskaupoissa pitäisi todennäköisesti hyödyntää omaa osaketta

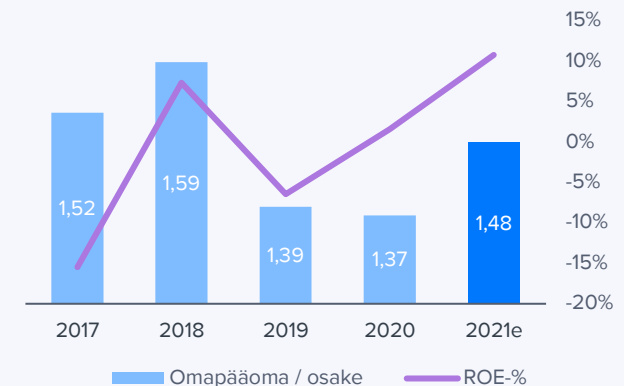
Epäorgaaninen kasvu on näytellyt EAB:n historiassa merkittävää roolia ja näkemyksen mukaan yritysostot ovat osa myös yhtiön tämän hetkistä strategiaa. Yrityskauppoja ajatellen yhtiön vakavaraisuusasema antaa kuitenkin vain rajallista liikkumatilaa ja etenkin suuremmissa järjestelyissä yhtiön tulisi todennäköisesti käyttää myös omaa osakettaan maksuvälineenä.

Yritysjärjestelyspekulaatiot saivat vettä myllyyn lokakuussa, kun Alexandria kertoi hankkineensa 8 % omistuksen EAB:sta. Näkemyksemme mukaan kyseessä on strateginen sijoitus ja meidän on vaikea nähdä perusteita miksi Alexandria ostaisi vain sijoitusmielessä pienen nurkan suorasta kilpailijastaan. Potentiaalinen järjestely toteutettaisiin näkemyksen mukaan mitä todennäköisimmin fuusiolla, jossa Alexandria olisi selvästi kuskin paikalla. Alexandrian osakeosto on kuitenkin [tällä hetkellä jäissä](#), kun Helsingin käräjäoikeus keskeytti kaupan täytäntöönpanon toistaiseksi. Käsittelemme potentiaalista järjestelyä tarkemmin sivulla 33.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-



Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	22,5	21,7	20,2	19,3	19,4
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,5	3,8	3,4	3,4	3,4
Käyttöomaisuus	3,0	2,7	2,6	2,7	2,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut sijoitukset	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	2,9	3,1	2,1	1,1	1,1
Vaihtuvat vastaavat	12,8	11,1	11,5	12,5	16,5
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	12,3	10,5	10,9	11,0	12,8
Likvidit varat	0,5	0,6	0,7	1,5	3,7
Taseen loppusumma	35,3	32,8	31,7	31,8	35,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	19,3	19,1	20,5	22,4	25,6
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-2,4	-2,5	-1,1	0,8	4,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	20,9	20,8	20,8	20,8	20,8
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,3	9,6	6,4	4,0	4,0
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,4	5,5	2,4	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Lyhytaikaiset velat	3,7	4,1	4,8	5,4	6,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	4,1	4,8	5,4	6,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	35,3	32,8	31,7	31,8	35,9

Ennusteet 1/2

H1'21: Kannattavuuskäänte sai jatkoa

EAB:n alkuvuosi sujui hyvin, ja vuoden 2020 jälkimmäisellä puoliskolla nähty kannattavuuskäänte sai jatkoa. Yhtiön liikevaihto kasvoi H1:llä vertailukaudesta 21 %:lla 10,5 MEUR:oon ennen kaikkea hallinnoitavan varallisuuden (H1'21: 3799 MEUR, +26 % v/v) kasvun myötä.

UCITS-rahastojen uusmyynti sujui alkuvuonna korkeintaan kohtalaisesti (nettomerkinnet 25 MEUR), ja rahastopääomien (H1'21: 626 MEUR) kasvun taustalla olikin vahvan pääomamarkkinakehityksen myötä nousseet omaisuusarvot. Vaihtoehtoisten rahastojen pääomat kasvoivat alkuvuonna arviomme mukaan 570 MEUR:oon käynnistyneiden varainkeruuhankkeiden vetämänä (Kiinteistökehitys III ja Uusiutuva energia II). Hallinnoitavan varallisuuden kasvun lisäksi liikevaihtokehitystä tuki pääomarahastoista kirjatut kertaluonteiset merkintäpalkkiot.

EAB toteutti vuoden 2020 koronapandemian aikana määräaikaista säästötoimenpiteitä ja alkuvuonna 2021 kulutasossa nähtiin etenkin henkilöstökulujen osalta normalisoitumista. Yhtiön hallintokulut olivat selvästi vertailukautta matalammat, minkä taustalla on arviomme mukaan sekä rakenteellisia tekijöitä että väliaikaisia säästöjä (mm. markkinointi ja matkakulut).

Liikevaihdon kasvun myötä yhtiön liiketulos pysyi alkuvuonna H2'20 tapaan selvästi plussalla ja liikevoittomarginaali oli 10,5 % (H1'20: -9,2 %). Osakekohtainen tulos oli 0,06 euroa.

H2'21: Odotamme vahvaa tulosta loppuvuodelle

Muiden Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöiden tapaan EAB:n tuloskehitys on altis pääomamarkkinoiden sentimentille. H2'21 aikana markkinatunnelma on selvästi heikentynyt, kun Kiinan asuntomarkkinan ongelmat, inflaatio ja sen myötä huolet keskuspankkielvytyksen vähentymisestä ovat aiheuttaneet markkinalla korjausliikkeen. Kasvaneesta epävarmuudesta johtuen odotammekin osakemarkkinasentimentin jäähtyvän H2:lla selvästi alkuvuodesta. Kommentoimme markkinatilannetta pörssin varainhoitajien kannalta lokakuussa tarkemmin [täällä](#).

Ennustamme H2:lla EAB:n liikevaihdon kasvavan 12 %:lla 11,3 MEUR:oon. Kasvun ajureina toimivat UCITS-rahastojen palkkiotuottojen kasvu (+24 % v/v) sekä aiemmin mainittujen vaihtoehtoisten rahastojen varainkeruuhankkeiden eteneminen, jonka myötä ennustamme näiden rahastojen palkkiotuottojen nousevan 3 MEUR:oon (+37 % v/v). Hallinnoitava varallisuus nousee ennusteissamme 3,9 mrd. euroon ja koko vuoden liikevaihto 21,9 MEUR:oon.

Odotamme EAB:n kulurakenteen pysyvän H2:lla suhteellisen tiukkana ja liikevoiton asettuvan 1,8 MEUR:oon, mikä vastaa yhtiön historialliseen tasoon nähden vahvaa noin 16 % liikevoittomarginaalia. Näin ollen ennusteemme koko vuoden liikevoitoksi on 2,9 MEUR (2020: 0,6 MEUR). Osakekohtainen tulos kasvaa ennusteissamme operatiivista tuloskasvua heijastellen 0,15 euroon. Osingon ennustamme asettuvan 0,11 euroon, mikä vastaa 73 % osingonjakosuhdetta.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Palkkiotuottojen jakauma



Ennusteet 2/2

2022: Kasvu vaihtoehtorahastojen varassa

EAB:n hallinnoitava varallisuus kohoaa vuonna 2022 ennusteissamme noin 4,1 mrd. euroon. Hallinnoitavan varallisuuden kasvun keskeisin ajuri on Kiinteistökehitys III -rahasto, jonka pääomien (GAV) odotamme kohoavan ensi vuonna 170 MEUR:oon. Tämän lisäksi odotamme yhtiön saavan Uusiutuva energia II -rahaston varainkeruun päätökseen, mikä yhdessä muiden pienempien tuotelanseerausten kanssa tukee hallinnoitavan varallisuuden kasvua.

Ennustamme EAB:n liikevaihdon nousevan hallinnoitavan varallisuuden kasvun myötä 11 %:lla 24,4 MEUR:oon vuonna 2022.

Liikevaihtoennusteemme on laskenut edellisestä päivityksestä noin 3 %, sillä tarkistimme näkemystämme tuottosidonnaisten palkkioiden tasosta alaspäin.

Kulurakenteen osalta ennustamme henkilöstökulujen kasvavan hieman vertailukaudesta uusien rekrytointien ja palkkainflaation johdosta, minkä lisäksi odotamme liiketoiminnan muiden kulujen osalta normalisoitumista muun muassa matkustamisen ja markkinoinnin palautuessa hiljalleen pandemiaa edeltävälle tasolle.

Liikevaihdon kasvu on kuitenkin ennusteissamme selvästi odotettua kulujen kasvua nopeampaa ja ennustamme EAB:n suhteellisen kannattavuuden jatkavan parantumistaan ennätysvuodesta 2021. Koko vuodelle 2022 odotamme yhtiöltä 4,3 MEUR:n liikevoittoa, mikä vastaa 17,7 % liikevoittomarginaalia. Ennusteemme osakekohtaiseksi tulokseksi on puolestaan 0,25 euroa ja osakekohtaiseksi osingoksi 0,15 euroa.

Korostamme, että tulosennusteisiimme yltäminen edellyttää yhtiöltä varainkeruuhankkeissa onnistumista ja markkinatilanteen säilymistä vähintäänkin kohtuullisena. Huomautamme myös, että EAB:n historialliset näytöt kannattavasta kasvusta ovat edelleen vaatimattomat, mikä nostaa ennusteisiin kohdistuvaa riskitasoa.

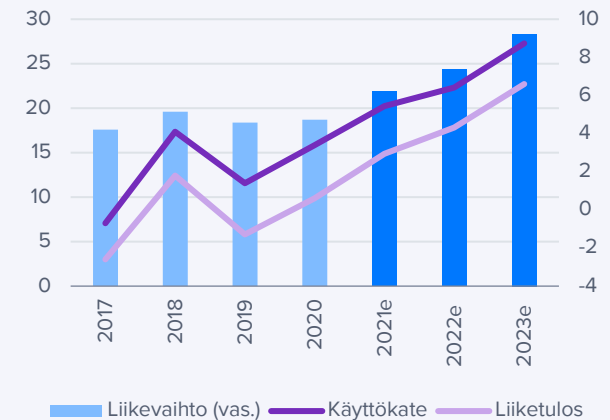
Pitkän aikavälin ennusteet

EAB:n liikevaihdon kasvu säilyy keskipitkän aikavälin ennusteissamme hyvällä tasolla vaihtoehtoisten rahastojen uusmyynnin vetämänä. Vuonna 2023 ennustamme vaihtoehtoisten palkkiotuottojen ylittävän UCITS-rahastojen palkkiotuotot ensimmäistä kertaa yhtiön historiassa ja olevan tästä eteenpäin merkittävin tulonlähde. Sijoittajan kannalta vaihtoehtoisten rahastojen jatkuvat palkkiotuotot ovat verrattain hyvin ennustettavia, mikä pienentää tuloksen volatiliteettia ja laskee näin ollen yhtiön riskitasoa ja tukee toteutuessaan myös yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa.

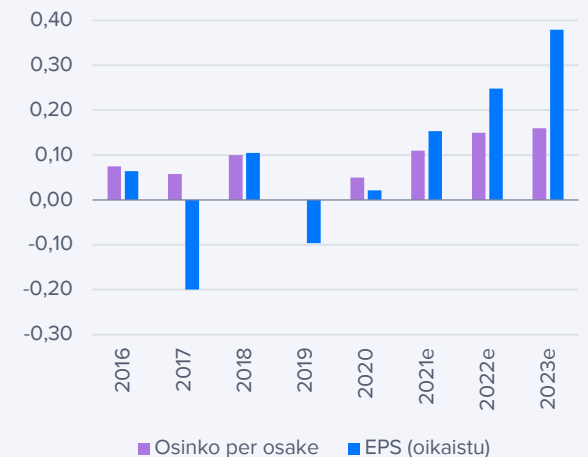
Merkittävä osa kasvun vaatimasta liiketoimintainfrasta ja henkilöstöstä on jo sisällä yhtiön nykyisessä kulurakenteessa, joten ennusteidemme toteutuessa tuloskasvun kulmakerroin on huomattava. Pidemmän aikavälin tuloskasvua tukevat myös nykyistä vaihtoehtorahastoista saatavat tuottosidonnaiset palkkiot, joiden ennustamme alkavan vuodesta 2023 eteenpäin.

Korostamme kuitenkin, että heikosta track-recordista ja rajallisesta läpinäkyvyydestä johtuen ei pitkän aikavälin ennusteille ole mielestämme perusteita antaa vielä tässä vaiheessa merkittävää painoarvoa.

Operatiivinen kehitys (MEUR)



EPS ja osinko



Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	9,3	9,0	18,4	8,7	10,0	18,7	10,5	11,3	21,8	24,4	28,4	32,1
Konserni	9,3	9,0	18,4	8,7	10,0	18,7	10,5	11,3	21,8	24,4	28,4	32,1
Käyttökate	0,5	0,8	1,3	0,6	2,7	3,3	2,4	3,0	5,4	6,4	8,7	10,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-1,3	-2,6	-1,4	-1,3	-2,7	-1,3	-1,2	-2,5	-2,1	-2,1	-2,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	4,3	6,6	8,7
Liikevoitto	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	4,3	6,6	8,7
Konserni	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	4,3	6,6	8,7
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-1,0	-0,6	-1,6	-1,0	1,3	0,3	0,9	1,7	2,6	4,3	6,6	8,7
Verot	0,1	0,1	0,2	0,20	-0,20	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,9	-1,4	-1,8
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
Nettotulos	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,1	0,3	0,8	1,4	2,1	3,4	5,2	6,9
EPS (oikaistu)	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,08	0,02	0,06	0,10	0,15	0,25	0,38	0,50
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,08	0,02	0,06	0,10	0,15	0,25	0,38	0,50
Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	-6,9 %	10,6 %	1,7 %	20,7 %	12,8 %	16,5 %	11,8 %	16,5 %	13,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-4,8 %	-404,3 %	-146,2 %	-237,5 %	31,7 %	390,5 %	46,6 %	53,0 %	31,1 %
Käyttökate-%	4,9 %	9,3 %	7,1 %	6,9 %	27,0 %	17,6 %	22,9 %	27,0 %	25,0 %	26,3 %	30,8 %	33,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-9,2 %	14,0 %	3,2 %	10,5 %	16,3 %	13,5 %	17,7 %	23,3 %	27,0 %
Nettotulos-%	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-9,2 %	11,0 %	1,6 %	7,3 %	12,0 %	9,8 %	14,1 %	18,5 %	21,4 %

Lähde: Inderes

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 osaajista. Mielestämme tämä verrokkiryhmä tarjoaa erittäin hyvän pohjan EAB:n käypää arvoa haarukoitaessa. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet EAB:n arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin avulla.

Eri arvonmääritysmenetelmämme ovat kaikki varsin hyvin linjassa nykyisen tavoitehintamme kanssa ja nykyisillä tulosestimoilla osake on mielestämme pitkälti oikein hinnoiteltu. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

EAB:n arvoa määriteltäessä keskeinen haaste liittyy yhtiön normaalin tulostason hahmottamiseen. Historiallinen heikko tulostaso ei anna osakkeelle mitään tukea ja arvonmääritys nojaakin pitkälti potentiaaliseen tulosparannukseen tai mahdolliseen yritysjärjestelyyn. Isossa kuvassa voidaan todeta, että mikäli yhtiö yltää lähivuosina ennustamaamme tulosparannukseen, on osakkeen tuotto-odotus nykytasolla hyvä. Ennustamamme tulosparannus on kuitenkin todella voimakas ja se vaatii yhtiöltä lähes täydellistä suoritusta. Tämän lisäksi se vaatii markkinatilanteen säilymistä suotuisana, mikä nostaa tulosparannukseen liittyvää riskiprofiilia. Sijoittajien on syytä huomioida, että vaikka osinkotuotto näyttää lähivuosille kohtuulliselta, on

se täysin alisteinen tulosparannuksen realisoitumiselle ja ilman tulosparannusta myös osinkotuotto jää vaisuksi.

Näemmekin osakkeen riski-/tuottosuhteen nykytasolla edelleen neutraalina ja toistamme vähennä-suosituksemme 3,20 euron tavoitehinnalla.

Osakkeessa on mukana myös kohtalainen yritysjärjestelyoptio josta lyhyellä aikavälillä merkittävin on potentiaalinen fuusio Alexandrian kanssa. Emme ole kuitenkaan tässä vaiheessa valmiit antamaan tälle optiolle oleellista painoarvoa.

EAB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Merkittävä tulosparannuspotentiaali
- Yritysjärjestelyoptio

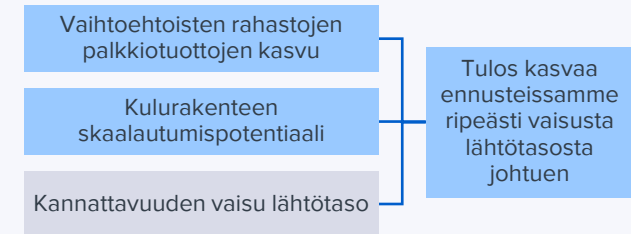
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Heikko track-record
- Herkkyys markkinatilanteelle
- Verrokkeja korkeampi riskitaso

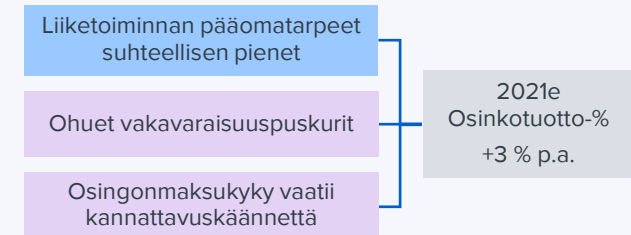
Osaketuoton ajurit 2021-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

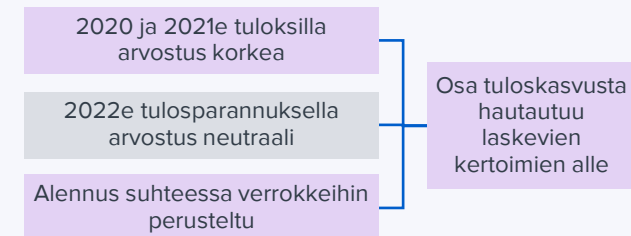
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



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

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiarvostus

EAB:lle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, CapMania, United Bankersia, Alexandriaa, Titaniumia ja Aktiaa. Lisäksi olemme ottaneet Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmään, vaikka se ei olekaan varainhoitajaa, sillä näemme sillä selvän roolin toimialan mahdollisessa konsolidaatiossa.

Keskitymme arvonmäärityksessämme P/E- ja EV/EBIT-kertoimiin sekä osinkotuottoihin, mitkä ovat mielestämme sektorin keskeiset hinnoittelukertoimet.

EAB:n arvostus on viimeisen 12kk vahvan tulosparannuksen myötä saanut ensimmäistä kertaa vuosiin kovaa maata jalkojensa alle. 2021e tuloksella ennustamamme P/E-kerroin on noin 19x, vastaava EV/EBIT noin 14x ja osinkotuotto yli 3 %. EAB hinnoitellaan kaikilla mainituilla kertoimilla reippaalla (noin 25-40 %) preemiolla suhteessa verrokkeihin. Tätä ei voida mielestämme pitää perusteltuna, sillä yhtiön hyväksyttävä arvostus on näkemyksemme mukaan alle sen verrokkiryhmän johtuen heikommasta track-recordista, korkeammasta riskiprofilista sekä tuottojen heikommasta mixistä.

2022 ennusteilla arvostusero sulaa pois ja yhtiön hinnoittelu on linjassa verrokkien kanssa. Ottaen huomioon aiemmin mainitut tekijät, ei

tämä taso ole erityisen houkutteleva ja meidän on vaikea nähdä siinä nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Taaleri	10,90	306	322	4,3	17,4	2,4	13,6	6,1	6,3	2,4	22,1	11,1	8,1	1,3
eQ	25,70	1036	1044	22,2	22,7	21,7	22,2	13,3	13,3	28,0	28,7	3,7	3,7	13,5
United Bankers	13,95	143	148	11,4	10,5	10,5	9,8	3,4	3,4	15,5	14,4	5,1	5,8	3,4
CapMan	2,95	462	491	10,7	11,1	12,0	11,5	8,5	6,9	13,1	13,5	5,1	5,4	3,7
Titanium	15,50	160	147	12,3	10,5	10,5	9,2	6,4	5,4	14,9	12,6	6,0	6,7	6,9
Evli	22,00	209								16,2	15,6	5,7	6,2	5,1
Aktia	12,38	880								13,6	10,8	4,3	5,6	1,0
OmaSp	18,45	553	1767							7,9	13,0	1,9	2,1	1,3
Alexandria	8,20	82								10,2	13,7	5,5	6,1	3,4
EAB Group (Inderes)	2,92	40	42	14,4	9,0	7,8	6,1	1,9	1,6	19,0	11,8	3,8	5,2	2,0
Keskisarvo				12,2	14,4	11,4	13,3	7,6	7,1	13,5	16,1	5,4	5,5	4,4
Mediaani				11,4	11,1	10,5	11,5	6,4	6,3	13,6	13,7	5,1	5,8	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				26 %	-18 %	-26 %	-47 %	-70 %	-75 %	39 %	-14 %	-26 %	-11 %	-42 %

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

Arvonmääritys 3/4

Absoluuttinen arvostustaso

EAB:n historiallinen tulostaso on heikko ja vuoden 2015 listauksen jälkeen keskimääräinen tulos on ollut nollan tuntumassa. Tämän johdosta historiallinen tulostaso ei anna osakkeelle mitään tukea. Viimeisen 12kk aikana yhtiön tulos on tehnyt selvän tasokorjauksen ja viimeisen 12kk liikevoitto 2,5 MEUR on yhtiön pörssihistorian selvästi paras. Tällä tuloksella P/E on noin 21x ja vastaava EV/EBIT noin 17x. Kertoimet ovat absoluuttisesti varsin korkeat ja yli yhtiölle hyväksymiemme tasojen. Näkemyksemme mukaan yhtiön hyväksyttävä arvostustaso on absoluuttisesti matala (fwd P/E 10-12x) johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta. 2022e vahvan tulosparannuksen realisoituessa P/E-kerroin laskee noin 12x ja EV/EBIT 9x tasolle mitkä ovat mielestämme yhtiölle suhteellisen neutraaleja tasoja.

Kertoimien osalta nousuvaraa pitääkin hakea aina vuodesta 2023 asti. 2023 ennusteillamme P/E-kerroin laskee noin 8x tasolle ja EV/EBIT noin 6x tasolle. Nämä kertoimet ovat luonnollisesti jo hyvin houkuttelevia ja tulosparannuksen realisoituessa ne tarjoavat selkeää nousuvaraa. Sijoittajien on myös syytä huomioida, että mikäli tulosparannus realisoituisi ennusteidemme mukaisella tavalla, nousisi yhtiön hyväksyttävä arvostustaso lähemmäs keskeisiä verrokkeja (P/E 13-16x), kun tulosparannuksen epävarmuus poistuu ja track-record paranee. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että yhtiön osaketta voitaisiin 2023 lopussa hinnoitella 5-6e/osake tasoilla.

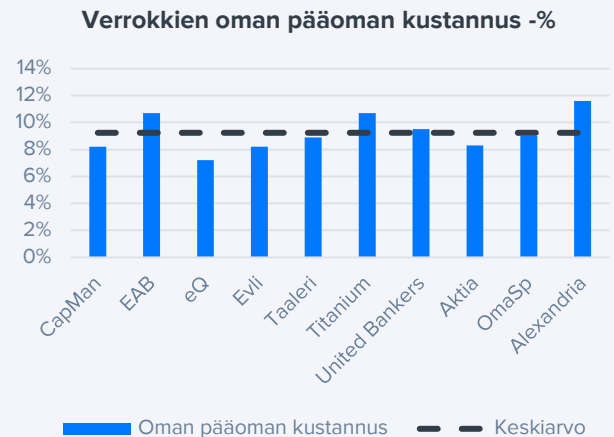
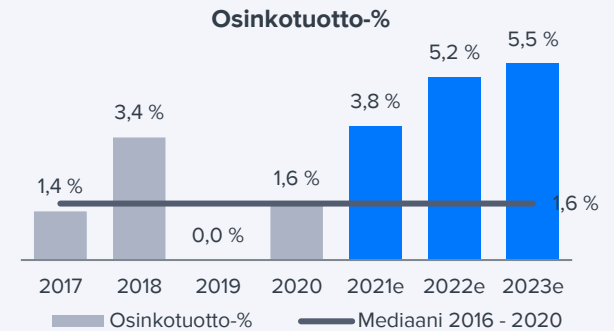
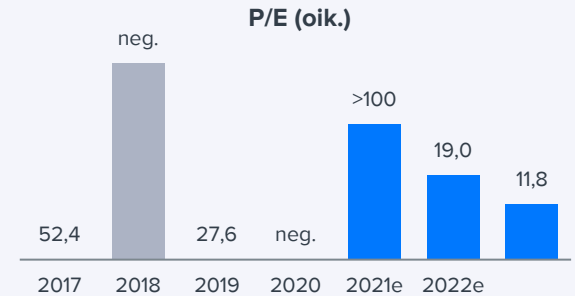
2023 on kuitenkin vielä valitettavan kaukana ja mielestämme siihen nojaaminen ei ole tässä vaiheessa mielekästä. Muistutamme, että 2023

ennusteisiimme yltäminen vaatii yhtiöltä lähes täydellistä operatiivista onnistumista sekä markkinatilanteen säilymistä suotuisana. Näin ollen meidän on vaikea nähdä, että varsin pitkällä horisontissa oleva merkittäväkin tuottopotentiaali riittäisi nostamaan riski-/tuottosuhteen riittävän houkuttelevaksi.

Kassavirtamalli

DCF-laskelmassa lähdemme oletuksesta, että EAB:n kannattavuus jatkaa voimakasta parantumistaan H2'21-2023 välillä. 2023 liikevoitto nousee yli 20 %:iin joka on kirkkaasti yhtiön historian korkein taso. Odotamme kannattavuuden kääntyvän tämän jälkeen tasaiseen laskuun ja terminaaliyksiköllä kannattavuusennusteemme on 15 %. Vaikka terminaaliennuste on absoluuttisesti ja suhteellisesti matala, on se merkittävästi yhtiön historiallisten tasojen yläpuolella (2014-2020 EBIT-% keskiarvo 1 %). Kasvun osalta odotamme yhtiön kasvavan vuosina 2021-2024 noin 13 %:n vuosivauhtia ja pitkällä aikavälillä kasvu tasaantuu toimialalle käyttämäämme 2,5 %:n tasolle. Soveltamamme pääoman kustannus (CoE 10,7 % ja WACC-% 10,3 %) heijastelee yhtiön verrokkeja korkeampaa riskitasoa ja tulevaisuuden ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Taso on kuitenkin laskenut selvästi vuodentakaisesta, kun yhtiön tulosparannus on edennyt ja vakavaraisuuteen liittyvä riskitaso tullut alas.

DCF:n mukainen arvo EAB:lle on 3,1 euroa/osake, mikä on suhteellisen hyvin linjassa nykykurssin kanssa. Luonnollisesti myös DCF-malli on erittäin herkkä kannattavuusodotuksille ja mikäli yhtiön kannattavuus nousisi yli ennusteidemme, olisi DCF-mallin arvo merkittävästi nykyistä korkeampi.



Arvonmääritys 4/4

Yritysjärjestelyoptio

EAB:ssa sijoittajat saavat mukanaan selkeän yritysjärjestelyoption. Yhtiön keskeisenä haasteena on tällä hetkellä liian pieni kokoluokka ja yhtiö tarvitsisi kipeästi lisää liikevaihtoa siirtyäkseen seuraavaan kokoluokkaan. Helpoin reitti tähän olisi luonnollisesti yrityskauppojen kautta. Yritysjärjestelyiden osalta näemme kolme potentiaalista skenaariota EAB:lle:

- EAB fuusioituu Alexandrian kanssa
- EAB laajentaa toimintaansa yritysjärjestelyillä
- EAB on osallisena isommassa järjestelyssä

Fuusio Alexandrian kanssa on hyvin mahdollinen

Ylivoimaisesti potentiaalisimmaksi skenaarioksi näistä nousi EAB:n osallistuminen fuusioon, kun Alexandria ilmoitti [lokakuussa](#) ostaneensa ~8 %:n nurkan EAB:stä. [Kauppa peruuntui](#) ainakin väliaikaisesti käräjäoikeuden päätöksellä johtuen myyjän valituksesta ja tässä vaiheessa on vielä hyvin epäselvää saako Alexandria lopulta tätä ~8 %:n osuutta itselleen. Mielestämme tämän 8 %:n kohtalo ei kuitenkaan ole erityisen relevanttia, vaan huomattavasti tärkeämpää on Alexandrian antama indikaatio kiinnostuksesta EAB:tä kohtaan. Mielestämme on [päivän selvää](#), että kyseessä ei ole finanssisijoitus, vaan Alexandrialla on taustalla strateginen intressi. Käytännössä tämä tarkoittaisi fuusiota, sillä synergiat saadaan realisoitua vasta kun omistusosuus on 100 %. Lisäksi Alexandrialla ei ole resursseja ostaa EAB:tä, eli fuusio jää ainoaksi vaihtoehdoksi toteuttaa transaktio.

EAB ja Alexandrian fuusio on ainakin paperilla

varsin looginen. Yhtiöt täydentäisivät kohtuullisen hyvin toisiaan ja fuusiossa olisi tarjolla merkittäviä kulusynergioita.

Mahdollisen fuusion myötä uuden yhtiön liikevaihto olisi karkeasti +65 MEUR ja liikevoitto 10-15 MEUR:n välillä ennen synergioita. Syngiat huomioiden yhtiöllä olisi muutaman vuoden tähtäimellä edellytykset arviomme mukaan karkeasti noin 20 MEUR:n liikevoittoon, edellyttäen että integraatio onnistuu ja markkinatilanne säilyy myönteisenä.

Nykyisillä osakekursseilla Alexandrian omistajat saisivat uudesta yhtiöstä noin 65 % ja EAB:n 35 %:n ja kertoimien valossa vaihtosuhte vaikuttaisi järkevältä. Jos sovellamme toimialalle neutraalia 10x EV/EBIT-kerrointa uuteen yhtiöön, olisi sen markkina-arvo noin 200 MEUR. Tämä tarkoittaisi karkeasti sitä, että EAB:n osakkeiden omistus uudessa yhtiössä olisi luokkaa 70 MEUR, eli noin 50 % yli nykykurssin. Korostamme, että laskelma on hyvin suurpiirteinen ja sen tehtävä on lähinnä havainnollistaa fuusion potentiaalia EAB:n kannalta.

Muut isommat toimialajärjestelyt

Mikäli Alexandrian fuusio ei etenisi, niin näemme myös realistisena skenaariona että EAB olisi osana muussa toimialan fuusiossa tai vaihtoehtoisesti yhtiö ostettaisi pois pörsissä.

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 hyvin epätodennäköisenä, että EAB päätyisi yhteen jonkun listatun suuremman finanssipalveluyhtiön kanssa (esim. eQ, Evli tai UB) johtuen liiketoimintojen huonosta yhteensopivuudesta.

Kasvu yrityskauppojen kautta

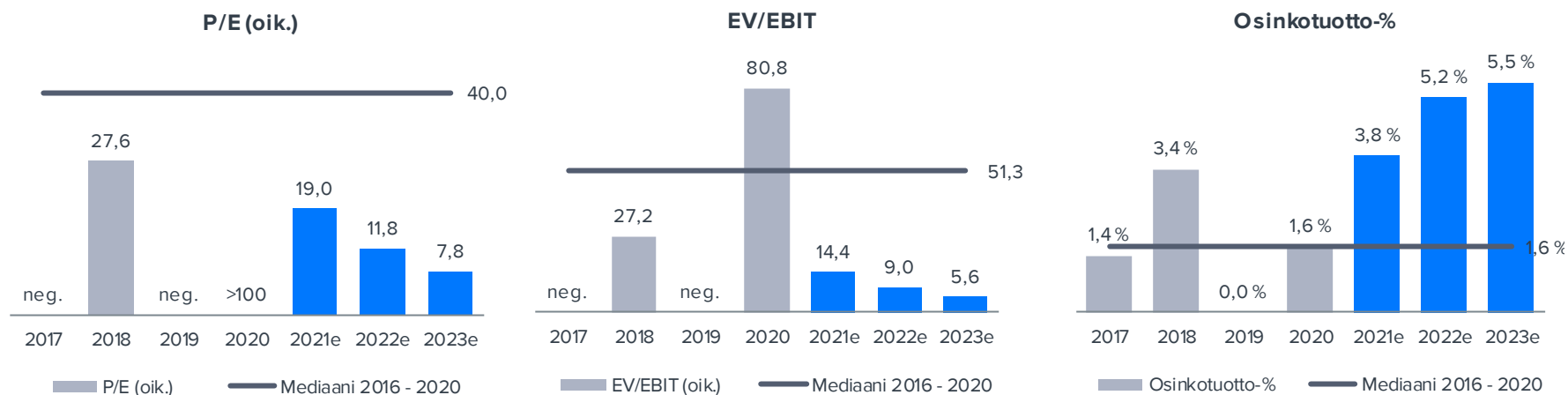
Mielestämme on selvää, että EAB tulee jatkamaan yritysostovetoista kasvuaan myös tulevaisuudessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön asettamaan kunnianhimoiseen kannattavuustavoitteeseen (EBIT-% > 35 %) pääseminen ei ole realistista ilman liiketoiminnan kokoluokan selvää kasvua. Toimialalla skaalaedut ovat merkittäviä ja näkemyksemme mukaan EAB:lla olisi mahdollisuudet parantaa kulutehokkuuttaan selvästi yritysostojen mahdollistaman volyymikasvun kautta.

EAB:n mahdolliset yritysostot voivat liittyä kokoluokan kasvattamisen ja skaalaetujen 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.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,35	4,23	2,90	2,78	3,14	2,92	2,92	2,92	2,92
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,9	13,9	14,0
Markkina-arvo	34	54	40	38	43	40	40	40	40
Yritysarvo (EV)	35	58	49	46	48	42	39	37	34
P/E (oik.)	52,4	neg.	27,6	neg.	>100	19,0	11,8	7,8	7,3
P/E	54,9	neg.	27,6	neg.	>100	19,0	11,8	7,8	7,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	11,1	14,4	9,7	8,4	9,5	8,2
P/B	2,7	3,1	1,8	2,0	2,3	2,0	1,8	1,6	1,4
P/S	2,0	3,1	2,0	2,1	2,3	1,9	1,7	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	2,1	3,3	2,5	2,5	2,6	1,9	1,6	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	27,6	neg.	12,0	35,1	14,7	7,8	6,1	4,2	3,7
EV/EBIT (oik.)	51,3	neg.	27,2	neg.	80,8	14,4	9,0	5,6	4,8
Osinko/tulos (%)	127,2 %	neg.	95,2 %	0,0 %	230,7 %	71,7 %	60,7 %	42,5 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,4 %	3,4 %	0,0 %	1,6 %	3,8 %	5,2 %	5,5 %	8,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

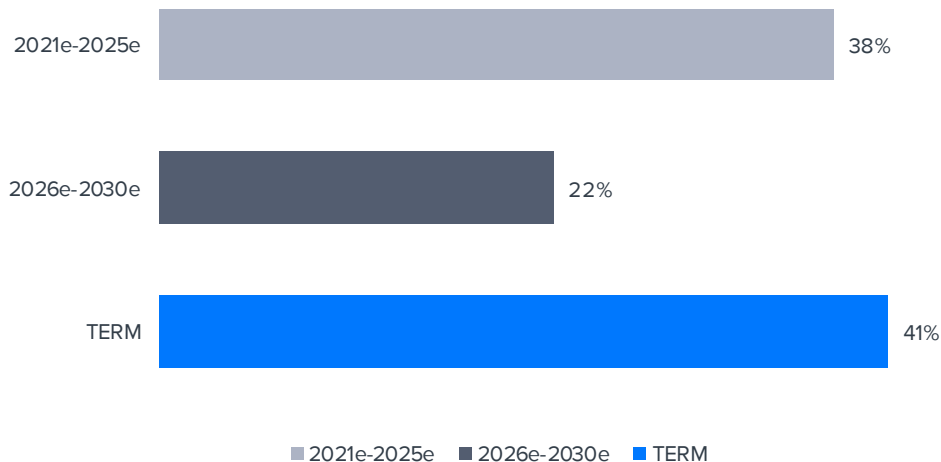
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Taaleri	10,90	306	322	4,3	17,4	2,4	13,6	6,1	6,3	2,4	22,1	11,1	8,1	1,3
eQ	25,70	1036	1044	22,2	22,7	21,7	22,2	13,3	13,3	28,0	28,7	3,7	3,7	13,5
United Bankers	13,95	143	148	11,4	10,5	10,5	9,8	3,4	3,4	15,5	14,4	5,1	5,8	3,4
CapMan	2,95	462	491	10,7	11,1	12,0	11,5	8,5	6,9	13,1	13,5	5,1	5,4	3,7
Titanium	15,50	160	147	12,3	10,5	10,5	9,2	6,4	5,4	14,9	12,6	6,0	6,7	6,9
Evli	22,00	209								16,2	15,6	5,7	6,2	5,1
Aktia	12,38	880								13,6	10,8	4,3	5,6	1,0
OmaSp	18,45	553	1767							7,9	13,0	1,9	2,1	1,3
Alexandria	8,20	82								10,2	13,7	5,5	6,1	3,4
EAB Group (Inderes)	2,92	40	42	14,4	9,0	7,8	6,1	1,9	1,6	19,0	11,8	3,8	5,2	2,0
Keskiarvo				12,2	14,4	11,4	13,3	7,6	7,1	13,5	16,1	5,4	5,5	4,4
Mediaani				11,4	11,1	10,5	11,5	6,4	6,3	13,6	13,7	5,1	5,8	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				26 %	-18 %	-26 %	-47 %	-70 %	-75 %	39 %	-14 %	-26 %	-11 %	-42 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	0,6	2,9	4,3	6,6	7,1	6,4	6,3	6,1	6,0	5,4	5,5	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-0,1	0,5	0,1	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,2	0,3	0,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,5	6,1	7,0	6,5	7,2	7,0	7,0	7,0	6,8	6,4	6,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,5	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,0	4,1	4,8	4,3	4,9	4,6	4,6	4,6	4,4	4,0	3,7	
+/- 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	3,0	4,1	4,8	4,3	4,9	4,6	4,6	4,6	4,4	4,0	3,7	49,1
Diskontattu vapaa kassavirta		4,1	4,3	3,4	3,6	3,0	2,8	2,5	2,2	1,8	1,5	19,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		49,2	45,1	40,8	37,4	33,8	30,7	27,9	25,5	23,3	21,5	19,9
Velaton arvo DCF		49,2										
- Korolliset velat		-5,5										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
Oman pääoman arvo DCF		43,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,1										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	19,6	18,4	18,7	21,8	24,4	EPS (raportoitu)	0,11	-0,10	0,02	0,15	0,25
Käyttökate	4,1	1,3	3,3	5,4	6,4	EPS (oikaistu)	0,11	-0,10	0,02	0,15	0,25
Liikevoitto	1,8	-1,3	0,6	2,9	4,3	Operat. kassavirta / osake	0,00	0,20	0,40	0,44	0,51
Voitto ennen veroja	1,6	-1,6	0,3	2,6	4,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,54	0,25	0,22	0,30	0,35
Nettovoitto	1,5	-1,3	0,3	2,1	3,4	Omapääoma / osake	1,59	1,39	1,37	1,48	1,61
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,10	0,00	0,05	0,11	0,15
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	36,4	35,3	32,8	31,7	31,8	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	-6 %	2 %	16 %	12 %
Oma pääoma	22,1	19,3	19,1	20,5	22,4	Käyttökateen kasvu-%	-686 %	-68 %	154 %	65 %	18 %
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-169 %	-172 %	-146 %	391 %	47 %
Nettovelat	8,7	6,9	4,9	1,8	-1,5	EPS oik. kasvu-%	-153 %	-191 %	-123 %	608 %	61 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	20,9 %	7,1 %	17,6 %	25,0 %	26,3 %
Käyttökate	4,1	1,3	3,3	5,4	6,4	Oik. Liikevoitto-%	9,2 %	-7,1 %	3,2 %	13,5 %	17,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,0	1,5	2,2	0,3	0,5	Liikevoitto-%	9,2 %	-7,1 %	3,2 %	13,5 %	17,7 %
Operatiivinen kassavirta	0,1	2,8	5,5	6,1	7,0	ROE-%	7,3 %	-6,5 %	1,6 %	10,8 %	16,0 %
Investoinnit	-4,6	-2,9	-1,5	-2,0	-2,2	ROI-%	6,5 %	-4,4 %	2,3 %	12,4 %	19,0 %
Vapaa kassavirta	-7,4	3,5	3,0	4,1	4,8	Omavaraisuusaste	60,8 %	54,7 %	58,1 %	64,6 %	70,5 %
						Nettovelkaantumisaste	39,3 %	35,8 %	25,9 %	8,6 %	-6,9 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	2,5	2,5	2,6	1,9	1,6						
EV/EBITDA (oik.)	12,0	35,1	14,7	7,8	6,1						
EV/EBIT (oik.)	27,2	neg.	80,8	14,4	9,0						
P/E (oik.)	27,6	neg.	>100	19,0	11,8						
P/B	1,8	2,0	2,3	2,0	1,8						
Osinkotuotto-%	3,4 %	0,0 %	1,6 %	3,8 %	5,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>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 €
26.6.2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €
31.8.2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €
24.9.2020	Myy	2,10 €	2,94 €
14.12.2020	Vähennä	2,70 €	2,96 €
14.2.2021	Myy	3,00 €	3,50 €
29.6.2021	Vähennä	3,20 €	3,54 €
9.8.2021	Vähennä	3,20 €	3,42 €
11.1.2021	Vähennä	3,20 €	2,92 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**