

Evli Pankki

Yhtiöraportti

2/2020

Matkalla laatu-yhtiöt-kategoriaan

Toistamme Evlin 12,5 euron tavoitehintamme sekä lisää-suosituksemme. Evli on viime vuosina edennyt strategiassaan erittäin hyvin ja tämän seurauksena yhtiön tulos on noussut uudelle tasolle. Yhtiön tuloskasvunäkymä on vahvan strategian toteutuksen myötä lähivuosille erittäin hyvä ja odotamme yhtiöltä selkeää tuloskasvua. Keskeisenä riskinä tuloskasvulle on yleinen markkinatilanne, jolle Evli on selvästi sen verrokkeja herkempi. Osake ei kurssirallin jälkeen ole enää halpa, mutta vahva tuloskasvu sekä korkea osinko tarjoavat edelleen riittävän tuotto-odotuksen.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Evli on sijoittamiseen erikoistunut pankki, joka tarjoaa asiakkailleen kaikki keskeiset sijoittamiseen liittyvät palvelut. Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä, joille yhtiö tarjoaa varainhoito- sekä neuvonantopalveluita. Yhtiö työllistää noin 250 henkilöä ja sen toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. Evlillä on kolme segmenttiä: Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat, Neuvonanto- ja yritysasiakkaat sekä Konsernitoiminnot. Varainhoito on segmenteistä ylivoimaisesti suurin ja sen kehitys on sijoittajan kannalta täysin ratkaisevassa roolissa. Konsernitoiminnot on tukifunktio, mikä tarjoaa pääasiassa palveluita konsernin kahdelle muulle segmentille. Evli on panostanut strategiassaan voimakkaasti Varainhoidon kasvattamiseen ja viime vuosina myös kulutehokkuus on parantunut selvästi historiallisesti vaisulta tasolta.

Lähivuosien tulostaso on vahva kunhan markkinatilanne kestää

Evlin tulostaso on tehnyt selvän tasokorotuksen viime vuosien aikana. Tulosparannuksen taustalla on Varainhoidon voimakas kasvu ja tämän myötä parantunut kulutehokkuus. Tulosparannus on kestäväällä pohjalla, sillä se perustuu jatkuviin tuottoihin. Vuoden 2019 erinomaisen markkinakehityksen ansiosta Evlin lähtökohdat vuodelle 2020 ovat erittäin hyvät. Ennustamme yhtiöltä selkeää tulosparannusta vahvan kasvun ja parantuvan kulutehokkuuden myötä. Mielestämme tulosparannuksen ajurit ovat tällä hetkellä hyvin selkeät ja siihen liittyvä epävarmuus rajoittuu lähinnä nykyiseen epävarmaan markkinatilanteeseen. Kokonaisuutena ennustamme lähivuosille (2019-2021e) noin 13 %:n vuotuista tuloskasvua. Yhtiön tase sekä vakavaraisuusasema ovat vahvoja ja näkemyksemme mukaan yhtiön pitäisi lähivuosina pystyä maksamaan koko tulos ulos osinkoina, osinkopolitiikkansa mukaisesti.

Osakkeen tuotto-odotus edelleen hyvä

Rajun kurssinousun jälkeen (6kk / ~50 %) osake ei enää ole halpa ja osa kurssinoususta on tullut kertoimien nousun kautta. Nykyinen arvostustaso (P/E 2019 17x) alkaa olla kipurajoilla ja näkemyksemme mukaan yhtiön hyväksyttävä taso on jonkin verran tätä alempi. Vahva tuloskasvu yhdessä korkean osinkotuoton kanssa tarjoaa kuitenkin edelleen riittävän tuotto-odotuksen. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Evlin laatu on parantunut merkittävästi strategian vahvan etenemisen seurauksena. Tästä osoituksena mm. jatkuvien palkkioiden vahva kasvu, tuloksen aiempaa parempi ennustettavuus ja parantunut kulutehokkuus. Tämän johdosta tuloskasvuun liittyvä epävarmuus on pienentynyt selvästi (rajoittuu lähinnä markkinatilanteeseen).

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



12,5 EUR

(aik. 12,5 EUR)

Osakekurssi: 11,6 EUR

Potentiaali: 7,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

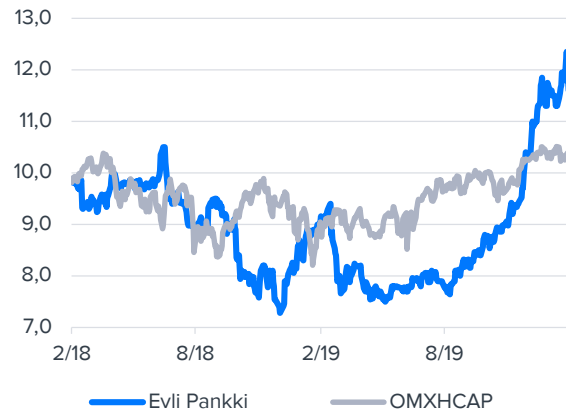
Positiivisen kehityksen seurauksena vuoden 2020 liikevoiton arvioidaan olevan selvästi positiivinen.

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	75,8	82,3	86,8	91,3
kasvu-%	11 %	9 %	5 %	5 %
EBIT oik.	24,1	28,3	30,2	32,2
EBIT-% oik.	31,8 %	34,4 %	34,9 %	35,3 %
Nettotulos	17,2	21,3	24,0	25,5
EPS (oik.)	0,72	0,89	1,00	1,06
P/E (oik.)	16,5	13,1	11,6	11,0
P/B	3,5	3,3	3,1	3,0
Osinkotuotto-%	5,6 %	6,9 %	7,8 %	8,3 %
EV/EBIT (oik.)	11,9	10,0	9,2	8,6
EV/EBITDA	10,4	8,8	8,3	7,9
EV/Liikevaihto	3,8	3,4	3,2	3,0

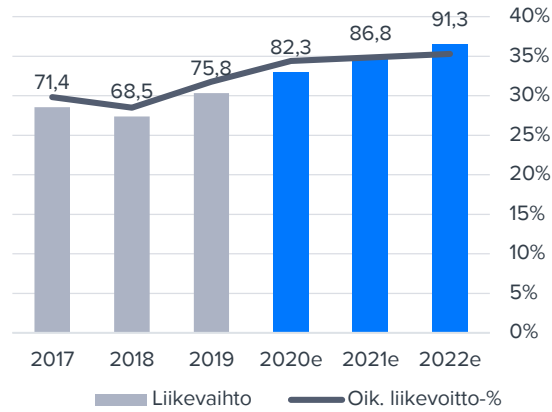
Lähde: Inderes

Osakekurssi



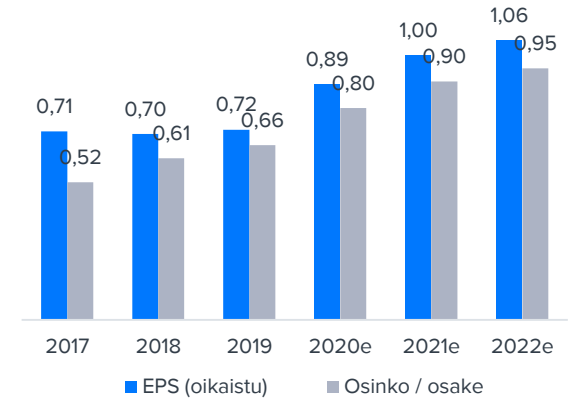
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Kulutehokkuuden parantuminen



Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Markkinatilanteen kestävyys
- Jatkuvasti kiristynvä regulaatio



Arvostus

- Nykyinen arvostustaso (P/E 2019 17x) alkaa olla kipurajoilla
- Vahva tuloskasvu yhdessä korkean osinkotuoton kanssa tarjoaa kuitenkin yhä riittävän tuotto-odotuksen

MCAP

278

MEUR

Osinko-%

5,7%

2019

P/B

3,3

2020e

P/E (oik.)

13,1

2020e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	12-16
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	17
Konsernitoiminnot	18-19
Toimiala ja kilpailukenttä	20-27
Taloudellinen tilanne	28
Ennusteet	29-32
Arvonmääritys	33-37
Liitteet	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Evli lyhyesti

Evli on sijoittamiseen erikoistunut pankki. Yhtiön liiketoiminta on jaettu kahteen liiketoiminta-alueeseen; Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat sekä Neuvonanto- ja yritysasiakkaat, joita tukee konsernitoiminnot.

75,8 MEUR (11 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

19 % 2014-2019

Oman pääoman tuotto keskimäärin

31,8 % (27,6 %)

Liikevoitto-% 2019 (2018)

14,3 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus 2019 lopussa

124 %

Toistuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin vuonna 2019

249

Henkilöstön lkm vuonna 2019

2010-2014

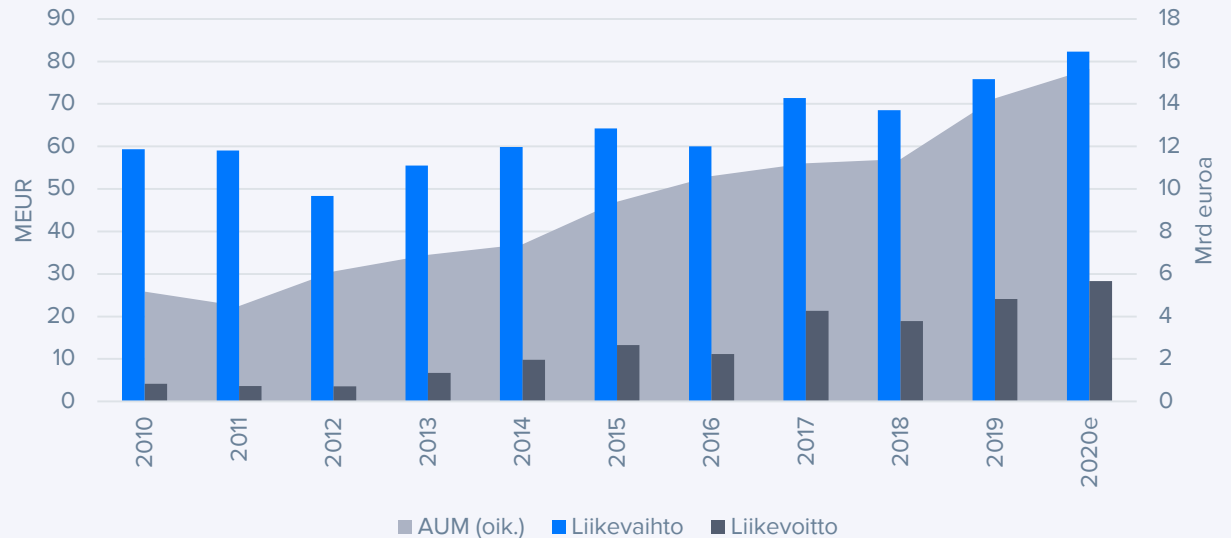
- Eurokriisin myötä laajat kulusäästöt
- Fokuksen aiempaa voimakkaampi siirto Varainhoitoon
- Kiinteistörahastoliiketoiminnan eriyttäminen ja NHC:n perustaminen
- Baltiasta vetäytyminen
- Pankkien pääomavaateiden kiristyminen 2014 (Basel III)

2015-2019

- Helsingin pörssin päällyställe 12/2015
- Venäjän toimintojen alasajo
- Organisaatiouudistus ja strategiapäivitys 2017
- Panostukset KV-rahastomyyntiin
- Vaihtoehtoisten tuotteiden tarjonnan kasvattaminen
- IT-uudistukset 2016 & 2018-2019

2020-

- KV-rahastomyynnin kasvun jatkuminen Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvu ja uudet tuotelanseeraukset
- Sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Panostukset vastuullisuuteen ja digitalisaatioon



Evlin kehitys listautumisen jälkeen

Evlin kokonaistuotto listautumisesta (100=12/2015)



Lähde: Thomson Reuters,
data kerätty 20.2.2020

Yhtiökuvaus

Sijoittamiseen erikoistunut pankki

Evli Pankki (Evli) on suomalainen vuonna 1985 perustettu sijoittamiseen erikoistunut pankki. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen kaikki keskeiset sijoittamiseen liittyvät palvelut. Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä, joille yhtiö tarjoaa varainhoito- sekä neuvonantopalveluita. Evlin palveluksessa oli vuonna 2019 249 työntekijää ja sen toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. Evli listautui Helsingin pörssiin loppuvuodesta 2015.

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat (Varainhoito) segmentti on konsernin segmenteistä selvästi suurin ja sen hallinnoitavat varat olivat vuoden 2019 lopussa 14,3 miljardia euroa. Tästä noin 9,6 miljardia euroa oli sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Neuvonanto- ja yritysasiakas-segmentti on keskittynyt palvelemaan asiakkaita investointipankin, palkitsemisjärjestelmien sekä osaketutkimuksen saralla. Konsernitoimintosegmentti kattaa konsernin omasta taseesta tehtävät sijoitukset ja pankkiliiketoiminnan. Lisäksi Konsernitoiminnat toimii tukifunktiona kahdelle muulle segmentille.

Välittäjästä varainhoitajaksi

Yhtiön alkuvuosina Evlin liiketoiminnan ytimenä oli pörssikaupankäynti ja yhtiö oli puhdas pankkiiriliike. Vuonna 2001 yhtiö sai pankkitoimiluvan ja siitä muodostui varainhoito- ja investointipankki. Vuosina 2005-2006 yhtiö siirsi fokuksensa strategiapäivityksen yhteydessä

varainhoitoon. Tavoitteena oli parantaa konsernin tuloksen ennustettavuutta (jatkuvat palkkiotuotot) ja pienentää konsernin riskitasoa (riippuvuus pörssikaupankäynnistä ja omasta trading-toiminnasta). Strategiavalinta on osoittautunut oikeaksi, sillä yhtiön perinteinen osakevälitystoiminta on ajautunut rakenteellisiin ongelmiin toimialan murroksen seurauksena ja sen kokoluokka on supistunut dramaattisesti. Samalla kuitenkin varainhoito on kasvanut ripeästi ja Evlistä on tullut yksi Suomen suurimpia varainhoitajia.

Taloudelliset tavoitteet

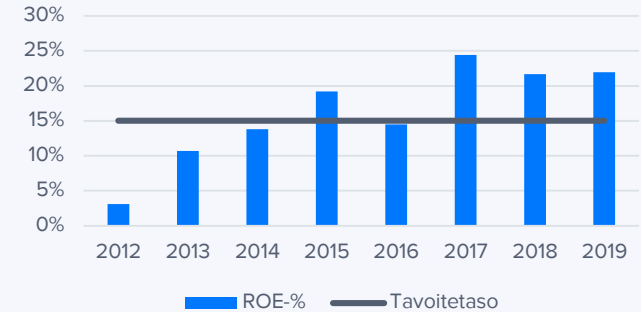
Evli on julkistanut seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- Oman pääoman tuotto yli 15 %
- Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin yli 100 %

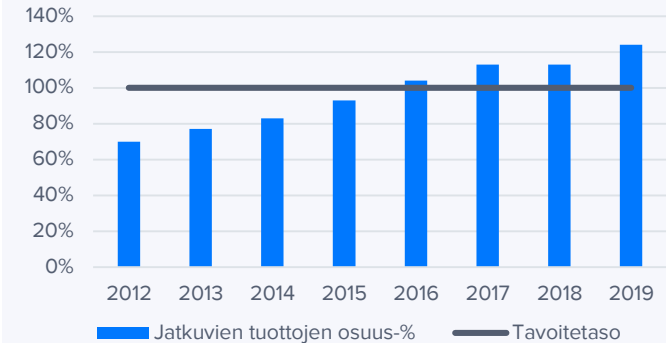
Jatkuvien tuottojen suhde yhtiön operatiivisiin kuluihin oli 124 % vuonna 2019. Yhtiön asettama 100 %:n tavoite on viime vuosina ylittynyt selvästi parantuneen kulutehokkuuden ansiosta. Oman pääoman 15 %:n tuottotavoite on mielestämme varsin varovainen ja pääomaa sitovasta pankkitoiminnasta huolimatta oman pääoman tuoton pitäisi keskimäärin ylittää 15 %:n tavoite selvällä marginaalilla.

Evli päivitti Q3'19-tuloksen jälkeen osinkopolitiikkaansa ja uuden osinkopolitiikan mukaan yhtiö jakaa osinkoina niin suuren osan tuloksestaan, kuin vakavaraisuus mahdollistaa. Näkemyksemme mukaan tämä tulee tarkoittamaan lähivuosina lähellä 100 % olevaa osingonjakosuhdetta.

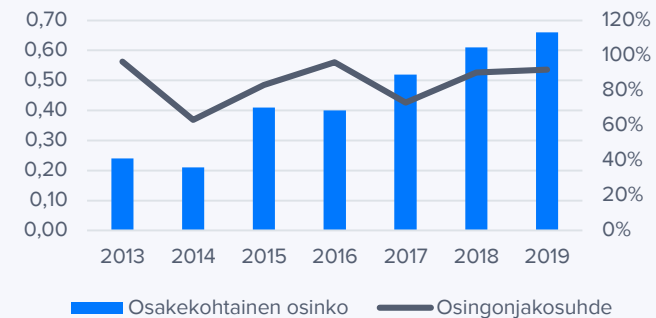
Oman pääoman tuotto



Jatkuvien tuottojen suhde kuluihin



Osingonjako



Evlin strategiset painopistealueet

Strategian kulmakivet



Kansainvälinen kasvu



- Valikoitujen rahastotuotteiden myynti kansainvälisille instituutioille
- Kansainvälisen jakeluverkoston laajentaminen

Vastuullisuus



- Läpinäkyvyyden lisääminen asiakasraportoinnissa
- Sijoitustoiminnan vastuullisuus
- Uudet vastuulliset tuotteet

Vaihtoehtoiset sijoitustuotteet



- Uusia vaihtoehtoisia sijoitustuotteita kotimaisille asiakkaille
- Hyvien tuottojen varmistaminen sijoittajille nykyisissä tuotteissa

Asiakaskokemus ja digitalisaatio



- Digitaalisten palvelumallien kehittäminen
- Toiminnan tehostaminen ja prosessien automatisointi

Inderesin kommentit Evlin strategisista painopistealueista

- Mielestämme yhtiön strategia hyödyntää paikallisia agentteja myynnin tukena on ollut täysin oikea ja mahdollistanut kustannustehokkaan sekä matalariskisen tavan kansainvälistyä.
- Evlin kansainvälinen myynti on kehittynyt odotuksiamme paremmin ja näytöt ovat tältä osin vahvat.

- Evlin asiakaskunnassa vastuullisuus on erittäin tärkeässä roolissa ja mielestämme Evlin aktiivinen lähestymistapa vastuullisuuteen on oikea strateginen valinta.
- Näkemyksemme mukaan vastuulliset impaktituotteet (mm. vihreän energian rahastot) sopisivat Evlin valikoimaan poikkeuksellisen hyvin.

- Korkovarainhoitajana vaihtoehtoisten merkitys korostuu Evlille, koska ne paikkaavat etenkin nollakorkojen tuomaa aukkoa asiakkaiden salkuissa.
- Vaihtoehtoisissa onnistuminen on Evlin arvon kannalta keskeisessä roolissa.
- Uutena toimija vaihtoehtoisissa sijoituksissa Evlin on ensiarvoisen tärkeä onnistua nyt perustettujen rahastojen sijoitustoiminnassa.

- Mielestämme digitalisaatiosta on yhä enemmän muodostumassa projektin sijaan jatkuva osa finanssialan yhtiöiden strategiaa.
- Evlin tulisi ensisijaisesti keskittyä ydinprosessiensa tehostamiseen ja ydinasiakasryhmän palvelumallin kehitykseen.
- Yhtiön tulisi välttää rönsyilyä digitalisaation siivellä (mm. isompien asiakasryhmien tavoittelu)

Strategia

2011
-
2014

2015
-
2018

2020-

Fokus Varainhoidossa

- Fokuksen aiempaa voimakkaampi siirto Varainhoitoon
- Eurokriisin myötä laajat kulusäästöt
- Kiinteistörahastoliiketoiminnan eriyttäminen ja NHC:n perustaminen
- Isot panostukset IT-järjestelmiin
- Yhtiön tulos varsin riippuvainen pääomamarkkinoista

Tulos uudelle tasolle

- Varainhoidossa vahva orgaaninen kasvu
- Rönsyjen karsiminen (mm. Viro, Venäjä)
- Kansainvälisen myynnin avaaminen
- Pääomamarkkinat-yksikön saneeraus
- Kannattavuus uudelle tasolle
- Jatkuvat tuotot ensi kertaa yli kulujen
- Listautuminen Helsingin pörssiin
- Laajentuminen pääomarahastoihin

Hallittu kasvu

- Vahvan markkinatilanteen myötä tuloksella edellytykset nousta seuraavalle tasolle
- Kulutehokkuuden tulisi skaalautua kulukontrollin ja parantuvan IT-tehokkuuden myötä
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen
- Kansainvälisen myynnin voimakas kasvu
- Kannattavan hallitun kasvun jatkaminen

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Pääomarahastoliiketoiminnan avaus
- Jatkuvien tuottojen osuuden selkeä kasvu
- Kansainvälisen jakeluverkoston rakennus
- Sijoitustoiminnan hyvä suoritus
- Kulutehokkuuden selkeä parannus
- Vastuullisuuden integrointi osaksi strategiaa

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kansainvälisen myynnin kasvun jatkaminen
- Uusien pääomarahastojen lanseeraukset ja nykyisten selkeä kasvu
- Sijoitustoiminnassa onnistuminen, etenkin perinteisessä varainhoidossa
- Kulukontrollin säilyminen tuloksen kasvaessa voimakkaasti

Seuraavat 5 vuotta

- Kasvu merkittävästi nykyistä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi (yhtiön oma tavoite olla Pohjoismaiden johtava boutique-varainhoitaja)
- Kansainvälisen myynnin suhteellisen osuuden selkeä kasvu
- Tuotetarjonnan laajentaminen etenkin pääomarahastoissa
- Sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Tuottopalkkioiden kasvu pääomarahastoliiketoiminnan kasvun seurauksena

Tukipalvelut

Välitys



Palkitseminen



Investointipankki



Osaketutkimus



Pankki

Varainhoito

Varainhoito perustuu varainhoitomalleihin, joissa hyödynnetään omia rahastoja.



Varainhoidon pääomista ~80 % instituutionaalisilta sijoittajilta. Loput varakkailta yksityishenkilöiltä.

Liiketoimintaidea



Evli on sijoittamiseen erikoistunut pankki. Evli tarjoaa yksityishenkilöille, yrityksille ja instituutioille laaja-alaisen tuotevalikoiman sekä vahvaan ammattitaitoon perustuvaa asiakaspalvelua sijoittamisessa ja varainhoidossa sekä yritys- ja neuvonantopalveluissa. Liiketoiminnan ytimen muodostavat varainhoito- ja sijoituspalvelut sekä neuvonanto- ja yrityspalvelut.

Strategiset painopistealueet

Kansainvälinen kasvu



Vaihtoehtoiset sijoitustuotteet



Vastuullisuus



Asiakaskokemus ja digitalisaatio



Rahastot

- Rahastopääomalla mitattuna Suomen neljänneksi suurin varainhoitaja
- Rahastopääomat 9,6 mrd euroa vuonna 2019
- 30 % rahastopääomista kansainvälisiltä sijoittajilta
- Rahastojen keskimääräinen Morningstar-luokitus 3,4 tähteä

Taloudelliset tavoitteet

Oman pääoman tuotto yli 15 %



Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin yli 100 %

Toimipisteet, jakeluverkosto ja resurssit

Toimistot Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa



Jakelu yhteistyökumppanien kautta 12 maahan

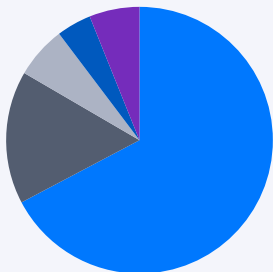


249 sijoitusammattilaista



Hallinnoitava varallisuus

14,3 mrd€ (2019)



- Rahastot
- Muu omaisuudenhoito
- Northern Horizon Capital
- Evli Awards Management
- Pääomarahastot

Toimialan trendejä

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

Sijoitusprofiili

1.

Varainhoidon vahvat kasvunäkymät

2.

Selvästi parantunut kulutehokkuus ja kannattavuustaso

3.

Vahva tase sekä vakavaraisuus mahdollistavat vuolaan osinkovirran

4.

Evli on verrokkeja herkempi markkinatilanteelle

5.

Pankkitoiminta sitoo paljon pääomaa ja tuo kustannuksia

Potentiaali



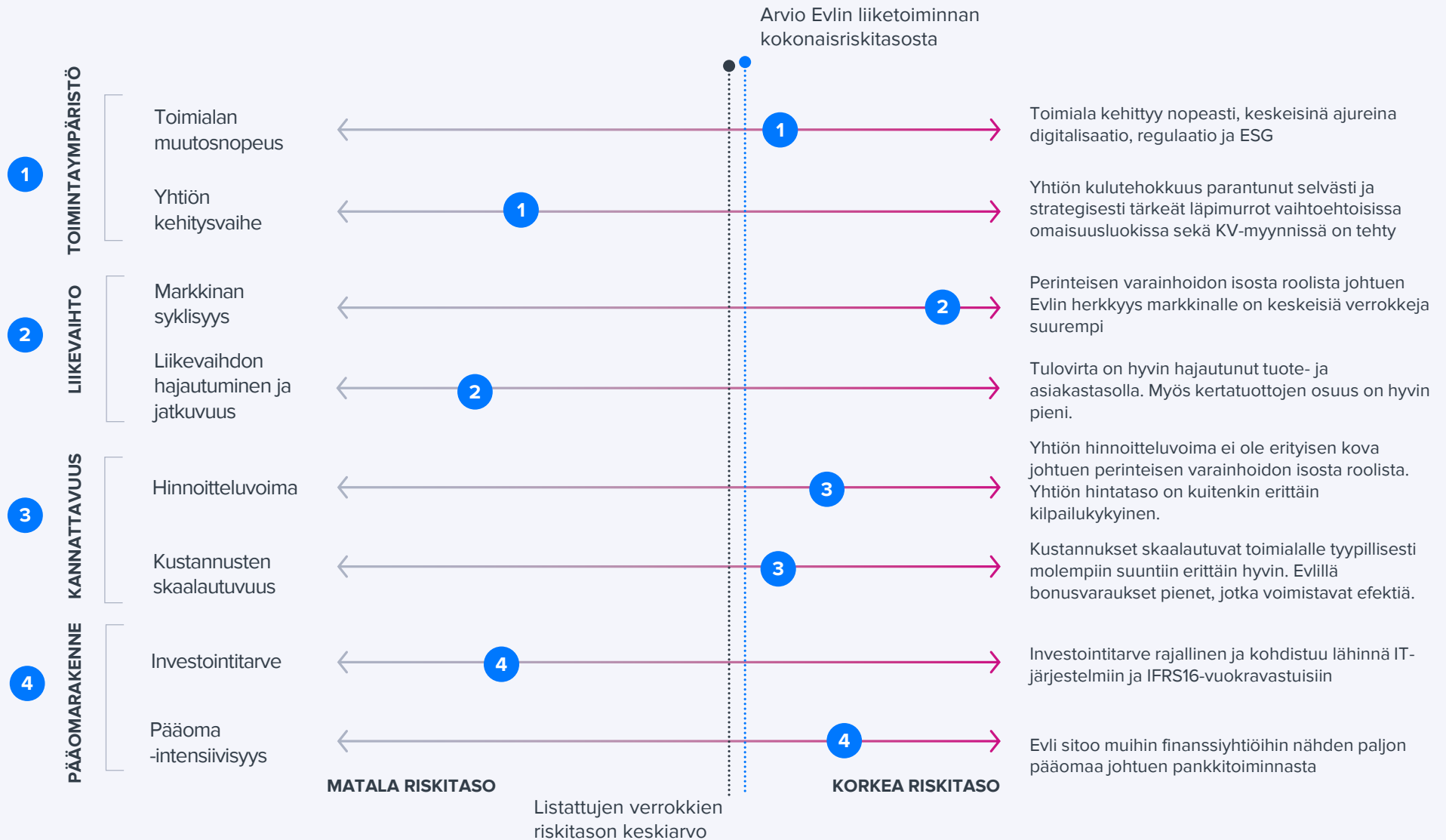
- Kansainvälinen myynti
- Markkinaosuuden kasvu kotimaassa
- Uudet vaihtoehtoiset tuotteet
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Pankkitoiminnasta luopuminen loisi selvää omistaja-arvoa (sivu 19)

Riskit



- Markkinatilanteen heikentyminen
- Regulaatio ja pääomavaatimusten kasvu
- Perinteisen varainhoidon salkunhoidon performanssin heikentyminen

Evlin liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat 1/4

Konsernin ydin

Evli on Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia ja rahastopääomalla mitattuna Suomen neljänneksi suurin varainhoitaja 7,7 %:n markkinaosuudella. Evli on menestynyt historiassa erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa ja yhtiö on ollut Suomen paras yhteisövarainhoitaja SFR:n vuotuisissa tutkimuksissa vuosina 2015-2018 ja TNS Sifon tutkimuksissa vuosina 2015-2019. Arviomme mukaan yhtiön keskeiset vahvuudet liittyvät hyvään asiakaspalvelukokemukseen, hyvin onnistuneeseen sijoitustoimintaan sekä hyvin kilpailukykyiseen ja läpinäkyvään kulutukseen. Segmentti työllistää 154 henkilöä pääosin Suomessa.

Hallinnoitava varallisuus

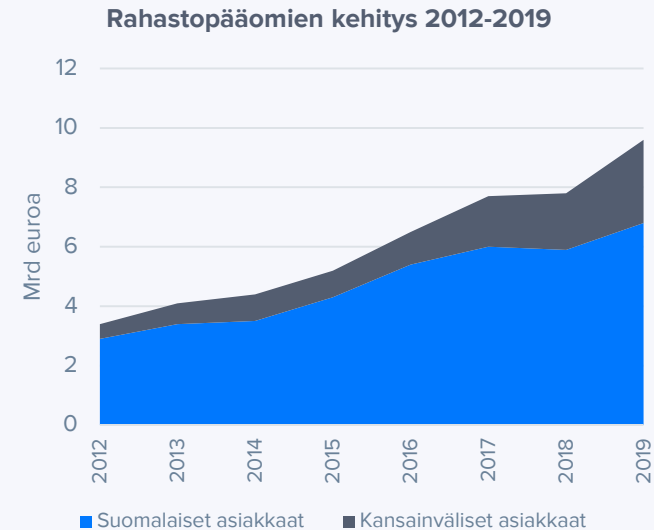
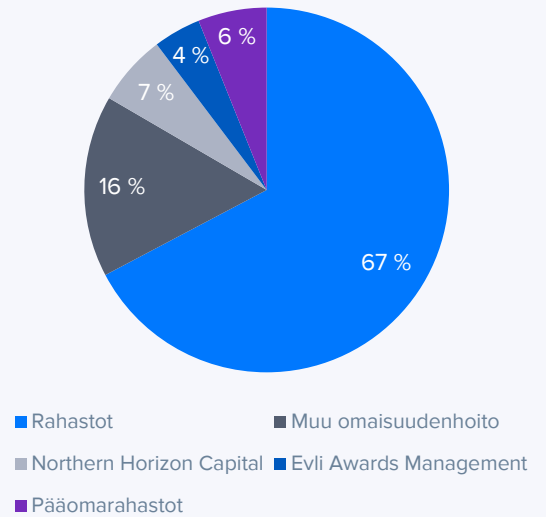
Evlin hallinnoitava varallisuus oli vuoden 2019 lopussa 14,3 miljardia euroa. Yhtiön varainhoitomallin ytimessä on sijoittaminen omien rahastojen kautta ja yhtiö toteuttaa täyden valtakirjan mandaattinsa pääosin omien rahastojen kautta. Yhtiön omat rahastot ovat merkittävässä roolissa koko hallinnoitavassa varallisuudessa ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta 9,6 miljardia oli vuoden 2019 lopussa omissa rahastoissa. Tästä pääomasta noin 73 % oli korkorahastoissa ja noin 26% osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus (1%) on häviävän pieni niiden menetettyä viime vuonna selvästi jalansijaa rahastomarkkinalla.

Evlin rahastotarjonta käsitti vuoden 2019 lopussa 26 rahastoa ja eri rahastoja vertailevan Morningstarin Evlin rahastoille antama

keskimääräinen arvosana on 3,4 tähteä. Käsitksemme mukaan Evli on onnistunut viime vuosina allokatiopäätöksissään hyvin, mutta salkunhoito on ollut varsin defensiivistä ja yhtiön rahastojen tuottokehitys on ollut suhteellisen vaisua viime vuosien riskinottoon kannustavassa sijoitusympäristössä.

Evlin rahastojen keskimääräinen koko on varsin korkea ja tuotekohtainen kannattavuus on erittäin hyvä. Evli on panostanut viime vuosina voimakkaasti rahastojen kansainväliseen myyntiin. Yhtiön kansainväliset rahastopääomat kasvoivat viime vuonna 2,8 mrd euroon ja noin puolet rahastojen keräämistä nettomerkinnoista (2019: 958 MEUR) tuli Suomen ulkopuolelta. 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 myynnissä 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.

Hallinnoitava varallisuus 2019 (14,3 mrd)



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat 2/4

Arviomme mukaan Evlin hallinnoitavasta varallisuudesta noin 2,3 mrd euroa oli vuoden 2019 lopussa rahastojen ulkopuolisessa omaisuudenhoidossa. Käytännössä tämä tarkoittaa mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita. Pääoma ei sisällä käsityksemme mukaan raportointipalveluja ja valtaosa tästä 2,3 miljardista on ns. tuottavaa varallisuutta.

Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden eli pääomarahastojen hallinnoitavat pääomat olivat vuoden 2019 lopussa noin 0,9 mrd euroa. Evli lähti pääomarahastoihin selvältä takamatkalta ja pääomarahastot tulivat osaksi tuotetarjontaa varsinaisesti vasta vuoden 2018 Kelonia-liiketoimintakaupan myötä. Yhtiö on kuitenkin onnistunut kasvattamaan vaihtoehtoisten tuotteiden tarjontaa lyhyessä ajassa ripeästi ja niistä on tullut jo konsernin mittakaavassa merkittävää liiketoimintaa.

Loput Evlin hallinnoitavasta varallisuudesta ovat osakkuusyhtiö Northern Horizon Capitalin kiinteistösalkuissa oleva 0,9 miljardia sekä Evli Awards Managementin 0,6 miljardia euroa. Tämä pääoma ei tuota Varainhoidolle palkkioita.

Keskimäärin Evli saa hallinnoitavasta varallisuudestaan (pl. NHC ja EAM) noin 0,5-0,6 %:n tuottoa ja taso on pysynyt varsin vakaana jo pidemmän aikaa.

Varainhoidon palkkiotuotot

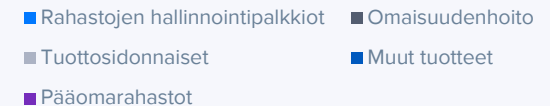
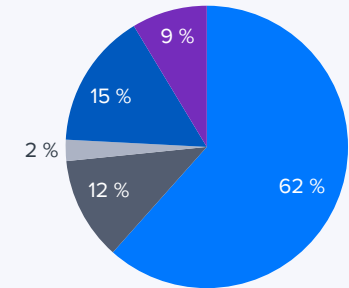
Evli raportoi Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat-

segmenttinsä tuotot yhdellä rivillä ja läpinäkyvyys tulovirtoihin on rajallinen. Varainhoidon palkkiotuotot voidaan kuitenkin jakaa rahastojen hallinnointipalkkioihin, muusta omaisuudenhoidosta saataviin palkkioihin, tuottosidonnaisiin palkkioihin, muista tuotteista saataviin palkkioihin ja pääomarahastojen palkkioihin.

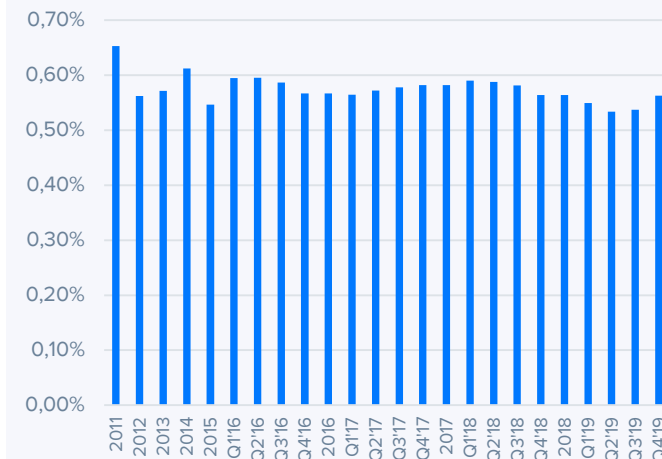
Rahastojen hallinnointipalkkiot ovat Evlin keskeinen tulovirta ja arviomme mukaan ne olivat viime vuonna noin 38 MEUR. Tästä osakerahastojen osuus on hieman alle puolet ja korkorahastojen hieman yli puolet. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on kireää ja erottautuminen hankalaa. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin hyvä ja tämän seurauksena yhtiön hintakilpailukyky on erinomainen. Rahastojen hallinnointipalkkiot tulevat jatkamaan lähivuosina kasvuaan hallinnoitavien pääomien kasvun myötä.

Muu omaisuudenhoito sisältää omaisuudenhoidossa olevan omien rahastojen ulkopuolisen varallisuuden. Laskelmiemme mukaan sen palkkiot olivat viime vuonna noin 7 MEUR. Taso on pysynyt viimevuosina vakaana, sillä Evlin fokus on ollut omissa rahastoissa. Uskomme saman trendin jatkuvan myös jatkossa ja emme odota oleellista kasvua Muuhun omaisuudenhoitoon.

Palkkituottojen jakauma 2019



AUM (pl. NHC ja EAM) 12kk rolling palkkiotasotaso



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat 3/4

Tuottosidonnaisten palkkioiden merkitys Evlille on sen keskeisiä kilpailijoita pienempi. Yhtiöllä on tuottosidonnaisiin palkkioihin oikeuttavat sopimukset vain osassa varainhoitosalkuista ja vain yksittäisissä rahastoissa. Arviomme mukaan yhtiön tuottosidonnaiset palkkiot olivat vuodelta 2019 noin 1,5 MEUR. Tuottosidonnaisten palkkoiden määrä vaihtelee vuosittain varsin paljon ja esimerkiksi vuoden 2018 haastavassa markkinatilanteessa tuottopalkkiot jäivät arviomme mukaan vaisulle 0,5 MEUR:n tasolle. Viime vuoden tuottosidonnaiset palkkiot heijastelevat varsin hyvin tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoitua tasoa.

Muut tuotteet sisältävät strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin sekä välityksen. Arviomme mukaan muiden tuotteiden liikevaihto oli viime vuonna hieman alle 10 MEUR. Tästä selkeä enemmistö on välitystä ja strukturoitujen tuotteiden osuus on noin 2-3 MEUR. Yhtiö on sopeuttanut välitystoimintaansa mm. lopettamalla vuonna 2018 osakevälityksen Ruotsissa ja JVK-välityksen Suomessa pyrkiessään vastaamaan välitystoiminnan rakenteelliseen laskuun.

Pääomarahastot: Evli on edennyt pääomarahastoliiketoiminnan ylösajossaan selvästi odotuksiamme nopeammin ja yhtiön mukaan vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden palkkiot olivat viime vuonna yli 10 % kaikista Evlin saamista rahastopalkkioista. Arviomme mukaan vaihtoehtoista sijoitustuotteista saadut palkkiot olivat vuonna 2019 noin 5 MEUR eli noin 14 % kaikista rahastopalkkioista. Odotamme

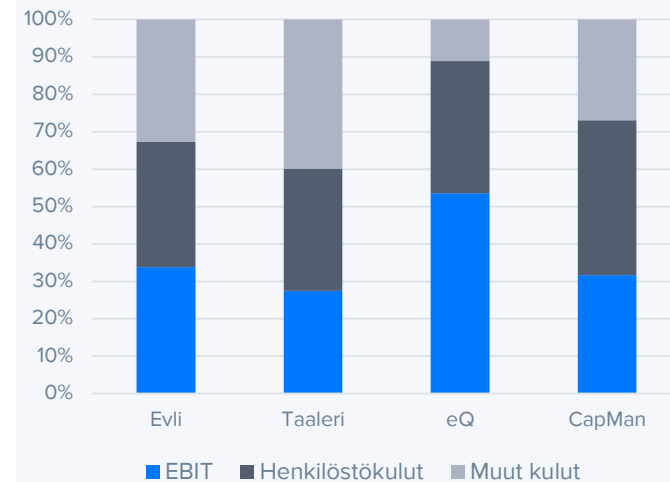
vaihtoehtoista sijoitustuotteista saatavien palkkioiden jatkavan lähivuosina ripeää kasvuaan uusien tuotteiden ja hallinnoitavien pääomien kasvun vetämänä.

Kulutehokkuudessa selvä harppaus eteenpäin

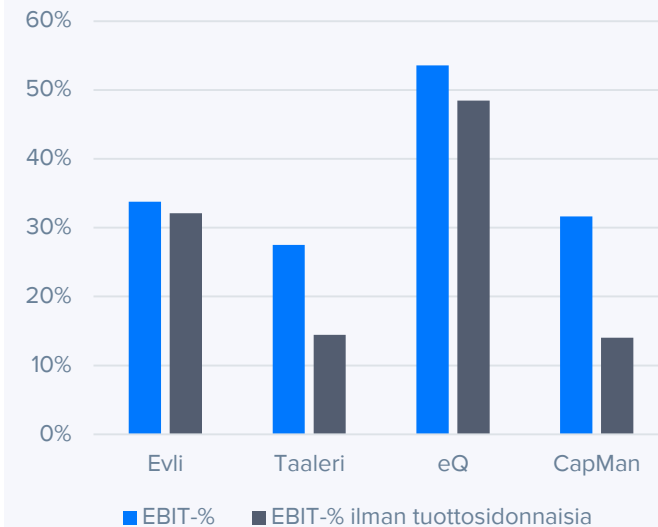
Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja historiallisesti Varainhoidon kulutaso on ollut suhteellisen korkea keskeisiin kilpailijoihin verrattuna. Evlin kulutehokkuus on kuitenkin parantunut viime vuosina selvästi ja yhtiön kannattavuus on noussut sektorin kärkipäähän. Parantuneen kulutehokkuuden taustalla on ollut käsityksemme mukaan voimakas kasvu, toimintaprosessien yleinen tehostaminen sekä mittavan ja erityisesti Varainhoitoa koskeneen IT-investoinnin (runkojärjestelmäuudistus) läpivienti.

Varainhoidon operatiiviset kulut olivat vuonna 2019 noin 30 MEUR ilman konsernin allokointeja jotka olivat samana vuonna 7,5 MEUR. Yhtiö ei erittele kulurakennetta, mutta arviomme mukaan tästä 30 MEUR:sta hieman yli 20 MEUR on henkilöstökuluja. Varainhoidossa työskenteli viime vuonna 154 henkilöä ja keskimääräinen henkilöstökulu on laskelmiemme mukaan noin 130-140 TEUR/vuosi, jossa bonusten osuus on varsin maltillinen. Varainhoidon muut kulut ilman konsernin allokointeja ovat laskelmiemme mukaan hieman alle 10 MEUR, josta poistojen osuus on noin 3 MEUR. Varainhoidon poistomassa on kasvanut viime vuosien IT-investointien myötä selvästi.

Verrokkien kulurakenne ja kannattavuus 2019



Verrokkien kannattavuus 2019



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat 4/4

Konsernin kulojen allokoinnit olivat vuonna 2019 noin 7,5 MEUR. Arviomme mukaan normalisoitu taso nykyisillä konsernin trading-tuotoilla on noin 8 MEUR ja odotamme kulutason kasvavan maltillisesti lähivuosina. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan konserniallokoinnin huomioivaa kannattavuutta johtuen niiden jatkuvasta luonteesta.

Tulosennusteet 2020-2021

Varainhoidon tuloskasvunäkymät ovat vuodelle 2020 erittäin vahvat, sillä yhtiön hallinnoitavat varat ovat ennätystasolla, uusmyynti toimii niin kotimaassa kuin kansainvälisesti erinomaisesti ja yhtiö on ottanut kulutehokkuudessaan ison harppauksen eteenpäin.

Ennustamme Varainhoidon liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna noin 12 %:lla 69,1 MEUR:oon. Liikevaihdon vahvaa kasvua ajaa erinomaisena säilyvä perinteisen varainhoidon uusmyynti ja pääomarahastojen vahvan kasvun myötä parantuva hallinnoitavan varallisuuden mix. Odotamme pääomarahastojen hallinnoitavan varallisuuden kasvavan kuluvaan vuonna 1,3 mrd euroon (2019: 0,9 mrd). Pääomarahastojen kasvun taustalla on Infra-rahaston käynnissä oleva varainkeruu, minkä lisäksi odotamme yhtiön aloittavan varainkeruun uuteen tuotteeseen loppuvuoden aikana.

Viime vuonna toteutetut kulutoimenpiteet (mm. IT-uudistus, rahastojen säilytyksen ulkoistaminen) heijastuvat ennusteissamme täysimääräisesti Varainhoidon vuoden 2020 numeroihin ja liikevaihdon kasvu valuu tehokkaalla suhteella läpi tulokseen. Varainhoidon liikevoitto kasvaa

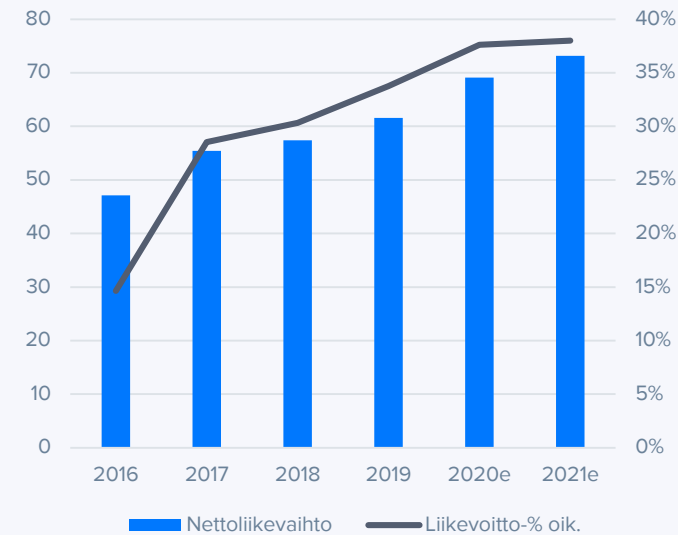
kuluvaan vuonna ennusteissamme 26 MEUR:oon (2019: 20,8 MEUR) ja liikevoittomarginaali nousee erinomaiselle 37,6 %:n tasolle (2019: 33,8 %).

Vuoden 2021 osalta ennustamme Varainhoidon liikevaihdon kasvun maltillistuvan noin 5 %:n tasolle. Hallinnoitava varallisuus jatkaa vuonna ennusteissamme vahvaa noin 10 %:n kasvua, mutta liikevaihtokehitystä rasittaa jatkuva paine palkkiotasossa sekä välitystoiminnan rakenteellinen lasku. Varainhoidon liikevoitto kasvaa ennusteissamme noin 7 %:lla 27,8 MEUR:oon lievästi parantuvan kannattavuuden (2021e: EBIT-% 38,0 %) myötä. Varainhoidon kulumarkkanteella pitäisi olla edellytykset skaalautua ennusteitamme tehokkaammin, mutta haluamme sisällyttää ennusteisiimme turvamarginaalia markkinatilanteeseen liittyvä epävarmuus ja yhtiön historialliset kuluhaasteet huomioiden. Korostamme että vuosille 2020-2021 ennustamamme kannattavuustaso on käsityksemme mukaan Varainhoidon historian paras ja toteutuessaan erinomainen.

Pitkän aikavälin näkymät vahvat

Evlin positio kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on erittäin vahva ja yhtiö on asemoitunut toimialan muutostrendeihin erinomaisesti. Varainhoidolla onkin näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa kasvuaan myös pitkällä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan kasvun painopiste tulee siirtymään yhä voimakkaammin kansainväliseen myyntiin, sillä kotimaassa kasvu käy pitkällä aikavälillä yhä haastavammaksi yhtiön vahvasta markkina-asemasta johtuen.

Varainhoidon tulosennusteet



AUM-ennusteet



Neuvonanto- ja yritysasiakkaat

Liiketoimintakuvaus

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat on Evlin pienempi segmentti ja se perustettiin vuoden 2017 alussa. Segmentti koostuu investointipankista, kannustinjärjestelmiä tuottavasta Evli Awards Managementista sekä osaketutkimusta tuottavasta Evli Research Partnersista. Segmentin fokuksena on palvella pieniä ja keskisuuria yritysasiakkaita laajalla tarjonnalla (palkitseminen, investointipankki ja analyysi). Segmentti työllistää 44 henkilöä.

Segmentin vuoden 2019 liikevaihto oli 10,9 MEUR, josta investointipankin osuus oli arviomme mukaan 6,0 MEUR, Evli Awards Managementin (EAM) osuus noin 4,5 MEUR ja analyysipalvelun osuus 0,4 MEUR. Segmentti teki vuonna 2019 2,9 MEUR:n liikevoiton, joka jakaantuu arviomme mukaan tasan investointipankin ja Evli Awards Managementin kesken. Segmentti käyttää varsin vähän konsernin palveluita ja sen osuus konsernin allokoimista kuluista on pieni (2019: 1,2 MEUR).

Kokonaisuutena segmentin merkitys Evlille on varsin pieni ja sen synergiat Varainhoidon kanssa ovat hyvin rajalliset. Sijoittajan näkökulmasta Varainhoidon tuloskasvu on keskeisessä roolissa ja Neuvonanto- ja yritysasiakas (N&Y) -segmentin vaikutus jää väistämättä pieneksi. Historiallisesti Evlin pääomamarkkinayksikkö (välitys, tutkimus, investointipankki ja trading) on tehnyt heikkoa tulosta johtuen korkeista kuluista ja välitystoimialan rakenteellisista muutoksista.

Näkemyksemme mukaan segmentillä on lähivuosina hyvät edellytykset kohtuulliseen kannattavuuteen ja meidän on vaikea nähdä skenaariota, jossa segmentin tulos painuisi tappiolliseksi. Segmentin tuloksen selkeä kasvu nykytasolta vaatisi näkemyksemme mukaan uusia liiketoiminta-avauksia (esim. aiempaa voimakkaampi laajentuminen Ruotsiin), sillä nykyisien toimintojen puitteissa kasvuvara on rajallinen.

Investointipankki

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa että Ruotsissa ja se työllistää hieman yli 20 henkilöä. Evli omistaa investointipankista 59,7 % ja loput on yhtiön avainhenkilöillä. Sen liikevaihdon heilunta on toimialalle tyypillisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut vuosina 2010-2019 noin 3-9 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3 MEUR ja kannattavuusvipu on hyvin voimakas. Normalisoitu liikevaihtotaso on arviomme mukaan noin 5 MEUR.

Evli Awards Management (EAM)

EAM tarjoaa asiakkailleen kannustinjärjestelmiä. Evli omistaa liiketoiminnasta 97 % ja loput on yhtiön avainhenkilöillä. Liiketoiminta on hyvin ennustettavaa ja näkemyksemme mukaan nykyisessä kokoluokassa (2019: 4,5 MEUR) jo hyvin kannattavaa (arvioitu liikevoittomarginaali noin 25 %). Liiketoiminnalla on hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvuaan lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä Suomessa liiketoiminnan kasvupotentiaali on rajallinen nykyliiketoiminnan

puitteissa.

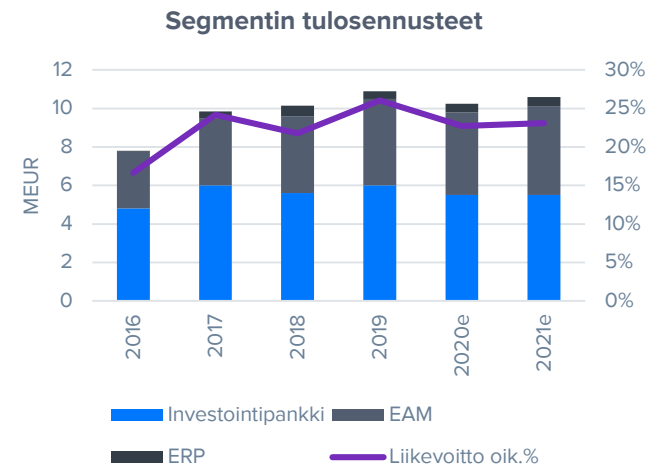
Evli Research Partners (ERP)

ERP tarjoaa analyysipalveluita pienille ja keskisuurille pörssiyrityksille. Toiminta yhtiöitettiin kesällä 2016 ja Evli omistaa siitä 70 % (lopun työntekijöillä). Toiminnan kokoluokka on hyvin pieni Evli konsernin näkökulmasta ja näemme analyysin enemmän N&Y-segmentin muita liiketoimintoja tukevana toimintona.

Segmentin tulosennusteet

Odotamme N&Y-segmentin vuoden 2020 liikevoiton laskevan 2,3 MEUR:oon (2019: 2,9 MEUR) vertailukautta matalammasta Investointipankin liikevaihdosta johtuen.

Vuonna 2021 ennustamme segmentin liikevaihdon kasvavan EAM:n maltillisen kasvun myötä 10,6 MEUR:oon ja liiketuloksen olevan noin 2,5 MEUR.



Konsernitoiminnot 1/2

Liiketoimintakuvaus

Evlin konsernitoiminnot kattavat yhtiön hallinnon, Evli Pankin, FX ja trading -toiminnon sekä tiettyjä tukifunktioita liiketoimintasegmenteille. Konsernitoiminnot saa liikevaihtonsa FX ja trading -toiminnosta sekä pankin korkokatteesta.

Johtuen laajoista toiminnoista on segmentin kulurakenne varsin korkea ja 2019 se oli noin 12,3 MEUR poistot huomioiden. Segmentti työllistää 51 henkilöä ja arviomme mukaan tästä noin 12 MEUR:n kulumassasta hieman yli 4 MEUR on henkilöstökuluja ja loput muita kiinteitä kuluja (IT, vuokrat, viestintä, viranomaismaksut, laki yms.). Evlin konsernitoimintojen kulurakenne on varsin raskas sekä absoluuttisesti että suhteellisesti. Tämä johtuu arviomme mukaan etenkin pankkitoiminnasta, joka rasittaa kulurakennetta selvästi keskeisiä verrokkeja enemmän.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi konsernitoiminnoissa edelleen selkeää tehostamisvaraa. Keskeinen keino tähän liittyen olisi pankkitoiminnasta luopuminen, jota käsittelemme tarkemmin seuraavalla sivulla. Pankkiin liittyvien toimintojen lisäksi keskiössä kulutehokkuuden parantamisessa ovat 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. Olemme IT-kulujen laskun suhteen kuitenkin varovaisia, sillä historiallisesti yhtiöllä on toimialalle tyypillisesti ollut haasteita IT-projektien kulujen sekä aikataulujen kanssa.

Pankki on tukitoiminto

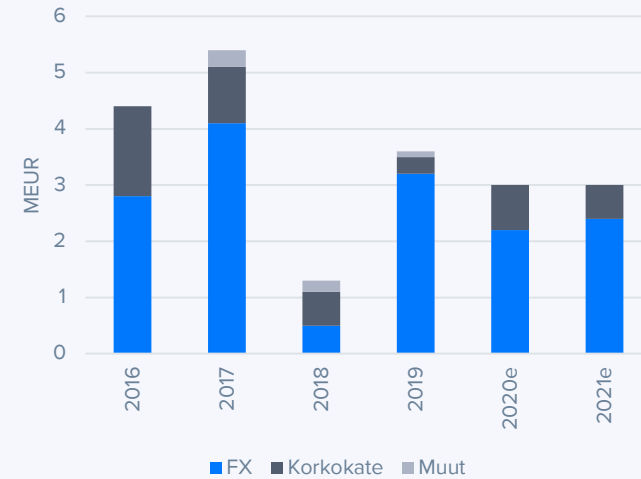
Muista listatuista sijoituspalveluyhtiöistä poiketen Evli on ainoa toimija, joka on myös pankki. Pankki on Evlille puhtaasti tukitoiminto ja sitä käytetään palvelemaan Varainhoidon asiakkaita. Pankin myötä yhtiö pystyy tarjoamaan asiakkailleen laajemman kokonaispalveluvalikoiman. Pankin varjopuolena on siihen liittyvä sääntely ja suhteellisen korkeat kulut.

Evli on ollut pankkitoimintansa kanssa erittäin konservatiivinen ja yhtiö on halunnut minimoida siihen liittyvät riskit. Käytännössä tämä on tarkoittanut lainakannan pitämistä suhteellisen pienenä (2019 lopussa noin 110 MEUR) ja tähän liittyvän duraation pitämistä lyhyenä (noin 12 kuukautta). Pienen lainakannan takia siitä saatava tulovirta jää kuitenkin varsin vähäiseksi. Käsittelemme pankkitoimintaa ja sen roolia Evlissä tarkemmin seuraavalla sivulla.

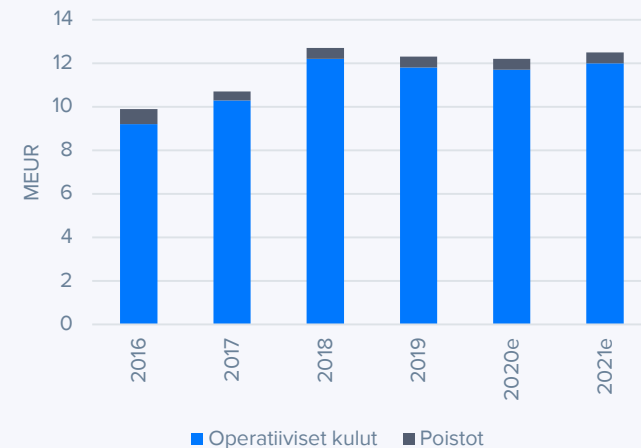
Tulosennusteet

Konsernitoiminnot laskuttaa valtaosan kuluistaan muilta segmenteiltä niiden käyttämien palveluiden perusteella ja arviomme mukaan segmenteiltä vuosittain laskutettava summa on noin 9 MEUR. Näin ollen Konsernitoiminnot-segmentin tulos on lähtökohtaisesti aina positiivinen ja sen määrä riippuu segmentin liikevaihdosta. Historiallisesti segmentin liikevaihto on ollut 4-6 MEUR:n tuntumassa ja tästä korkokatteen osuus on ollut noin kolmannes ja loput tulevat FX- ja trading-toiminnosta. Matala korkotaso sekä yhtiön trading-toiminnan riskitasoon tekemä alennus ovat kuitenkin johtaneet siihen, että segmentin kestävä liikevaihtotaso on lähivuosina arviomme mukaan noin 3 MEUR.

Konsernitoimintojen liikevaihto 2016-2021e



Konsernitoimintojen kulurakenne 2016-2021e



Konsernitoiminnot 2/2

Pankkitoiminnasta on tullut rasite

Arviomme mukaan Evlin konserninkulumassasta noin 4-5 MEUR ovat pankkiliitännäisiä. Kun tämä suhteutetaan pankin viime vuoden 3,6 MEUR:n liikevaihtoon, on mielestämme varsin selvää, että pankkitoiminta on tappiollista. Lähivuosien vaisut näkymät huomioiden on mielestämme selvää, että pankkitoiminta tulee säilymään tappiollisena myös jatkossa. Pankkitoiminnan kannattavaksi saattaminen vaatisi riskitason selkeää nostoa, mitä emme pidä strategisesti järkevänä.

Pankkina oleminen rasittaa myös Evlin vakavaraisuutta merkittävästi. Evlin ydinpääoma oli 2019 lopussa 49 MEUR ja riskipainotetut erät 322 MEUR, josta luottoriskin osuus oli 184 MEUR. Käsitksemme mukaan mikäli Evli lakkaisi olemasta pankki, poistuisi luottoriskiin liittyvä pääomavaatimus käytännössä täysin. Lisäksi yhtiön minimivakavaraisuusvaatimus laskisi 8 %:iin nykyisestä 10,5 %:sta. Näin ollen yhtiön minimiydinpääomavaatimus laskisi laskelmiemme mukaan noin 11 MEUR:oon nykyisestä noin 26 MEUR:sta. Käytännössä pankkina oleminen lopettaisi vapauttaisi Evliltä pääomia 20-30 MEUR riippuen yhtiön tavoittelemista pääomapuskureista.

Korostamme, että laskelmamme ovat havainnollistavia ja ne eivät huomioi pankin alarajamiseen liittyviä kuluja. Käsitksemme mukaan nämä kulut jäisivät kuitenkin suhteellisen rajallisiksi, vaikka prosessi veisikin todennäköisesti useamman vuoden.

Yhtiön tulisi harkita pankkitoiminnasta luopumista

Ottaen huomioon tulevan pankkisääntelyn (mm. Basel 4), tulee Evlin pankkitoiminnan kulupaine jatkumaan tulevina vuosina. Mielestämme onkin täysin selvää, että Evlin tulisi harkita pankkitoiminnasta luopumista. Pankkitoiminnasta luopumalla Evli:

- Vapauttaisi merkittävästi pääomia (20-30 MEUR)
- parantaisi hieman konsernin tulosta (1-2 MEUR)
- Parantaisi yhtiön sijoittajaprofilia (varainhoitaja > pankki)
- Laskisi konsernin riskitasoa (pankin tulovirrat heiluvat voimakkaasti)
- Terävöittäisi yhtiön fokusta ja mahdollistaisi resurssien keskittämisen arvoa voimakkaasti luovaan Varainhoitoon

Mielestämme on selvää, että pankkitoiminnasta luopumisella olisi yhtiön omistaja-arvoon selkeä positiivinen vaikutus. Pääomien vapautus loisi välittömästi lisäarvoa 20-30 MEUR ja 1-2 MEUR:n tulosparannuksella olisi yhtiön nykyisillä arvostuskertoimilla 10-20 MEUR:n positiivinen vaikutus markkina-arvoon. Kun tähän lisätään muut ”pehmeämmät” tekijät, olisi pankin lopettamisesta syntyvä lisäarvo todennäköisesti yli 50 MEUR tai noin 15-20 % nykyisestä markkina-arvosta.

Mikäli yhtiö jatkaa pankkitoimintaa, pitäisi sen

olemassaolo pystyä perustelevaan nykyistä paremmin esimerkiksi taseen voimakkaammalla hyödyntämisellä ja liiketoiminnan kasvattamisella. Tämä on kuitenkin epätodennäköistä, kun huomioidaan yhtiön konservatiivinen riskienhallinta. Nykyisessä kokoluokassa pankki on mielestämme yhtiölle lähinnä muinaisjäännös joka on selvästi isompi rasite kuin hyöty.

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on finanssikriisin jälkeen perustunut etenkin omaisuusarvojen nousuun vaisun talouskehityksen myötä. Viime vuosina omaisuudenhoitomarkkina on kuitenkin saanut tukea myös Suomen talouden elpymisestä sekä kasvaneesta kiinnostuksesta sijoittamista kohtaan. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli syyskuussa 2019 noin 230 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvu on

selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 230 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

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

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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

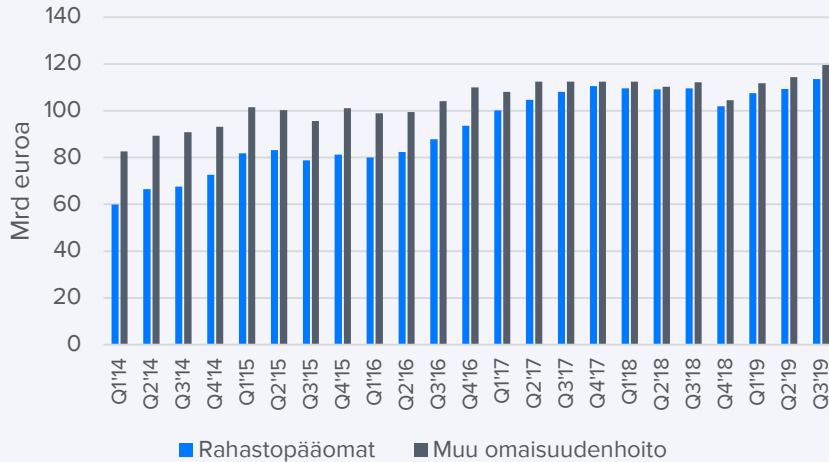
alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvu ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvua.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

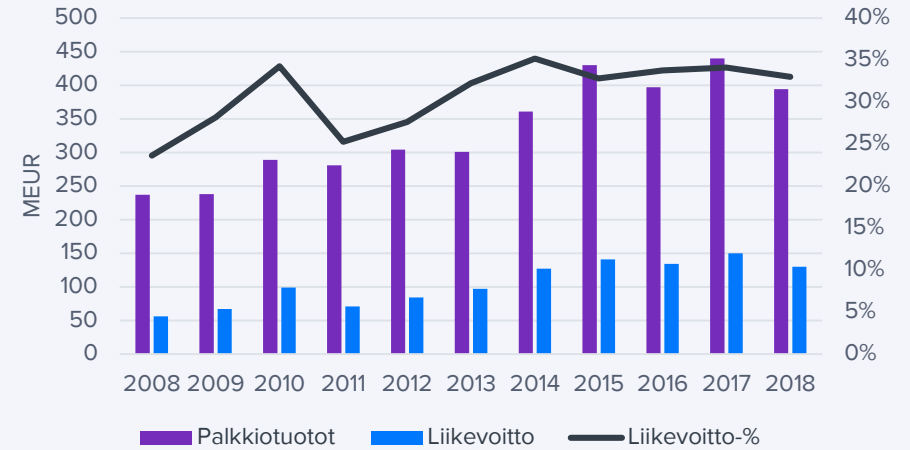
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vauhdilla, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa makroympäristön heikentyminen ja tästä seurannut pääomamarkkinoiden epävarmuuden kasvu.

Varainhoitomarkkina

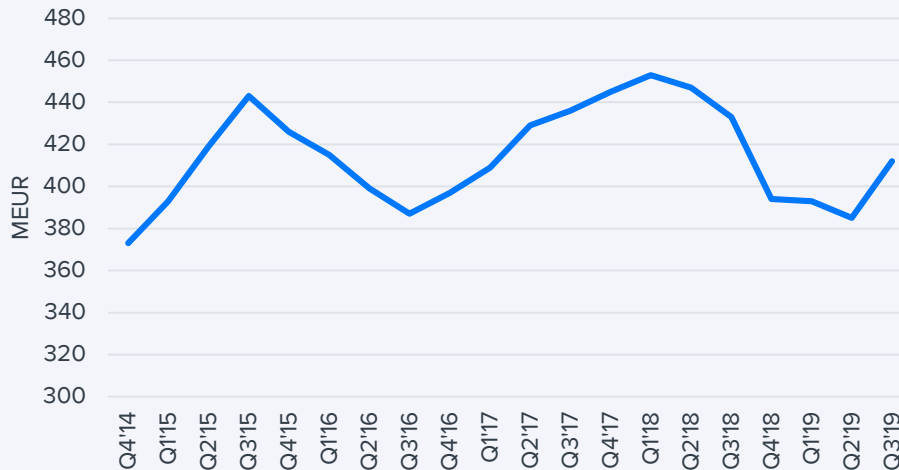
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



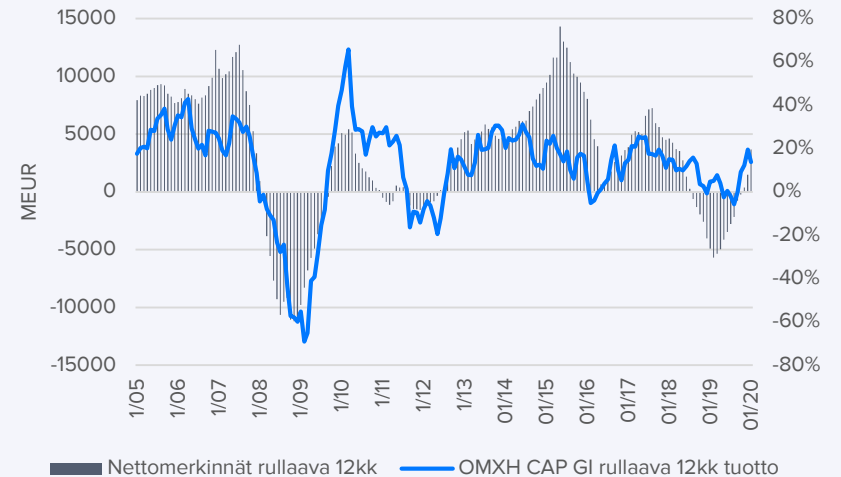
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)

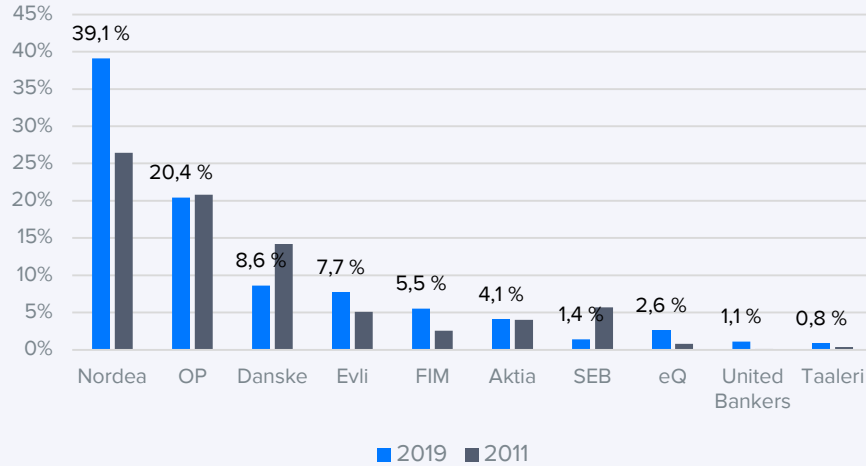


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt (rullaava 12kk)

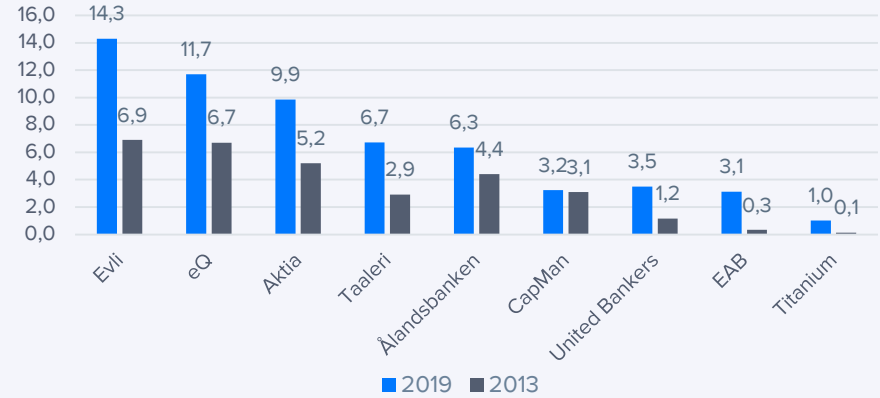


Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix*



Lähde: Suomen Sijoitustutkimus, yhtiöt, Inderes

*Inderesin arvio. Huom. UB ja Titanium 2019 Inderesin ennusteilla

Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

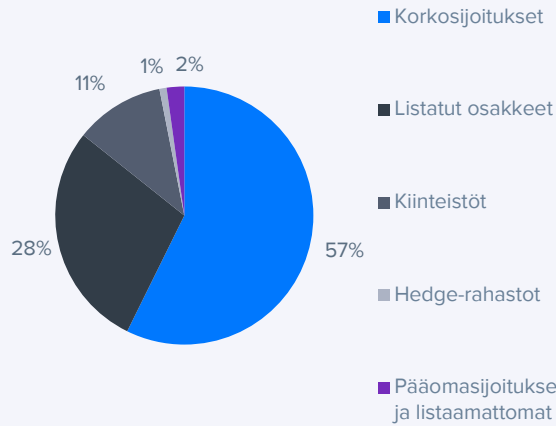
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

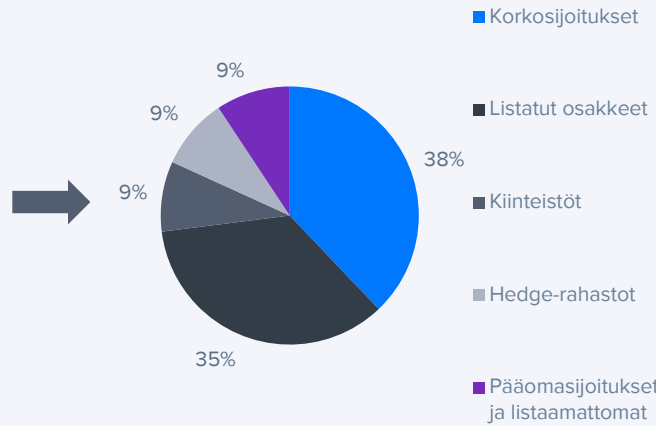
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

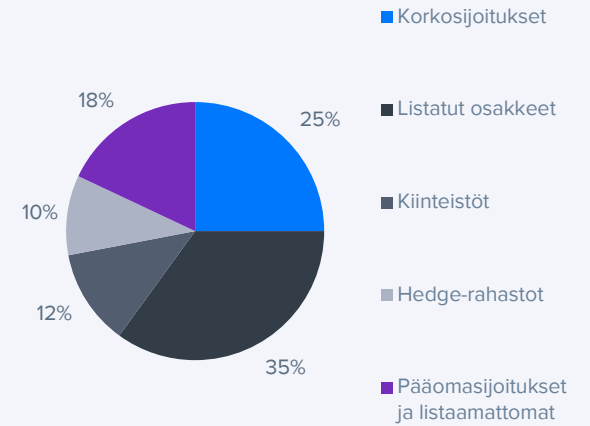
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2018

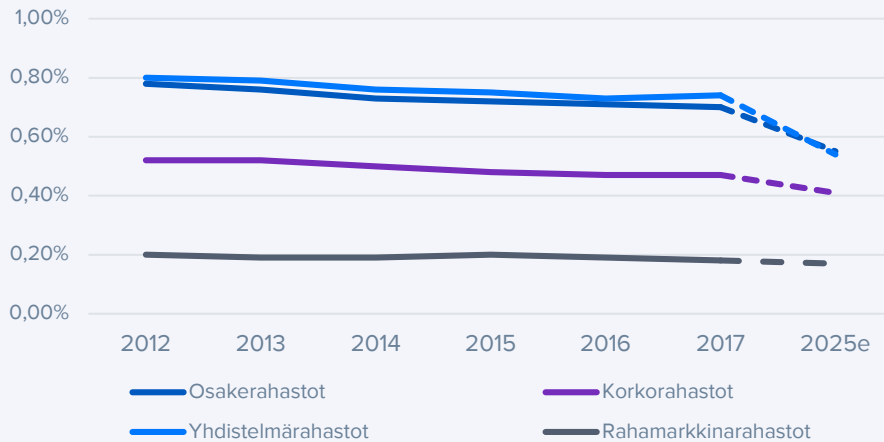


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2028*

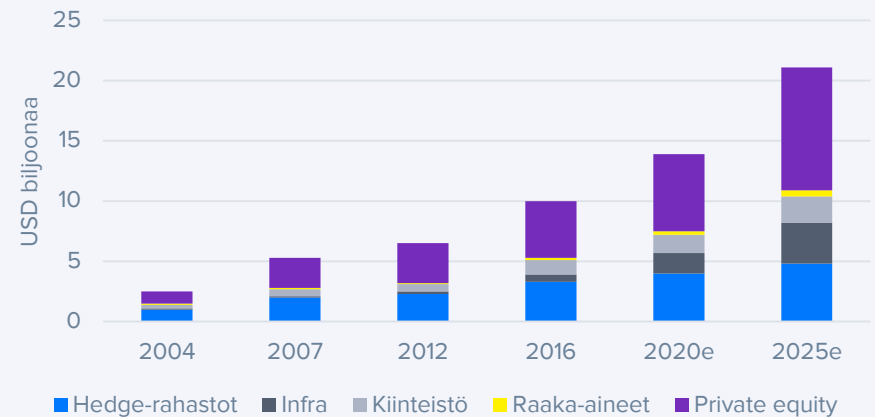


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2028 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

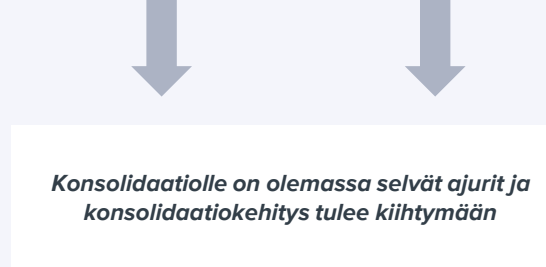
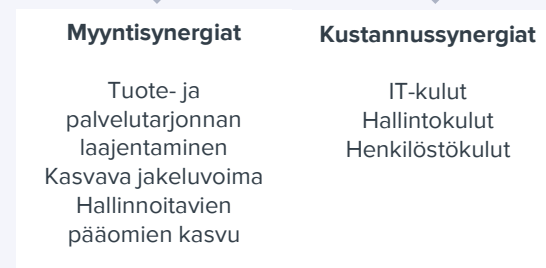


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: —

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio		Evli on pankkina kärsinyt regulaation muutoksista sen keskeisiä kilpailijoita enemmän. Yhtiö on kuitenkin selvinnyt tästä hyvin ja regulaation aiheuttama kulurasitus on jäänyt maltilliseksi. Evli on positioitunut hyvin vastaamaan regulaation mahdollisiin muutoksiin järjestelmiensä ja vakavaraisuutensa osalta.
Vaatimustason nousu		Yhtiön allokaatiovarainhoito on tehnyt erinomaista työtä viime vuosina, mutta perinteisissä rahastoissa yhtiöllä on viime vuosina ollut haasteita. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää parantaa perinteisen varainhoidon rahastojen suorittamista taklataksaan passiivisten luomaa jatkuvaa painetta palkkiotasoihin.
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 saanut ajettua toiminnan vakuuttavalla kulmakertoimella ylös.
Digitalisaatio		Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja järjestelmien toimintakyvykkyys on erittäin hyvä. Yhtiöllä olisi järjestelmissään kuitenkin edelleen paljon tehostamisvaraa ja suhteessa isoihin investointeihin, yhtiö ei vielä ole kyennyt ulosmittaamaan sen järjestelmien täysiä hyötyjä.
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 sijoituscasen 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 14) joka on pysynyt erittäin stabiilina 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.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Privanet
MCAP (MEUR)	550	280	110	280	40	435	95	790	10
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1300%. IRR 40%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +70%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +79%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -35 %, IRR noin -10 %.	2013 alkaen kokonaistuotto +170%. IRR +25%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~140%. IRR +13 %.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR noin -30 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +25%. Kannattavuus kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkiolla merkittävä rooli	2019 EBIT 32%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2019 tulos tappiollinen. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsernitasolla kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viimevuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	2018 tulos painui rumasti tappiolle myös käyttökatetasolla. Myös vuodesta 2019 tulossa selvästi tappiollinen.
Track-record	2014-2019 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2019 EPS +4,6e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2019 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos nousut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasta, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksia hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omista sijoituksista.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yrityssostot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänneessä ja KY-liiketoiminnan ylösaajassa.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yrityssostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Taloudellinen tilanne

Tase on iso johtuen pankista

Evlin tase poikkeaa merkittävästi muista listatuista sijoituspalveluyhtiöistä johtuen pankkitoiminnasta. Yhtiön tase on muista toimijoista poiketen hyvin raskas ja taseen loppusumma vaihtelee kvartaalista riippuen noin 700-1300 MEUR:n välillä. Yhtiön taseen analysoinnissa sijoittajien tulee näkemysemme mukaan keskittyä lainakannan kehitykseen sekä etenkin vakavaraisuuteen. Yhtiö operoi pankkitoimintaansa erittäin konservatiivisella riskitasolla ja näin ollen yhtiön taseeseen liittyvät riskit ovat taseen suuresta kokoluokasta huolimatta varsin pieniä. 2019 lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 923 MEUR josta lainakannan osuus oli hieman yli 110 MEUR.

Yhtiön taseessa olevat velat ovat luonnollisesti linjassa saatavien kanssa ja pankkitoiminnasta oikaistuna yhtiön tase on nettovelaton.

Yhtiön oma pääoma oli 2019 lopussa 82 MEUR. Aineettomia oikeuksia sillä oli noin 14 MEUR ja odotamme tämän supistuvan asteittain yhtiön poistaessa isoja IT-investointejaan. Osakkuusyhtiöt (2019: 3,8 MEUR) käsittää Evlin 50 %:n omistuksen kiinteistö-sijoitusyhtiö Northern Horizon Capitalista. Näkemysemme mukaan 3,8 MEUR:n kirja-arvo ei kuvasta liiketoiminnan käypää arvoa ja sen todellinen arvo olisi todennäköisesti selvästi tätä suurempi. Vaikka NHC onkin kamppailut jatkuvien kannattavuusongelmien kanssa, olisi sen hallinnoiman 0,9 miljardin euron 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 yhtiölle tärkeä strateginen sijoitus.

Itse Evlin ydinliiketoiminta (varainhoito) ei sido oleellisesti pääomia ja mikäli yhtiö lopettaisi pankkina toimimisen, olisi tase hyvin samankaltainen kuin muilla verrokeilla. Alustavien laskelmiemme mukaan Evlillä on pankkitoiminnasta johtuen ylimääräistä pääomaa sitoutuneena noin 20-30 MEUR (tarkemmat laskelmat sivulla 19).

Vakavaraisuus on hyvällä tasolla

Sijoittajan kannalta Evlin taseen analysointi kannattaa tehdä vakavaraisuuslaskelmien kautta. Yhtiö soveltaa vakavaraisuuslaskennassaan standardimenetelmää ja perusmenetelmää. Yhtiön vakavaraisuussuhdeluku oli 2019 lopussa 15,1 % ja se ylitti selvästi viranomaisen asettaman 10,5 %:n minimirajan. Yhtiön omana tavoitteena on säilyttää vakavaraisuus yli 13 %:n tasolla. Sijoittajien on hyvä huomioida, että Evlin tase sitoo muita verrokkeja enemmän pääomaa pankkitoiminnasta johtuen ja yhtiön vakavaraisuusvaatimukset ovat muita korkeampia (pl. Taaleri). Lähivuosien osalta emme näe yhtiön vakavaraisuusvaatimuksissa tapahtuvan oleellisia muutoksia ja vahvan tuloskehitys sekä supistuva aineeton omaisuusmassa todennäköisesti kompensoisivat mahdolliset lisäpääomavaateet.

Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Evlin tase on erittäin vahva ja sen vakavaraisuuspuskurit ylittävät reippaasti yhtiön omat tavoitetasot. Näkemysemme mukaan

taseen vahvistaminen nykytasolta ei ole järkevää ja se heikentää turhaan pääoman tuottoa. Yhtiön kannalta järkevintä olisikin jakaa koko tulos ulos osinkoina ja uskomme yhtiön ylläpitävän lähivuodet erittäin korkeaa 80-100 %:n voitonjakoa. Mielestämme tätä matalampi voitonjakosuhte vaatisi pääomalle selkeän käyttökohteen (esim. yrityskaupat).

Yrityskaupat mahdollisia, mutta eivät todennäköisiä

Evli on aika ajoin laajentanut toimintaansa pienillä täydentävillä yritysostoilla. Viimeisiä yrityskauppoja ovat olleet Evli Awards Management, Head Asset Management ja Aurator. Pidämme pieniä täydentäviä yritysostoja mahdollisina myös jatkossa ja yhtiön tase tarjoaisi tähän hyvin liikkumavaraa. Pidämme todennäköisenä, että Evli olisi kiinnostunut laajentamaan yrityskaupoilla pääomarahastoliiketoimintaansa, mutta tähän sopivia yhtiöitä on kuitenkin tarjolla vähän ja hintapyynnöt ovat korkeita.

Isompien järjestelyiden osalta pidämme Evlin osallistumista varsin epätodennäköisenä ja käsityksemme mukaan nykyisillä pääomistajilla on selkeä tahtotila säilyttää yhtiö itsenäisenä. Sijoittajan kannalta tämän yritysosto-option puuttuminen on sääli, sillä Evli olisi erittäin looginen kumppani useille kotimaisille finanssitoimijoille. Uskomme myös, että Evlin ja toisen isomman toimijan fuusiossa olisi saatavilla merkittäviä synergiahyötyjä.

Tulosennusteet 1/2

Ennusteiden taustaoletukset

Evli on muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan varsin riippuvainen pääomamarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Pääomamarkkinan kehittyessä hyvin sijoittajien riskinottohalukkuus ja yleinen kiinnostus sijoittamista kohtaan kasvavat. Näiden seurauksena hallinnoitava varallisuus kasvaa ja sen mix painottuu enemmän parempituottoisiin tuotteisiin. Myös transaktioaktiiviteetti on korkealla. Yhtälö toimii myös toiseen suuntaan ja heikossa markkinatilanteessa AUM laskee, uusmyynti vaikeutuu, AUM mix heikkenee ja transaktioaktiiviteetti laskee.

Ennusteesi me nojaavat oletukseen siitä, että korkotaso pysyy matalana ja odotamme markkinatilanne säilyy positiivisena, mutta viilenee hieman nykyisestä. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pörssin kehitys tulee olemaan merkittävästi edeltävää 12kk rauhallisempaa ja tulemme todennäköisesti näkemään yhä kasvavaa volatiliiteettia. Samalla kuitenkin odotamme keskuspankkien estävän suuremmat markkinahäiriöt.

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

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omissa kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta.

2020 lähtökohdat ovat erittäin hyvät

Evli lähtee vuoteen 2020 erinomaista asemista. Yhtiön hallinnoitavat varat ovat kautta aikojen korkeimmalla tasolla, yhtiön uusmyynti toimii

erinomaisesti ja stabiilina pysyvä kulutaso luo erinomaiset edellytykset voimakkaan tuloskasvun jatkumiselle. Hallinnoitava varallisuus kohoaa ennusteissamme 15,7 miljardiin euroon (2019: 14,3 mird) ja konsernin liikevaihto kasvaa 9 %:lla 82,3 MEUR:oon. Liikevoitto paranee 18 %:lla 28,3 MEUR:oon ja sitä ajaa luonnollisesti Varainhoito ja sen erinomaisesti kehittyvä uusmyynti. Osakekohtainen tulos kasvaa 2020 selvästi liikevoittoa nopeammin (+24 %) johtuen osakkuusyhtiö NHC:stä. NHC teki tilikaudella 2019 poikkeuksellisesti tappiota ja käsityksemme mukaan sen pitäisi 2020 yltää jälleen pienelle plussalle.

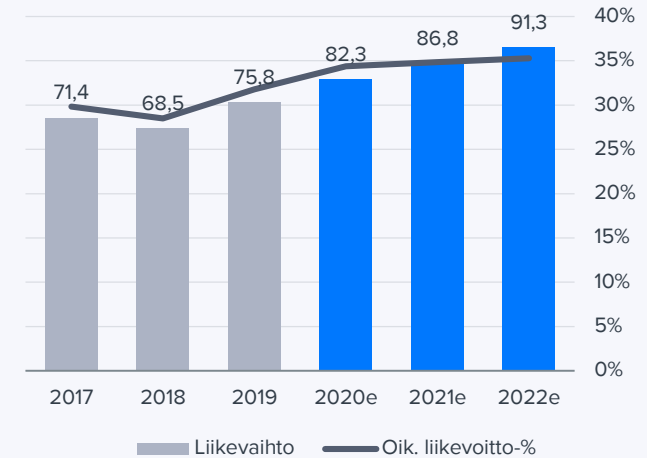
Yhtiö tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa ja ennustamme osingonjakosuhteen olevan 90 % ja osingon kasvavan 21 %:lla 0,80 euroon.

Tulospotentiaali alkaa realisoitua

2020-tulosennustettamme voidaan pitää Evlillä eräänlaisena happotestinä. Ennusteidemme toteutuessa Evli todistaisi sen edistyneen kulujen hallinnassaan selvästi (isot IT-hankkeet sekä tiukempi johdon fokus) ja yhtiön kustannustehokkuus nousisi erinomaiselle tasolle.

Korostamme, että taso 2020 liikevoittomarginaali +34 % on Evlille suhteellisesti sekä absoluuttisesti erittäin hyvä ja esimerkiksi viimeisen 5v keskimääräinen taso on noin 26 %. Taso on myös keskeisten verrokkien yläpuolella ja 2020 tulosparannuksen toteutuessa puheet Evlin alisuorittamisesta voidaan viimeistään lopettaa, sillä mielestämme 2020 ennusteemme kuvastavat varsin hyvin Evlin täyttää tulospotentiaalia (pl. pankkitoiminta).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



AUM-ennusteet



Tulosennusteet 2/2

Markkinatilanne kysymysmerkinä

Ennustamme 2020 ja 2021 liikevaihdon kasvun hidastuvan noin 5 %:iin. Hallinnoitava varallisuus kasvaa hieman tätä nopeammin (7-10 %), mutta liikevaihtoa rasittaa jatkuva paine palkkiotasoina sekä välitystoiminnan rakenteellinen lasku. Liikevoittomarginaali ei enää ennusteissamme nouse vuoden 2020 jälkeen, vaan se säilyy hieman alle 35 %:n tasolla. Liikevoitto kasvaa ennusteissamme 2020 jälkeen noin 7 %:n vuosivauhtia. Markkinatilanteen säilyessä positiivisena on Evlillä hyvät edellytykset ylittää ennusteemme, mutta haluamme ottaa ennusteisiimme turvamarginaalia markkinatilanteen epävarmuuteen liittyen.

EPS jatkaa 2021 selvästi liikevoittoa kovempaa kasvuaan johtuen NHC:n voitonjako-osuustuotoista. Käsitksemme mukaan NHC:n yksi merkittävä rahasto on siirtymässä voitonjakoon 2021-2022 välillä ja olemme huomioineet tällä on selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme. 2021 EPS kasvaa ennusteissamme 12 %:lla 1,00 euroon. Osingonjako pysyy yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti vuolaana ja ennustamme osingonjakosuhteen säilyvän 90 %:ssa.

Pitkän aikavälin näkymä on vahva

Näkemyksemme mukaan Evlillä on erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan pitkällä aikavälillä. Yhtiön positio kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on erittäin vahva ja lisäksi yhtiö on todistanut kv-myyntistrategiansa toimivuuden. Yhtiö on myös onnistunut strategisesti kriittisen pääomarahastotoiminnan ylösajossa selvästi odotuksiamme nopeammin ja tämä vahvistaa entisestään yhtiön pitkän aikavälin

kilpailukykyä.

Kunhan yhtiön sijoitustoiminnan performanssi säilyy hyvällä tasolla, tulee yhtiö jatkamaan vahvaa kasvuaan varainhoidossa. Lisäksi pääomarahastojen ylösajon edetessä yhtiön tuloksen volatilitteetti laskee, mikä tukee hyväksyttävää arvostuskertoimia.

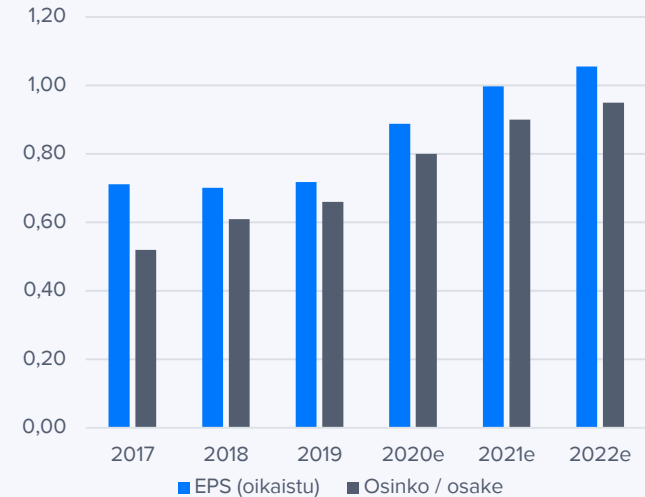
Tuloksen herkkyyys

Koska Evlin liiketoiminnasta merkittävä osa on edelleen perinteistä varainhoitoa, on yhtiön tulos keskeisiä verrokkeja herkempi markkinatilanteen muutoksille. Havainnollistaaksemme Evlin tuloksen herkkyyttä olemme käyttäneet seuraavia oletuksia:

- Osakerahastojen tuotot laskevat 35 %
- Pääomarahastojen uusmyynti hidastuu
- Tuottopalkkiot ovat nollassa
- Korkorahastojen tuotot pysyvät ennallaan, koska osakerahastoista tehtävät allokaatiomuutokset hautaavat alleen korkojen heikentyvän mixin
- Corporate Financen liikevaihto painuu 2010-2018 välin heikoimmalle tasolle (3 MEUR/2013)
- Kulurakenne joustaa henkilöstön bonuskulujen osalta, mutta uusia kulusopeutuksia ei tehdä. Kulutasona käytämme vuotta 2019.

Näillä oletuksilla 2020 liikevoittoennusteemme laskee noin 35 %:lla 19 MEUR:oon ja EPS 30 %:lla 0,60 euroon. Sijoittajien on hyvä huomioda, että Evli pystyisi tässäkin skenaariorissa ylläpitämään tervettä osinkovirtaa, vaikka osinko todennäköisesti laskisikin.

Osakekohtainen tulos ja osinko

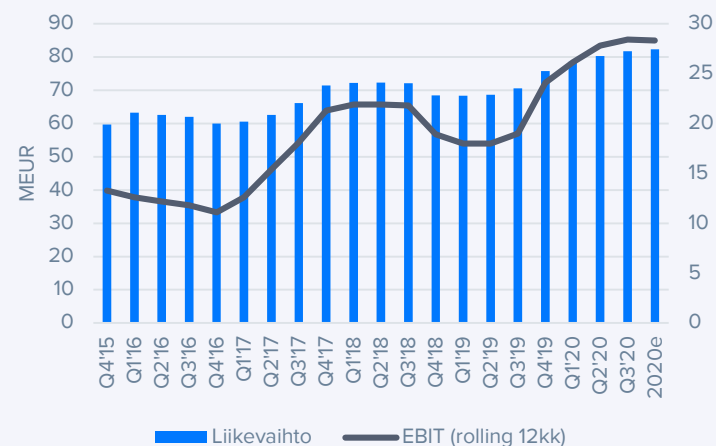


Ennusteet yhteenveto

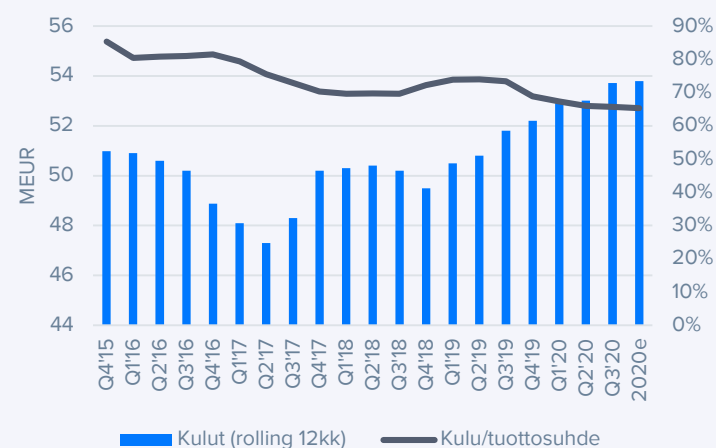
MEUR	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	60,0	71,4	68,5	75,8	82,3	86,8	91,3
Kasvu-%	-6,5 %	19,0 %	-4,1 %	10,7 %	8,6 %	5,4 %	5,2 %
Varainhoito	45,9	55,4	57,3	61,8	71,4	77,4	82,3
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,8	9,9	10,1	10,9	10,3	10,6	11,0
Konsernitoiminnot	4,4	5,5	1,3	3,6	3,0	3,0	3,0
Liikevoitto	11,2	21,3	18,9	24,1	28,3	30,2	32,2
<i>Varainhoito</i>	6,9	15,8	17,4	20,8	26,0	27,8	29,9
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,3	2,4	2,2	2,9	2,3	2,5	2,6
<i>Konsernitoiminnot</i>	3,1	2,2	-0,9	0,3	0,0	0,0	-0,2
Osakkuusyhtiöt	1,1	0,6	2,6	-0,6	0,2	1,5	1,5
Vähemmistö	-0,2	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
Nettotulos	9,7	16,7	16,0	17,2	21,3	24,0	25,5
EPS (EUR)	0,42	0,71	0,68	0,72	0,89	1,00	1,06
Osinko (EUR)	0,40	0,52	0,61	0,66	0,80	0,90	0,95

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AUM netto (mrd)	10,6	11,2	11,4	14,3	15,7	17,2	18,5
Rahastot ja omaisuudenhoito	8,7	9,8	9,7	11,9	12,9	13,7	14,4
Rahastot	6,5	7,7	7,8	9,6	10,5	11,2	11,9
<i>Osake</i>	2,1	2,6	2,1	2,5	2,6	2,7	2,8
<i>Korko</i>	4,2	5,0	5,6	7,0	7,8	8,4	9,0
<i>Yhdistelmä</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu omaisuudenhoito	2,2	2,1	1,9	2,3	2,4	2,5	2,5
Northern Horizon Capital	1,4	0,8	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0
Evli Awards Management	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8
Pääomarahastot	0,0	0,1	0,4	0,9	1,3	1,8	2,3

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys rullaava 12kk



Kulujen kehitys rullaava 12kk



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	82,8	82,3	-1 %	88,9	86,8	-2 %	94,0	91,3	-3 %
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	69,5	69,1	-1 %	75,8	73,2	-3 %	80,5	77,3	-4 %
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	10,3	10,3	0 %	10,1	10,6	5 %	10,5	11,0	5 %
Konsernitoiminnot	3,0	3,0	0 %	3,0	3,0	0 %	3,0	3,0	0 %
Käyttökate	32,4	31,9	-1 %	34,7	33,6	-3 %	37,0	35,2	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,8	28,3	-2 %	31,3	30,2	-3 %	34,0	32,2	-5 %
Liikevoitto	28,8	28,3	-2 %	31,3	30,2	-3 %	34,0	32,2	-5 %
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	26,4	26,0	-2 %	29,4	27,8	-5 %	32,1	29,9	-7 %
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	2,3	2,3	0 %	2,0	2,5	26 %	2,1	2,6	24 %
Konsernitoiminnot	0,0	0,0		0,0	0,0		-0,2	-0,2	0 %
Tulos ennen veroja	29,0	28,5	-2 %	32,8	31,7	-3 %	35,4	33,7	-5 %
EPS (oikaistu)	0,90	0,89	-1 %	1,03	1,00	-3 %	1,11	1,06	-5 %
Osinko / osake	0,80	0,80	0 %	0,90	0,90	0 %	0,95	0,95	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Evliille on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaaajista. Näin ollen suhteellinen arvonmääritys on keskeinen tekijä haarukoidessamme yhtiön käypää arvoa. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme laskemalla käänteisesti arvon hallinnoitavalle varallisuudelle sekä käyttämällä osinkojen nykyarvomallia (DDM). Lopuksi tarkastelemme yhtiön arvostusta myös suhteessa sen historialliseen arvostustasoon nähden.

Arvonmääritysmenetteliemme mukainen arvo Evliille 12,1 – 13,2 euroa per osake. Kaikki eri arvostusmenetelmät ovat hyvin lähellä toisiaan ja linjassa 12,5 euron tavoitehintamme kanssa.

Evlin tuotto-odotus nojaa lähivuosina noin 50/50 osinkoon sekä tuloskasvuun. Toteutuneella tuloksella pidämme Evlin osaketta hintavana (P/E 17x) ja ilman tuloskasvua siinä olisi mielestämme laskuvaraa. Näemmekin, että osa ripeästä tuloskasvusta tulee hautautumaan kertoimien normalisoitumisen alle, mutta tästä huolimatta tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan 10-15 %:n välillä.

Keskeinen tuotto-/riskisuhteeseen negatiivisesti vaikuttava tekijä on yhtiön herkkyys yleiselle markkinatilanteelle. Näkemyksemme mukaan osakkeen vuotuinen tuottopotentiaali on nykyistä 10-15 %:n tasoa korkeampi, mikäli markkinariskeihimme soveltama diskontto olisi pienempi.

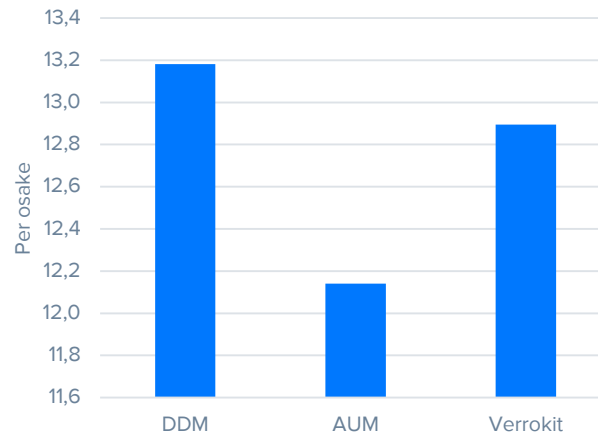
Evlin arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Varainhoidon erinomainen kasvunäkymä
- Varainhoidon parantunut kulutehokkuus
- AUM:n mixin parantuminen
- Vahva tase mahdollistaa vuolaan osinkovirran

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Verrokkeja korkeammat pääomavaatimukset
- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (iso markkinaherkkyys)
- Yritysosto-option matala todennäköisyys (s. 28)

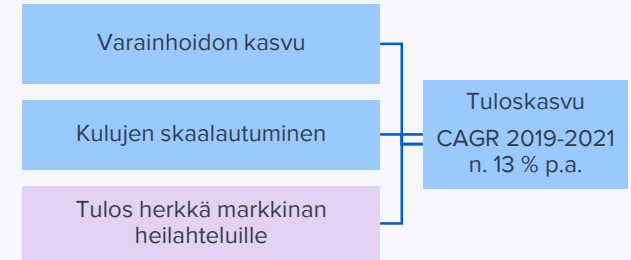
Arvonmäärityksen yhteenveto



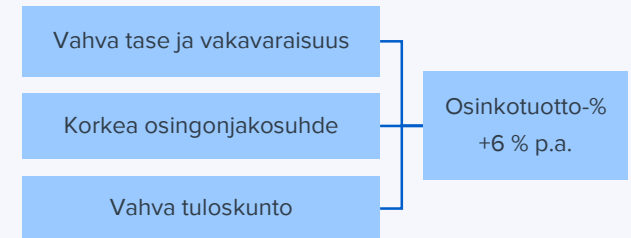
Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

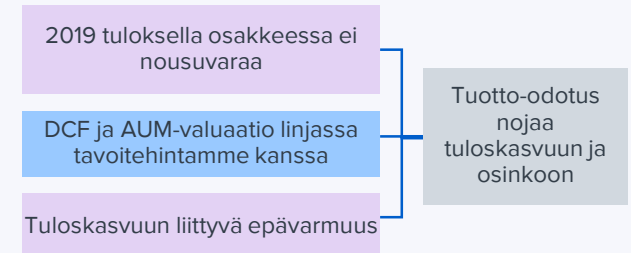
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus (n. 10-15 % p.a.)

Arvonmääritys 2/4

Osinkojen nykyarvomalli (DDM)

Käytämme Evlissä osinkojen nykyarvomallia, sillä pankkitoiminnasta johtuen DDM antaa mielestämme kassavirtamallia (DCF) luotettavamman arvon Evlin kassavirtojen nykyarvosta. DDM:n mukainen arvo Evlille on 312 MEUR tai 13,2 euroa/osake. DDM-mallimme löytyy raportin liitteistä, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

Osingonjakosuhte säilyy lähivuodet noin 90 %:n tasolla. CET1-% vakavaraisuus pysyy yli 15 %:ssa. Vaikka taso on selvästi yli yhtiön tavoitetason, emme pidä realistisena, että yhtiö purkaisi ylimääräistä pääomaa konservatiivisesta riskienhallintapolitiikastaan johtuen.

Soveltamamme diskonttokorko 9,2 % on verokkiryhmän matalampia verrokeille soveltamiemme diskonttokorkojen ollessa 8-12 %. Pitkän aikavälin kasvuennuste 2,5 % on linjassa verrokkien kanssa.

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa olemme käyttäneet tulos pohjaisesti P/E-kertoimia, sillä ne huomioivat parhaiten verrokkien kirjanpidolliset erot (FAS/IFRS). EV-kertoimet eivät ole Evlille relevantteja sillä yhtiö on virallisesti pankki ja EV-laskelma antaa vain suuntaa antavan kuvan yhtiön yritysarvosta. Olemme myös käyttäneet osinkotuottoa, koska Evlistä on uuden osinkopolitiikkansa myötä tulossa yhä selvemmin osinkoyhtiö.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia Helsingin pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä ja olemme

täydentäneet tätä ryhmää muutamalla hyvällä ulkomaisella verokkiyhtiöllä. Kokonaisuutena ryhmä antaa mielestämme varsin hyvän ja luotettavan kuvan Evlin hyväksyttävästä arvostustasosta.

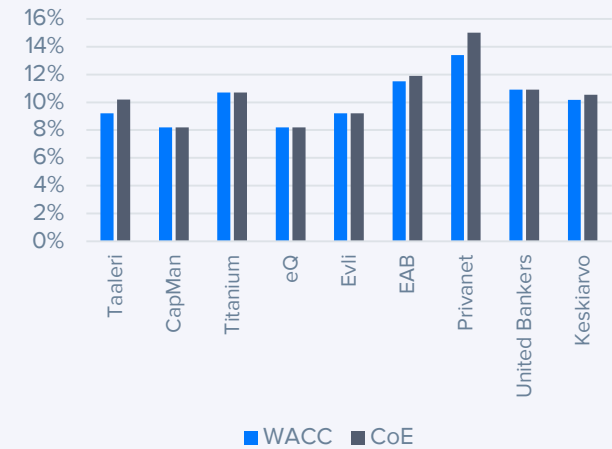
Koko verokkiryhmän arvostus on kohonnut voimakkaasti 2019 aikana ja ryhmää hinnoitellaan tällä hetkellä historiallisen korkeilla kertoimilla. Sijoittajien on syytä muistaa, että sijoituspalveluyhtiöt ovat herkkiä pääomamarkkinan kehitykselle ja markkinan heikentyessä yhtiöiden tulokset ovat paineessa.

Evlin arvostustaso on tulos pohjaisesti lievästi alle verokkiryhmän tason. Evlin tulosparannus on kuitenkin keskimääräistä verrokkia enemmän riippuvainen markkinatilanteesta ja siihen liittyvä epävarmuus korkeampi. Näin ollen lievä alennus on mielestämme perusteltua ja näemme eteenpäin katsovan tulos pohjaisen arvostustason tarjoavan vain lievää nousuvaraa.

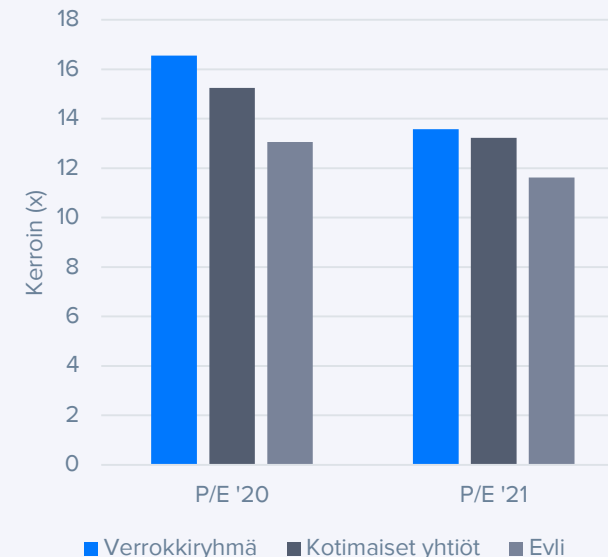
Osinkotuotto on ennusteillamme ryhmän korkeimpia ja absoluuttisesti erittäin houkutteleva. Evlin osinkoon liittyy lyhyellä aikavälillä verrokkeja enemmän riskiä (markkinariskit sekä pankin pääomavaatimusten supistama liikkumavara) ja näin ollen verokkiryhmän korkeimpiin kuuluva osinkotuotto on mielestämme perusteltu. Näin ollen emme näe myöskään osinkotuoton indikoivan selkeää aliarvostusta suhteessa verokkiryhmään.

Verokkiryhmän kerrointen painotetulla keskiarvolla Evlin arvo on 12,9 euroa per osake. Tarkempi verokkitaulukko löytyy sivulta 36.

Verrokkien oman pääoman kustannus ja WACC-%



Kertoimet suhteessa verrokkeihin



Arvonmääritys 3/4

Osakkeen arvostus historiallisella tasolla

Evliä on historiallisesti (2015-2019) hinnoiteltu pörsissä toteutuneella P/E-kertoimella 16x ja keskimääräinen osinkotuotto on ollut 5,6 %. Nykykurssilla toteutuneesta tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 16,5x ja vastaava osinkotuotto 5,6 % ja arvostus on erittäin hyvin linjassa historiallisen tason kanssa. Myös historiallinen arvostustaso tukee näkemystämme siitä, että osakkeen nykyisissä arvostuskertoimissa ei ole nousuvaraa ja osakkeen tuotto-odotus nojaakin pitkälti tuloskasvuun sekä osinkoon.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo tukee näkemystämme käyvästä arvosta

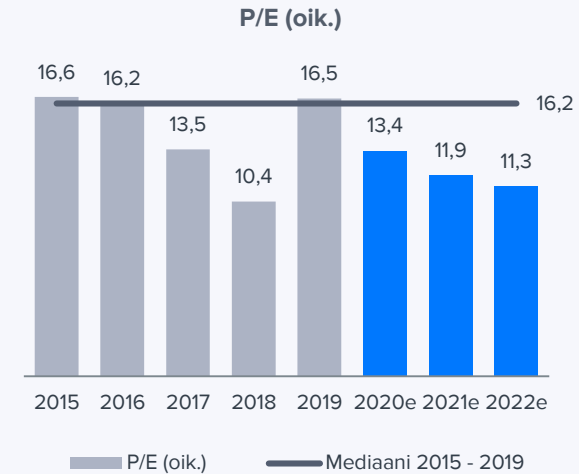
Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet Evlin hallinnoitavaa varallisuutta. Evlin liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimme käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista.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

Evlin tapauksessa olemme käyttäneet hallinnoitavasta varallisuudesta 2019 lopun

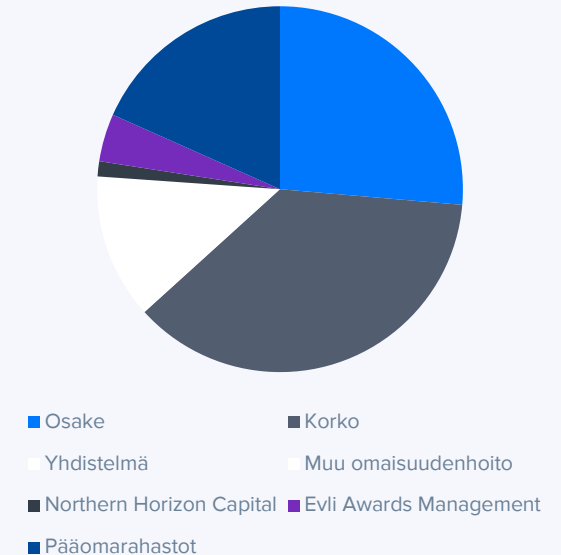
tilannetta. Osakerahastolle olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa ja se on näkemyksemme mukaan Evlin arvokkainta AUM:ia johtuen sen kohtuullisesta palkkiotasosta. Korkorahaston AUM:ille olemme soveltaneet 1,5 %:n kerrointa johtuen sen matalammasta palkkiotasosta. Rahastopääoman arvoa tukee niiden erittäin hyvä pysyvyys. Pääomarahastoille olemme soveltaneet 6 %:n (aik. 5 %) kerrointa johtuen niiden houkuttelevasta palkkiorakenteesta sekä . Muulle omaisuudenhoidolle olemme soveltaneet 1,5 %:n arvostuskerrointa (aik. 2 %).

Northern Horizon Capitalin pääomia emme ole huomioineet laskelmissamme ja annamme sen AUM:ille arvoksi tasearvon mukaisen 3,8 MEUR. Todellisuudessa AUM:n arvo olisi suurella todennäköisyydellä selvästi korkeampi, mutta heikosta näkyvyydestä ja Evlin ulkopuolisesta määräysvallasta johtuen haluamme olla tässä hyvin konservatiivisia. EAM:n AUM:ille annamme 2 %:n kertoimen johtuen AUM:n korkeasta pysyvyydestä, mutta matalahkosta tuottotasosta.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi 12,1 euroa per osake. Laskelma ei huomioi AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja ERP) ja kokonaisuutena laskelma on varsin subjektiivinen. Tästä huolimatta näkemys on kuitenkin suuntaa antava ja tukee näkemystämme yhtiön käyvän arvon olevan lähellä nykyistä kurssitasoa.



AUM-pohjaisen arvon jakauma

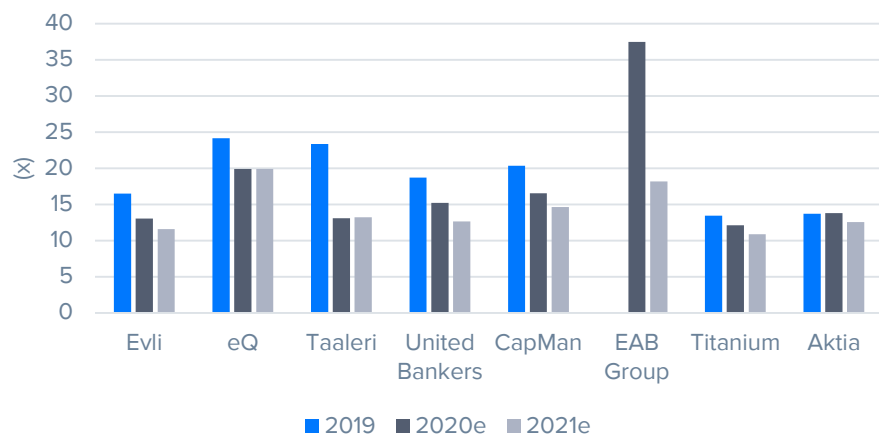


Arvonmääritys 4/4

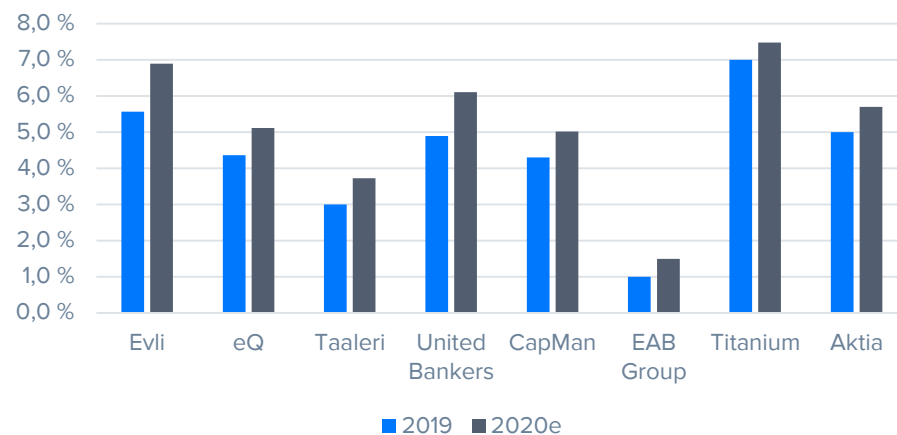
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
eQ	13,30	562	558	15,6	15,4	15,1	15,0	8,5	8,3	19,9	19,9	5,1	5,1	8,2
United Bankers	8,80	93	99	12,3	9,9	9,9	9,0	2,8	2,5	15,3	12,7	6,1	6,7	2,9
Taaleri	9,12	272	349	12,9	13,1	11,8	11,8	4,3	4,2	13,1	13,2	3,7	4,0	1,9
CapMan	2,65	437	445	13,5	11,7	13,0	11,3	7,8	7,1	16,6	14,7	5,0	5,5	3,3
Titanium	10,10	109	100	11,1	10,0	9,1	8,3	5,0	4,4	12,2	10,9	7,5	7,9	5,1
EAB Group	3,00	41	49	24,5	16,3	10,9	8,2	2,5	2,3	37,5	18,2	1,5	2,8	2,1
Aktia	10,86	784								13,8	12,6	5,7	5,9	1,2
AGF Management	6,71	378	472	11,2	11,2	6,2	6,1	1,6	1,6	12,2	11,6	4,7	4,9	0,6
GAM Holdings	3,40	550	400	23,3	10,8	11,7	7,4	1,3	1,3	36,0	18,7	2,7	2,7	0,6
Wisdom Tree Investments	4,90	726	941	15,4	14,4	15,4	13,4	3,6	3,4	19,9	18,1	2,6	2,5	1,9
River and Mercantile Group	295,00	305	279	12,7	10,3	12,3	10,2	3,1	2,7	16,8	13,6	4,9	6,1	4,2
Evli Pankki (Inderes)	11,60	278	282	10,0	9,2	8,8	8,3	3,4	3,2	13,1	11,6	6,9	7,8	3,3
Keskiarvo				15,3	12,3	11,5	10,1	4,1	3,8	19,4	14,9	4,5	4,9	2,9
Mediaani				13,2	11,4	11,8	9,6	3,3	3,1	16,6	13,6	4,9	5,1	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-25 %	-19 %	-25 %	-14 %	3 %	4 %	-21 %	-14 %	41 %	53 %	54 %

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

Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



DDM-malli

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminal
Nettotulos	21,3	24,0	25,5	26,0	26,0	
-Nettotuloksen kasvu-%	24,2 %	12,8 %	6,2 %	1,6 %	0,3 %	2,5 %
Osinko	19,2	21,7	23,0	24,7	24,7	376,8
-Osingonjako-%	90 %	90 %	90 %	95 %	95 %	
Ydinpääoma (CET1)	48,6	53,2	56,7	60,0	61,3	
RWA	321,5	340,7	360,3	378,2	394,8	
CET1-%	15,1 %	15,6 %	15,7 %	15,9 %	15,5 %	
Disk. osinko	17,8	18,4	17,9	17,5	16,1	224,6
Disk. Kum osinko	312,3	294,5	276,1	258,2	240,7	224,6

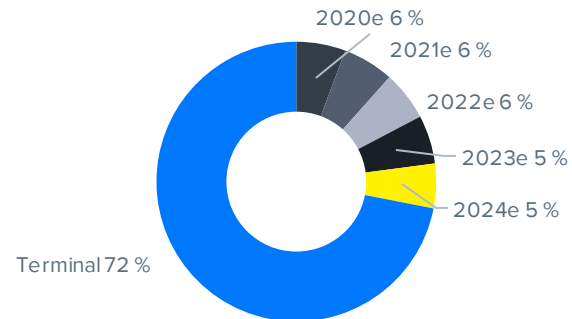
Oman pääoman arvo, DDM 312,3

Per osake 13,2

Pääoman kustannus

Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	1,10
Likviditeettipreemio	1,0%
Pääoman kustannus	9,2%

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	68,5	16,8	18,3	17,9	22,8	75,8	19,5	20,1	19,4	23,3	82,3	86,8	91,3	95,4
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	57,4	13,0	14,4	14,8	19,4	61,6	16,3	16,6	17,0	19,2	69,1	73,2	77,3	80,9
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	10,0	2,5	2,5	2,4	3,5	10,9	2,5	2,5	1,7	3,5	10,3	10,6	11,0	11,5
Konsernitoiminnot	1,3	1,2	1,5	0,7	0,2	3,6	0,8	1,0	0,7	0,6	3,0	3,0	3,0	3,0
Kohdistamattomat&eliminoinnit	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	21,0	5,1	6,1	6,8	9,6	27,6	7,2	7,8	7,4	9,5	31,9	33,6	35,2	36,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-3,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-3,4	-3,0	-2,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,5	4,3	5,2	5,9	8,7	24,1	6,3	6,9	6,5	8,6	28,3	30,2	32,2	33,5
Liikevoitto	18,9	4,3	5,2	5,9	8,7	24,1	6,3	6,9	6,5	8,6	28,3	30,2	32,2	33,5
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	17,4	2,8	4,1	5,5	8,5	20,8	5,4	5,9	6,8	7,9	26,0	27,8	29,9	31,3
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	2,2	0,5	0,5	0,6	1,2	2,8	0,5	0,5	-0,2	1,4	2,3	2,5	2,6	2,8
Konsernitoiminnot	-0,3	0,8	0,8	-0,5	-0,8	0,3	0,4	0,4	-0,1	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,5
Kohdistamattomat&eliminoinnit	-0,3	0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	21,5	4,3	5,1	5,8	8,3	23,5	6,3	6,9	6,6	8,7	28,5	31,7	33,7	34,5
Verot	-4,2	-0,8	-1,3	-1,0	-1,8	-4,9	-1,3	-1,4	-1,3	-1,7	-5,7	-6,1	-6,5	-6,7
Vähemmistöosuudet	-1,3	-0,2	0,1	-0,4	-0,9	-1,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,8	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Nettotulos	16,0	3,2	3,9	4,4	5,7	17,2	4,8	5,4	5,0	6,2	21,3	24,0	25,5	26,0
EPS (oikaistu)	0,70	0,13	0,16	0,18	0,24	0,72	0,20	0,23	0,21	0,26	0,89	1,00	1,06	1,07
EPS (raportoitu)	0,68	0,13	0,16	0,18	0,24	0,72	0,20	0,23	0,21	0,26	0,89	1,00	1,06	1,07

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,1 %	-0,6 %	1,7 %	11,3 %	30,3 %	10,7 %	16,3 %	9,8 %	8,2 %	2,2 %	8,6 %	5,4 %	5,2 %	4,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-8,4 %	-17,6 %	1,4 %	18,7 %	107,1 %	23,5 %	47,1 %	32,6 %	9,9 %	-1,0 %	17,5 %	6,8 %	6,6 %	4,0 %
Käyttökate-%	30,7 %	30,4 %	33,3 %	37,9 %	42,1 %	36,4 %	37,0 %	38,8 %	38,1 %	40,8 %	38,8 %	38,8 %	38,6 %	38,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	28,5 %	25,6 %	28,4 %	32,9 %	38,2 %	31,8 %	32,4 %	34,3 %	33,4 %	36,9 %	34,4 %	34,9 %	35,3 %	35,1 %
Nettotulos-%	23,4 %	19,0 %	21,4 %	24,4 %	24,9 %	22,6 %	24,4 %	27,0 %	25,6 %	26,5 %	25,9 %	27,7 %	28,0 %	27,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	18,6	19,9	18,4	17,1	16,2
Liikearvo	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Aineettomat hyödykkeet	8,6	11,4	10,3	9,2	8,5
Käyttöomaisuus	1,9	1,6	1,2	1,0	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5,1	3,8	3,8	3,8	3,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	797	903	974	1019	1065
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	57,2	58,9	58,9	58,9	58,9
Myyntisaamiset	162	183	198	204	210
Likvidit varat	578	661	718	756	796
Taseen loppusumma	816	923	993	1036	1081

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	77,4	81,8	88,8	95,3	101
Osakepääoma	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Kertyneet voittovarot	25,8	29,6	35,1	40,0	43,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Muu oma pääoma	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Vähemmistöosuus	1,1	1,7	3,2	4,8	6,5
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	738	841	904	941	980
Lainat rahoituslaitoksilta	578	662	715	746	779
Lyhytaikaiset korottomat velat	84,5	100,0	110	115	121
Muut lyhytaikaiset velat	76,1	79,7	79,7	79,7	79,7
Taseen loppusumma	815	923	993	1036	1081

Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	71,4	68,5	75,8	82,3	86,8	EPS (raportoitu)	0,71	0,68	0,72	0,89	1,00
Käyttökate	23,6	21,0	27,6	31,9	33,6	EPS (oikaistu)	0,71	0,70	0,72	0,89	1,00
Liikevoitto	21,3	18,9	24,1	28,3	30,2	Operat. kassavirta / osake	0,00	0,63	0,80	0,88	1,13
Voitto ennen veroja	21,9	21,5	23,5	28,5	31,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,10	0,47	0,55	0,79	1,04
Nettovoitto	16,7	16,0	17,2	21,3	24,0	Omapääoma / osake	3,06	3,22	3,35	3,57	3,75
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,52	0,61	0,66	0,80	0,90

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	960,7	815,5	923,2	992,8	1036,3	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	-4 %	11 %	9 %	5 %
Oma pääoma	72,6	77,4	81,8	88,8	95,3	Käyttökateen kasvu-%	65 %	-11 %	31 %	16 %	5 %
Liikearvo	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	90 %	-8 %	23 %	18 %	7 %
Nettovelat	-0,2	0,0	0,3	-3,2	-10,5	EPS oik. kasvu-%	71 %	-1 %	2 %	24 %	12 %

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	23,6	21,0	27,6	31,9	33,6	Oik. Liikevoitto-%	29,8 %	28,5 %	31,8 %	34,4 %	34,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-18,7	-2,3	-3,4	-5,1	-0,4	Liikevoitto-%	29,8 %	27,6 %	31,8 %	34,4 %	34,9 %
Operatiivinen kassavirta	0,0	14,9	19,2	21,1	27,1	ROE-%	24,4 %	21,7 %	21,9 %	25,7 %	27,3 %
Investoinnit	-2,3	-3,7	-6,0	-2,1	-2,1	ROI-%	3,2 %	3,0 %	3,4 %	3,7 %	3,9 %
Vapaa kassavirta	-2,3	11,2	13,2	19,0	25,0	Omavaraisuusaste	7,6 %	9,5 %	8,9 %	8,9 %	9,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-0,3 %	0,0 %	0,4 %	-3,5 %	-11,0 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oy Prandium Ab	19,9 %
Oy Scripo Ab	19,9 %
Oy Fincorp Ab	11,5 %
Ingman Group Oy Ab	10,3 %
Maunu Lehtimäki	2,9 %
John Erik Hollfast	1,7 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	3,2	2,5	3,8	3,4	3,2
EV/EBITDA (oik.)	9,6	8,1	10,4	8,8	8,3
EV/EBIT (oik.)	10,6	8,7	11,9	10,0	9,2
P/E (oik.)	13,5	10,4	16,5	13,1	11,6
P/B	3,2	2,3	3,5	3,3	3,1
Osinkotuotto-%	5,4 %	8,4 %	5,6 %	6,9 %	7,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.10.2017	Osta	9,20 €	7,95 €
26.10.2017	Osta	10,40 €	9,10 €
8.1.2018	Lisää	10,40 €	9,84 €
25.1.2018	Osta	11,40 €	9,90 €
26.4.2018	Osta	12,00 €	9,86 €
16.7.2018	Lisää	11,50 €	10,20 €
14.9.2018	Osta	11,00 €	8,90 €
25.10.2018	Vähennä	9,00 €	8,95 €
31.10.2018	Vähennä	8,50 €	8,20 €
28.11.2018	Lisää	8,10 €	7,64 €
20.12.2018	Vähennä	8,00 €	7,80 €
24.1.2019	Vähennä	8,00 €	8,58 €
29.4.2019	Vähennä	8,00 €	8,00 €
15.7.2019	Lisää	8,50 €	7,92 €
24.10.2019	Lisää	9,50 €	8,90 €
23.12.2019	Lisää	10,50 €	10,00 €
16.1.2020	Vähennä	10,50 €	11,85 €
26.1.2020	Lisää	12,50 €	11,75 €
24.2.2020	Lisää	12,50 €	11,60 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**