

Evli

Laaja raportti

13.6.2022 8:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Varainhoitosektorin valioyksilö

Toistamme Evlin 18,0 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää). Olemme tarkistaneet jälleen hieman ennusteitamme alaspäin ja odotamme tuloksen selvää laskua kuluvalle vuodelle. Ennustamme yhtiön palaavan tuloskasvuun 2023 alkaen, mutta tämä on ehdollinen markkinatilanteen kehitykselle. Kohonneen osakekurssin ja laskeneiden ennusteiden myötä arvostus vaikuttaa neutraalilta ja meidän on vaikea nähdä osakkeessa nousuvaraa ilman näkyvyyttä tuloskasvuun paluusta. Korkea osinkotuotto antaa osakkeelle tukea, mutta ei riitä nostamaan riski/tuotto-suhdetta riittävälle tasolle.

Varainhoitosektorin valioyksilö

Evli on kotimainen varainhoitoyhtiö, jolla on myös investointipankki sekä palkitsemisliiketoiminta. Yhtiön palvelutarjonta on hyvin laaja ja yhtiötä voidaan kutsua täyden palvelun varainhoitotaloksi. Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaita yksityishenkilöistä. Evlillä on kolme segmenttiä: Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat, Neuvonanto- ja yritysasiakkaat sekä Konsernitoiminnot. Varainhoito on segmenteistä ylivoimaisesti suurin ja sen kehitys on sijoittajan kannalta ratkaisevassa roolissa. Evli on panostanut strategiassaan voimakkaasti Varainhoidon kasvattamiseen, ja se on menestynyt erittäin hyvin eri varainhoidon laatua mittaavissa tutkimuksissa.

Kehitys on ollut vahvaa, mutta lyhyellä aikavälillä markkinatilanne painaa numeroita

Evlin kehitys on viime vuosien aikana ollut erittäin vahvaa. Yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita valintoja, strategian toteutus on ollut onnistunutta ja myynti on toiminut erittäin hyvin niin Suomessa kuin kansainvälisesti. Luonnollisesti yhtiö on saanut myös selvää vetoapua erittäin suotuisasta markkinatilanteesta. Evli on muiden varainhoitoyhtiöiden tapaan riippuvainen pääomamarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Evlin oma palkkioiden jakauma painottuu keskimääräistä verrokkia enemmän perinteiseen varainhoitoon ja näin ollen myös yhtiön markkinaherkkyys on keskimääräistä listattua verrokkia suurempi. Olemme tehneet ennusteisiimme jälleen pieniä tarkistuksia alaspäin johtuen heikosta markkinasta ja vaisusta uusmyynnistä. Kokonaisuutena odotamme kuluvana vuonna selkeää tuloslaskua poikkeuksellisen vahvalta 2021 tasolta. Huomautamme, että absoluuttisesti 2022 tulos on edelleen vahva ja yhtiön historian toiseksi paras. 2023 odotamme yhtiön palaavan takaisin tuloskasvuun strategian onnistuneen toteuttamisen sekä asteittain elpävän markkinan myötä. Huomautamme, että ilman markkinan elpymistä ei Evlillä ole eväitä tuloskasvuun paluuseen. Osinkoa odotamme yhtiön jakavan lähivuosina avokätisesti, kun lähes koko tulos jaetaan ulos osinkoina, ja näitä täydennetään ylivahvaa tasetta purkavilla lisäosingoilla.

Riski/tuotto-suhte vaikuttaa neutraalilta

Evlin sijoitustarinnan kannalta keskeisenä haasteena on yhä markkinatilanne. Päivitettyjen tulosenusteidemme ja edellisestä päivityksestä kohonneen osakekurssin seurauksena arvostustaso vaikuttaa lyhyellä aikavälillä neutraalilta ja korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen tuloskasvuun paluuta. Vaikka pidämmekin yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvuedellytyksiä vahvoina, on tuloskasvuun paluu riippuvainen markkinan kehityksestä. Meidän onkin vaikea nähdä nykytilanteessa osakkeessa oleellista nousuvaraa, ja heikko markkina puoltaa varovaisuutta. Laskeneista osinkoennusteista huolimatta osinkotuotto on edelleen hyvin houkuttelevalla tasolla lähivuosien osinkotuoton ollessa ~7,5 %, mutta mielestämme tämä ei riitä nostamaan riski/tuotto-suhdetta riittävälle tasolle.

Suositus

Vähennä

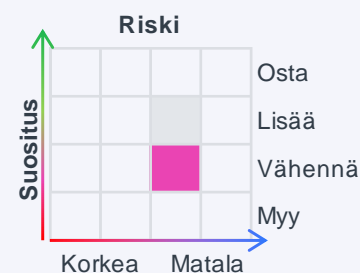
(aik. Lisää)

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

18,15



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	115,6	94,4	100,0	108,0
kasvu-%	45 %	-18 %	6 %	8 %
EBIT oik.	53,0	36,0	39,8	44,8
EBIT-% oik.	45,9 %	38,1 %	39,8 %	41,5 %
Nettotulos	36,3	24,5	28,3	34,1
EPS (oik.)	1,50	1,01	1,16	1,40
P/E (oik.)	17,5	17,9	15,6	13,0
P/B	6,5	4,6	5,0	5,1
Osinkotuotto-%	4,0 %	8,1 %	8,3 %	8,5 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	12,0	10,8	10,1
EV/EBITDA	12,3	10,6	9,7	9,2
EV/Liikevaihto	6,2	4,6	4,3	4,2

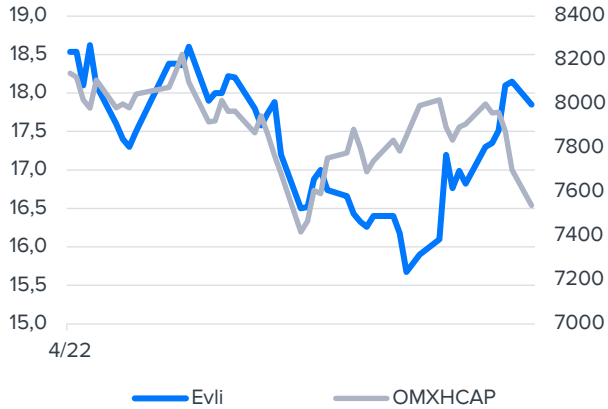
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

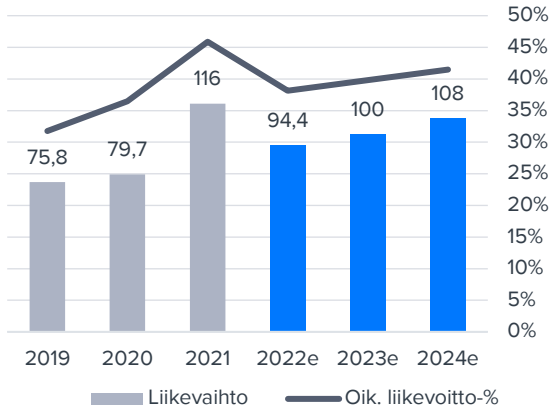
Varainhoitoliiketoiminnan osalta yhtiö arvioi 2022 liiketuloksen olevan hyvällä tasolla. Varainhoidon näkymiä tarkennetaan jakautumisen toteutumisen jälkeen ja vuoden kuluessa, kun markkinakehityksen osalta näkymät tarkentuvat.

Osakekurssi



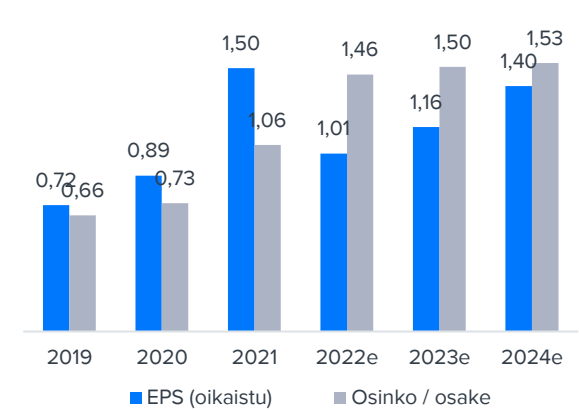
Lähde: Refinitiv

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen jakautumisen jälkeen
- EAB:n fuusion jälkeisen saneerauksen onnistuminen



Riskitekijät

- Markkinariskit
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine
- Tuottosidonnaisten selvästi kohonnut osuus
- EAB:n saneerauksen epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	18,2	18,2	18,2
Osakemäärä, milj. kpl	24,2	24,3	24,4
Markkina-arvo	439	439	439
Yritysarvo (EV)	433	426	447
P/E (oik.)	17,9	15,6	13,0
P/E	17,9	15,6	13,0
P/B	4,6	4,8	5,0
P/S	4,7	4,4	4,1
EV/Liikevaihto	4,6	4,3	4,1
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,7	10,0
Osinko/tulos (%)	134,5 %	129,4 %	109,3 %
Osinkotuotto-%	7,5 %	8,3 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–8
Varainhoito	9–12
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	13
Konsernitoiminnot	14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	16–17
Toimiala ja kilpailukenttä	18–26
Taloudellinen tilanne	27–28
Ennusteet	29–33
EAB-fuusio	34–36
Arvonmääritys	37–40
Liitteet	41–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Evli lyhyesti

Evli on suomalainen varainhoitoyhtiö, jonka liiketoiminta on jaettu kahteen liiketoiminta-alueeseen; Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaisiin sekä Neuvonanto- ja yritysasiakkaisiin. Lisäksi näitä tukee konsernitoiminnot.

2015

Listautuminen Helsingin pörssin päälistalle

116 MEUR (+45 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

45,9 % (36,5 %)

Liikevoittomarginaali 2021 (2020)

15,8 mrd. euroa

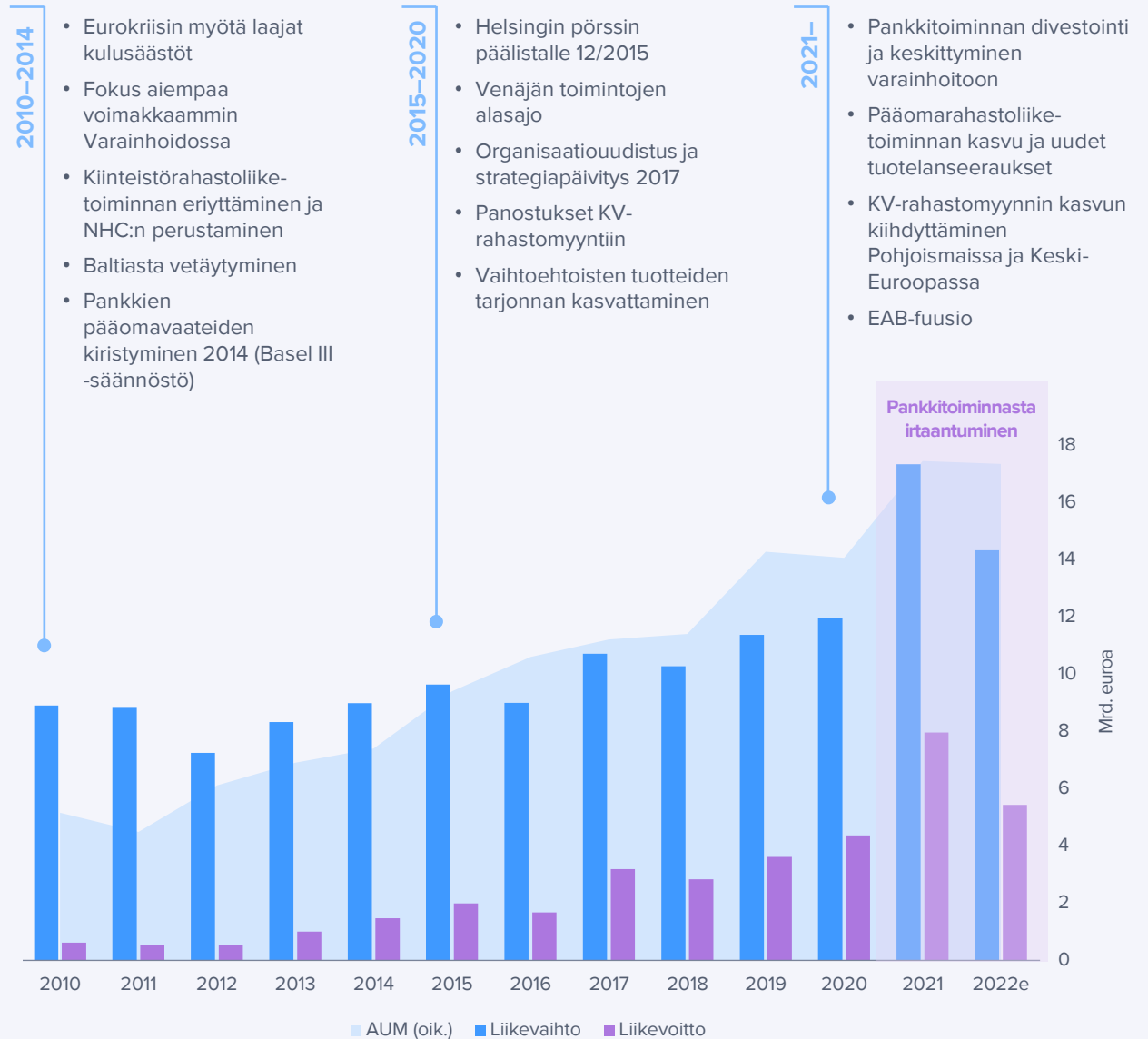
Hallinnoitava varallisuus Q1'22 lopussa

130 %

Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin 2021

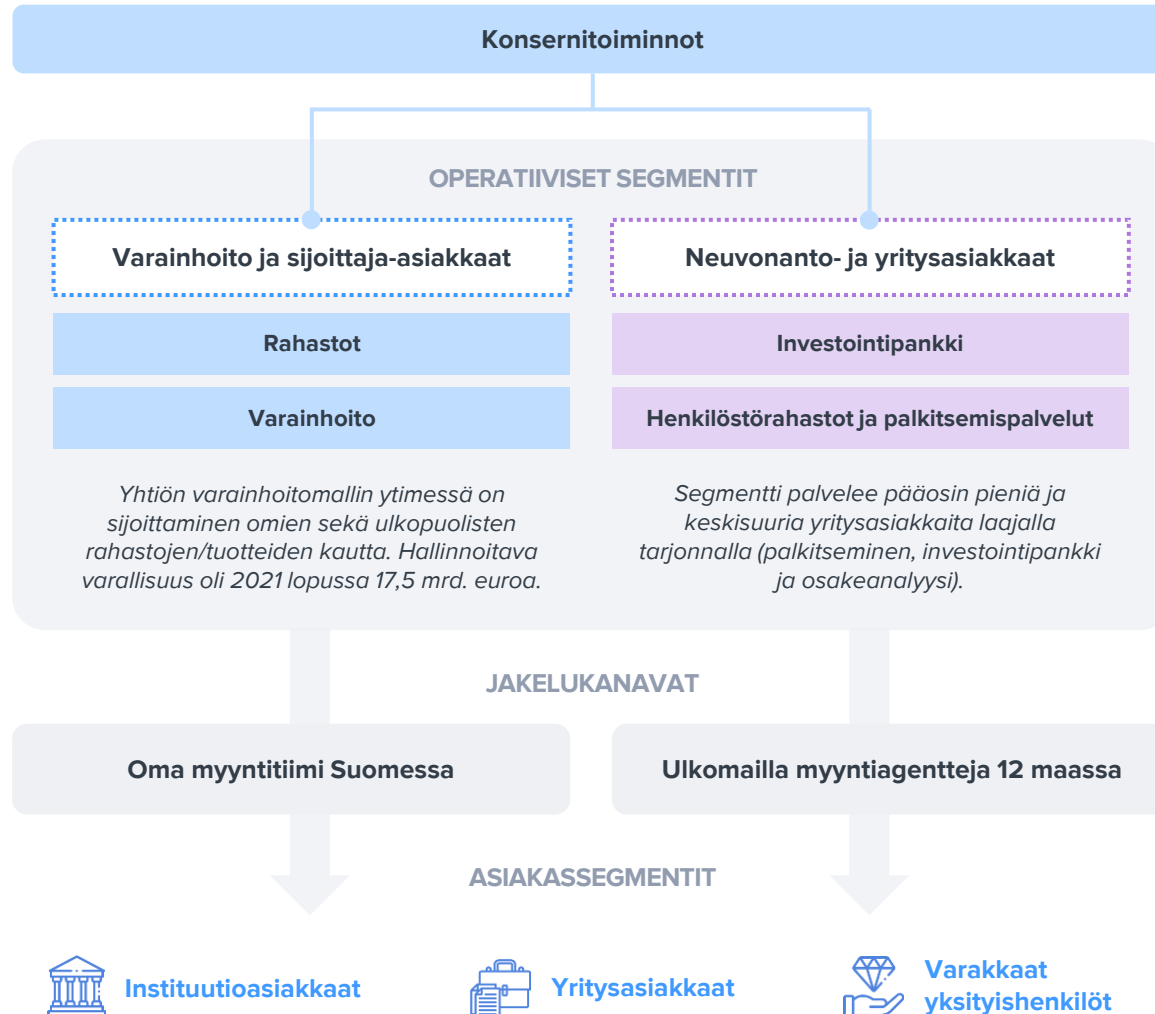
290

Henkilöstön lkm 2021 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Evli Pankki (Evli) on suomalainen vuonna 1985 perustettu instituutioasiakkaisiin ja varakkaisiin yksityishenkilöihin keskittynyt varainhoitaja. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen kaikki keskeiset sijoittamiseen liittyvät palvelut.



EVLI



AUM:sta huomattava osa on sijoitettu perinteisiin korko- ja osakerahastoihin.



Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä.



Evlin palveluksessa oli 290 työntekijää vuoden 2021 lopussa.

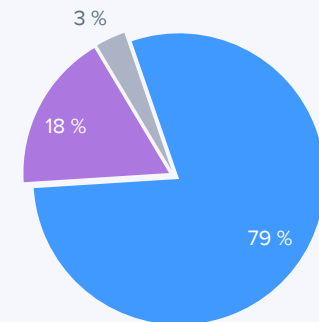


Evli jakelee tuotteitaan omien myyjien sekä ulkomaalla toimivien myyntiagenttien kautta.



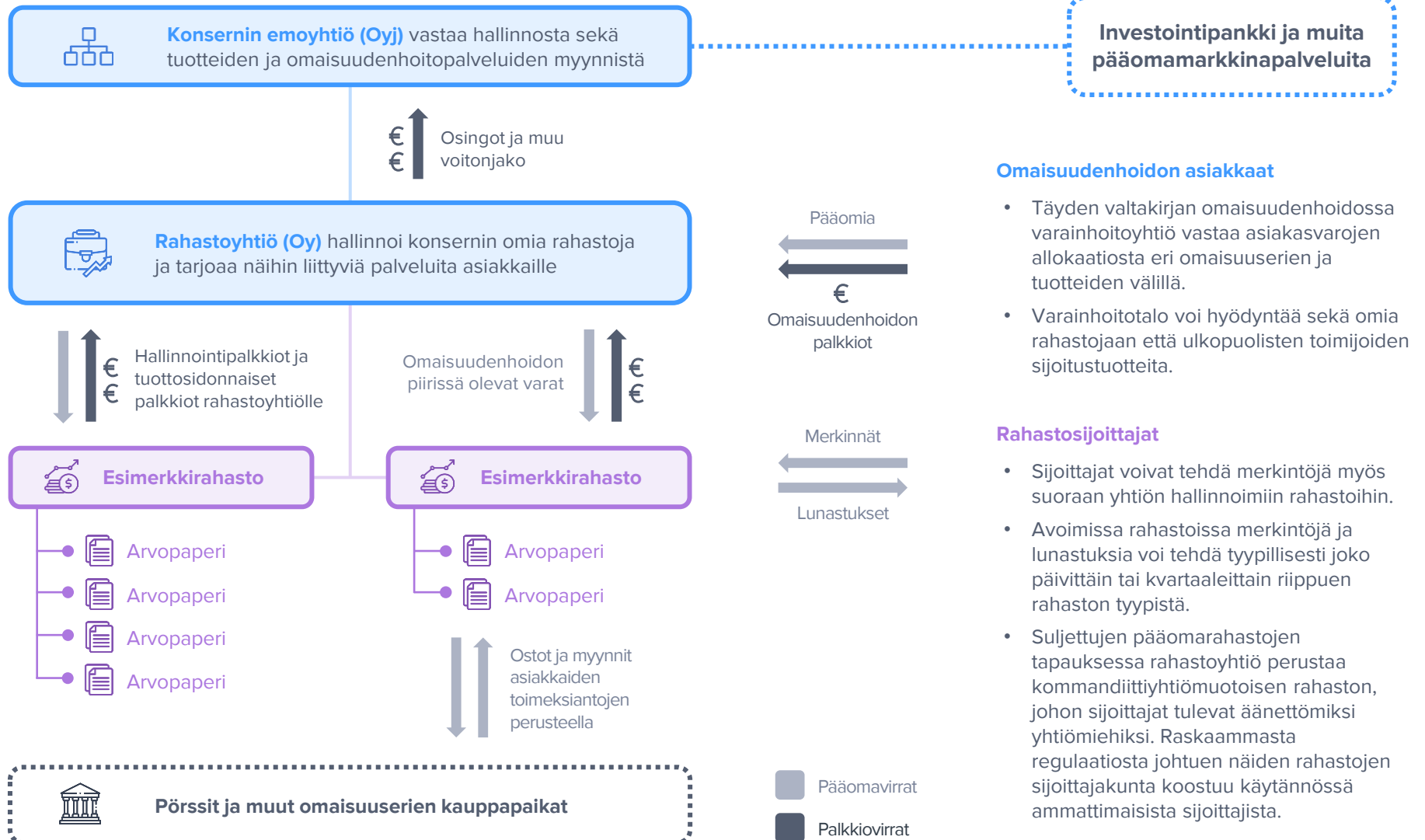
Evliillä on kaksi osakesarjaa, joista listaamattoman A-sarjan yhteenlaskettu äänioikeus on 97 %.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2021)



■ Varainhoito ■ Neuvonanto ■ Konsernitoiminnot

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Evlin yritysjärjestelyhistoria

Evli kertoi heinäkuussa 2021 toteuttavansa osittaisjakautumisen, jossa yhtiö jakautuu kahdeksi uudeksi yhtiöksi: pörssilistalle jääväksi Evli Pankki Oyj:ksi sekä varainhoitoliiketoimintaa harjoittavaksi Evliksi Oyj:ksi. Järjestely toteutettiin 2022 huhtikuussa ja Evli Pankille jäi tämän myötä vain konsernin pankkiliiketoiminta.

Tämän jälkeen Fellow Finance sulautui Evli Pankkiin ja yhdessä nämä muodostivat Fellow Pankin. Olemme kuvanneet järjestelyä tarkemmin [täällä](#).



Näkemyksemme mukaan pankkitoiminnasta irtaantuminen on Evlin näkökulmasta erittäin myönteinen asia, sillä pankkitoiminta on ollut yhtiölle lähinnä rasite. Pankkiliiketoimintaan kohdistuvien pääomavaatimusten myötä Evlin tase on ollut raskas ja jatkuvasti kasvaneesta sääntelystä paisunut hallinnollinen taakka on nostanut operatiivista kulutasoa vieden huomioita pois varainhoidosta.



Arviomme mukaan järjestelyn nettovaikutus konsernin vuositason liikevoittoon on lähellä nollaa (sekä liikevaihtoa että operatiivisia kuluja häviää), mutta pääomien vapautumisen sekä selkeytyvän konsernirakenteen myötä pankkitoiminnasta irtaantumisella on konsernin omistaja-arvoon selkeä positiivinen vaikutus.

Evli ja EAB julkaisivat 2022 huhtikuussa aikeensa fuusioitua. Järjestely on tarkoitus toteuttaa vuoden 2022 aikana, jolloin Evlin omistajat saavat uudesta yhtiöstä noin 91 % ja EAB:n noin 9 %. Järjestelyä on käsitelty tarkemmin raportin sivuilla [34–36](#).



EAB:n liikevaihto oli 22,2 MEUR vuonna 2021. EAB:n hintataso on kuitenkin Evliä korkeampi, joten odotamme rahastofuusioiden ja palkkiotason harmonisoinnin myötä eroosiota niin hallinnointipalkkioiden kuin merkintä- ja lunastuspalkkioiden osalta. Evli saa järjestelyssä uutta hallinnoitavaa varallisuutta arviolta noin 2 mrd. euroa.



Evli tavoittelee noin 8 MEUR:n pysyviä synergiahyötyjä. Mittakaava vaikuttaa kunnianhimoiselta ja sen toteutuminen vaatii rajua saneerausta sekä integraation saumatonta onnistumista. Onnistuessaan tällä olisi Evlin arvoon positiivinen vaikutus, mutta suhtaudumme toistaiseksi kauppaan Evlin osalta neutraalisti.



Fellow
PANKKI

ELITE
ALFRED BERG

Varainhoito 1/4

Evli on Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia ja rahastopääomalla (UCITS-rahastot) mitattuna Suomen neljänneksi suurin varainhoitaja 6,5 %:n markkinaosuudella (tilanne 4/2022). Evli on menestynyt historiassa erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa, ja yhtiö on ollut yhtä poikkeusta lukuun ottamatta (vuonna 2019 sijoitus toinen) Suomen paras yhteisövarainhoitaja SFR:n vuotuisissa tutkimuksissa vuosina 2015–2021.

Perinteiset rahastopääomat (osake-, korko ja yhdistelmärahastot) ovat historiassa vastanneet valtaosasta Evlin hallinnoimia varoja, mutta viime vuosina kasvu on ollut toimialan trendien mukaisesti voimakkainta vaihtoehtoisissa rahastotuotteissa.

Hallinnoitava varallisuus

Evlin hallinnoitava varallisuus oli Q1'22 lopussa 15,8 mrd. euroa. Yhtiön varainhoitomallin ytimessä on sijoittaminen sen itse hallinnoimien rahastojen kautta, ja täyden valtakirjan mandaattinsa Evli toteuttaakin allokoidulla asiakasvarat omiin rahastoihinsa sekä kolmansien osapuolien tuotteisiin. Hallinnoitavan varallisuuden osalta yhtiön omat rahastot näyttelevät merkittävää osaa.

Perinteiset sijoitusrahastot koostuvat Evli-Rahastoyhtiön hallinnoimista osake- korko- ja yhdistelmärahastoista. Perinteisestä rahastopääomasta noin 69 % oli Q1'22 lopussa korkorahastoissa ja noin 30 % osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus (~1 %) on häviävän pieni. Näkemyksemme mukaan tämä selittyy yhtiön kokonaisvaltaisella rahastotarjoomalla, sillä Evlin keskittyessä instituutioasiakkaiden palvelemiseen voidaan sopiva hajautus rakentaa asiakaskohtaisesti eri osake- ja korkorahastoja

painottamalla. Näin ollen tarve erillisille yhdistelmärahastoille on pieni, vaikka rahastoluokka onkin viime vuosina kasvattanut yleisesti suosiotaan suomalaisiin rahastoihin sijoittavien keskuudessa.

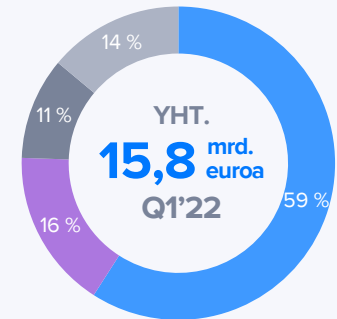
Pääomarahastojen eli vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden hallinnoitavat pääomat olivat Q1'22 lopussa noin 1,7 mrd. euroa. Evli lähti pääomarahastotoimintaan selvältä takamatkalta ja pääomarahastot tulivat osaksi tuotetarjontaa varsinaisesti vasta vuoden 2018 Kelonia-liiketoimintakaupan myötä. Yhtiö on kuitenkin onnistunut kasvattamaan vaihtoehtoisten tuotteiden tarjontaansa lyhyessä ajassa ripeästi ja niistä on tullut konsernin mittakaavassa jo merkittävää liiketoimintaa.

Varainhoito sisältää Evlin täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä olevan varallisuuden. Tämän määrä oli Q1'22 lopussa noin 5,5 mrd. euroa. Arviomme mukaan tästä noin 2,6 mrd. euroa oli yhtiön omien rahastojen ulkopuolisissa tuotteissa. Käytännössä tämä osuus sisältää mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita.

Muut pääomat sisältävät Evli Alexander Incentivesin hallinnoimien henkilöstörahastojen pääomat sekä osakkuusyhtiö Northern Horizon Capitalin kiinteistösalkut. Näiden erien yhteenlasketut hallinnoitavat varat olivat Q1'22 lopussa 2,2 mrd. euroa.

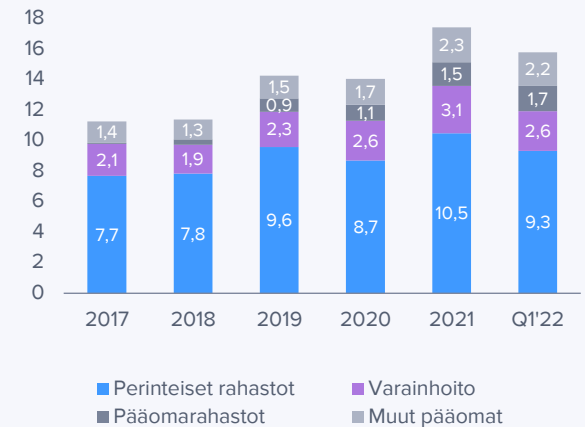
Keskimäärin Evli saa hallinnoitavasta varallisuudestaan arviomme mukaan (pl. NHC ja EAM) noin 0,4-0,5 %:n palkkiotasoa, ja tämä on pysynyt varsin vakaana jo pitkään (kuvi seuraavalla sivulla).

Evlin hallinnoitava varallisuus



■ Perinteiset rahastot ■ Varainhoito
■ Pääomarahastot ■ Muut pääomat

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (mrd. euroa)



■ Perinteiset rahastot ■ Varainhoito
■ Pääomarahastot ■ Muut pääomat

Varainhoito 2/4

Varainhoidon palkkiotuotot

Evlin varainhoitoliiketoiminnan palkkiotuotot voidaan jakaa perinteisten rahastojen hallinnointipalkkioihin, pääomarahastojen hallinnointipalkkioihin, varainhoidon palkkioihin, tuottosidonnaisiin palkkioihin ja muihin palkkioihin.

Hallinnointipalkkiot perinteisistä

sijoitusrahastoista ovat Evlin keskeinen tulovirta ja näistä kertyneet tuotot olivat viime vuonna noin 44 MEUR. Tästä korkorahastojen osuus on arviomme mukaan reilu puolet ja osakerahastojen vastaavasti hieman alle puolet. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on ollut jo vuosia kireää ja erottautuminen hankalaa, sillä rahastotarjonta kilpailukentällä on hyvin laaja. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin kilpailukykyinen, joten hallinnoitavien pääomien kasvu tulee myös tulevina vuosina vetämään rahastojen hallinnointipalkkioiden kasvua.

Hallinnointipalkkiot pääomarahastoista koostuvat jatkuvista palkkioista, joita yhtiö veloittaa hallinnoimistaan vaihtoehtoisii omaisuuseriin sijoittavista KY-muotoisista rahastoista. Näihin lukeutuu muun muassa private equity -rahastoja, kiinteistörahastoja, listaamattomiin lainoihin sijoittavia rahastoja sekä metsärahasto. Evli on viime vuosien aikana edennyt pääomarahastoliiketoimintansa ylösajossa selvästi odotuksiamme nopeammin, ja viime vuonna pääomarahastojen hallinnointipalkkiot vastasivat jo 13 % kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista (2018: 3 %). Samalla ne ovat myös konsernin nopeimmin kasvava palkkioiden lähde. Odotammekin

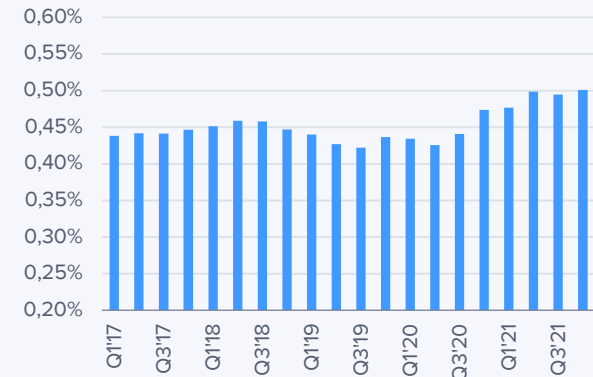
vaihtoehtoisista sijoitustuotteista saatavien palkkioiden jatkavan lähivuosina ripeää kasvuaan uusien tuotteiden sekä hallinnoitavien pääomien kasvun vetämänä.

Varainhoidon palkkiot sisältävät palkkiotuotot Evlin täyden valtakirjan alla olevasta pääomasta. Yhtiö kirjaa tänne vain omaisuudenhoitosopimuksen välittömiä palkkioita, eikä erä siten sisällä esimerkiksi varainhoitomandaattien alla olevien omien rahastojen tuottoja. Varainhoitopalkkioiden määrä oli viime vuonna noin 15 MEUR, ja käsityksemme mukaan summa pitää sisällään jatkuvien hallinnointipalkkioiden lisäksi myös yksittäisiin omaisuudenhoitosopimuksiin liittyviä tuottosidonnaisia komponentteja noin 7,7 MEUR.

Tuottosidonnaisten palkkioiden merkitys Evlille on sen keskeisiä kilpailijoita pienempi, ja yhtiöllä on tuottosidonnaisiin palkkioihin oikeuttavat sopimusehdot vain osassa rahastoistaan (pääosin KY-muotoisissa rahastoissa). Vuosi 2021 oli Evlin osalta erinomainen, kun yksittäisten rahastojen poikkeuksellisen vahva performanssi toi yhtiölle reilu 8 MEUR:n edestä tuottosidonnaisia palkkioita. Uskomme kuitenkin palkkioiden normalisoidun tason olevan selvästi tätä matalampi.

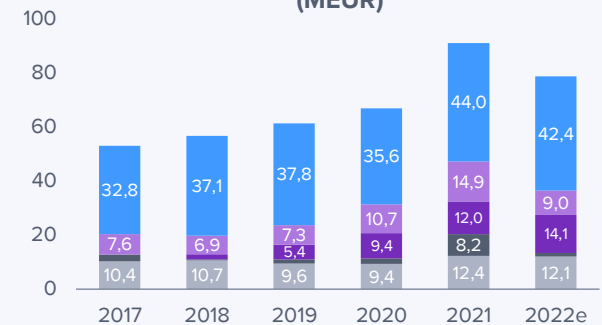
Muut palkkiot sisältävät strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin sekä Evlin välitystoiminnan. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden kokonaisvolyymi oli viime vuonna 40–50 MEUR ja näistä saadut palkkiotuotot noin 3 MEUR luokkaa. Loppuosa (reilu 9 MEUR) tuli siten välityspalkkioista.

AUM (pl. muut pääomat) 12kk rullaava palkkiotaso-%*



*Sisältää myös Varainhoidon tuottopalkkioita, joita yhtiö ei erittele raportoinnissaan Varainhoidon jatkuvista palkkioista

Varainhoidon palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



■ Perinteisten rahastojen hall. palkkiot
■ Varainhoidon palkkiot
■ Pääomarahastojen hall. palkkiot
■ Tuottosidonnaiset palkkiot
■ Välitys ja muut palkkiot

Varainhoito 3/4

Kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä. Varainhoidon operatiiviset kulut olivat 37,7 MEUR vuonna 2021 ja tämän lisäksi konsernin kuluista Varainhoidolle allokoitu osuus oli 9 MEUR. Mielestämme sijoittajien tulee tarkastella Varainhoidon kulutasoa allokaatiot huomioiden, sillä konsernin kulut liittyvät pääosin Varainhoidon normaaliin operatiiviseen toimintaan (mm. IT, markkinointi ja lakikulut).

Evli ei avaa operatiivisten kulujen tarkkaa suhdetta, mutta arviomme mukaan henkilöstökulut olivat noin 25 MEUR koko noin 38 MEUR:n kulupotista. Segmentin bonuskertymä oli vuonna 2021 varsin korkea hurjan tulostason myötä ja arviomme mukaan normaalina vuonna henkilöstökulutaso on jonkin verran tätä alhaisempi. Varainhoidossa työskenteli 2021 keskimäärin 166 henkilöä ja keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 150 tEUR. Taso on mielestämme kilpailukykyinen suhteessa toimialan yleiseen tasoon emmekä näe yhtiöllä oleellisia palkkainflaatiopaineita (tarkempi vertailu sivulla [26](#)).

Varainhoidon muut kulut ilman konsernin allokoitteja ovat laskelmiemme mukaan noin 10 MEUR, josta poistojen osuus on 2,4 MEUR. Muut kulut koostuvat mm. vuokrista ja rahastojen hallintakuluista.

Kulutehokkuuden analyysia

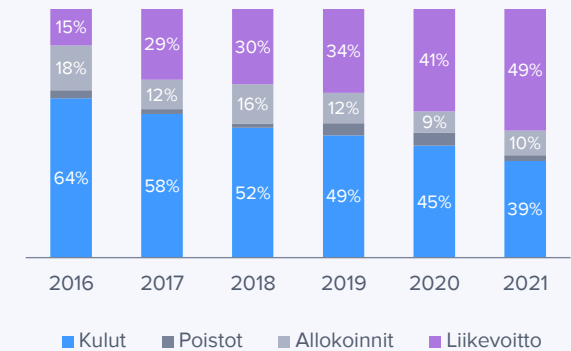
Evlin Varainhoidon kulutehokkuus oli pitkään

selvästi alle yhtiön potentiaalin, mutta viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen. Evlin kannattavuus on noussut sektorin kärkipäähän, ja mielestämme nykyinen kannattavuustaso heijastelee jo varsin hyvin yhtiön potentiaalia. Parantuneen kannattavuuden taustalla on ollut arviomme mukaan voimakas kasvu, toimintaprosessien yleinen tehostaminen sekä mittavan ja erityisesti Varainhoitoa koskeneen IT-investoinnin (runkojärjestelmä uudistus) läpivienti. Liikevaihdon kasvussa keskiössä on ollut onnistunut uusmyynti, suotuisa markkina sekä rajusti kasvaneet tuottosidonnaiset palkkiot.

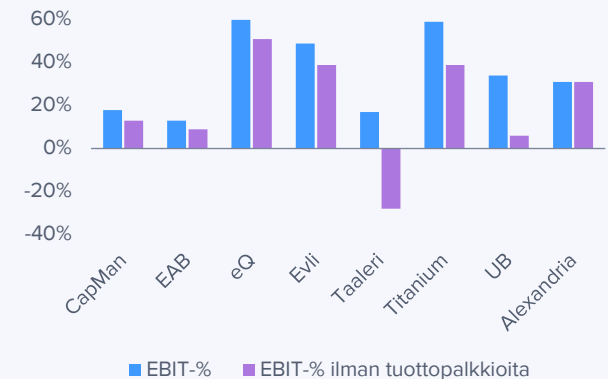
Suhteessa keskeisiin verrokkeihin alkaa Evlin kannattavuus olla jo erittäin hyvällä tasolla, ja liikevoittomarginaalilla mitattuna Evlin edellä vuonna 2021 olivat vain eQ ja Titanium. Huomioiden Evlin Varainhoidon hyvin laaja tuote- ja palvelutarjonta (vrt. eQ:n ja Titaniumin varsin kapea tarjonta) voidaan Evlin saavuttamaan tasoa pitää erittäin hyvänä.

Vaikka Evli kirjasikin vuodelta 2021 merkittävät tuottosidonnaiset palkkiot, on kannattavuus myös näistä oikaistuna erittäin hyvällä tasolla ja suhteessa sektorin yhtiöihin vain eQ on sen edellä. Huomautamme, että tuottopalkkioista oikaistu vertailu on suuntaa antava, sillä emme oikaise tuloksen myötä laskevia henkilöstökuluja (bonukset). Kokonaisuutena voidaan kuitenkin todeta, että Evlin kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle sekä absoluuttisesti että suhteellisesti.

Varainhoidon kulurakenteen kehitys



Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2021



Inderesin huomiot:

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

Varainhoito 4/4

Kansainvälinen asiakaskunta kasvussa

Evlin rahastojen keskimääräinen koko on varsin korkea ja tuotekohtainen kannattavuus siten erittäin hyvä. Evli on panostanut viime vuosina voimakkaasti rahastojen kansainväliseen myyntiin, ja yhtiön kansainväliset rahastopääomat kasvoivat viime vuonna 3,3 mrd euroon. Yli 60 % rahastojen keräämistä nettomerkinnoista (2021: 1183 MEUR) tulikin Suomen ulkopuolelta. Kääntöpuolena kansainväliset sijoittajat saattavat herkemmin lunastaa Suomeen sijoittamiaan pääomiaan haastavina aikoina, mikä heijastuu nettomerkitöjen huomattavina vaihteluina (kuvio sivupalkissa). Esimerkiksi haastavan alkuvuoden 2022 nettolunastuksista (-428 MEUR) yli 70 % tuli tästä asiakassegmentistä.

Yhtiöllä on Ruotsissa oma myyntikonttori, joka hoitaa myynnin muihin Pohjoismaihin. Muun kansainvälisen myynnin osalta yhtiö käyttää yhteistyökumppaneita, jotka saattavat Evlin ja mahdollisen asiakkaan saman pöydän ääreen. Evli hoitaa itse myyntityön ja yhteistyökumppani saa rahaston palkkioista provisiota. Arviomme mukaan Evlin saama palkkiotaso ei oleellisesti poikkea kansainvälisen tai kotimaisen pääoman osalta. Kansainvälisessä myynissä yhtiö keskittyy yksittäisiin rahastoihin ja myynnin painopiste on Pohjoismaissa ja Euroopassa. Jakeluverkosto kattaa tällä hetkellä 12 maata ja siihen lukeutuvat Euroopan keskeiset maat (Italia, Espanja ja Ranska), Latinalainen Amerikka sekä Lähi-Itä.

Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvomuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa

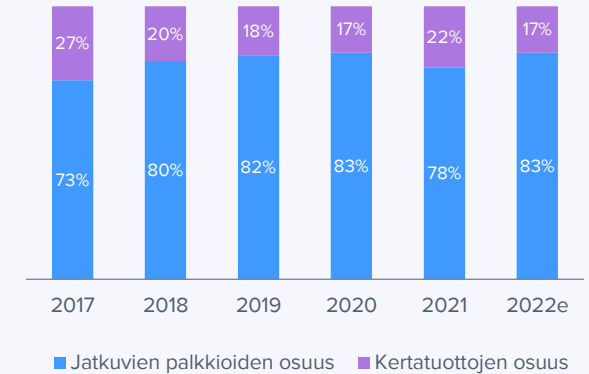
jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

Avoimien vaihtoehtorahastojen osalta hallinnointiyhtiö voi käyttää jonkin verran omaa harkintaansa arvostaessaan portfolioissa olevia omaisuuseriä. Koska omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat arviot osittain subjektiivisia ja arvomuutosten volatilitteetti on myös tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi.

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

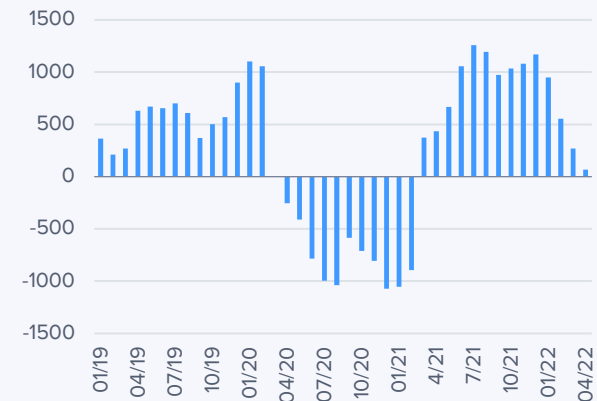
Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin (ja sitä kautta hallinnointipalkkioihin) arvomuutosten kautta voidaan karkeasti estimoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia. Evlin hallinnoitavasta varallisuudesta merkittävä osa on sijoitettuna näihin rahastoihin, joten yhtiön pääomat ja sitä kautta jatkuvavelvoitteiset hallinnointipalkkiot heiluvat jonkin verran markkinan mukana. Näin ollen sijoittaja joutuu kantamaan Evlin osalta keskimääräistä verrokkia selvästi enemmän markkinariskiä.

Varainhoidon palkkioiden jakauma*



*Jatkuviin palkkioihin luetaan rahastojen hallinnointipalkkiot sekä varainhoidon palkkiot

Perinteisten rahastojen nettomerkinnot (MEUR, rullaava 12kk)



Neuvonanto- ja yritysasiakkaat

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat on Evlin liiketoimintasegmenteistä pienempi. Segmentti koostuu investointipankista sekä kannustinjärjestelmiin liittyviä palveluita tuottavasta Evli Alexander Incentives Oy:stä. Segmentin fokuksena on palvella pieniä ja keskisuuria yritysasiakkaita laajalla tarjonnalla (palkitseminen, investointipankki ja analyysi) ja se työllistää 75 henkilöä.

Corporate Finance

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa että Ruotsissa ja se työllistää reilu 20 henkilöä. Evli omistaa investointipankista 52,1% ja loput omistuksesta on yhtiön avainhenkilöillä. Myös Evlin analyysipalveluliiketoiminta (Evli Research Partners) kuuluu nykyään investointipankin alle.

Investointipankin liikevaihdon heilunta on toimialalle tyypillisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut vuosina 2010–2021 noin 3–11 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3–4 MEUR ja kannattavuusvipu vastaavasti hyvin voimakas. Syklin läpi katsova normalisoitu liikevaihtotaso on ennusteissamme noin 6 MEUR (sisältäen analyysiliiketoiminnan). Vähemmistön huomattava omistusosuus syö kuitenkin merkittävän osan yksikön tuloksesta, joten sen merkitys on konsernille kokonaisuudessaan verrattain pieni.

Evli Alexander Incentives (EAI)

EAI tarjoaa asiakkailleen kannustinjärjestelmien suunnittelu- ja hallinnointipalveluita. Liiketoiminta on hyvin ennustettavaa ja nykyisessä kokoluokassaan varsin kannattavaa. Vuonna 2021 liiketoiminnan liikevaihto oli 8,5 MEUR ja liikevoitto 3,5 MEUR (liikevoittomarginaali 42 %).

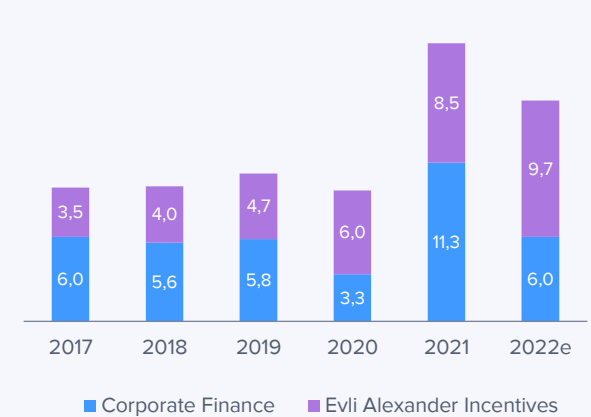
Vuonna 2020 Evli kasvatti liiketoimintaa hankkimalla enemmistöosuuden Alexander Incentives Oy:stä osakevaihdolla. Yritysjärjestelyn seurauksena myös EAI:n vähemmistöjen omistus on huomattava (35 %), mikä investointipankin tapaan laskee Evlin omistajien tulososuutta.

Käsityksemme mukaan Evlin markkinaosuus Suomessa on listattujen yhtiöiden palkitsemisjärjestelmissä jo varsin korkea, joten kotimarkkinan osalta merkittävät kasvumahdollisuudet rajoittuvat listaamattomien yhtiöiden palvelemiseen. Ruotsissa taas yhtiöllä on näkemyksemme mukaan vielä reilusti kasvumahdollisuuksia, sillä markkina on tällä hetkellä hyvin pirstaloitunut. Korkeasta Suomen markkinaosuudesta ja Ruotsin toiminnan melko aikaisesta kehitysvaiheesta johtuen ennusteemme liikevaihdon kasvulle ovat jonkun verran viime vuosien ripeää kehitystä maltillisemmat.

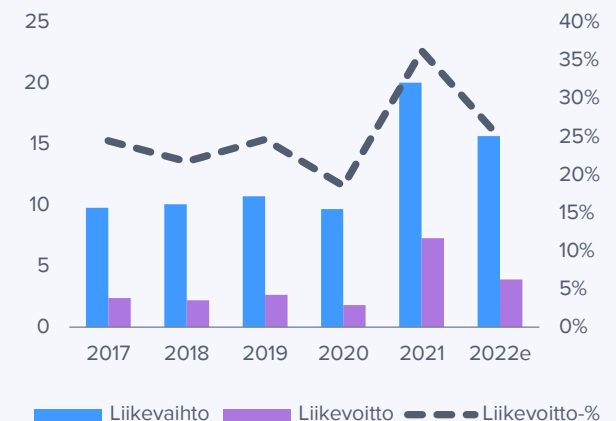
Kannattavuus

Kokonaisuutena segmentin merkitys Evlille on varsin pieni ja synergiat Varainhoidon kanssa hyvin rajalliset. Sijoittajan näkökulmasta Varainhoidon tuloskasvu on keskeisessä roolissa ja Neuvonanto- ja yritysasiakkaat -segmentin (N&Y) vaikutus jää väistämättä pieneksi. Historiallisesti segmentti (ennen vuotta 2017 Evlin pääomamarkkinayksikkö) on tehnyt heikkoa tulosta johtuen korkeista kuluista ja välitystoimialan rakenteellisista muutoksista (välitystoiminta raportoidaan nykyään Varainhoidon alla). Näkemyksemme mukaan segmentillä on kuitenkin lähivuosina hyvät edellytykset kohtuulliseen kannattavuuteen, sillä investointipankin kulutaso joustaa liikevaihdon mukana ja EAI:n pääosin jatkuviin palveluihin perustuva kannattavuus on jo hyvällä tasolla.

N&Y liikevaihdon jakauma (MEUR)



N&Y taloudellinen kehitys (MEUR)



Konsernitoiminnot

Pankkitoiminta ei ole enää rasitteena

Matalasta liikevaihtotasosta johtuen olemme pitäneet pankkitoimintaa lähinnä Varainhoidon kulurasitteena, joten suhtaudumme hyvin positiivisesti huhtikuussa toteutettuun jakautumiseen. Pankkitoiminnasta irtaantuminen vapauttaa vakavaraisuusvaatimusten alaisia pääomia sekä laskee segmentin hallinnollista kulutaakkaa, johon lisääntyvän pankkisääntelyn myötä olisi näkemyksemme mukaan kohdistunut lähivuosina lähinnä nousupaineita. Vaikka samalla häviää myös pankkitoiminnan liikevaihtoa, on järjestelyllä pankkitoiminnan sitoma oma pääoma ja sen kustannus huomioiden selvästi positiivinen vaikutus yhtiön omistaja-arvoon.

Toiminnot segmentin alla

Evlin jäljelle jääneet konsernitoiminnot kattavat yhtiön hallinnon (liiketoimintasegmenteillä ei erillisiä hallinnollisia funktioita), valuutanvaihdon (FX) sekä konsernin oman sijoitustoiminnan, joka on tällä hetkellä hyvin pienimuotoista.

Laajasta palvelutarjonnasta johtuen segmentin kulurakenne on ollut historiassa varsin raskas ja 2021 se oli poistot mukaan lukien noin 14,4 MEUR. Pankkitoiminnasta irtaantumisen myötä kulut laskevat vuositasolla arviomme mukaan noin 2,5 MEUR:lla, jolloin konsernin hallinnointikulujen kokonaismäärä laskee noin 10 MEUR:oon. Yritysjärjestelyiden kertaluonteiset kulut rasittavat kuitenkin tulosta vielä vuonna 2022, joten odotamme segmentin kulutason normalisoituvan vasta 2023 alkaen. Tämänkin jälkeen olisi yhtiön konsernitoiminnoissa näkemyksemme mukaan

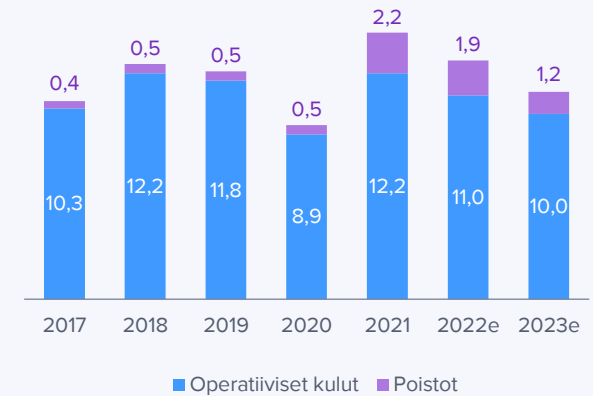
edelleen tehostamisvaraa. Pankkiin liittyvien toimintojen lisäksi keskiössä kulutehokkuuden parantamisessa ovat olleet etenkin IT-kulut. Yhtiö sai 2019 aikana valmiiksi kriittisen runkojärjestelmä uudistuksensa, ja arviomme mukaan tämän tulisi mahdollistaa lähivuosina selkeitä kulusäästöjä sekä tehokkuusparannuksia konsernin IT:ssä. Suhtaudumme IT-kulujen laskuun kuitenkin varauksella, sillä historiallisesti yhtiöllä on ollut toimialalle tyypilliseen tapaan haasteita IT-projektien kulujen sekä aikataulujen hallinnassa.

Merkitys tuloslukuihin

Konsernitoiminnot-segmentti laskuttaa valtaosan kuluistaan muilta liiketoiminnoilta niiden käyttämien palveluiden perusteella, joten lähtökohtaisesti segmentin voidaan olettaa tekevän jotakuinkin nollatuloksen, kun jatkossa segmentin oma liikevaihto on hyvin vaatimatonta.

Historiallisesti segmentin liikevaihto on liikkunut 4–6 MEUR:n haarukassa, ja tästä korkokatteen osuus on ollut noin kolmannes loppuosan tullessa FX- ja trading-toiminnoista. Pankkitoiminnasta irtaantumisen myötä liikevaihtoriviltä häviää valtaosa pankkitoiminnan tuotoista, joten arviomme segmentin vuotuisesta normalisoidusta liikevaihtotasosta on noin 1 MEUR luokkaa. Puhtaasti liikevoiton näkökulmasta tarkasteltuna pankista irtaantumisen nettovaikutus on siis lähellä nollaa, ja hyödyt Evlin omistaja-arvolle tulevat pääoman kustannuksen laskuna, kun yhtiön ei tarvitse pitää taseessaan pankkiliiketoiminnan vakavaraisuusvaatimusten mukaista suurta määrää omia varoja.

Konsernitoimintojen kulurakenne (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Evlin strategian painopistealueet



Asiakkaat

- Kotimarkkinoilla tavoitteena on vahvistaa entisestään asemaa johtavana varainhoitajana.
- Kansainvälisillä markkinoilla Evli keskittyy valittujen rahastojen myynnin kasvattamiseen institutionaalisille sijoittajille tarkkaan valittujen yhteistyökumppaneiden kautta.



Tarjoama

- Tuote- ja palveluvalikoiman laajentamisen kulmakivenä on yksityisille ja yhteisöille suunnatut vaihtoehtoiset sijoitustuotteet.
- Yritysasiakkaiden kokonaisvaltaisen palvelukokonaisuuden kehittäminen.



Vastuullisuus

- Vastuulliset tuotteet ja palvelut.
- Positiivinen vaikutus yhteiskuntaan ja ympäristöön.
- Lisääron luonnin kannalta olennaista on Evlin kyky integroida vastuullisuus osaksi koko liiketoimintaa ja sijoitus päätöksiä.



Digitalisaatio

- Evli panostaa vahvasti uusien digitaalisten palveluiden kehittämiseen perinteisten palvelumallien rinnalle.
- Kilpailukykyä ylläpitämiseksi Evli kasvattaa investointejaan digitaalisiin palveluihin ja toimintatapojensa automatisointiin.

Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet



Yli 25 % oman pääoman tuotto yli suhdanteiden



Yli 30 % liikevoittomarginaali yli suhdanteiden



Toistuvien tuottojen suhde operatiivisiin kustannuksiin > 130 %



Hallinnoitavien asiakasvarojen kaksinkertaistaminen pitkällä aikavälillä

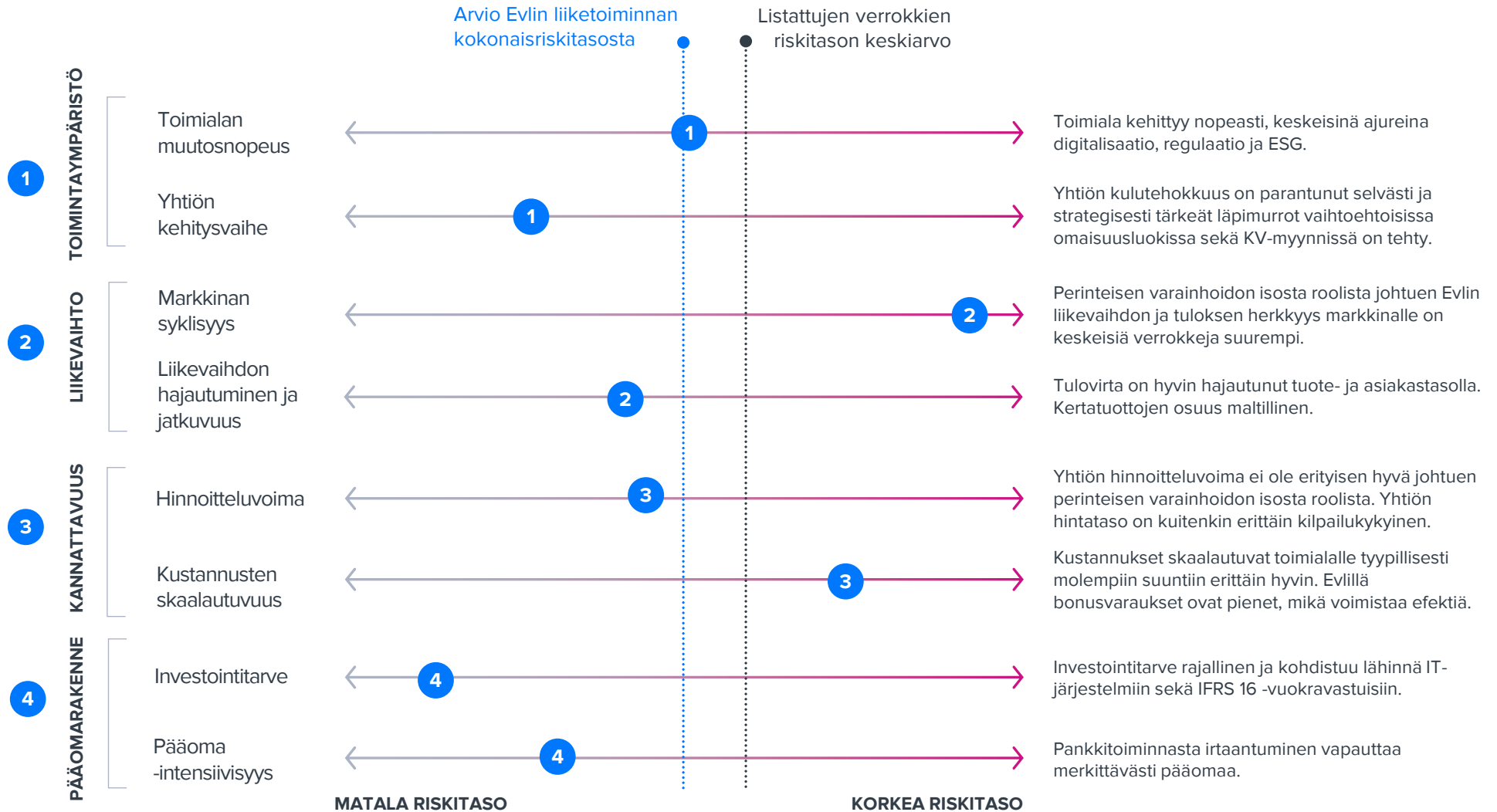


Yhtiö toisti taloudelliset tavoitteensa carve-out-perusteisen Q1'22-tulosjulkistuksen yhteydessä.

Inderesin kommentit

- Näkemyksemme mukaan Evlin strategian täytäntöönpanossa korostuvat 1) vaihtoehtoisten rahastojen liiketoiminnan kasvattaminen, 2) kansainvälisen myynnin kiihdyttäminen sekä 3) kattavan palveluvalikoiman ylläpito ja kehitys.
- Vaihtoehtoisissa tuotteissa yhtiön asema on jo melko hyvä, ja tulevien vuosien kasvu tulee sekä täysin uusista tuotelanseerauksista että nykyisten rahastokokojen kasvattamisesta.
- Kansainvälinen myynti on viime vuosina vastannut jo merkittävästä osasta perinteisten sijoitusrahastojen myyntiä, ja näiden osalta yhtiön myyntikoneisto on jo osoittanut voimansa. KV-myyntiin käynnistäminen vaihtoehtoisten rahastojen osalta on kuitenkin haasteellista (regulaatiohaasteista johtuen ulkomaisten sijoittajien kiinnostus KY-rahastoihin vähäistä), emmekä tällä saralla odota yhtiöltä olennaista läpimurtoa vielä lähivuosina.

Evlin liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Varainhoidon vahvat kasvunäkymät

2.

Selvästi parantunut kulutehokkuus ja kannattavuustaso

3.

Selvästi ylikapitalisoitunut tase mahdollistaa vuolaan osinkovirran

4.

Evli on verrokkeja herkempi markkinatilanteelle

5.

EAB-integraation onnistuminen

Potentiaali



- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen jakautumisen jälkeen
- EAB:n fuusion jälkeisen saneerauksen onnistuminen

Riskit



- Markkinariskit
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine
- Tuottosidonnaisten selvästi kohonnut osuus
- EAB:n saneerauksen epäonnistuminen

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.

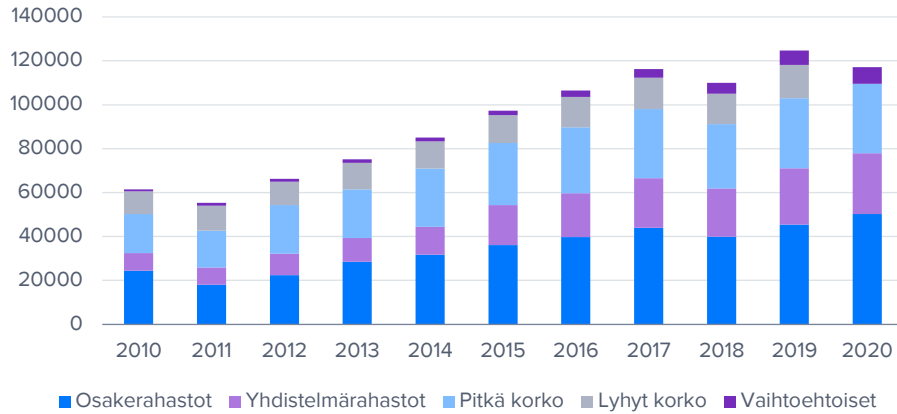
Listaamaton markkina

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.

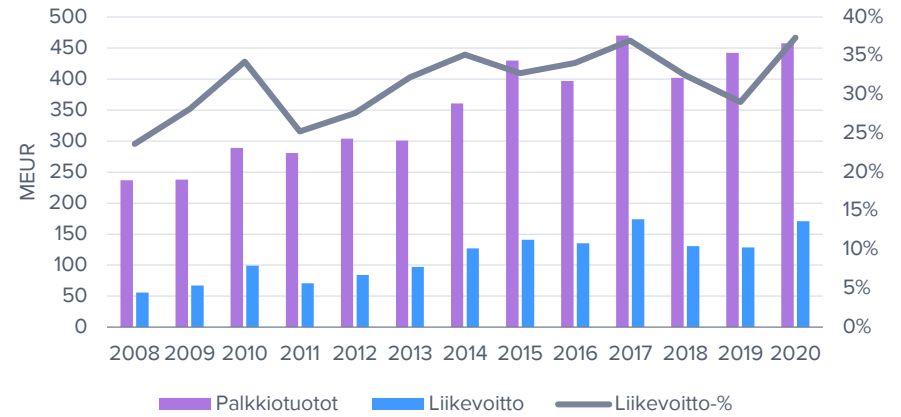
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista 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

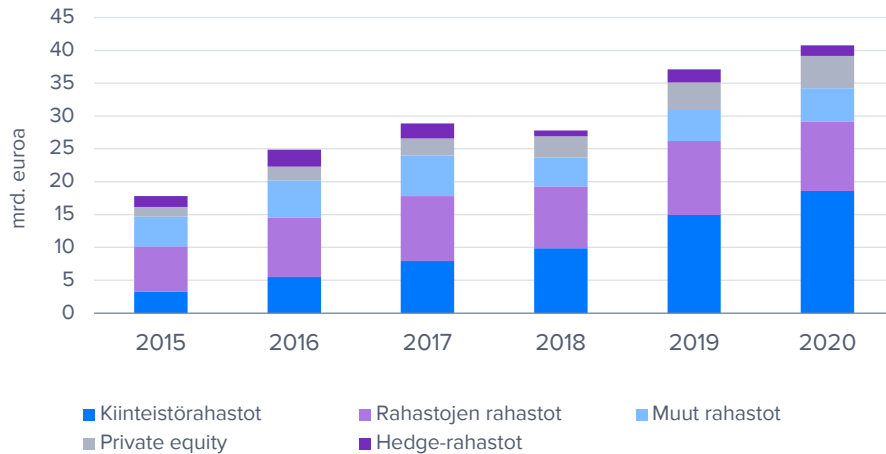
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



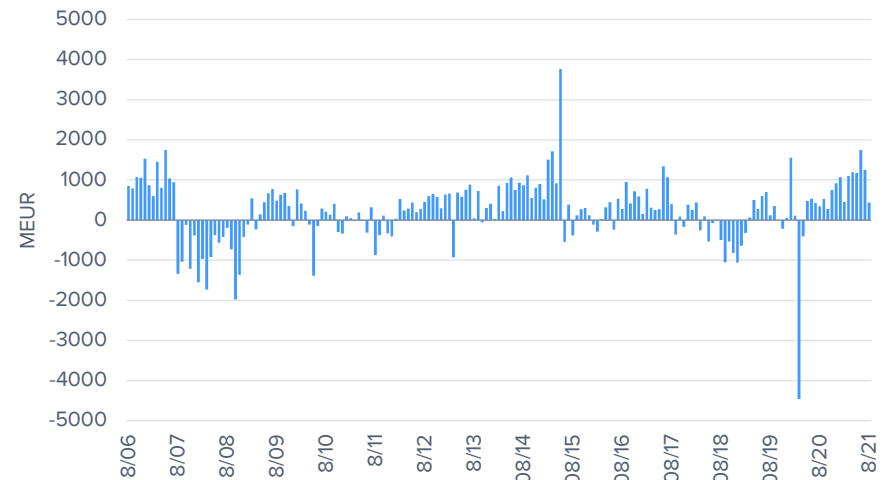
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



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 yliverlaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

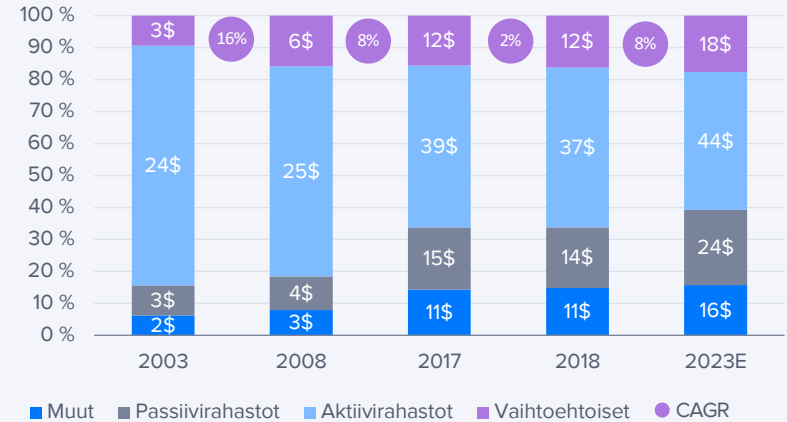
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

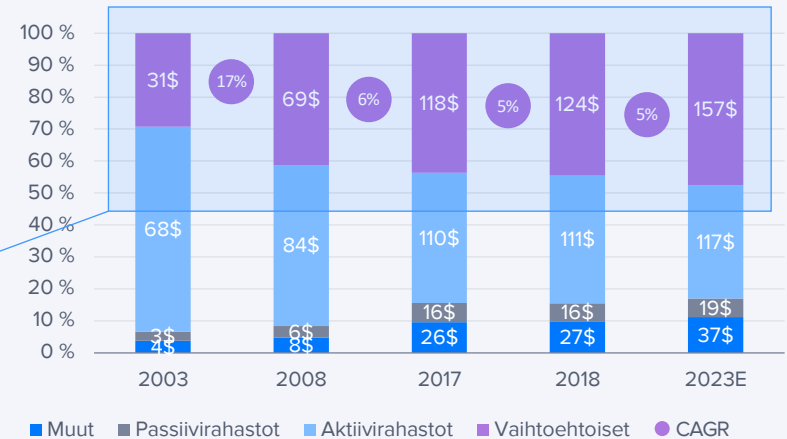
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

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

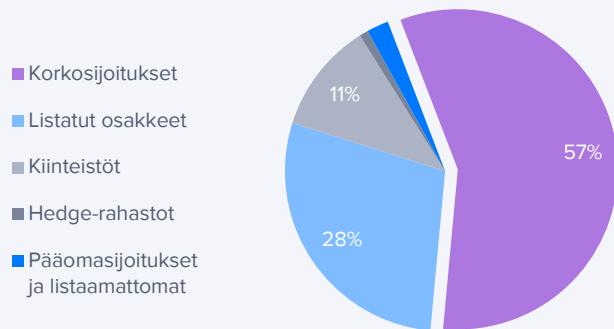
Kasvava riskinotto

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

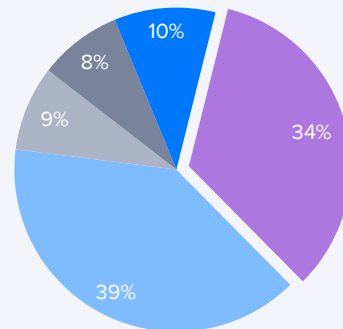
Kestävyysvaje uhkaa

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

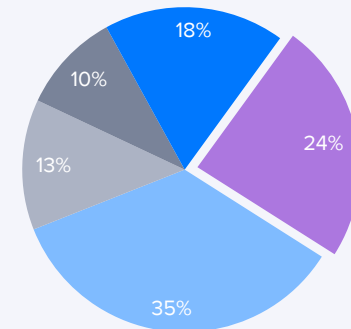
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

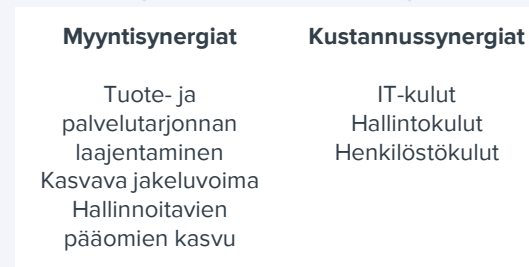


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓ ✓	Evli on positioitunut hyvin vastaamaan regulaation mahdollisiin muutoksiin järjestelmiensä ja vakavaraisuutensa osalta. Pankkitoiminnan irtaantuminen pienentää regulaatioon liittyvää riskiä oleellisesti.
Vaatimustason nousu	✓ ✓ ✓	Yhtiön palvelu ja tuotetarjonta on erittäin hyvässä kunnossa, mistä osoituksena systemaattinen menestys eri varainhoitajatutkimuksissa. Pääomarahastojen ylösajo on parantanut oleellisesti yhtiön tuotetarjontaa ja lisäksi helpottaa erottautumista.
Matala korkotaso	✓ ✓	Matala korkotaso on näkynyt Evlillä pääomien voimakkaana kasvuna korkorahastoissa. Korkovarainhoitajana Evlin on kuitenkin nykyisessä korkoympäristössä yhä vaikeampi tarjota sijoittajille hyviä tuottoja. Evli lähti mukaan vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin selvästi myöhässä, mutta on lyhyessä ajassa yhtiö on saanut ajettua toiminnan ylös vakuuttavalla kulmakertoimella.
Digitalisaatio	✓ ✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja järjestelmien toimintakyvykkyys on erittäin hyvä. Yhtiön IT-kulut ovat kuitenkin edelleen suhteellisen korkeat ja näkemyksemme mukaan yhtiön panos/tuotto-suhde IT-investoinneissa ei ole ollut toimialan kärkeä.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓	Yhtiö lähti vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin selvästi myöhässä vasta vuonna 2018 (pl. NHC). Yhtiön eteneminen vaihtoehtoisissa omaisuusluokissa on käynnistämisen jälkeen ollut erittäin nopeaa ja yhtiö on onnistunut kasvattamaan itselleen laajan tuoteperheen. Näemme vaihtoehtoiset omaisuusluokat Evlin kannalta erittäin kriittisinä ja niihin panostaminen on täysin oikeutetusti strategian yksi kulmakivistä.
Hintatason jatkuva paine	✓ ✓ ✓	Yhtiön hintataso instituutiovarainhoidossa on erittäin kilpailukykyinen ja vahvan track-recordinsa ansiosta yhtiön hinta-laatusuhde on perinteisessä instituutiovarainhoidossa Suomen parhaimmista. Tästä osoituksena myös yhtiön historiallinen hallinnointipalkkiotaso (kts. sivu 10), joka on pysynyt erittäin stabiilina toimialan jatkuvasta hintapaineesta huolimatta.
Vastuullisuus	✓ ✓ ✓	Vastuullisuudessa Evli on ollut kotimaisista toimijoista edelläkävijä ja yhtiöllä on ollut ESG integroituna osaksi päivittäistä toimintaansa jo pidemmän aikaa. Yhtiöllä on näkemyksemme mukaan selkeä tahtotila olla hyvin aktiivinen ESG-asioiden kehityksessä myös jatkossa.

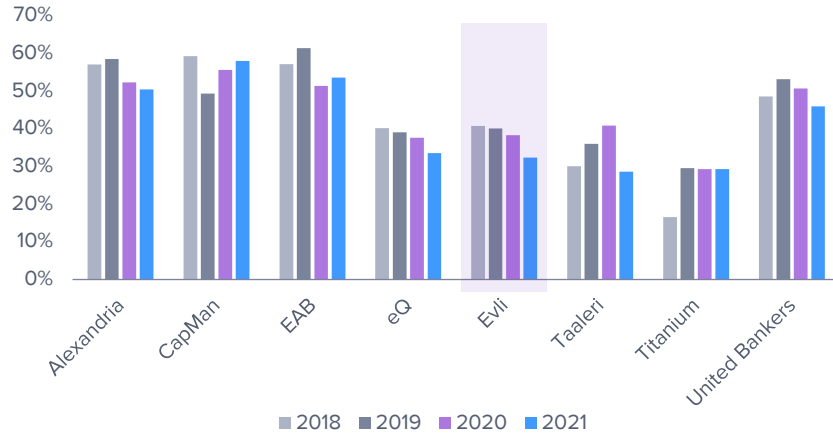
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	910	300	130	420	45	430	150	690	80
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +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.	2021 kannattavuus teki selvän tasoloikan. EBIT-% edelleen kuitenkin selvästi verrokkiyhmää matalampi.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021, ja tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Transaktiovetoisten struksien osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
Track-record	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vauvumpaa johtuen kuluhaasteista.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on historiassa ollut heikko. Yhtiö ei ole viimeisten vuosien aikana kyennyt luomaan omistaja-arvoa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatiossa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vauvu kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vauvu kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuus-strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutus.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yrityskaupat hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Voimakas kasvu Varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

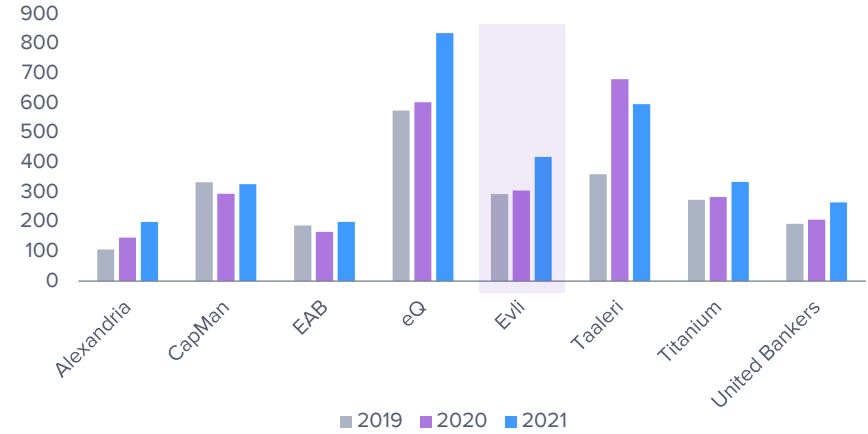
Lähde: Inderes. Data kerätty 7.6.2022

Evli suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

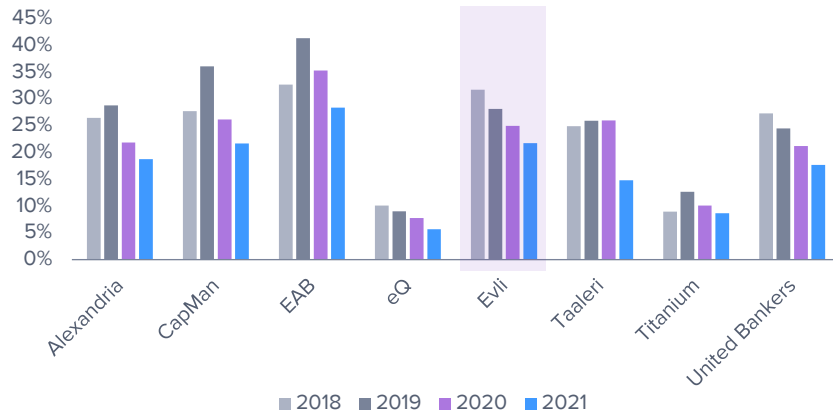
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



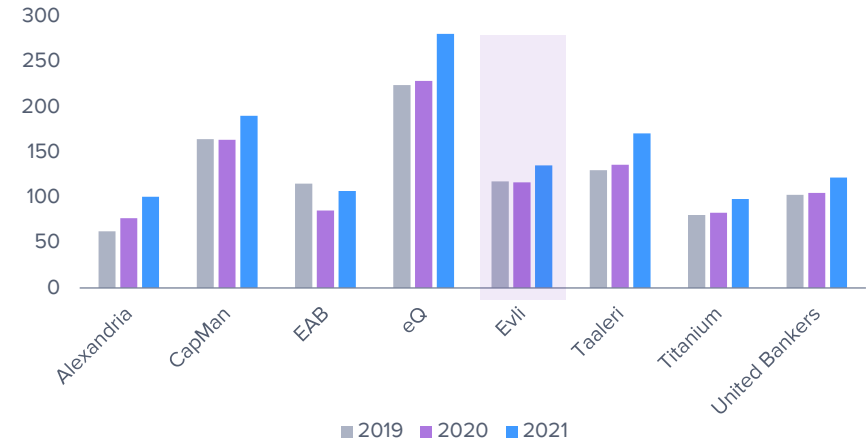
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



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 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase kokenut ison muodonmuutoksen

Evlin tase koki merkittävän muodonmuutoksen, kun yhtiö luopui pankkiliiketoiminnastaan Fellow Financen kanssa toteutetun fuusion yhteydessä. Tase supistui noin 760 MEUR:sta noin 310 MEUR:oon. Yhtiön Q1'22 carve-out perusteinen tase antaa mielestämme kohtuullisen kuvan yhtiön omaisuuserien ja vastuiden normaalista tilasta. Järjestelyn jälkeenkin tase on yhä merkittävästi suurempi kuin monilla yhtiön verrokeilla johtuen etenkin välitykseen sekä strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvistä eristä.

Taseen varat

Taseen varoista Q1'22 lopussa suurimman erän muodostivat Muut varat (noin 117 MEUR). Käsitksemme mukaan tämä erä liittyy pitkälti yhtiön välitystoimintaan (avoimet kaupat). Taso heiluu kvartaalien välillä huomattavasti, mutta normaalitilanteessa sen tulisi käsityksemme mukaan olla noin 100 MEUR:n luokkaa. Erän tulisi myös liikkua pitkällä aikavälillä käsi kädessä vastaavat puolelta löytyvän Muut velat -erän kanssa (Q1'22: 95 MEUR).

Taseen toiseksi suurin erä vastaavaa-puolella (varat) oli käteinen, jonka määrä oli Q1'22 lopussa 83 MEUR. Yhtiön tämän hetkinen käteispaino on siten poikkeuksellisen korkea, ja tavanomaisen liiketoiminnan vaatima käteispuskuri on selvästi tätä matalampi – arviomme mukaan noin 50 MEUR. Yhtiön käteisen tarve on kuitenkin merkittävästi keskimääräistä kotimaista verrokkia korkeampi johtuen sen laajasta palvelutarjonnasta.

Kolmanneksi suurin erä oli yhtiön myöntämät asiakaslainat (47 MEUR). Arviomme mukaan yhtiö tulee jatkamaan tätä toimintaa pienissä määrin

myös jatkossa, mutta määrä tulee olemaan arviolta vain puolet nykyisestä. Lainakanta on laadultaan matalariskistä (täydet vakuudet lainaa vastaan), ja sen tarkoitus on palvella suhteellisen pientä, mutta yhtiölle tärkeää asiakasjoukkoa. Mielestämme on kuitenkin tärkeää, että lainakanta supistuu tämän hetkisestä tilanteesta, sillä nykyisessä mittakaavassa se alkaa jo vaikuttaa yhtiön riskiprofiiliin negatiivisesti.

Muista pienemmistä eristä osakkeet ja osuudet oli noin 21 MEUR sisältäen sijoituksia yhtiön omiin tuotteisiin. Tämä erä tulee kasvamaan huhtikuun alussa noin 30 MEUR:oon, kun Evlin tekemän noin 9 MEUR:n sijoitus Fellow Pankkiin kirjataan jatkossa tänne.

Aineettomia hyödykkeitä yhtiöllä oli taseessaan 14 MEUR ja aineellista omaisuutta (pääosin IFRS 16 - vastuita) noin 8 MEUR.

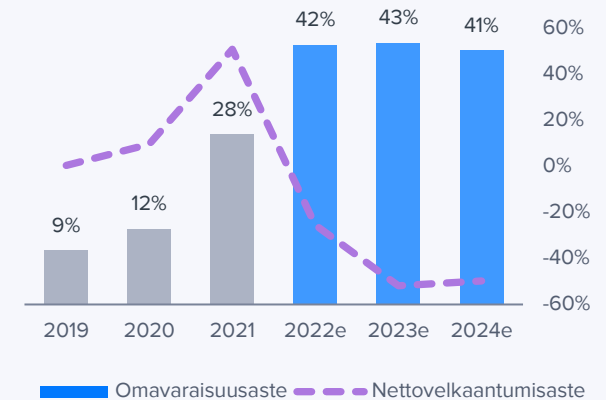
Velat ja oma pääoma

Velkapuolella yhtiöllä oli Q1'22 lopussa 100 MEUR strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvää velkaa. Kyseinen erä tulee sijoittajan mieltää osana yhtiön korollista velkaa. Muut velat -erä oli 95 MEUR (välitystoimintaan liitännäistä) sekä muita liiketoiminnan pyörittämiseen liittyviä velkoja yhtiöllä oli yhteensä noin 30 MEUR.

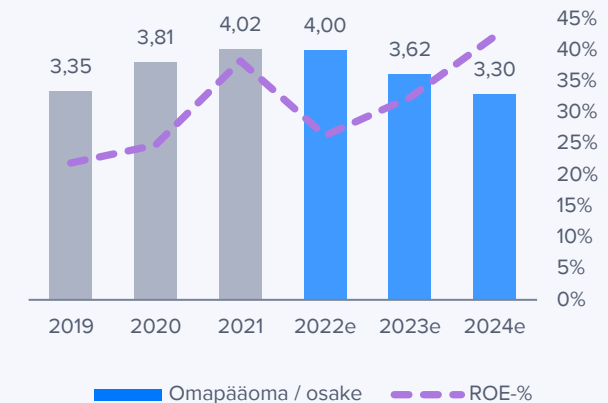
Omaa pääomaa Evlillä oli Q1'22 lopussa 81 MEUR, josta 2,2 MEUR oli määräysvallattomien omistajien osuutta.

Kokonaisuutena yhtiön tase oli Q1'22 lopussa noin 307 MEUR. Arviomme mukaan tase tulee tästä kuitenkin supistumaan selvästi, ja omissa hahmotelmissamme odotamme taseen loppusumman laskevan noin 230 MEUR:oon 2023 loppuun mennessä.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taloudellinen tilanne 2/2

Osingonmaksupotentiaali

Yhtiö ei Q1'22 carve-out raportissa antanut tarkempia tietoja vakavaraisuuslaskennastaan. Laskelmiemme mukaan yhtiöllä oli Q1'22 lopussa ydinpääomaa noin 58 MEUR ja käsityksemme mukaan yhtiön minimivaatimus omille pääomille voisi olla kokoluokassaan noin 10–20 MEUR.

Nykytuotoinen tase on siten rankasti ylipääomitettu ja käsityksemme mukaan yhtiö voisi helposti jakaa tästä 30-40 MEUR omistajilleen. Evlin konservatiivinen riskienhallintapolitiikka huomioiden uskomme yhtiön haluavan säilyttää liiketoiminnassaan selvää puskuria myös jatkossa, joten omat osinkoennusteemme ovat hieman tätä maltillisemmat, jolloin myös pidemmällä aikavälillä tase tulee näyttämään ylikapitalisoituneelta. Odotammekin kuitenkin yhtiöltä merkittäviä lisäosinkoja, ja käymme osinkoennusteemme tarkemmin läpi raportin ennusteosiossa.

Vähemmistöosuudet ja osakkuusyhtiöt

Evliillä on useita merkittäviä vähemmistöjä ja myös vähemmistöille kuuluva tulososuus on tuloslaskelmassa merkityksellinen. Sijoittajien kannalta keskeiset vähemmistöt ovat näkemyksemme mukaan Investointipankki (Evli omistaa ~52 %), Evli Alexander Incentives (65 %) ja Terra Nova Capital (55% / tarjoaa kohdeyhtiöanalyysiä Emerging Frontier - osakerahastolle, joka teki 2021 merkittävät tuottopalkkiot). Lisäksi yhtiöllä on vaihtoehtorahastoissa merkittäviä vähemmistöjä (mm. Infra, PE, Kiinteistö, Growth), mutta näiden suurin vaikutus näkyy rahastojen voitonjakojen yhteydessä.

Osakkuusyhtiöt (2021: 4,0 MEUR) käsittää Evlin 50

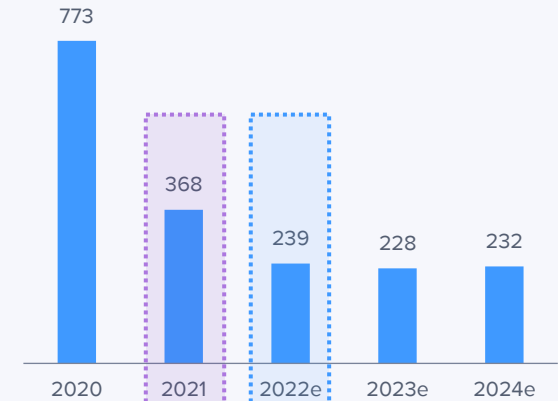
%:n omistuksen kiinteistösiirtoyhtiö Northern Horizon Capitalissa. Näkemyksemme mukaan kirja-arvo ei kuvasta liiketoiminnan käypää arvoa, ja sen todellinen arvo olisi todennäköisesti selvästi tätä suurempi. Vaikka NHC onkin kamppaillut jatkuvien kannattavuusongelmien kanssa, olisi sen noin miljardin euron AUM:n arvo varovaisillakin ennusteilla selvästi tasearvoa suurempi. Evlin äänivalta yhtiössä on kuitenkin alle 50 % ja näkyvyys yhtiön toimintaan on heikko. Siten emme anna todennäköiselle väärinhinnoittelulle painoarvoa analyysissämme. NHC:n osalta on myös hyvä huomata, että Evlin oman pääomarahastoliiketoiminnan ylösajon jälkeen NHC on muuttunut enemmän finanssisijoitukseksi, kun se aiemmin oli tärkeä strateginen sijoitus.

Osakesarjat

Evliillä on käytössä kaksi osakesarjaa, joista B-sarja on listattu Helsingin pörssilistalle. A-sarjan osakkeilla on 20-kertainen äänioikeus suhteessa B-osakkeisiin, joten yhtiön äänivalta on keskittynyt tiukasti perustajaosakkaille. Yhtiön kolme suurinta omistajaa (kaikki perustajia) hallitsevat äänistä noin 67 % (osakkeista ~50 %).

Mielestämme äänivaltaosakkeiden ja keskittyneen omistuksen merkittävin vaikutus sijoittajille liittyy yritysjärjestelyihin. Evlin osallistuminen toimialan suurempiin järjestelyihin vaatii suurimpien omistajien yksimielisen hyväksynnän, joten mahdollisessa isommassa järjestelyssä (esim. fuusiossa) pitäisi heidän suurella todennäköisyydellä olla valmiita luopumaan äänivaltaosakkeistaan. Mielestämme nykyinen omistusrakenne siten pienentää jonkin verran todennäköisyyttä, että Evli olisi jatkossa osana toimialan isompia järjestelyjä.

Taseen loppusumman arvioitu kehitys



2021

2021 tase esitetty carve-out-perusteisesti, kun Evli luopui pankkitoiminnasta ja sen mukana taseen loppusumma laski selvästi

2022e

Muun muassa konsernin asiakkailleen myöntämä lainakanta supistuu selvästi aiemmasta, ja yhtiön uusi tase pienenee vielä arviolta reilulla 100 MEUR:lla vuoden 2021 tilanteesta

Ennusteet 1/3

Ennusteiden taustaoletukset

Evli on muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan riippuvainen pääomamarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Evlin oma palkkioiden jakauma painottuu keskimääräistä verrokkia enemmän perinteiseen varainhoitoon ja näin ollen yhtiön markkinaherkkyys on keskimääräistä listattua verrokkia suurempi.

Pääomamarkkinan kehittyessä hyvin sijoittajien riskinottohalukkuus ja yleinen kiinnostus sijoittamista kohtaan kasvavat. Näiden seurauksena hallinnoitava varallisuus kasvaa uusmyynnin sekä positiivisten arvomuutosten kautta ja sen jakauma painottuu enemmän parempituottoisiin tuotteisiin. Samalla myös transaktioaktiiviteetti on korkealla. Yhtälö toimii myös toiseen suuntaan; heikossa markkinatilanteessa hallinnoitava varallisuus laskee ja sen jakauma heikkenee, uusmyynti vaikeutuu ja transaktioaktiiviteetti laskee.

Ennusteemme nojaavat oletukseen siitä, että lyhyellä aikavälillä markkinatilanne pysyy haastavana, mutta emme kuitenkaan ennusta oleellista laskua nykytasolta. Vastaavasti keskipitkällä aikavälillä odotamme markkinan tuottavan historiallisen keskiarvon mukaisesti (sama oletus kaikilla sektorin yhtiöillä). Korkotason emme odota nousevan enää oleellisesti nykyisistä markkinaodotuksista.

On selvää, että mikäli markkinatilanteen kehitys poikkeaisi oleellisesti ennusteistamme, olisi tällä selkeä vaikutus ennusteisiimme.

Ennustemuutokset

Olemme tehneet tulosennusteisiimme vain hyvin

rajallisia muutoksia edellisestä yhtiöpäivityksestä. 2022 ennusteet ovat laskeneet johtuen pääosin osakkuusyhtiö NHC:n voitonjako-osuustuottojen siirtymästä. Vastaavasti 2024 ennuste on noussut samasta syystä.

Osinkoennusteissamme on sen sijaan tapahtunut selviä muutoksia, sillä odotamme nyt lisäosinkojen jakautuvan kolmelle vuodelle aiemman kahden sijaan. Tämän lisäksi olemme laskeneet ennusteitamme ylimääräisen voitonjaon määräästä, sillä uskomme yhtiön ylläpitävän lähivuosina merkittävästi yli viranomaisvaatimuksen olevaa pääomapuskuria. Lisäksi ennustamistamme lisäosingoista osa menee EAB:n fuusion mukana tuleville uusille Evlin omistajille, joiden omistusosuus on järjestelyn myötä noin 9 %.

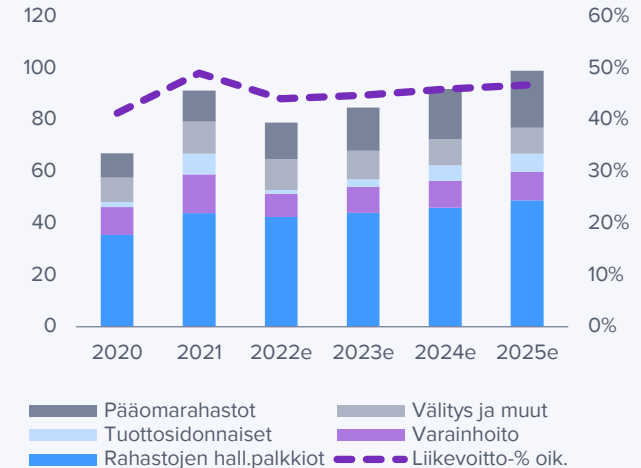
Huomautamme, että muilta osin ennusteemme eivät sisällä vielä EAB fuusiota (kauppa ei vielä maalissa) ja olemme käsitelleet järjestelyä ja sen ennustevaikutuksia tarkemmin sivuilla [34–36](#).

2022: tulos laskee

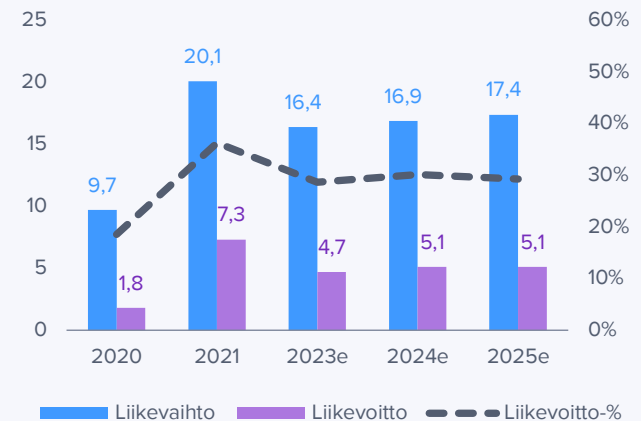
Vuosi 2022 lähti Q1:n osalta liikkeelle odotuksiamme paremmin. Vaikka liikevaihto laskikin vertailukaudesta, ylitti tulos selvästi ennusteemme odotuksia matalampien kulujen johdosta (Q1-raportti luettavissa [täältä](#)).

Markkinatilanne on jatkunut kevään aikana haastavana ja Evlin uusmyynti on ollut vaisua. Vaikean markkinatilanteen seurauksena yhtiön tulos pysyy ennusteissamme laskutrendillä koko loppuvuoden, sillä laskeva AUM, heikentyvä AUM:n jakauma ja merkittävästi supistuvat tuottopalkkiot painavat Varainhoidon liikevaihtoa.

Varainhoidon tulosennusteet (MEUR)



N&Y tulosennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

Myös investointipankin liikevaihto laskee selvästi transaktiomarkkinan hidastumisen johdosta ja konsernitoimintojen liikevaihto laskee puolestaan pankkitoiminnasta irtaantumisen johdosta. Pääomarahastot sekä EAI jatkavat tervettä kasvuaan, mutta tämä ei riitä kompensoimaan muiden tuottorivien laskua. Odotamme konsernin liikevaihdon laskevan 18 %:lla 94 MEUR:oon. Konsernin arvon kannalta kriittisen Varainhoidon liikevaihto laskee 15 %:lla 78 MEUR:oon.

Kuluvana vuonna yhtiön kulutaso laskee ennusteissamme noin 7 %:lla 58 MEUR:oon johtuen pääosin laskevista bonusvarauksista. Lisäksi pankkitoiminnan irtaantuminen laskee kuluja arviolta noin 2,5 MEUR edestä.

Koska kulurakenteen jousto on toimialalle tyypillisesti hyvin rajallista, valuu liikevaihdon lasku rumasti läpi tulokseen. Ennustamme liikevoiton laskevan noin 32 %:lla 36 MEUR:oon. Huomautamme, että vaikka tulos laskeekin selvästi, on 36 MEUR:n taso edelleen absoluuttisesti hyvä ja yhtiön historian toiseksi korkein. Tuloslaskelman alemmilla riveillä emme odota osakkuusyhtiö NHC:ltä enää voitonjako-osuustuottoja kuluvalta vuodelta ja vähemmistöille kuuluva tulososuus laskee myös merkittävästi investointipankin sekä Terra Novan laskevien tulosten seurauksena. EPS:n ennustamme olevan 1,01 euroa.

2023–2025:

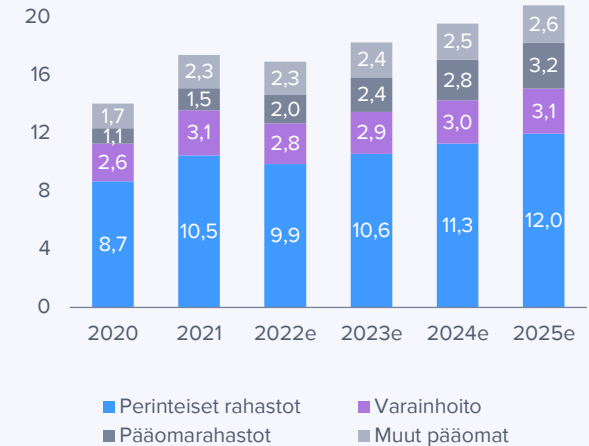
Odotamme markkinan elyvän asteittain 2023 aikana, minkä johdosta Evli palaa takaisin tuloskasvuun. Huomautamme, että yhtiön tuloksen kasvu on täysin riippuvainen pääomamarkkinoiden kehityksestä, ja mikäli heikko markkinatilanne

jatkuisi nykyistä pidempään ei yhtiöllä mielestämme olisi riittäviä edellytyksiä tuloskasvuun. Konsernin tuloskehitystä ajaa luonnollisesti Varainhoito, jossa odotamme liikevaihdon kasvavan läpi tarkastelujakson keskimäärin vuosittain noin 8 %:lla. Pääomarahastojen sekä perinteisten rahastojen hyvin sujuva uusmyynti sekä elpyvät tuottosidonnaiset palkkiot ovat keskeiset ajurit Varainhoidon kasvun taustalla.

Pääomarahastojen osalta odotamme yhtiön lanseeraavan vuosittain 1–3 uutta tuotetta, ja tuotteiden kokoluokan tulisi myös jatkuvasti kasvaa asiakkaiden yhä nostaessa vaihtoehtojen sijoitustensa allokaatioita. Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta näkymä on vielä 2023 osalta vaisu, mutta vuosina 2024–2025 näkymä paranee merkittävästi, kun yhtiön ensimmäiset vaihtoehtorahastot siirtyvät voitonjaon piiriin. Heikon läpinäkyvyyden johdosta olemme ennusteissamme edelleen varovaisia, mutta tiedostamme, että onnistuessaan tuottosidonnaiset palkkiot vaihtoehtorahastoista voivat olla merkittävästi ennusteitamme suurempia. Myös Neuvonanto & Yritysassiakkaat -segmentti jatkaa tervettä tuloskasvuun EAI:n vetämänä.

Konsernin kulujen osalta emme näe bonusvarauksia lukuun ottamatta oleellisia paineita ylöspäin, joten kasvun tulisi skaalautua kohtuullisen tehokkaasti viivan alle. Liikevoiton odotamme kasvavan vuosittain keskimäärin 11 %:lla. Odotamme osakkuusyhtiö NHC:ltä 2023–2025 välillä yhteensä 5 MEUR:n voitonjako-osuustuottoja, joista suurin osa ajoittuu vuodelle 2024.

AUM-ennusteet (mrd. euroa)



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Näkemyksemme mukaan Evlillä on erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta kasvuun pitkällä aikavälillä. Yhtiön asema kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on erittäin vahva ja lisäksi yhtiö on todistanut kansainvälisen myyntistrategiansa toimivuuden. Yhtiö on myös onnistunut strategisesti kriittisen pääomarahastotoiminnan ylösajossa selvästi odotuksiamme nopeammin, mikä vahvistaa entisestään yhtiön pitkän aikavälin kilpailukykyä. Kunhan yhtiön sijoitustoiminnan performanssi säilyy hyvällä tasolla, tulee yhtiö jatkamaan vahvaa kasvuun Varainhoidossa. Lisäksi pääomarahastojen ylösajon edetessä yhtiön tuloksen volatiliiteetti laskee, mikä puolestaan nostaa yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Voitonjako tulee olemaan vuolasta

Pankkiliiketoiminnan irtaantumisen myötä Evlin tase on huomattavan ylikapitalisoitunut (käyty läpi tarkemmin sivulla 28). Arviomme mukaan yhtiöllä on taseessaan ylimääräistä pääomaa 30–40 MEUR, ja odotamme yhtiön purkavan tätä taseestaan tulevien vuosien aikana lisäosinkojen muodossa.

Evlin riskienhallinta on ollut historiassa melko konservatiivista, ja johto on ilmaissut pyrkivänsä ylläpitämään reilua pääomapuskuria myös jatkossa. Tämän myötä odotamme lisäosinkojen kokonaismäärän jäävän reiluun 25 MEUR:oon.

Lisäksi Evlin kanssa fuusioituvan EAB:n vakavaraisuus on nykytaseella melko tiukka (EAB maksaa 2,35 MEUR lisäosinkoa ennen järjestelyn toteutumista), mikä myös tukee nykyistä

käsitystämme pääomapuskurin lopullisesta määrästä.

Ennustamme yhtiön jakavan vuosien 2023–2025 aikana (seuraava osingonmaksu vasta ensi vuoden puolella) lisäosinkoja yhteensä noin 25 MEUR (noin 1,1e osake). Ylimääräisen voitonjaon kokoluokan suhteen olemme varsin luottavaisia, sillä Evlin nykyliiketoiminnan investointitarve on olematon.

Oikeastaan ainoa mahdollinen tapa ylimääräisen pääoman investoimiseksi olisi yrityskaupat, mutta tässäkin pääasiallinen kauppatavara olisi todennäköisesti yhtiön oma osake (vrt. EAB järjestely). Suurin kysymys liittyykin voitonjaon aikatauluun. Yhtiö ei käsityksemme mukaan saa jakaa ylimääräistä pääomaa taseestaan ennen EAB järjestelyn toteutumista (Q4'22), joten pidämme hyvin epätodennäköisenä, että yhtiö jakaisi ulos pääomiaan kalenterivuoden 2022 aikana. Odotamme nyt yhtiön jakavan 0,5e osakekohtaisen lisäosingon ensi keväänä tavallisen voitonjaon yhteydessä. Vuosien 2024 ja 2025 aikana odotamme vielä 0,4e ja 0,2e lisäosinkoja.

Myös perusosinkojen osalta osinkovirta tulee pysymään vuolaana ja odotamme Evlin lähivuosien voitonjakosuhteen olevan lähellä 100 %. Näin ollen seuraavan kolmen vuoden osinkovirta tulee olemaan hyvin runsas, kun odotamme yhteensä 107 MEUR:n (noin 4,4e/osake) osinkoja tilikausilta 2022–2024 välillä (osingonmaksut tilikausien päättymisen jälkeen 2023–2025). Huomautamme, että yhtiön perusosinko on luonnollisesti täysin riippuvainen tuloksesta, joka on puolestaan riippuvainen pääomamarkkinan kehityksestä.

EPS ja osinko



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	96,8	94,4	-2 %	102	100	-2 %	109	108	-1 %
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	80,0	77,7	-3 %	84,7	82,6	-3 %	92,0	90,1	-2 %
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	15,8	15,7	0 %	15,6	16,4	5 %	16,1	16,9	5 %
Konsernitoiminnot	1,0	1,0	0 %	1,5	1,0	-33 %	1,0	1,0	0 %
Käyttökate	43,2	40,8	-5 %	57,8	44,1	-24 %	41,7	49,1	18 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	38,4	36,0	-6 %	40,6	39,8	-2 %	46,0	44,8	-3 %
Liikevoitto	38,4	36,0	-6 %	40,6	39,8	-2 %	46,0	44,8	-3 %
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	35,8	33,6	-6 %	37,9	35,8	-6 %	42,5	40,4	-5 %
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	4,0	3,9	-2 %	4,3	4,7	11 %	4,9	5,1	5 %
Konsernitoiminnot	-1,1	-1,1	0 %	-1,0	-0,1	-90 %	-0,7	-0,1	-86 %
Kohdistamattomat&eliminoinnit	-0,4	-0,4	0 %	-0,6	-0,6	0 %	-0,6	-0,6	0 %
Tulos ennen veroja	40,4	36,0	-11 %	41,6	40,8	-2 %	47,0	47,8	2 %
EPS (oikaistu)	1,16	1,01	-12 %	1,19	1,16	-2 %	1,35	1,40	3 %
Osinko / osake	2,00	1,46	-27 %	1,93	1,50	-22 %	1,29	1,53	19 %

Lähde: Inderes

Ennusteet yhteenveto

MEUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	71,4	68,5	75,8	79,7	115,6	94,4	100,0	108,0	115,9
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	-4,1 %	10,7 %	5,1 %	44,9 %	-18,3 %	5,9 %	8,0 %	7,4 %
<i>Varainhoito</i>	55,4	57,3	61,6	67,0	91,4	77,7	82,6	90,1	97,5
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	9,8	10,1	10,7	9,7	20,1	15,7	16,4	16,9	17,4
<i>Konsernitoiminnot</i>	5,5	1,3	3,6	2,8	3,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Liikevoitto	21,3	18,9	24,1	29,1	53,0	36,0	39,8	44,8	49,2
<i>Varainhoito</i>	15,8	17,4	20,8	27,7	44,8	33,6	35,8	40,4	44,8
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	2,4	2,2	2,7	1,8	7,3	3,9	4,7	5,1	5,1
<i>Konsernitoiminnot</i>	2,2	-0,9	0,3	-0,1	0,8	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1
Osakkuusyhtiöt	0,6	2,6	-0,6	0,4	0,5	0,0	1,0	3,0	1,0
Vähemmistö	-0,8	-1,3	-1,4	-1,9	-6,7	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
Nettotulos	16,7	16,0	17,2	21,3	36,1	24,5	28,3	34,1	35,5
EPS (EUR)	0,71	0,68	0,72	0,89	1,50	1,01	1,16	1,40	1,45
Osinko (EUR)	0,52	0,61	0,66	0,73	1,06	1,46	1,50	1,38	1,35
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
AUM netto (mrd)	11,2	11,4	14,3	14,1	17,4	16,5	17,8	19,2	20,6
Rahastot ja omaisuudenhoito	9,8	9,7	11,9	11,3	13,6	12,2	13,0	13,9	14,8
Perinteiset rahastot	7,7	7,8	9,6	8,7	10,5	9,4	10,1	10,9	11,7
<i>Osake</i>	2,6	2,1	2,5	2,4	3,4	2,7	3,0	3,4	3,8
<i>Korko</i>	5,0	5,6	7,0	6,0	7,0	6,6	7,0	7,4	7,8
<i>Yhdistelmä</i>	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu omaisuudenhoito	2,1	1,9	2,3	2,6	3,1	2,8	2,9	3,0	3,1
Pääomarahastot	0,1	0,4	0,9	1,1	1,5	2,0	2,4	2,8	3,2
Muut pääomat	1,4	1,3	1,5	1,7	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6
AUM Suomi	6,0	5,9	6,8	6,4	7,2	6,3	6,4	6,9	7,4
AUM Kansainvälinen	1,7	1,9	2,8	2,3	3,3	3,1	3,7	4,0	4,3

EAB-fuusio 1/3

Evli ja EAB ilmoittivat huhtikuun lopulla aikeistaan fuusioitua. Järjestelyssä Evlin omistajat saavat uudesta yhtiöstä noin 91 % ja EAB:n noin 9 %. Vaikka kyseessä onkin teknisesti fuusio, niin käytännössä Evli ostaa EAB:n, sillä uusi yhtiö jatkaa Evlin nimellä ja hallitus sekä toimitusjohtaja tulevat Evliltä. Uuden yhtiön liikevaihto olisi 2021 luvuilla 138 MEUR ja liikevoitto noin 59 MEUR. Hallinnoitavia asiakasvaroja (AUM) yhtiöllä olisi noin 20 miljardia. AUM:n määrä poikkeaa yhtiöiden raportoimista yhteenlasketuista asiakasvaroista noin 1,5 miljardilla eurolla, ja arviomme mukaan tätä selittää EAB:n AUM:ssa ollut kaksinkertaisen kirjauksen oikaisu.

Järjestely on tarkoitus saada maaliin lokakuussa eikä sen toteutumiseen liity näkemyksemme mukaan juurikaan epävarmuutta, sillä molempien yhtiöiden omistajista yli 80 % on hyväksynyt järjestelyn. Sulautumisvastikkeena Evli antaa EAB:n omistajille 10 % nykyisestä osakemäärästään sekä 3 MEUR:n käteisvastikkeen. Lisäksi EAB saa jakaa 2,35 MEUR lisäosingon ennen yhdistymistä.

Fuusio oli meille yllätys, sillä emme odottaneet Evlin olevan osana toimialan suurempia järjestelyjä, varsinkaan lyhyellä aikavälillä. Osapuolten strateginen yhteensopivuus on mielestämme suhteellisen heikko ja järjestelyn logiikka nojaakin hyvin voimakkaasti merkittäviin kulusynergioihin, mikä on toimialalla epätyypillistä. Evli ostaakin EAB:ssä valtavan saneerausurakan, jolloin järjestelyn onnistuminen Evlin kannalta riippuu täysin rajun saneerauksen onnistumisesta sekä pienemmässä määrin EAB:n asiakaskannan ristiinmyyntipotentiaalin hyödyntämisestä.

Kauppahinta on yllättävän korkea

Evli maksaa EAB:stä verrattain kovan hinnan, sillä 2021 tuloksella ja kaupan ilmoituspäivän osakekursseilla laskettuna EAB:n P/E-kerroin on 23x ja 2022e tuloksella noin 16x. Evlin vastaavat kertoimet ovat 13x ja 17x. Ottaen huomioon Evlin merkittävästi EAB:tä korkeamman laadun, tulisi Evliä hinnoitella merkittäväällä preemiolla suhteessa EAB:hen. Näin ollen puhtaasti kertoimien valossa järjestelyn suurempi hyötyjä on EAB.

Synergioissa potentiaali on kulupuolella

Strategisessa mielessä Evli saa EAB:ltä verrattain vähän kriittisiä omaisuuseriä. Kuitenkin EAB:n kiinteistörahastot täydentävät Evlin tarjontaa varsin hyvin ja EAB:n energiapuolen vaihtoehtorahastot tarjoavat Evlille potentiaalisen avauksen sille uuteen omaisuusluokkaan. Lisäksi henkilöstörahastoliiketoiminta täydentää hyvin Evlin omaa palkitsemispalvelua, ja arviolta noin 1 MEUR liikevaihtoa tulee fuusion mukana.

Yksi vähemmälle huomiolle jäänyt asia on mielestämme myös EAB:n mukana tuleva BNP Paribasin (BNP) yhteistyö. Evli kertoi tiedotteessaan jatkavansa yhteistyötä BNP:n kanssa yksinoikeudella. Koska BNP on EAB:n suurin omistaja, on Evlin pakko olla käynyt BNP:n kanssa tarkempia keskusteluja myös yhteistyön osalta. EAB ei ole koskaan saanut BNP-yhteistyötä kunnolla lentoon, mutta mielestämme Evlillä on tähän huomattavasti paremmat mahdollisuudet. Käytännössä BNP:n tuotteet tulevat täydentämään Evlin omaa tuotetarjontaa Suomessa. Lisäksi pidämme myös mahdollisena, että jollain aikavälillä BNP ottaisi Evlin tuotteita jakeluun tietyille markkinoille. Evlin kannalta tämä olisi luonnollisesti erittäin kiintoisa avaus.

Järjestelyn hinta muodostuu:

- ~2,4 miljoonasta Evlin uudesta B-sarjan osakkeesta
 - 3,0 MEUR:n EAB:n omistajille maksettavasta käteisvastikkeesta
- +2,35 MEUR:n osingosta, jonka EAB maksaa omistajilleen ennen fuusiota



EAB:n osakkeenomistajat

- Järjestelyn toteutuessa omistusosuus Evlistä ~9 % ja äänistä ~1 % (Evlin äänivaltaiset A-sarjan osakkeet huomioiden)

Sulautumisvastike

Evli Oyj

EAB Group sulautuu osaksi Evli Oyj:tä

EAB Group Oyj

EAB-fuusio 2/3

Muilta osin tuotteet ja palvelut sisältävät valtavasti päällekkäisyyksiä (esim. kaikki perinteiset rahastot), ja näkemysksemme mukaan Evli ostaakin tuotteiden sijaan pääosin hallinnoitavaa varallisuutta sekä asiakassuhteita. Uskomme, että Evli pyrkii kasvattamaan olemassa olevaa asiakaskantaa paremmalla palvelulla sekä laajemmalla ja ennen kaikkea laadukkaammalla tuotetarjonnalla. Suhteessa EAB:n nykyiseen tulokuntoon Evli tavoittelee noin 8 MEUR:n pysyviä synergiahyötyjä, joihin myös järjestelyn logiikka vahvasti nojaa. Synergiahyötyjä tavoitellaan kasvavista tuotoista, päällekkäisten toimintojen purkamisesta sekä mm. IT:stä.

Kulujen osalta yhtiöillä on valtavasti päällekkäisyyksiä ja lisäksi EAB:n kulutaso on ollut absoluuttisesti hyvin korkea. Näin ollen säästöjä pitäisi olla tarjolla runsaasti.

Poistuvan liikevaihdon määrä on kysymysmerkki

Yksi keskeinen huolestus järjestelyssä liittyy EAB:n

palkkiotasojen kestävytyteen osana Evliä. EAB:n liikevaihto sisältää suhteellisen paljon ei-jatkuvia palkkioita (avattu tarkemmin EAB:n [laajassa raportissamme](#)) ja näemme, että ainakin osa näistä palkkioista tulee väistämättä häviämään (kaikki palvelut tuskin jatkossa Evlin tarjonnassa mukana). Lisäksi EAB:n hintataso on Evliä korkeampi ja odotamme, että rahastofuusioiden ja palkkiotason harmonisoinnin myötä syntyy eroosiota niin hallinnointipalkkioiden kuin merkintä- ja lunastuspalkkioiden osalta.

Merkittävän kulusaneerauksen myötä on myös mahdollista, että uusi yhtiö kokee pienessä määrin asiakasmenetyksiä, kun saneeraus aiheuttaa väistämättä haasteita myös asiakasrajapinnassa. Positiivinen seikka asiakaan näkökulmasta on, että Evlin palvelutarjonta on merkittävästi EAB:tä laadukkaampi. Käytännössä tämä tulee tarkoittamaan palvelutarjonnan parantumista lähes kaikille asiakkaille, mikä puolestaan laskee

asiakasvaihtuvuuden riskiä ja toisaalta avaa pitkällä aikavälillä uusmyyntipotentiaalia.

Iossa kuvassa ei mielestämme ole realistista odottaa, että EAB:n nykyiset liikevaihtoennusteemme siirtyisivät täysimääräisesti Evlin tuloslaskelmaan, vaan alustavien arvioidemme mukaan liikevaihtoa häviää edellä mainituista syistä johtuen 10-20 %. Olemme havainnollistaneet mahdollista liikevaihdon poistumaa alla olevassa taulukossa.

Ristiinmyyntipotentiaali on selkeä

Merkittävää myynnin kasvua emme EAB:n tuotteissa lyhyellä aikavälillä näe, mutta EAB:n asiakaskunnassa on arviomme mukaan merkittävää ristiinmyyntipotentiaalia, kun asiakkaille voidaan tarjota Evlin selvästi laajempaa sekä laadukkaampaa tuotetarjontaa. Lisäksi aiemmin avaamamme BNP yhteistyö voi tarjota kiinnostavia kasvumahdollisuuksia Evlille.

EAB:n palkkiot (MEUR)	2021	2022e	Inderes kommentti
UCITS	7,5	7,6	Jonkin verran laskupainetta rahastofuusioiden myötä laskevien palkkiotasojen johdosta
Vaihtoehtoiset rahastot	5,5	6,9	Ei muutosta
Tuottosidonnaiset	0,9	0,6	Ei muutosta
Täysi valtakirja	1,7	1,8	Palkkiotasoissa mahdollisesti pientä painetta palkkioiden harmonisoinnin seurauksena
Vakuutus tuotteet	0,8	0,7	Ei muutosta
Muut sijoituspalvelut & välitys	3,5	3,8	Selvää laskuvaraa, paljon transaktiopalkkioita joita Evli ei peri/hinta alhaisempi. Myös erinä, joita Evli ei välttämättä halua jatkaa
Palvelutoiminta	2,2	2,2	Epäselvää haluaako Evli jatkaa näitä kaikkia liiketoimintoja
Muut	0,1	0,2	Ei muutosta
Yhteensä	22,2	23,7	Palkkioissa laskuvaraa 10-20 %

EAB-fuusio 3/3

Järjestely on hinnoiteltu synergioiden varaan

Kokonaisuutena näemme järjestelyssä merkittävää potentiaalia ja saneerauksen onnistuessa olisi positiivinen vaikutus ennusteisiimme Evlin osakekohtaisesta tuloksesta vuosina 2023–2024 noin 10–15 %. Näin ollen järjestelyn toteutuessa ja synergioiden vastatessa odotuksia olisi tällä osakekurssiin vastaava positiivinen vaikutus. Olemme havainnollistaneet uuden yhtiön liikevoiton kehitystä sivupalkissa olevassa graafissa. Kuviossa on huomioitu Evlin ja EAB:n aiemmat tulosennusteemme sekä täysimääräiset synergijat. Huomautamme, että osa synergioista realisoituu EAB:n tuloskasvun kautta.

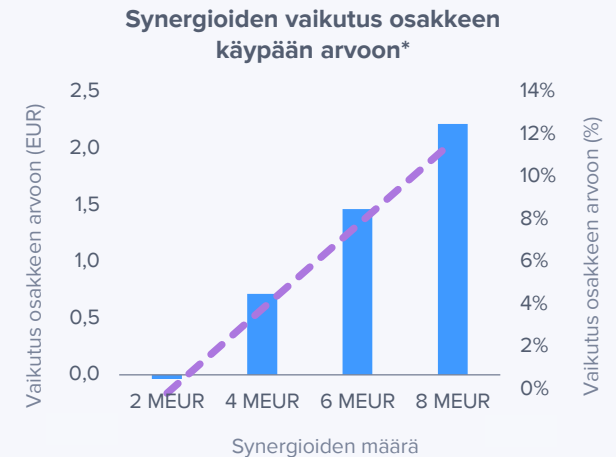
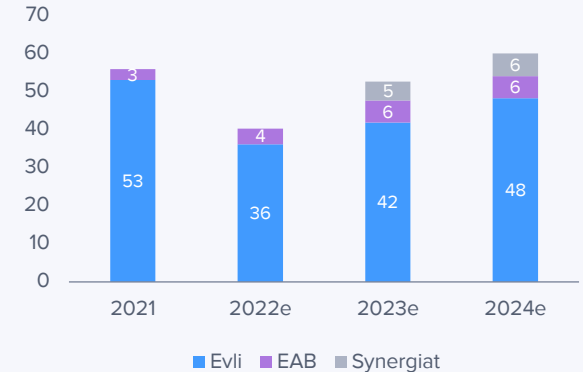
Toinen tapa tarkastella järjestelyn luomaa arvoa Evlille on laskea EAB:stä maksettu hinta synergioiden jälkeen. Toteutuneella tuloksella EAB:stä maksettava hinta on korkea (EV/EBIT 17x) ja arvostuspreemio suhteessa Evliin ei ole perusteltu. Koska Evlin omistajat omistavat uudesta yhtiöstä +90 %, saavat he myös leijonanosan toteutuvista synergioista. Synergioiden tullessa läpi täysimääräisesti (8 MEUR) laskee Evlin maksama EV/EBIT-kerroin alle 5x tasolle. Jos oletamme Evlin osakkeen hyväksyttäväksi EV/EBIT-kertoimeksi 10x (viimeisen 5v keskiarvo hieman yli 10x), tarkoittaisi tämä, että Evli loi järjestelyllä lisäarvoa noin tuplat siitä mitä se maksoi, jolloin positiivinen vaikutus osakekurssiin olisi hieman yli 10 %. Vastaavasti jos synergijat jäävät puoleen tavoitellusta (4 MEUR), ei järjestely enää luo merkittävää lisäarvoa. Kuten oikealla olevasta kuvioista nähdään, on järjestelyn

lisäarvo hyvin riippuvainen Evlin kyvystä realisoida EAB:n synergia potentiaali.

Suhtaudumme järjestelyyn neutraalisti

Näemme järjestelyssä selvää potentiaalia synergioiden realisoituessa, mutta samalla tiedostamme järjestelyyn liittyvät huomattavat riskit, jotka liittyvät edessä olevaan merkittävään saneerausurakkaan. Lisäksi suhtaudumme myös varauksella yhtiöiden puheisiin yhtenäisistä kulttuureista, sillä ainakin oman näkemyksemme mukaan kulttuureissa on merkittäviä eroja, mikä voi aiheuttaa kitkaa jo valmiiksi raskaassa fuusioprosessissa. Huomautamme, että vaikka Evli onkin fuusion dominoiva osapuoli, tuo EAB uuden yhtiön henkilökunnasta lähes kolmanneksen (asiamiehet huomioitu), mikä nostaa kulttuurillisen integraation vaikeusastetta. Koska järjestelyssä EAB:n osake arvotetaan jo valmiiksi korkealle tasolle ja Evlin omistajille järjestelyn mielekkyys nojaa puhtaasti toistaiseksi epävarmoin synergioihin, on varovainen lähestymistapa tässä vaiheessa perusteltua. Näin ollen suhtautumisemme järjestelyyn on neutraali.

Havainnollistus uuden yhtiön liikevoiton kehityksestä (MEUR)



* Synergioiden jälkeinen EAB:n tulostaso suhteessa siitä maksettuun hintaan. Tästä saatua EV/EBIT kerrointa sovellettu Evlille hyväksymäämme 10x tasoon ja tästä laskettu syntynyt lisäarvo. Yksinkertaisuuden vuoksi lukuja ei ole diskontattu nykyarvoon.

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvonmäärityksestä

EvLille on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osajista. Näin ollen tämä verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme erittäin hyvän pohjan Evlin käypää arvoa haarukoitaessa. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet Evlin arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien, kassavirtamallin sekä hallinnoitavien pääomien arvon kautta.

Eri arvonmääritysmenetelmämme antavat kaksijakoisia tuloksia. Suhteellisesti sekä absoluuttisesti arvostustaso vaikuttaa neutraalilta ja korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen tuloskasvuun paluuta. Toisaalta pidempää potentiaalia heijastelevat DCF-malli sekä AUM-pohjainen arvonmääritys indikoivat osakkeen olevan selvästi aliarvostettu. Yhtiön tuloksen suunta on kuitenkin tällä hetkellä alaspäin, eikä ilman markkinatilanteen piristymistä tuloksella ole edellytyksiä kasvuun. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien tuotto-odotus lyhyellä aikavälillä muodostuukin pitkälti korkeasta osinkotuotosta, mikä ei mielestämme riitä nostamaan riski/tuotto-suhdetta riittävälle tasolle huomioiden markkinatilanteen poikkeuksellisen suuri epävarmuus. Koska yhtiö kuuluu mielestämme toimialan ehdottomiin voittajiin pitkällä aikavälillä, kannattaa sijoittajien olla kuitenkin tarkkana, sillä nykyinen markkinatilanne voi hyvin tarjota

erinomaisia ostopaikkoja yhtiön vahvaan pitkän aikavälin tarinaan.

+ Evlin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Pitkän aikavälin tuloskasvu
- Vahva kilpailuasema varainhoidossa
- Valtaosa palkkioista jatkuvia
- Perinteisen varainhoidon jatkuvasti laskeva osuus

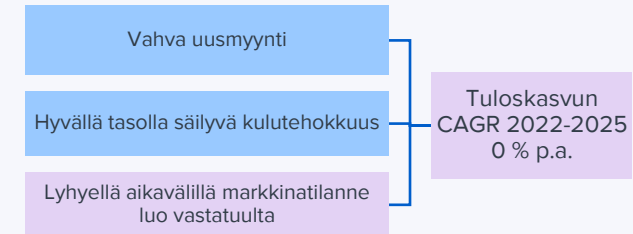
- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (markkinaherkkyys)

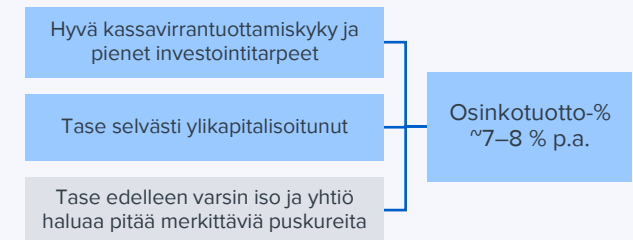
Osaketuoton ajurit 2022–2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

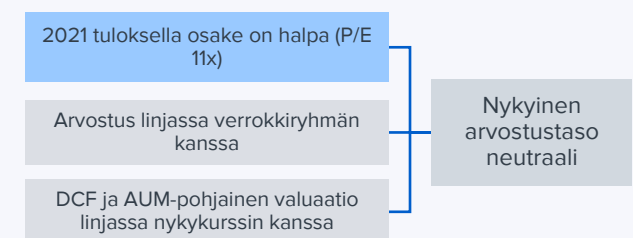
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus lähivuosille noin 5–10 % p.a.

Arvonmääritys 2/4

Tulospohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin

Evlille on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Olemme käyttäneet verrokkeina kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia. Lisäksi olemme ottaneet Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmään, vaikkei se olekaan varainhoitaja, sillä näemme yhtiöllä selvän roolin toimialan mahdollisessa konsolidaatiossa.

Keskitymme arvonmäärityksessämme P/E- ja EV/EBIT-kertoimiin sekä osinkotuottoon, jotka ovat mielestämme sektorin keskeiset hinnoittelukertoimet, ja samalla niiden vertailukelpoisuus on hyvä.

2022 ja 2023 ennusteillamme Evliä hinnoitellaan tulospohjaisesti sen keskeisiä verrokkeja korkeammilla kertoimilla. Pidämme tätä perusteltuna, sillä vaikka Evli on verrokkejaan

alttiimpi pääomamarkkinoiden kehitykselle, pidämme yhtiötä yhtenä toimialan selkeistä voittajista, minkä myötä pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat vahvat. Tämän lisäksi yhtiöllä on taseessaan reilusti ylimääräistä pääomaa. Huomautamme, että ylimääräiset pääomat on suurilta osin sidottu yhtiön lainakantaan, jolloin näiden vaikutusta ei ole oikaistu myöskään EV-pohjaisissa kertoimissa.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Olemme pitäneet Evlille hyväksyttävänä neutraalina arvostustasona P/E 14–16x haarukkaa. 2022–2024 kertoimilla arvostus on mielestämme kokonaisuutena varsin neutraali. Selvästi heikentyvällä 2022 tuloksella kertoimissa (P/E 18x ja EV/EBIT 12x) on vaikea nähdä nousuvaraa, mutta eteenpäin katsoessa arvostuskuva paranee selvästi yhtiölle ennustamamme tuloksen

kasvaessa. Meidän on kuitenkin tässä vaiheessa vaikea nojata eteenpäin katsoviin kertoimiin, sillä yhtiön tuloksen suunta on edelleen alaspäin eikä näkyvyyttä tuloskasvuun paluusta toistaiseksi ole.

Näin ollen sijoittajan saama tuotto on tällä aikavälillä pitkälti riippuvainen yhtiön runsaasta voitonjaosta (osinkotuotto ~7,5 % p.a.). Huomautamme, että osinkotuoton ennusteissamme olemme huomioineet EAB-järjestelyn vastikkeena maksettavien uusien osakkeiden laimennusvaikutuksen, sillä oletamme lisäosinkojen maksun alkavan vasta järjestelyn toteutumisen jälkeen. Tulospohjaisiin kertoimiin järjestelyllä ei ole olennaista vaikutusta, sillä pidämme sen hinnoittelua neutraalina. Kokonaisuutena kertoimien kautta tarkasteltuna arvostus on mielestämme suhteellisen neutraali ja tukee arviotamme osakkeen oikeihinnoittelusta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
eQ	22,60	907	849	16,5	14,3	16,2	14,0	10,0	8,8	22,2	19,3	4,7	5,4	11,2
United Bankers	14,10	151	137	10,9	8,6	9,4	7,6	3,2	2,7	15,9	13,1	5,7	6,0	3,4
Taaleri	10,16	293	228	6,9	6,3	6,7	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	10,0	10,2	1,3
CapMan	2,78	440	449	7,9	9,6	7,7	9,4	5,6	5,5	10,8	12,9	5,8	6,1	3,1
Titanium	12,90	132	113	6,6	5,9	6,4	5,7	4,0	3,5	9,6	8,8	8,7	9,6	5,0
EAB Group	3,29	46	45	11,1	7,6	7,1	5,7	1,9	1,6	14,8	10,0	4,6	4,9	2,1
Aktia	9,46	682								9,2	8,8	6,5	7,4	0,9
Alexandria	7,72	77	61	6,7	5,7	5,3	4,7	1,4	1,2	11,6	10,5	8,3	9,1	2,6
Oma Säästöpankki	21,80	653								12,0	12,3	1,8	2,3	1,6
Evli (Inderes)	18,15	439	433	12,0	10,7	10,6	9,7	4,6	4,3	17,9	15,6	7,5	8,3	4,6
Keskiarvo				9,5	8,3	8,4	7,6	4,2	3,8	13,1	11,9	6,2	6,8	3,5
Mediaani				7,9	7,6	7,1	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	5,8	6,1	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				52 %	41 %	50 %	56 %	38 %	34 %	52 %	34 %	30 %	36 %	76 %

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

Arvonmääritys 3/4

Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme (s. 40) indikoi Evlin osakkeen käyväksi arvoksi noin 23 euroa. Huomautamme, että kassavirtamalliin liittyy tällä hetkellä jonkin verran epävarmuutta, sillä taseen lopullinen muoto on vielä osittain hämärän peitossa. DCF-mallin indikoima arvo on kuitenkin selvästi yli nykyisen osakekurssin ja heijastelee yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalia taseen purkautuessa ja yhtiön palatessa takaisin vahvaan tuloskasvuun.

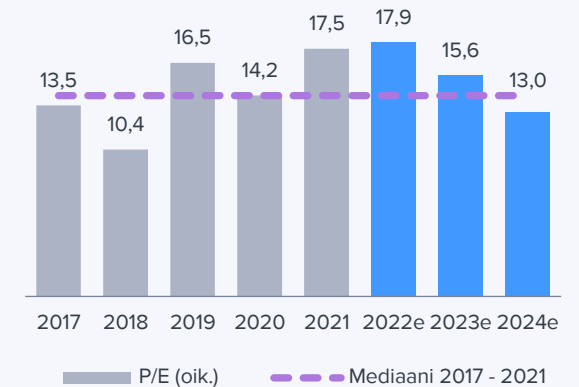
Nykyinen kassavirtamallimme sisältää odotuksen taseen purkautumisesta ennusteidemme mukaisesti (näky DCF-mallissa käyttöpääoman muutoksessa), ja tämän positiivinen vaikutus DCF-arvoon noin 3 euroa osakkeelta.

Evlin tulos lähtee ennusteissamme 2022 kuopan jälkeen taas selvään kasvuun vuosina 2023–2024. Vuodesta 2025 eteenpäin tulos pysyy ennustemallissamme käytännössä ennallaan varovaisuusperiaatteen johdosta. Terminaalijakson kannattavuutena olemme soveltaneet 33 %:n liikevoittomarginaalia, joka on yhtiön tapauksessa varsin varovainen.

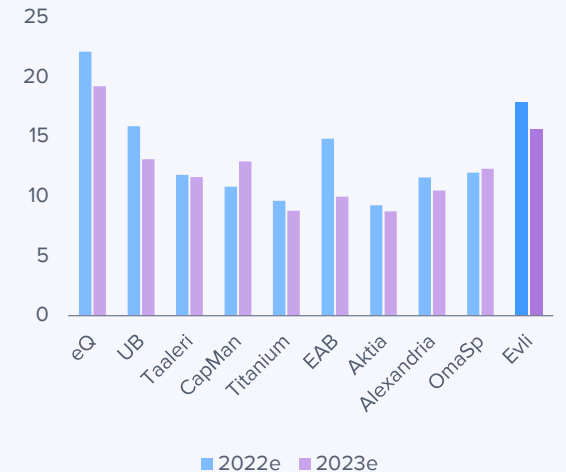
Soveltamamme 8,2 % keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on verrokkiryhmän alhaisimpia, mikä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan yhtiön vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja korkea laatu.

Kokonaisuutena DCF-malli summaa mielestämme Evlin sijoitustarinan varsin hyvin; osakkeessa on merkittävää nousuvaraa, mikäli tulos palaa takaisin kasvuun ja tasetta puretaan ylimääräisistä pääomista odotustemme mukaisesti.

Evlin P/E-kertoimet (oik.)



Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



Arvonmääritys 4/4

Hallinnoitavan varallisuuden arvo linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa

Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet Evlin hallinnoitavaa varallisuutta. Evlin liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista, joten arvonmäärityksessä olemme haarukoineet myös arvoa yhtiön hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueille.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiasosta sekä pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas vastaavasti konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1–5 %:n arvoiseksi, ja esim. 10 %:n taso vaatisi jo poikkeuksellisen houkuttelevan palkkiorakenteen tuotetta.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa (Q1'22: ~9500 MEUR) olemme soveltaneet osakerahastoille 3 %:n arvokerrointa ja korkorahastoille 1,5 %:n kerrointa. Tasot ovat linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa. Yhtiön rahastojen laatu on suhteellisen hyvä, mutta palkkiasot ovat varsin matalia (korkovetoisuus + instituutioasiakkaat) eikä tuottosidonnaisia komponentteja juuri ole.

Pääomarahastoja (Q1'22: ~1700 MEUR) olemme hinnoitelleet 7 %:n kertoimella, joka hieman yli sektorin keskimääräisten tasojen kanssa. Yhtiön pääomarahastoista valtaosa on suljetuissa rahastoissa ja niiden palkkiasot ovat terveitä

(hallinnointipalkkiot + tuottopalkkiot). Suljetuista rakenteista ja hajautuneesta tuoteportfolioista johtuen pääoman pysyvyys on erittäin korkea.

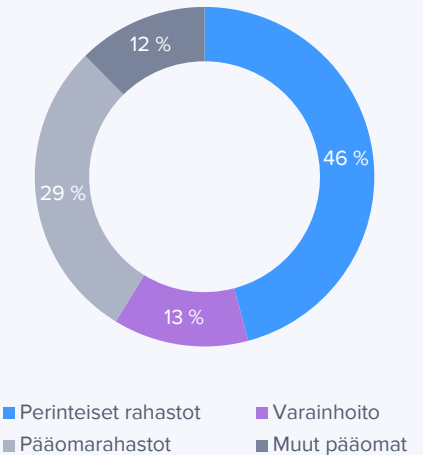
Varainhoidon hallinnoitavat pääomat (Q1'22: ~2600 MEUR) olemme hinnoitelleet 2,0 %:n kertoimella. Varainhoidon tuottamien pääomien palkkiotasoo on historiallisesti ollut noin 0,4% (0,3–0,5%), eli jonkin verran alle perinteisten rahastojen. Lisäksi Varainhoidon palkkioista kaikki eivät ole jatkuvia, mikä laskee niiden arvoa.

EAI (Q1'22e: noin 1000 MEUR) olemme arvottaneet suhteellisen korkealla 5 %:n tasolla. Tämä myötä EAI:n liiketoiminnan arvoksi saadaan 50 MEUR, mikä antaisi sille mielestämme myös neutraalin arvostuksen (EV/EBIT ~12x).

Northern Horizon Capitalin pääomia emme ole huomioineet laskelmissamme ja annamme sen AUM:lle arvoksi tasearvon mukaisen 4,0 MEUR. Todellisuudessa AUM:n arvo olisi suurella todennäköisyydellä selvästi korkeampi, mutta heikosta näkyvyydestä ja Evlin ulkopuolisesta määräysvallasta johtuen olemme tämän suhteen hyvin konservatiivisia.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi 17,4 euroa osakkeelta. Laskelma ei huomioi AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja välitys) tai taseen merkittäviä ylimääräisiä pääomia. Nämä huomioiden olisi osakkeen karkea AUM-pohjainen arvo 20–22 euroa per osake.

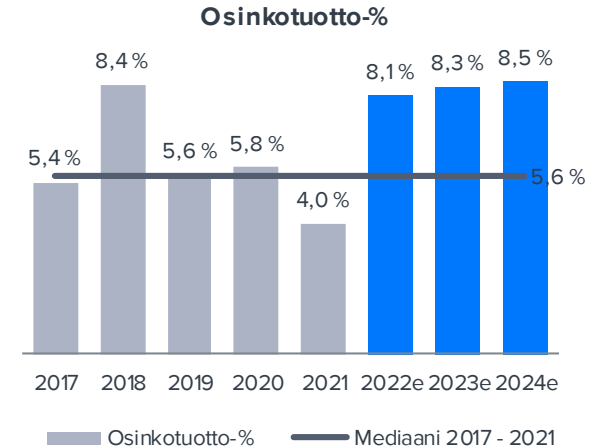
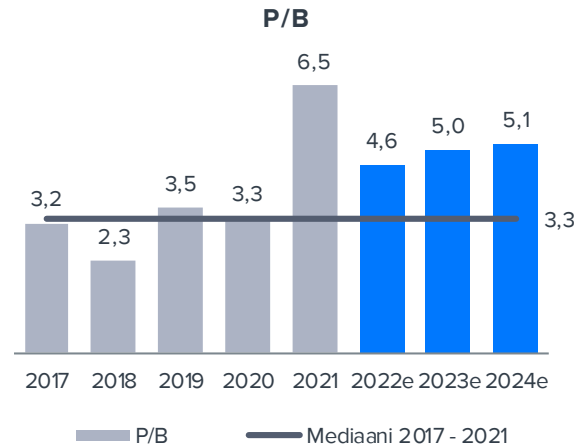
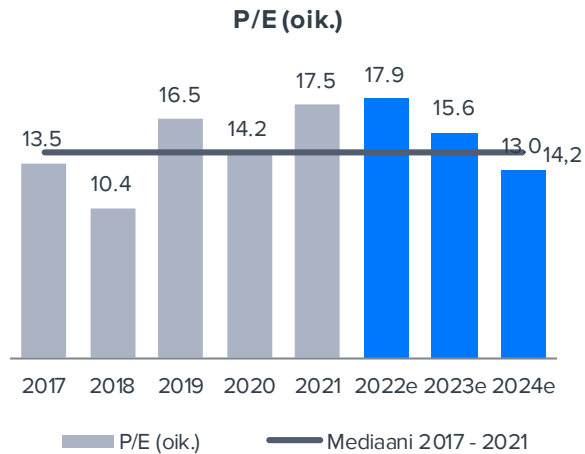
AUM-pohjaisen arvon jakauma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,60	7,28	11,9	12,6	26,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Osakemäärä, milj. kpl	23,4	23,7	23,9	24,1	24,1	24,2	24,3	24,4	24,5
Markkina-arvo	227	172	283	303	632	439	439	439	439
Yritysarvo (EV)	226	170	286	320	713	433	430	452	474
P/E (oik.)	13,5	10,4	16,5	14,2	17,5	17,9	15,6	13,0	12,5
P/E	13,5	10,8	16,5	14,2	17,5	17,9	15,6	13,0	12,5
P/B	3,2	2,3	3,5	3,3	6,5	4,6	5,0	5,1	5,2
P/S	3,2	2,5	3,7	3,8	5,5	4,7	4,4	4,1	3,8
EV/Liikevaihto	3,2	2,5	3,8	4,0	6,2	4,6	4,3	4,2	4,1
EV/EBIT (oik.)	10,6	8,7	11,9	11,0	13,4	12,0	10,8	10,1	9,6
Osinko/tulos (%)	73,1%	90,2 %	91,9 %	82,5 %	70,8 %	144,4 %	129,4 %	109,3 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	8,4 %	5,6 %	5,8 %	4,0 %	8,1 %	8,3 %	8,5 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
eQ	22,60	907	849	16,5	14,3	16,2	14,0	10,0	8,8	22,2	19,3	4,7	5,4	11,2
United Bankers	14,10	151	137	10,9	8,6	9,4	7,6	3,2	2,7	15,9	13,1	5,7	6,0	3,4
Taaleri	10,16	293	228	6,9	6,3	6,7	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	10,0	10,2	1,3
CapMan	2,78	440	449	7,9	9,6	7,7	9,4	5,6	5,5	10,8	12,9	5,8	6,1	3,1
Titanium	12,90	132	113	6,6	5,9	6,4	5,7	4,0	3,5	9,6	8,8	8,7	9,6	5,0
EAB Group	3,29	46	45	11,1	7,6	7,1	5,7	1,9	1,6	14,8	10,0	4,6	4,9	2,1
Aktia	9,46	682								9,2	8,8	6,5	7,4	0,9
Alexandria	7,72	77	61	6,7	5,7	5,3	4,7	1,4	1,2	11,6	10,5	8,3	9,1	2,6
Oma Säästöpankki	21,80	653								12,0	12,3	1,8	2,3	1,6
Evli (Inderes)	18,15	439	433	12,0	10,8	10,6	9,7	4,6	4,3	17,9	15,6	8,1	8,3	4,6
Keskiarvo				9,5	8,3	8,4	7,6	4,2	3,8	13,1	11,9	6,2	6,8	3,5
Mediaani				7,9	7,6	7,1	6,2	3,3	3,2	11,8	11,6	5,8	6,1	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				52 %	42 %	50 %	57 %	38 %	35 %	52 %	34 %	40 %	36 %	76 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	79,7	27,1	28,7	24,8	35,0	116	23,2	24,1	21,4	25,7	94,45	100,0	108,0	115,9
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	67,1	22,0	20,1	20,6	28,7	91,4	19,9	19,3	18,1	20,4	77,7	82,6	90,1	97,5
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	9,7	4,0	7,7	3,1	5,4	20,2	3,5	4,4	2,9	4,9	15,7	16,4	16,9	17,4
Konsernitoiminnot	2,8	1,1	0,9	1,1	0,8	3,9	-0,2	0,4	0,4	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	34,8	12,9	14,4	13,4	17,2	57,8	10,8	9,6	9,1	11,4	40,8	44,1	49,1	53,9
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-1,1	-1,3	-1,3	-1,1	-4,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,8	-4,3	-4,3	-4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,1	11,8	13,1	12,1	16,1	53,0	9,6	8,4	7,9	10,2	36,0	39,8	44,8	49,2
Liikevoitto	29,1	11,8	13,1	12,1	16,1	53,0	9,6	8,4	7,9	10,2	36,0	39,8	44,8	49,2
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	27,7	10,6	8,4	10,7	15,1	44,8	9,6	7,4	7,9	8,7	33,6	35,8	40,4	44,8
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	1,8	1,1	4,6	0,8	0,9	7,4	0,7	1,2	0,3	1,8	3,9	4,7	5,1	5,1
Konsernitoiminnot	0,0	0,0	0,1	0,7	0,1	0,9	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1
Kohdistamattomat&eliminoinnit	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	29,5	12,1	13,1	12,3	16,2	53,5	9,6	8,4	7,9	10,2	36,0	40,8	47,8	50,2
Verot	-6,3	-1,9	-3,4	-1,7	-3,5	-10,5	-2,0	-1,7	-1,6	-2,1	-7,4	-8,4	-9,4	-10,3
Vähemmistöosuudet	-1,9	-1,8	-2,6	-1,0	-1,3	-6,7	-0,8	-1,6	-0,8	-0,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
Nettotulos	21,3	8,4	7,1	9,5	11,3	36,1	6,8	5,1	5,4	7,2	24,5	28,3	34,1	35,5
EPS (oikaistu)	0,89	0,35	0,29	0,39	0,47	1,50	0,28	0,21	0,22	0,30	1,01	1,16	1,40	1,45
EPS (raportoitu)	0,89	0,35	0,29	0,39	0,47	1,50	0,28	0,21	0,22	0,30	1,01	1,16	1,40	1,45

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	91,0 %	53,0 %	32,7 %	24,5 %	44,9 %	-14,4 %	-15,9 %	-13,8 %	-26,4 %	-18,3 %	5,9 %	8,0 %	7,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,7 %	473,2 %	100,8 %	74,4 %	18,7 %	82,3 %	-18,3 %	-35,8 %	-35,1 %	-36,9 %	-32,1 %	10,5 %	12,5 %	10,0 %
Käyttökate-%	43,6 %	47,4 %	50,0 %	54,0 %	49,3 %	50,1 %	46,6 %	39,7 %	42,4 %	44,2 %	43,2 %	44,1 %	45,5 %	46,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	36,5 %	43,4 %	45,5 %	48,8 %	46,2 %	45,9 %	41,4 %	34,7 %	36,7 %	39,6 %	38,1 %	39,8 %	41,5 %	42,5 %
Nettotulos-%	26,8 %	30,8 %	24,6 %	38,2 %	32,2 %	31,3 %	29,3 %	21,0 %	25,5 %	28,0 %	25,9 %	28,3 %	31,6 %	30,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	21,7	76,4	56,6	51,8	52,6
Liikearvo	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Aineettomat hyödykkeet	6,8	4,6	4,2	4,1	4,6
Käyttöomaisuus	1,4	8,8	8,9	9,2	9,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4,2	4,0	4,1	4,1	4,1
Muut sijoitukset	0,0	49,6	30,0	25,0	25,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	751	292	182	176	179
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	144	154	110	100,0	100,0
Myyntisaamiset	100,0	90,4	47,2	25,0	27,0
Likvidit varat	507	47,8	25,3	51,0	52,4
Taseen loppusumma	773	368	239	228	232

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	95,4	102	101	97,8	99,6
Osakepääoma	30,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	41,3	40,0	39,0	31,8	29,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,5	56,8	56,8	56,8	56,8
Vähemmistöosuus	3,6	5,2	5,0	9,2	13,5
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	677	266	138	130	132
Lainat rahoituslaitoksilta	516	99,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	53,2	61,1	28,3	30,0	32,4
Muut lyhytaikaiset velat	108	105	110	100	100
Taseen loppusumma	773	368	239	228	232

DCF-laskelma

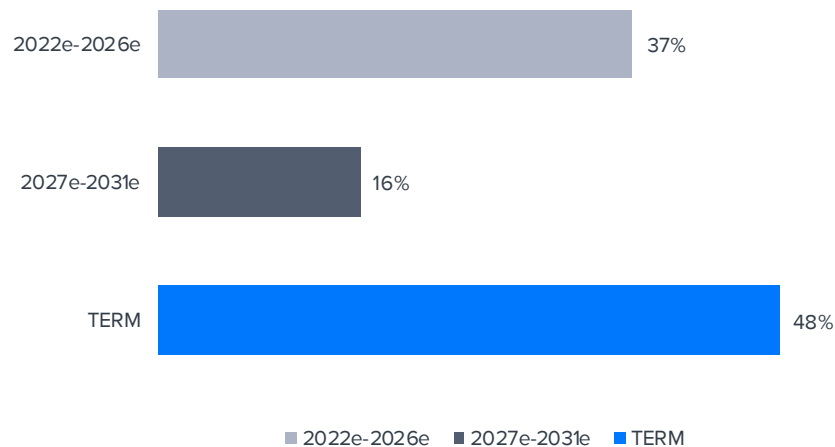
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	53,0	36,0	39,8	44,8	49,2	48,7	48,6	46,5	45,2	46,5	47,7	
+ Kokonaispoistot	4,8	4,8	4,3	4,3	4,7	5,0	5,3	5,6	5,8	5,9	6,0	
- Maksetut verot	-10,6	-7,4	-8,4	-9,4	-10,3	-10,2	-10,2	-9,8	-9,5	-9,8	-10,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,4	58,5	23,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	52,6	91,9	59,7	40,1	44,0	43,7	44,0	42,6	41,7	42,9	43,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-59,6	15,1	0,5	-5,2	-5,4	-6,0	-6,0	-6,2	-6,2	-6,5	-6,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,0	107	60,2	34,9	38,6	37,7	38,0	36,4	35,5	36,4	37,3	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,1	107	60,2	34,9	38,6	37,7	38,0	36,4	35,5	36,4	37,3	668
Diskontattu vapaa kassavirta		102	53,2	28,5	29,1	26,3	24,5	21,7	19,5	18,5	17,5	314
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		655	553	500	471	442	416	391	369	350	331	314
Velaton arvo DCF		655										
- Korolliset velat		-99,6										
+ Rahavarat		47,8										
-Vähemmistöosuus		-22,9										
-Osinko/pääomapalautus		-25,6										
Oman pääoman arvo DCF		559										
Oman pääoman arvo DCF per osake		23,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	75,8	79,7	115,6	94,4	100,0	EPS (raportoitu)	0,72	0,89	1,50	1,01	1,16
Käyttökate	27,6	34,8	57,8	40,8	44,1	EPS (oikaistu)	0,72	0,89	1,50	1,01	1,16
Liikevoitto	24,1	29,1	53,0	36,0	39,8	Operat. kassavirta / osake	0,80	0,33	2,18	3,80	2,45
Voitto ennen veroja	23,5	29,5	53,5	36,0	40,8	Vapaa kassavirta / osake	0,55	0,03	-0,30	4,42	2,48
Nettovoitto	17,2	21,3	36,1	24,5	28,3	Omapääoma / osake	3,35	3,81	4,02	3,96	3,65
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,66	0,73	1,06	1,46	1,50
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	923,2	772,6	368,1	239,1	227,8	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	5 %	45 %	-18 %	6 %
Oma pääoma	81,8	95,4	102,0	100,8	97,8	Käyttökateen kasvu-%	31 %	26 %	66 %	-29 %	8 %
Liikearvo	4,9	9,2	9,2	9,2	9,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	21 %	82 %	-32 %	11 %
Nettovelat	0,3	9,1	51,8	-25,3	-51,0	EPS oik. kasvu-%	2 %	23 %	69 %	-32 %	15 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	36,4 %	43,6 %	50,1 %	43,2 %	44,1 %
Käyttökate	27,6	34,8	57,8	40,8	44,1	Oik. Liikevoitto-%	31,8 %	36,5 %	45,9 %	38,1 %	39,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,4	-20,6	5,4	58,5	23,9	Liikevoitto-%	31,8 %	36,5 %	45,9 %	38,1 %	39,8 %
Operatiivinen kassavirta	19,1	8,0	52,6	91,9	59,7	ROE-%	21,9 %	24,8 %	38,3 %	25,5 %	30,6 %
Investoinnit	-6,0	-7,2	-59,6	15,1	0,5	ROI-%	3,4 %	4,4 %	13,2 %	23,8 %	41,1 %
Vapaa kassavirta	13,1	0,8	-7,1	107,0	60,2	Omavaraisuusaste	8,9 %	12,3 %	27,7 %	42,1 %	42,9 %
						Nettovelkaantumisaste	0,4 %	9,5 %	50,8 %	-25,1 %	-52,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,8	4,0	6,2	4,6	4,3						
EV/EBITDA (oik.)	10,4	9,2	12,3	10,6	9,7						
EV/EBIT (oik.)	11,9	11,0	13,4	12,0	10,8						
P/E (oik.)	16,5	14,2	17,5	17,9	15,6						
P/B	3,5	3,3	6,5	4,6	5,0						
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,8 %	4,0 %	8,1 %	8,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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 analyytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/10/2019	Lisää	9,50 €	8,90 €
23/12/2019	Lisää	10,50 €	10,00 €
16/01/2020	Vähennä	10,50 €	11,85 €
26/01/2020	Lisää	12,50 €	11,75 €
24/02/2020	Lisää	12,50 €	11,60 €
06/03/2020	Vähennä	11,50 €	11,80 €
13/03/2020	Lisää	9,00 €	7,56 €
09/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,56 €
17/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
05/06/2020	Vähennä	9,00 €	9,68 €
15/07/2020	Lisää	10,00 €	9,18 €
18/09/2020	Lisää	10,50 €	9,70 €
26/10/2020	Lisää	11,50 €	10,80 €
29/12/2020	Vähennä	12,00 €	12,55 €
25/01/2021	Lisää	16,50 €	14,85 €
16/04/2021	Lisää	21,00 €	19,10 €
15/07/2021	Lisää	24,50 €	23,80 €
21/10/2021	Lisää	24,50 €	23,60 €
07/01/2022	Vähennä	24,50 €	26,90 €
26/01/2022	Vähennä	22,00 €	22,10 €
14/03/2022	Vähennä	20,00 €	19,35 €
25/04/2022	Vähennä	20,00 €	18,60 €
20/05/2022	Lisää	18,00 €	16,38 €
13/06/2022	Vähennä	18,00 €	18,15 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**