

Evli Pankki

Seurannan aloitus

10/2017

inde
res.

Yksinkertaisesti aliarvostettu

Aloitamme Evli Pankin seurannan 9,2 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Näkemyksemme mukaan Evli tulee jatkamaan voimakasta tulosparannustaan seuraavan 12kk aikana ja tulosparannukseen liittyvä riski rajoittuu lähinnä markkinatilanteeseen. Suhteessa tulosennusteisiimme osake on viimeaikaisesta kurssinoususta huolimatta edelleen aliarvostettu ja pidämme osakkeen riski-/tuottosuhdetta erittäin hyvänä.

Sijoittamiseen erikoistunut pankki

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. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin loppuvuodesta 2015. 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 heikolta tasolta.

Tulos nousee uudelle tasolle

Evlin tulostaso on tehnyt selvän tasokorjauksen kuluvan vuoden aikana. Tulosparannuksen taustalla on parantunut kulutehokkuus molemmissa operatiivisissa segmenteissä sekä Varainhoidon vahva kasvu. Tulosparannus on kestäväällä pohjalla, sillä se perustuu jatkuviin tuottoihin ja pysyviin kulutason alennuksiin. Ennustamme yhtiön liikevoiton kasvavan kuluvana vuonna 18 MEUR:oon (2016: 11,2 MEUR). Ennustamme tuloskasvun jatkuvan myös lähivuosina Varainhoidon kasvun ansiosta. Olemme kuluennusteissamme varovaisia yhtiön historiallisista kuluhaasteista johtuen ja emme ennusta kulutehokkuuteen oleellista parannusta 2017 jälkeen. Yhtiöllä olisi mielestämme potentiaalia parantaa kulutehokkuuttaan merkittävästi ja tämän tapahtuessa olisi ennusteissamme edelleen merkittävää nousuvaraa. Yhtiön tase on vahva ja näkemyksemme mukaan yhtiön pitäisi lähivuosina pystyä maksamaan koko tulos ulos osinkoina, mikä pitää osinkovirran vuolaana.

Aliarvostus ei perusteltu

Evlin riskiprofiili on keskeisiä verrokkeja matalampi ja konservatiivisilla tulosennusteillamme kertoimet jäävät perusteetta verrokkien alapuolelle. Myös absoluuttisesti kertoimet ovat houkuttelevalla tasolla ensi vuoden P/E-kertoimen ollessa 13x ja ensi kevään osinkotuoton ollessa yli 6 %. Pidämmekin aliarvostusta perusteettomana ja myös AUM-pohjaisesti laskettuna osakkeen hinnoittelu on edullinen. Kokonaisuutena pidämme osaketta aliarvostettuna ja näkemyksemme mukaan osakkeen riski-/tuottosuhte on erittäin hyvällä tasolla.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: ei seurannassa

9,2 euroa

Edellinen: ei seurannassa

Osakekurssi: 8,05 euroa

Potentiaali: 15 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Markkina-arvo	157	183	183
P/E	16,2	14,6	12,9
P/B	2,4	2,7	2,6
P/S	2,6	2,8	2,6
EV/EBITDA*	11,0	9,0	8,5
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,4 %	7,0 %
Liikevaihto	60,0	65,9	70,0
-kasvu%	-7 %	10 %	6 %
EBITDA	14,3	20,3	21,4
-EBITDA-%	24 %	31 %	31 %
EPS (oik.)	0,42	0,54	0,61
Osinko	0,40	0,50	0,55

Lähde: Inderes

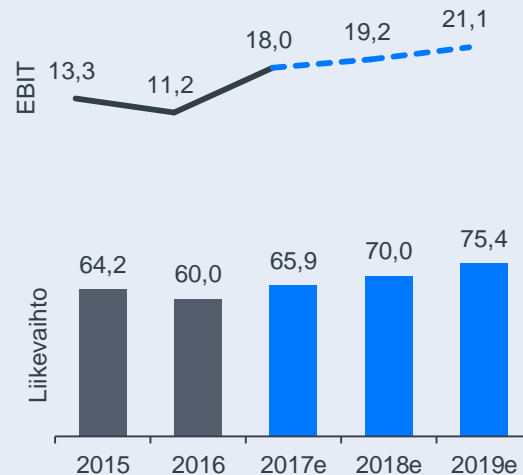
*EV ei huomioi laskennallista nettovelkaa

Kurssigraafi

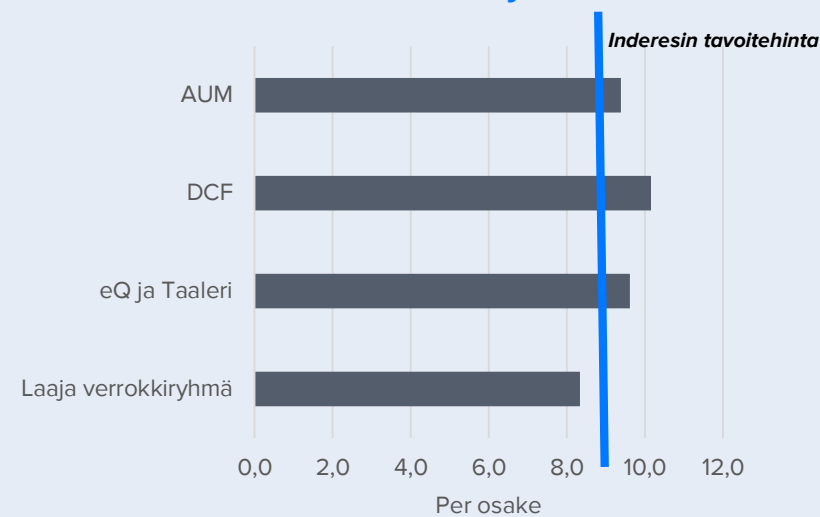


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Yhteenveto arvonmäärityksestä



P/E (oik.)

14,6x

2017e

EV/EBITDA

9,0x

2017e

P/B

2,7x

2017e

Osinko-%

6,4%

2017e



Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälisen myynnin kasvu
- Pääomarahastoihin laajentuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen



Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Markkinatilanteen kestävyys
- Jatkuvasti lisääntyvä regulaatio
- Korokojen nousu



Arvostus

- Yhtiö riskitaso on verrokkeja matalampi
- Osake hinnoiteltu selvästi keskeisten verrokkien alapuolelle
- Osake aliarvostettu kaikilla arvostusmenetelmillä

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	s. 9-13
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	s. 14
Konsernitoiminnot	s. 15-16
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 17-22
Taloudellinen tilanne	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-28
Arvonmääritys	s. 29-33
Liitteet	s. 34-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37

Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

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. Yhtiö työllistää noin 250 henkilöä 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 sen hallinnoitavat varat olivat Q2'17:n lopussa 11,8 miljardia euroa. Tästä noin 7,5 miljardia euroa oli sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Neuvonanto- ja yritysasiakas-segmentti on keskittynyt palvelemaan asiakkaita investointipankin, palkitsemisjärjestelmien sekä osaketutkimuksen saralla. Konsernitoiminnot-segmentti kattaa konsernin omasta taseesta tehtävät sijoitukset ja pankin. Lisäksi Konsernitoiminnot toimii tukifunktiona kahdelle muulle segmentille.

Välittäjästä varainhoitajaksi

Yhtiön alkuvuosina Evlin liiketoiminnan ytimenä oli pörssikaupankäynti ja yhtiö oli pankkiiriliike. Vuonna 2001 yhtiö sai pankkitoimiluvan ja siitä muodostui varainhoito- ja investointipankki. Vuosien 2005 ja 2006 aikana 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.

Strategiana hallittu kasvu

Evlin pitkän aikavälin tavoitteena on kasvaa kannattavasti ja kasvua haetaan etenkin Varainhoito-liiketoiminnassa. Kasvua haetaan maltillisella riskillä ja yhtiön riskiprofiili onkin keskeisiä verrokkeja matalampi. Yhtiön strategian keskiössä on tällä hetkellä arviomme mukaan:

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Laajentuminen pääomarahastoihin
- Kansainvälisen jakelun voimakas kasvattaminen
- Kulutehokkuuden parantaminen digitalisaation kautta

Yhtiön strategian ytimessä on asiakas ja yhtiö pyrkii erottumaan kilpailijoistaan asiakaskokemuksen sekä laadukkaiden tuotteiden avulla. Historiallisesti yhtiö on onnistunut tässä hyvin ja Evli on viime vuodet ollut jatkuvasti kärkisijoilla keskeisissä asiakastytyväisyyskyselyissä (SFR ja TSN Sifo). Ison skaalansa vuoksi Evli on myös hintatasoltaan erittäin kilpailukykyinen.

Evlin kulutehokkuus on viime vuosina parantunut merkittävästi, kun yhtiön

hallinnoitava varallisuus on kasvanut voimakkaasti ja yhtiö on tehostanut toimintaansa. Tämän seurauksena marginaalit ovat nousseet uudelle tasolle ja yhtiön kannattavuus alkaa olla linjassa verrokkien kanssa. Mielestämme yhtiö keskittyy strategiassaan oikeisiin asioihin ja strategia vie yhtiötä oikeaan suuntaan. Kulutehokkuuden jatkuva parantaminen on yhtiön kannalta kriittistä, sillä sen kulutehokkuus on parannuksista huolimatta edelleen keskeisiä verrokkeja heikompi.

Taloudelliset tavoitteet

Evli on julkistanut seuraavat taloudelliset tavoitteet:

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

Jatkuvien tuottojen osuus suhteessa yhtiön kuluihin oli H1'17:n aikana 110 %. 100 %:n tavoite on mielestämme hyvä, sillä toteutuessaan se pienentää tuloksen volatiliiteettia ja laskee konsernin riskiprofiilia. Oman pääoman 15 % tuottotavoite on mielestämme varsin varovainen ja pääomaa sitovasta pankkitoiminnasta huolimatta oman pääoman tuoton pitäisi ylittää 15 %:n tavoite selvällä marginaalilla.

Evliillä ei ole virallista osinkopolitiikkaa, mutta viime vuosina yhtiö on jakanut valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina. Näkemyksemme mukaan yhtiö tulee jatkamaan melko avokätistä osinkopolitiikkaa ja osinkoa tullaan jakamaan valtaosa tuloksesta vakavaraisuuden niin salliessa.

Rahastot

27 omaa sijoitusrahastoa

- 7,5 mrd. euroa pääomaa
- Keskiarvo Morningstar-luokituksessa 3,5 tähteä
- Suomen 4. suurin rahastopääoma
- Viidennes pääomista kansainvälisiltä sijoittajilta

Varainhoito

Varainhoito perustuu varainhoitomalleihin, joissa hyödynnetään omia rahastoja.

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

EVLI

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.

Strategia

Hallinnoitavan varallisuuden kasvattaminen

Kansainvälisen myyntiverkoston vahvistaminen

Tuotevalikoiman laajentaminen pääomarahastoihin

Kulutehokkuuden parantaminen digitalisaation kautta

Tavoitteet

Oman pääoman tuotto yli 15 %

Jatkuvien tuottojen suhde kuluihin yli 100 %

Tukipalvelut

Varainhoitoa tukevia palveluita asiakkaille:

Välitys

Palkitseminen

Investointipankki

Tutkimus

Pankki

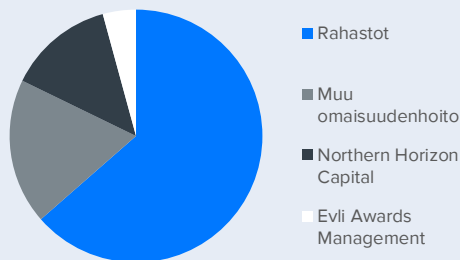
Resurssit

Noin 250 sijoittamisen ammattilaista



Hallinnoitava varallisuus

11,8 mrd. euroa



Jakeluverkosto

Toimipisteet Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. Omien myyjien lisäksi Suomessa myös pieni asiamiesverkosto ja kansainvälisillä markkinoilla jakelukumppaneita.

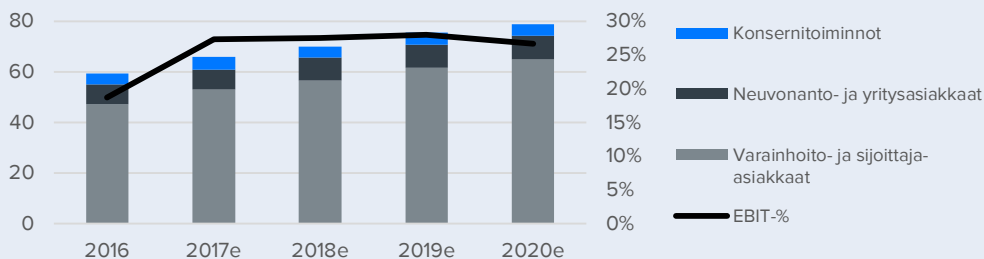
Asiakkaat



Pääosa palkkiotuotoista tulee instituutioilta

Rahasto-omistajien lukumäärä nostaa asiakasmäärää

Evlin tulot ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Toimialan trendejä

- Sijoittajien vaatimustason nousu – aidosti haettava näkemystä
- Uudet tuotteet (esim. reaaliomaisuus) valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta
- Matala korkotas 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

Sijoitusprofiili

1. Orgaaninen kasvu

2. Kulutehokkuudessa parannettavaa

3. Vahva kassavirta ja tase

4. Uudet tuotteet

5. Riskitaso verrokkeja matalampi

Potentiaali

- Markkinaosuuden kasvu Suomessa
- Kansainvälisen myynnin kasvu
- Onnistunut laajentuminen pääomarahastoihin
- Kulutehokkuuden parantuminen

Riskit

- Markkinatilanteen kestävyys
- Korkojen nousu
- Regulaation jatkuva lisääntyminen

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



1 Liikevaihto	Markkinan syklisyys		1	Osakemarkkinan merkitys yhtiölle rajallinen, herkkyys korkojen nousulle suurempi
	Liiketoiminnan jatkuvuus	1		Jatkuvat palkkiot merkittävässä roolissa
	Liikevaihdon hajautuminen	1		Liikevaihto erittäin hajautunut tuotteiden ja asiakkaiden kesken
2 Kannattavuus	Kulurakenteen joustavuus		2	Kustannusrakenne joustaa alaspäin vain rajallisesti
	Kustannustaso		2	Kulurakenne on varsin raskas
3 Pääoman sitoutuminen	Käyttöpääoma / CAPEX	3		Operatiivinen toiminta ei sido pääomia tai vaadi investointeja
	Pääomatarve		3	Pääomavaatimukset verrokkeja korkeammat pankkitoiminnasta johtuen

Arvio Evlin liiketoiminnan riskitasosta

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat

Konsernin ydin

Evli on Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia ja rahastopääomalla mitattuna Suomen neljänneksi suurin varainhoitaja. Yhtiö on viime vuosina menestynyt erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa ja yhtiö on ollut Suomen paras yhteisövarainhoitaja viimeiset kolme vuotta TNS Sifon ja viimeiset kaksi vuotta SFR:n vuotuisissa tutkimuksissa. Arviomme mukaan yhtiön keskeiset vahvuudet liittyvät hyvään asiakaspalvelukokemukseen, onnistuneeseen sijoitustoimintaan sekä hyvin kilpailukykyiseen ja läpinäkyvään kulutukseen. Segmentti työllistää noin 170 henkilöä pääosin Suomessa.

Evlin hallinnoitava varallisuus oli Q2'17:n lopussa 11,8 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 7,5 miljardia oli Q2'17:n lopussa omissa rahastoissa. Tästä 7,5 miljardista noin kaksikolmasosaa oli korkorahastoissa ja noin kolmasosa osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus on häviävän pieni niiden menetettyä viime vuonna selvästi jalansijaa rahastomarkkinalla. Evlillä oli 27 rahastoa Q2'17:n lopussa ja keskimääräinen eri rahastoja vertailevan Morningstarin Evlin rahastoille antama arvosana oli kohtuullisen hyvä 3,5 tähteä.

Arviomme mukaan yhtiö ansaitsee rahastopääomallaan keskimäärin 0,4-0,5 %:n vuosipalkkion riippuen varallisuuden mixistä

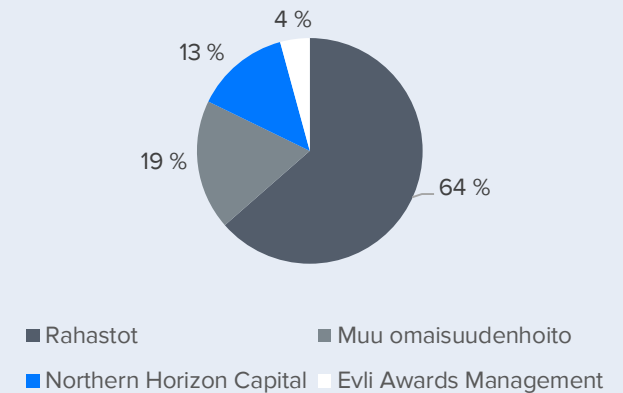
(huomioi asiakasalennukset). Osakerahastoissa palkkiotaso on arviomme mukaan noin 0,6 %, kun taas korkorahastoissa taso keskimäärin noin 0,4 %. Pääomarahastojen osuus yhtiön rahastopääomasta on marginaalisen pieni eikä niillä ei ole vaikutusta numeroihin.

Yhtiö on viime vuosina panostanut voimakkaasti kansainväliseen myyntiin ja Q2'17:n lopussa yhtiön rahastopääomista 20 % tuli ulkomailta. 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. Yhtiöllä on tällä hetkellä yhteistyökumppanit kattamassa Euroopan keskeiset maat (Italia, Espanja ja Ranska) sekä koko Latinalaisen Amerikan.

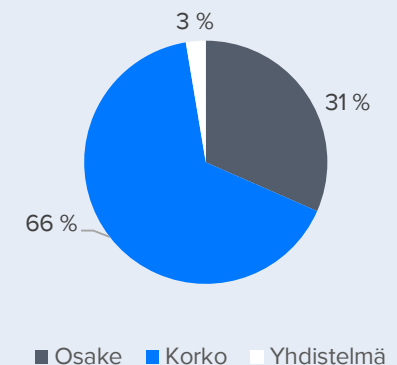
Q2'17:n lopussa 2,4 miljardia yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta oli arviomme mukaan rahastojen ulkopuolisessa omaisuudenhoidossa. Käytännössä tämä tarkoittaa mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita. Pääoma ei sisällä käsityksemme mukaan raportointipalveluja ja valtaosa tästä 2,4 miljardista on ns. tuottavaa varallisuutta. Omaisuudenhoidon alla olevan pääoman palkkiotaso Evlille on laskelmiamme mukaan 0,3-0,5 %, riippuen alla olevien tuotteiden mixistä sekä niihin liittyvien transaktiopalkkioiden tasoista.

Loput hallinnoitavasta varallisuudesta ovat osakkuusyhtiö Northern Horizon Capitalin kiinteistösalkuissa oleva 1,6 miljardia sekä Evli Awards Managementin 0,5 miljardia euroa. Tämä pääoma ei tuota Varainhoidolle palkkioita.

Hallinnoitava varallisuus Q2'17 (11,8 mrd)



Rahastopääoma Q2'17 (7,5 mrd)



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat

Varainhoidon palkkiotuotot

Evli raportoi Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat-segmenttinsä tuotot yhdellä rivillä ja läpinäkyvyys tulovirtoihin on rajallinen. Olemme itse mallintaneet tuotot viidessä erässä: rahastojen hallinnointipalkkiot, muu omaisuudenhoito, tuottosidonnaiset palkkiot, muut tuotteet sekä pääomarahastot.

Rahastojen hallinnointipalkkiot ovat Evlin keskeinen tulovirta ja arviomme mukaan vuonna 2016 ne olivat noin 25 MEUR. Tästä osakerahastojen osuus on hieman alle puolet ja korkorahastojen hieman yli puolet. Johtuen merkittävästä korkopainosta yhtiön allokaatioissa, on Evlin rahastopääoman volatiliiteetti keskeisiä kilpailijoita pienempi. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on kireää ja erottautuminen hankalaa. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin hyvä ja näkemyksemme mukaan yhtiön kohtaama hintapaine on tämän kautta varsin rajallinen. Rahastojen hallinnointipalkkiot tulevat jatkamaan lähivuosina kasvuaan hallinnoitavien pääomien kasvun myötä.

Muu omaisuudenhoito sisältää omaisuudenhoidossa olevan omien rahastojen ulkopuolisen varallisuuden. Laskelmiemme mukaan sen palkkiot olivat vuonna 2016 noin 9 MEUR. Taso on pysynyt viime vuosina vakaana, sillä Evlin fokus on ollut omilla rahastoissa. Uskomme saman trendin jatkuvan myös jatkossa ja emme odota oleellista kasvua Muuhun omaisuudenhoitoon.

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 2016 noin 2 MEUR. Tämä on yhtiölle suhteellisen hyvä taso ja odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoidun tason olevan tätä alempi. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi potentiaalia kasvattaa tuottosidonnaisten palkkioiden määrää selvästi johtuen sen valmiiksi matalasta palkkiorakenteesta. Tämä vaatisi kuitenkin uusia linjauksia hinnoittelussa.

Muut tuotteet sisältävät yhtiön strukturoidut tuotteet sekä välityksen. Arviomme mukaan muiden tuotteiden liikevaihto oli vuonna 2016 noin 8 MEUR. Tästä selkeä enemmistö on välitystä ja strukturoitujen tuotteiden osuus muutama miljoona. Matalien korkojen aikana tulee strukturoitujen tuotteiden myynti olemaan nykyisellä suhteellisen vaisulla tasolla. Välitystoiminnassa osakevälitys (noin puolet välityksestä) on rakenteellisessa laskussa. Muiden tuotteiden välityksen osalta liikevaihto kasvaa, mutta se ei näkemyksemme mukaan riitä kattamaan osakevälityksen laskua ja odotamme Muiden tuotteiden liikevaihdon laskevan lähivuosina. Välitys on käsityksemme mukaan saatu viime vuosien saneerauksella lievästi voitolliseksi ja näin ollen se ei enää rasita konsernin tulosta edellisvuosien tapaan.

Pääomarahastot

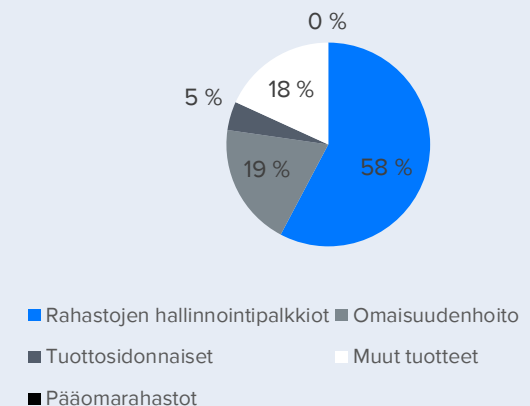
Evliillä on pitkään ollut strategisena tavoitteena laajentua pääomarahastojen puolelle. Yhtiön eteneminen on kuitenkin ollut hidasta ja yhtiö ei ole onnistunut lanseeraamaan tuotteita alun

perin indikoidulla tahdilla. Evli hallinnoi tällä hetkellä pientä kiinteistörahastoa ja on käynnistämässä pientä aurinkoenergiarahastoa. Lisäksi osakkuusyhtiö Northern Horizon Capital hallinnoi merkittävää kiinteistömässää (tarkemmat kommentit sivulla 23). Pääomarahastot ovat Evlin kannalta mielenkiintoinen mahdollisuus johtuen niiden kasvavasta kysynnästä ja houkuttelevasta palkkiorakenteesta. Odotamme yhtiön lanseeraavan useita pääomarahastotuotteita lähivuosina, mutta olemme ennusteissamme varovaisia vaisusta track-recordista johtuen.

Yhteenveto

Kokonaisuutena Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma on hyvin ennustettava ja sen riskitaso on keskeisiä verrokkeja matalampi. Tämä johtuu jatkuvien tuottojen isosta roolista ja suhteellisen matalasta palkkioitasosta.

Varainhoidon palkkituottojen jakauma 2016e



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat kulurakenne

Kulutehokkuus parantunut, mutta tehostamisvaraa on edelleen

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja historiallisesti Varainhoidon kulutaso on ollut melko korkea suhteessa keskeisiin kilpailijoihin. Yhtiön kulutehokkuus on parantunut viimeisen kahden vuoden aikana, kun liikevaihto on kasvanut ja kulut ovat pysyneet ennallaan. Segmentin kulut olivat vuonna 2016 noin 30 MEUR ilman konsernin allokointeja (2016: 8,5 MEUR).

Yhtiö ei erittele kulurakennetta, mutta arviomme mukaan tästä 30 MEUR:sta noin 20 MEUR on henkilöstökuluja. Keksimääräinen henkilöstökulu on laskelmiemme mukaan noin 115 TEUR/a jossa bonusten osuus on varsin maltillinen. Henkilöstökulutaso suhteessa liikevaihtoon on linjassa keskeisien verrokkien kanssa, mutta ottaen huomioon Evlin liiketoiminnan suurempi kokoluokka ja hyvin skaalautuva hallinnoitava varallisuus, olisi yhtiöllä potentiaalia olla kilpailijoita tehokkaampi tällä saralla. Varainhoidon henkilöstömäärä 170 kpl on varsin suuri suhteessa yhtiön toiminnan kokoluokkaan ja etenkin tukifunktioissa olisi mielestämme edelleen tehostamisvaraa digitalisaation tuomia mahdollisuuksia hyödyntämällä.

Muut kulut ilman konsernin allokointeja ovat laskelmiemme mukaan noin 10 MEUR. Myös näiden kulujen tehokkuudessa olisi mielestämme tehostamisvaraa, kun huomioidaan yhtiön kokoluokka. Keskeinen ajuri tehokkuuden parantamiselle on yhtiön meneillään oleva iso IT-hanke, jonka tarkoituksena on yksinkertaistaa ja tehostaa prosesseja etenkin tukifunktioissa.

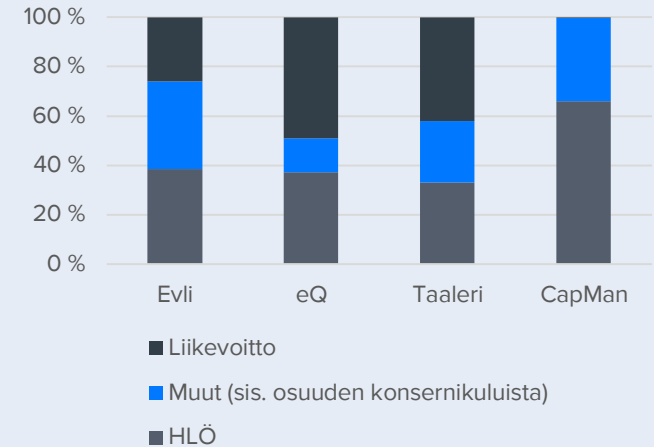
Segmentin poistot olivat 2016 noin 1,5 MEUR ja odotamme niiden laskevan noin 1 MEUR:oon johtuen vanhoihin IT-investointeihin liittyvien poistojen supistumisesta.

Konsernin kulujen allokoinnit olivat 2016 noin 8,5 MEUR ja odotamme tämän tason olevan varsin vakaa lähivuosina. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan konserniallokoinnin huomioivaa kannattavuutta johtuen niiden jatkuvasta luonteesta. Konsernin kulut huomioituna yhtiön muiden kulujen osuus nousee merkittävästi, mikä korostaa entisestään tarvetta kulutehokkuuden jatkuvalla parantamiselle.

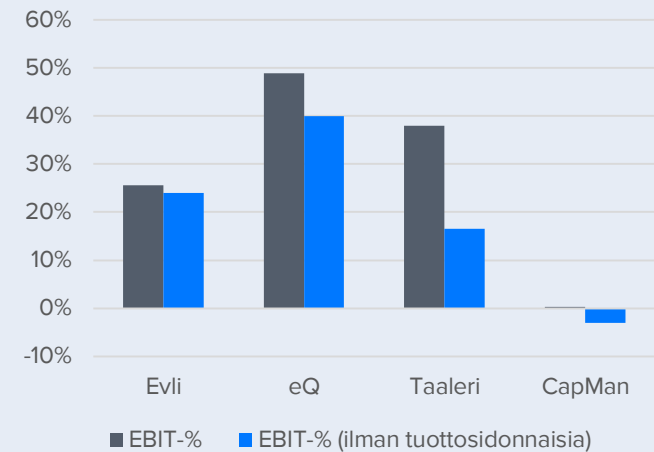
Ei enää alisuorittaja

Vaikka näemmekin Varainhoidon kulutehokkuudessa edelleen selvää potentiaalia, on hyvä huomata, että segmentin kulutehokkuus on parantunut selvästi viimeisen 12kk aikana liikevaihdon kasvun ja kulukurin myötä. Kannattavuus on edelleen alle keskeisten verrokkien, mutta on hyvä huomioida, että pääverrokeilla (Taaleri ja eQ) tuottosidonnaiset palkkiot ovat merkittävät vuoden 2017 ennusteilla. Tuottosidonnaisista oikaistuna Evlin kannattavuus olisi laskelmiemme mukaan varsin hyvin linjassa verrokkien kanssa ja näin ollen Evliä ei voida enää Varainhoidon osalta pitää alisuorittajana.

Verrokkien varainhoidon kulurakenne ja kannattavuus 2017e*



Verrokkien varainhoidon kannattavuus**



*Jokaisen yhtiön varainhoito-segmentit. Ei huomioi CapManin sijoitustuottoja, huomioi CapManin palveluliiketoiminnan. eQ:n konserniallokaatio Inderesin oletus.

**Minkään yhtiön henkilöstöbonuksia ei oikaistu tulosennusteen laskun jälkeen.

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat tuloseennusteet

Hyvät edellytykset tulokasvulle

Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden osalta keskiössä ovat palkkiotuottojen kasvu sekä kulukurin pysyminen. Palkkiotuottojen kasvun osalta näkymä on mielestämme suotuisa ja yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa tervettä kasvua Suomessa sekä ulkomailla nykyisen tuoteportfolion osalta. Pääomarahastoissa onnistumisella olisi selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiin johtuen niiden houkuttelevasta tuottotasosta. Kulutuksen merkitys segmentin tulosekehitykseen on myös oleellinen ja mikäli yhtiö onnistuisi säilyttämään kulunsa nykytasolla, olisi kasvun luoma tulosvipu merkittävä. Näkemyksemme mukaan segmentillä olisi edelleen mahdollisuuksia laskea kulutusta nykyisestä, mutta emme pidä tätä todennäköisenä lyhyellä aikavälillä. Ennustamme lähivuosien kuluihin lievää kasvua, sillä historiallisesti Evlillä on ollut ongelmia kulukurin pitävyyden kanssa.

2017 - tulos nousee hyväksyttävälle tasolle

Varainhoidon tulos on alkuvuoden 2017 aikana tehnyt selkeän tasokorjauksen. Liikevaihto on jatkanut ripeää kasvuaan (H1'17 +17 %) hallinnoitavan varallisuuden kasvun myötä (+25 %). Hallinnoitavan varallisuuden mix on heikentynyt hieman vuodentakaisesta johtuen merkittävistä nettomerkinnoista matalatuottoisiin korkorahastoihin (esim. Evli Likvidi). Kulutus on säilynyt edellisvuoden tasolla toteutettujen tehostamistoimien myötä ja kasvu on valunut tehokkaasti alariville. Konsernin allokoinneista oikaistu liikevoitto on alkuvuonna noussut 7,3 MEUR:oon vuodentakaiselta 2,4 MEUR:n tasolta. Numerot eivät sisällä kertaluontoisia tuottoja ja

näin ollen liikevoiton parannus on kestäväällä pohjalla.

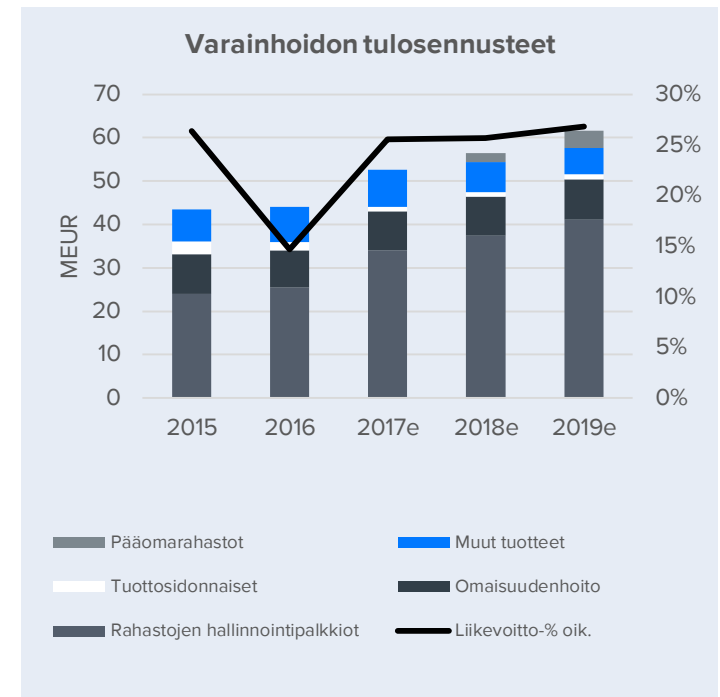
Odotamme hyvän kehityksen jatkuvan myös vuoden jälkipuoliskolla. Liikevaihto tulee jatkamaan selvässä kasvussa (2017e: +13 %) johtuen hallinnoitavan varallisuuden kasvusta (2017e: +17 %). Kasvu ohjautuu strategian mukaisesti pääosin yhtiön rahastoihin ja mix heikkenee hieman vertailukaudesta korkosijoitusten osuuden kasvaessa. Hallinnointipalkkioiden kasvu hautaa alleen laskevat tuottosidonnaiset sekä välityksen laskevan volyymin. Kulutus pysyy ennallaan ja tulos paranee selvästi. Ennustamme koko vuoden liikevoiton kohoavan 13,6 MEUR:oon (2016: 6,9 MEUR). Liikevoittomarginaali on 26 %, jota voidaan pitää jo suhteellisen hyvänä tasona.

2018 – kulukurin pysyminen kysymysmerkinä

Vuoden 2018 osalta odotamme liikevaihdon jatkavan kasvussa (+6 %) hallinnoitavan varallisuuden kasvun myötä. Odotamme yhtiöltä myös uusia avauksia pääomarahastopuolelta, mutta näiden vaikutus segmentin luvuissa jää vielä pieneksi. Välityksen volyymit jatkavat edelleen selvässä laskussa Mifid2-sääntelyn astuessa voimaan ja pidämme mahdollisena, että välityksen kannattavuus kääntyy jälleen tappiolliseksi. Markkinatilanteen odotamme asteittain viilenevän nykytasolta, mikä heijastuu negatiivisesti hallinnoitavan varallisuuden kasvuun ja kasvuennusteemme nojaakin pitkälti nettomerkinnoihin.

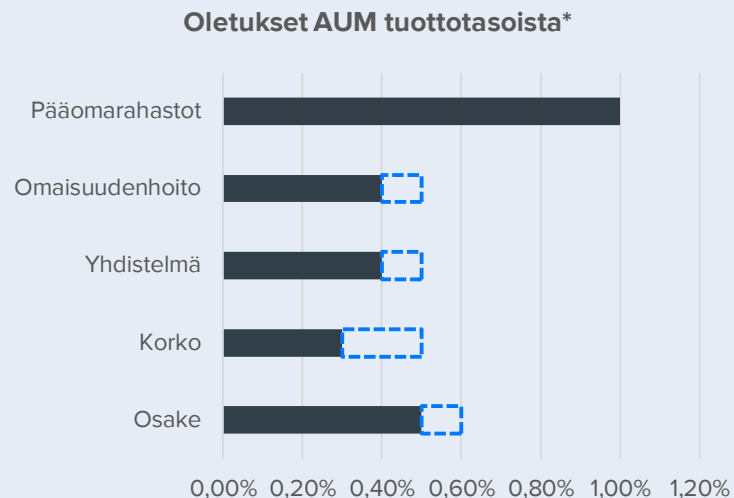
Olemme kuluennusteiden suhteen varovaisia ja odotamme segmentin kulutuksen nousevan 2017 tasolta vuonna 2018. Vaikka

yhtiöllä olisikin mielestämme edellytykset pitää kulutuksen ennallaan, ei kulutehokkuus ole historiassa ollut yhtiön vahvuus. Ennustamme liikevoiton nousevan 14,5 MEUR:oon ja kannattavuuden säilyvän hyvällä 26 %:n tasolla. Liikevoitto pitää sisällään vain marginaalisesti tuottosidonnaisia palkkioita.



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat yhteenveto

	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Palkkiotuotot	42,8	47,1	53,1	56,4	61,6
Kasvu-%	14,4 %	10,0 %	12,7 %	6,3 %	9,3 %
<i>Rahastojen hallinnointipalkkiot</i>	24,1	25,4	34,1	37,4	41,1
<i>Omaisuudenhoito</i>	9,2	8,6	9,0	9,0	9,4
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,9	2,0	1,0	1,0	1,2
<i>Muut tuotteet</i>	7,4	8,0	8,5	7,0	6,0
<i>Pääomarahastot</i>	0,0	0,0	0,0	2,0	4,0
Liikevoitto	11,3	6,9	13,6	14,5	16,5
Liikevoitto-% oik.	26 %	15 %	26 %	26 %	27 %
Liikevoitto-% ilman allokaatio	48 %	33 %	40 %	39 %	39 %
AUM netto (mrd)	9,4	10,6	12,4	13,3	14,5
Rahastot ja omaisuudenhoito	7,6	8,7	10,3	11,1	12,1
Rahastot	5,2	6,5	8	8,8	9,7
Osake	1,7	2,1	2,6	2,8	3
Korko	3,3	4,2	5,2	5,8	6,5
Yhdistelmä	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muu omaisuudenhoito	2,4	2,2	2,3	2,3	2,4
Northern Horizon Capital	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7
Evli Awards Management	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Kotimainen AUM	4,3	5,4	6,3	6,7	7,2
Ulkomainen AUM	0,9	1,1	1,7	2,1	2,5



Lähde: Inderes, Evli

Kursivoidut rivit Inderesin ennusteita myös historiatietojen osalta

2015 numerot vanhan segmenttirakeen mukaiset eivät täysin vertailukelpoiset

*Katkoviiva kuvastaa aluetta jolla ennuste liikkuu alla olevasta mixistä riippuen

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat

Liiketoimintakuvaus

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat on Evlin pienempi segmentti ja se perustettiin vuoden 2017 alussa. Segmentti koostuu investointipankista (aik. oma segmentti), Evli Awards Managementista (aik. Varainhoidon alla) sekä osaketutkimusta tuottavasta Evli Research Partnersista (aik. Pääomamarkkinat-segmentin alla). Segmentin fokuksena on palvella pieniä ja keskisuuria yritysasiakkaita laajalla tarjonnalla (palkitseminen, investointipankki ja analyysi). Segmentti työllistää 37 henkilöä.

Segmentin vuoden 2016 liikevaihto oli 7,8 MEUR josta investointipankin osuus oli 4,8 MEUR ja Evli Awards Managementin (EAM) osuus noin 3 MEUR. Evli Research Partners (ERP) perustettiin vasta kesällä 2016 ja sen ulkoinen liikevaihto oli 2016 hyvin pieni. Segmentti teki vuonna 2016 1,3 MEUR:n liikevoiton, josta valtaosa tuli investointipankista. Segmentti käyttää varsin vähän konsernin palveluita ja sen osuus konsernin allokoimista kuluista on pieni.

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 ja sijoittajan kannalta N&Y-segmentin voitollisena pysyminen olisi jo itsessään positiivinen asia. Näkemyksemme mukaan segmentillä on lähivuosina hyvät edellytykset kohtuulliseen kannattavuuteen ja tappiollisuus vaatisi investointipankkitoiminnan hiipumista.

Investointipankki

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa, että Ruotsissa ja se työllistää noin 20 henkilöä. Evli omistaa investointipankista 67 % ja loput on yhtiön avainhenkilöillä. Sen liikevaihdon heilunta on toimialalle tyyppisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut viime vuosina 3-9 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3 MEUR ja kannattavuusvipu on hyvin voimakas. Normalisoitu liikevaihtotaso on 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 (2016e: 3,0 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.

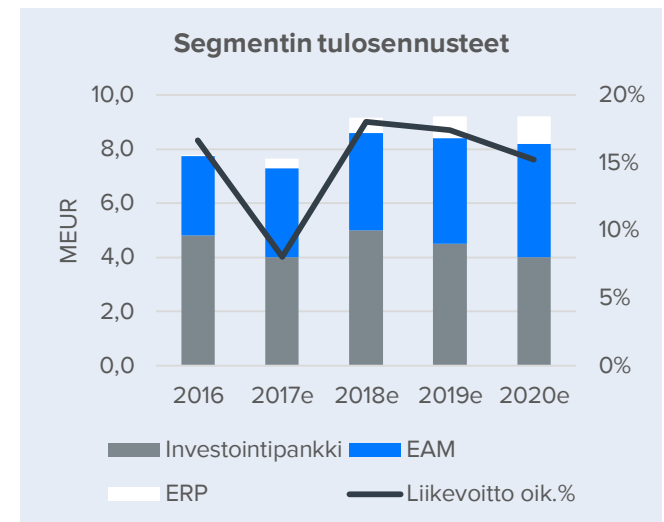
Evli Research Partners (ERP)

ERP tarjoaa analyysipalveluita pienille ja keskisuurille pörssiyrityksille. Toiminta yhtiöitettiin kesällä 2016 ja Evli omistaa siitä 70 % (lopun työntekijöillä). Toiminta on lähtenyt hyvin liikkeelle ja yhtiö on saanut ensimmäisen toimintavuotensa aikana noin 15 asiakkuutta. Analyysimarkkinan murroksen Mifid2-sääntelyn voimaan tulon myötä yhtiöiden maksama analyysi tulee todennäköisesti yleistymään mikä tukee ERP:n kasvunäkymiä. Liiketoiminnalla on hyvät edellytykset kasvaa selvästi, mutta kokonaisuutena merkitys jää N&Y-segmentin osalta pieneksi.

Segmentin tulosestimateet

Odotamme N&Y-segmentin vuoden 2017 tuloksen jäävän vaisulle 0,6 MEUR:n tasolle. Tulosta rasittaa Investointipankin vaisu alkuvuosi, ERP:n jatkuva ylösaajo sekä vuodentakaisesta kasvaneet konsernin kuluallokoinnit.

2018 osalta odotamme segmentin tuloksen paranevan selvästi johtuen Investointipankin kasvaneesta liikevaihdosta ja sekä ERP:n ja EAM:n kasvusta. Ennustamme liikevoiton nousevan 1,7 MEUR:oon. Investointipankin liikevaihto jää kokonaisuutena ennusteissamme lähivuosina varsin neutraalille tasolle johtuen varovaisesta markkinanäkemyksestämme. ERP ja EAM kasvavat molemmat, mutta niiden vaikutus segmentin numeroihin jää varsin rajalliseksi. Kokonaisuutena pidämme ennustamaamme 1,7 MEUR:n tulostasoa segmentille jo varsin hyvänä ja sen ylläpitäminen lähivuosina olisi onnistunut suoritus.



Konsernitoiminnot

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 2016 se oli noin 9,2 MEUR ilman poistoja. Segmentti työllistää 50 henkilöä ja arviomme mukaan tästä hieman yli 9 MEUR:n kulumassasta noin 4 MEUR on henkilöstökuluja ja loput muita kiinteitä kuluja (IT, vuokrat, IR, laki yms.). Kulutaso on laskenut selvästi, sillä vielä vuosina 2014 ja 2015 segmentin kulut olivat 12-13 MEUR. Kulujen laskusta huolimatta kulutaso on näkemyksemme mukaan edelleen varsin korkea sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti. On selvää, että pankki rasittaa kulurakennetta selvästi keskeisiä verrokkeja enemmän, mutta tästä huolimatta kulutasossa olisi arviomme mukaan tehostamisen varaa.

Keskiössä kulutehokkuuden parantamisen kannalta ovat yhtiön keskeiset IT-hankkeet, jotka onnistuessaan tehostavat tukifunktioita selvästi. Yhtiö on saanut IT-hankkeessaan toteutettua tärkeän runkojärjestelmän. IT-infrastruktuuri on edelleen käsityksemme mukaan varsin pirstaleinen ja siinä on edelleen merkittävästi kehitettävää. Tästä huolimatta yhtiöllä vaikuttaa olevan varsin selkeä tiekartta IT-hankkeen eteenpäin viemiseksi ja pahoilta kuluylityksiltä on vältytty. Arviomme mukaan yhtiön IT-kuluissa on laskuvaraa 2-3 vuoden tähtäimellä, kun isoimmat uudistukset saadaan maaliin ja yhtiö pääsee keskittymään pienempiin hankkeisiin. Olemme IT-kulujen laskun suhteen

kuitenkin varovaisia ja emme odota konsernitoiminnoissa (tai Varainhoidossa) oleellista laskua IT-kuluissa.

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 (Q2'17:n lopussa noin 90 MEUR) ja tähän liittyvän duraation pitämistä lyhyenä (noin 12 kuukautta). Pienen lainakannan takia siitä saatava tulovirta jää kuitenkin varsin vähäiseksi ja kokonaisuutena arvioimme pankin pääoman tuoton jäävän suhteellisen vaisuksi. Arviomme mukaan pankin täysimääräiseksi hyödyntämiseksi sekä pääoman tuoton parantamiseksi lainakantaa pitäisi kasvattaa selvästi nykyisestä.

Tulosennusteet

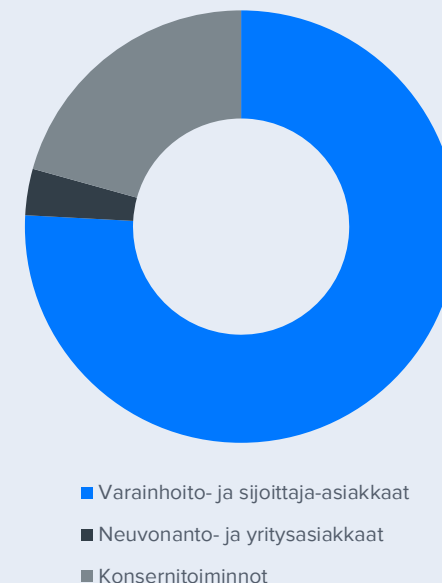
Konsernitoiminnot laskuttaa valtaosan kuluistaan muilta segmenteiltä niiden käyttämien palveluiden perusteella ja arviomme mukaan segmenteiltä vuosittain laskutettava summa on hieman yli 8 MEUR. Näin ollen Konsernitoiminnot-segmentin tulos on lähtökohtaisesti aina positiivinen ja sen määrä riippuu segmentin 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. Johtuen matalan korkotason luomasta paineesta on korkokate paineessa myös lähivuosina. FX ja trading-toiminnot jatkavat suhteellisen tasaista liikevaihtotasoaan ja ennustamme segmentin liikevaihdon olevan lähivuosina 4-5 MEUR:n välillä. Segmentin kuluihin ennustamme historiallisesti heikon kulutehokkuuden vuoksi lievää kasvua. Kokonaisuutena ennustamme segmentin tekevän lähivuosina noin 3 MEUR:n vuosittaisen tuloksen joka on myös linjassa segmentin historiallisen suorituskyvyn kanssa.

Segmentit yhteenveto

MEUR	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,0	65,9	70,0	75,4	78,9
Kasvu-%	-6,5 %	9,8 %	6,3 %	7,7 %	4,6 %
Varainhoito	46,1	52,6	56,4	61,6	65,0
<i>Rahastojen hall.palkkiot</i>	25,4	34,1	37,4	41,1	43,0
<i>Omaisuudenhoito</i>	8,6	9,0	9,0	9,4	9,8
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,0	1,0	1,0	1,2	1,2
<i>Muut</i>	8,0	8,5	7,0	6,0	6,0
<i>Alternatiivit</i>	0,0	0,0	2,0	4,0	5,0
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,8	7,7	9,2	9,2	9,2
<i>Corporate Finance</i>	4,8	4,0	5,0	4,5	4,0
<i>EAM</i>	3,0	3,3	3,6	3,9	4,2
<i>ERP</i>	0,1	0,4	0,6	0,8	1,0
Konsernitoiminnot	4,4	4,9	4,5	4,6	4,7
Liikevoitto	11,2	18,0	19,2	21,1	21,1
<i>Varainhoito</i>	6,9	13,6	14,5	16,5	16,7
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,3	0,6	1,7	1,6	1,4
<i>Konsemtoiminnot</i>	3,1	3,7	3,1	3,0	3,0

Liikevoiton jakautuminen 2017



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. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä ja markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimuksien alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

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. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua.

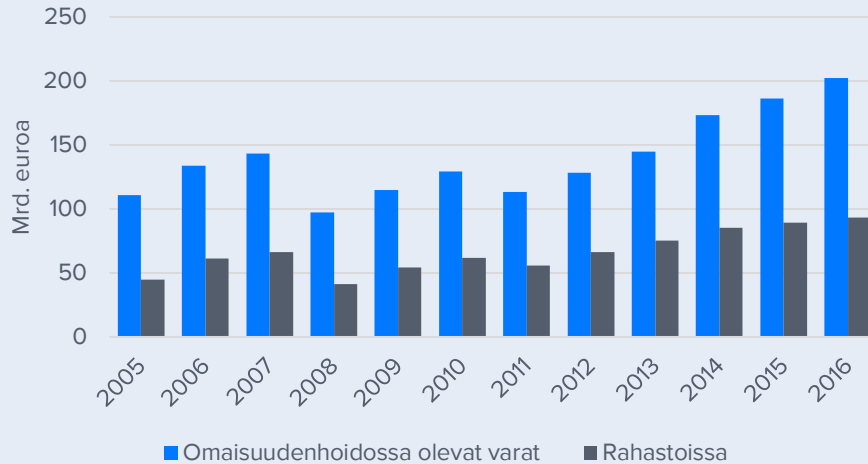
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan

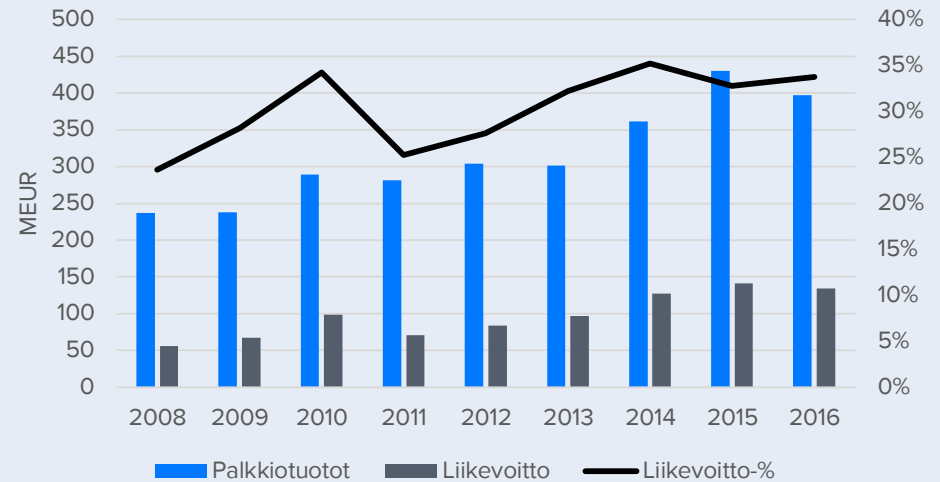
erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä lyhyellä aikavälillä, kun Euroopan taloussyklin kääntyminen yhdessä EKP:n aggressiivisten toimien kanssa pitää pääomamarkkinoiden kehityksen nousujohteisena ja transaktioiden määrän suotuisana.

Toimialan yhteenveto

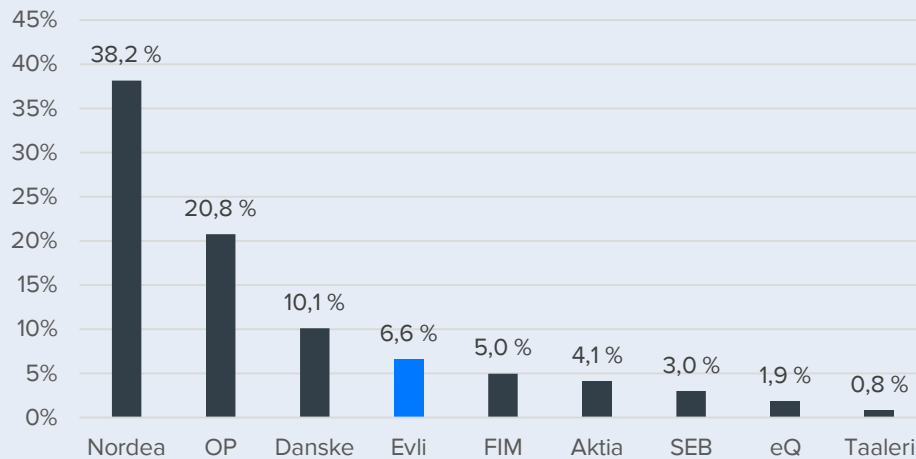
Omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta 8/17



Lähde: Inderes, FiVa, Tilastokeskus, Sijoitustutkimus

Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista.

Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.

Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää. Käytännössä sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituutteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot, kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien

perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti.

Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka alle 100 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.

Nollakorkoympäristö. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat

pakotettuja kasvattamaan riskiprofiiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely voi alkaa näyttää houkuttelevalta.

Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta.

Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulurakenne, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristymisen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

Kokonaisuudessa uskomme, että varainhoito tulee ajautumaan yhä enemmän suuntaan missä salkun ydin hoidetaan kustannustehokkaasti indeksij- ja passiivituotteilla ja lisäarvoa pyritään yhä enemmän luomaan yksittäisillä tuotevalinnoilla (esim. vaihtoehtoiset omaisuusluokat) sekä taktisella allokaatiolla. Tämä tulee korostamaan kilpailuetujen roolia ja parhaiten tulevat pärjäämään ne toimijat, joilla on tarjota oikeasti lisäarvoa tuottavia tuotteita kustannustehokkaasti.

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi vuoden 2016 lopussa 58 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2016 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa markkinatilanne. Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintaansa sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfted Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

Pankit: Pankkien toiminnolle keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: Valtaosalla tämä ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki,

välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite ja United Bankers.

Pienet sijoituspalveluyhtiöt: pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, Finlandia, Titanium ja PYN.

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Elite, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatioissa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen asti (ts. pörssin kääntyminen laskuun)

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Evli on kokoluokaltaan suurin pörssilistattu sijoituspalveluyhtiö

Näkemyksemme mukaan Evlin keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: eQ, Taaleri, United Bankers, Elite, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 11 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 9 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,5 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 67 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraan korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja

liiketoimintarakenne.

Evlin kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus noin 70 %).

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2017e kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

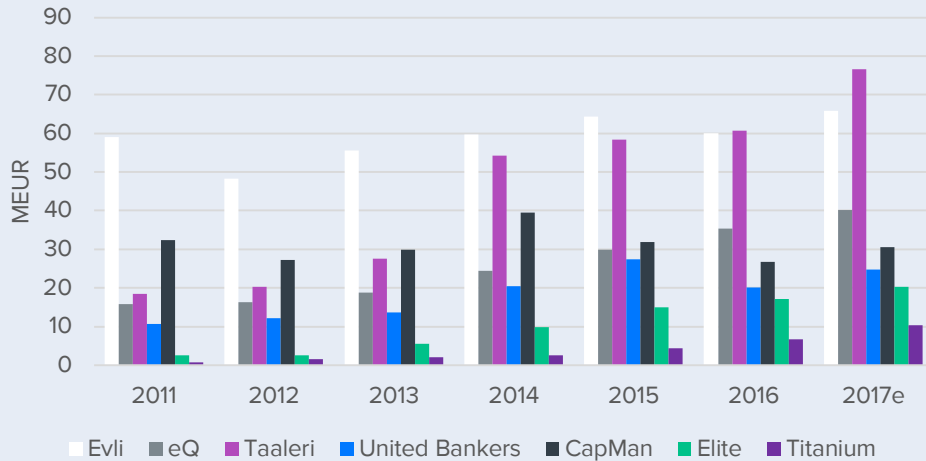
Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Näkemyksemme mukaan keskisuuret toimijat ovat nousseet yhä voimakkaammin haastamaan pankkeja ja etenkin instituutiopuolella keskisuuret toimijat kilpailevat jo tasavertaisesti pankkien kanssa.

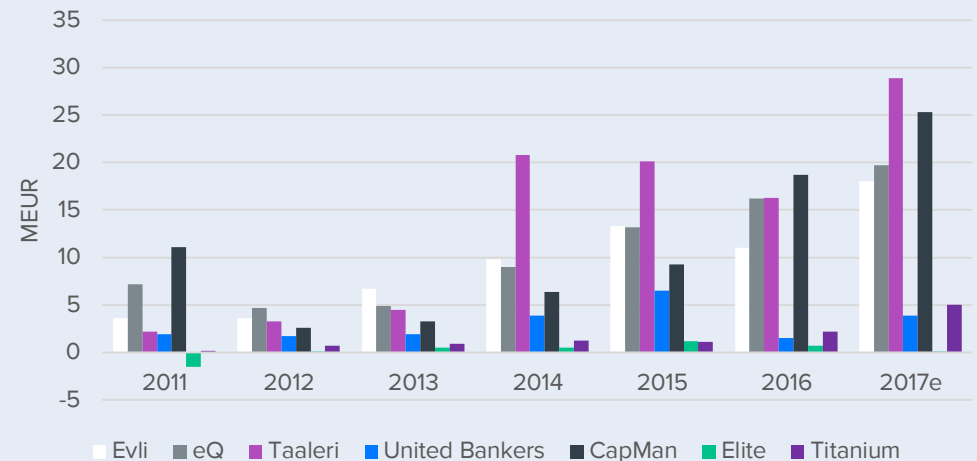
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

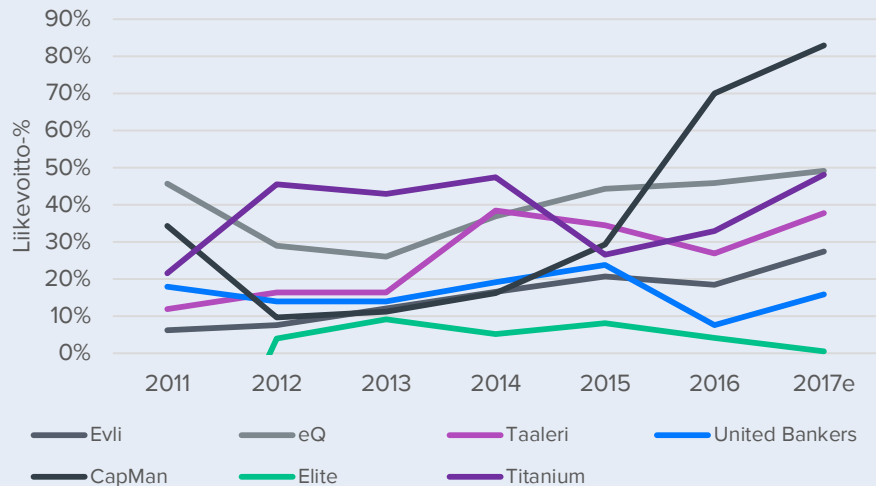
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien kannattavuuskehitys



Kilpailijamatriisi

	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	CapMan	Elite	Titanium
Investointipankki	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Omaisuuksienhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Arvopaperivälitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Kyllä
Private equity	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei

Lähde: Inderes, eQ, UB, Taaleri, CapMan, Elite, Titanium ja Evli

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 500-1500 MEUR:n välillä. Yhtiön taseen analysoinnissa sijoittajien tulee näkemyksemme 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. Q2'17:n lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 1103 MEUR. Lainakanta oli Q2'17:n lopussa noin 90 MEUR.

Yhtiön taseessa olevat velat ovat luonnollisesti linjassa saatavien kanssa ja pankkitoiminnasta oikaistuna yhtiön tase on nettovelaton. Laskelmiemme mukaan yhtiön käteispositio olisi pankkitoiminnasta oikaistuna noin 20 MEUR. Tätä pääomaa ei muiden finanssiyhtiöiden tapaan voi kuitenkaan ajatella ylimääräisenä pääomana johtuen pankkitoiminnasta ja sen vakavaraisuusvaatimuksista. Emme huomioi tätä laskennallista ylimääräistä pääomaa arvonmäärityksessämme myöhemmin.

Yhtiön oma pääoma oli Q2'17:n lopussa 61,8 MEUR. Aineettomia oikeuksia sillä oli noin 10 MEUR ja odotamme tämän supistuvan asteittain yhtiön poistaessa vanhoja isoja IT-investointejaan. Osakkuusyhtiöt (Q2'17: 3 MEUR) käsittää Evlin 50 %:n omistuksen kiinteistö-sijoitusyhtiö Northern Horizon Capitalista. Näkemyksemme mukaan 3 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 1,6 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 ja suhtaudumme siihen positiivisena optiona. Itse Evlin ydinliiketoiminta (varainhoito) ei sido oleellisesti pääomia ja mikäli yhtiö lopettaisi pankkina toimimisen, olisi tase hyvin samankaltainen kuin muilla verrokeilla.

Vakavaraisuus on hyvällä tasolla

Sijoittajan kannalta Evlin taseen analysointi kannattaa tehdä vakavaraisuuslaskelmien kautta. Yhtiö soveltaa vakavaraisuuslaskennassaan standardimenetelmää ja perusmenetelmää. Yhtiön vakavaraisuusuhdeluku oli Q2'17 lopussa 14 % ja se ylitti selvästi viranomaisten 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). Laskelmiemme mukaan yhtiön vakavaraisuus tulee lähivuosina parantumaan entisestään, kun aineettomien oikeuksien määrä taseessa pienenee (poistot) ja tulos paranee selvästi.

Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Evlin tase on erittäin hyvässä kunnossa ja ennusteemme mukaan konsernin vakavaraisuus tulee vuoden lopussa olemaan 16,8 %. Tämä ylittää selvällä marginaalilla yhtiön oman tavoitteen ja regulaattorin minimivaatimuksen.

Näkemyksemme mukaan taseen vahvistaminen nykytasolta ei ole järkevää ja se heikentää turhaan pääoman tuottoa. Yhtiön kannalta järkevintä olisikin jakaa koko tulos ulos osinkoina. Odotamme osingonjakosuhteen olevan lähivuosina 80-90 % ja tätä matalampi voitonjakosuhte vaatisi mielestämme pääomalle selkeän käyttökohteen (esim. yrityskaupat). 100 %:n voitonjakosuhte lähivuosina on mielestämme hyvin mahdollinen vaihtoehto.

Yrityskaupat mahdollisia, mutta eivät todennäköisiä

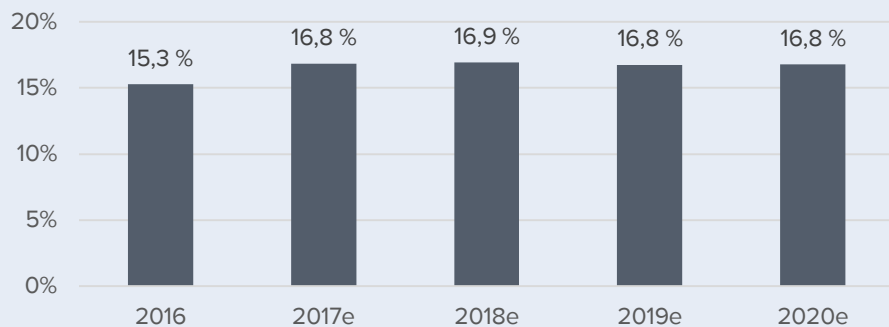
Evli on aika ajoin laajentanut toimintaansa pienillä täydentävillä yritysostoilla. Viimeisiä yrityskauppoja ovat olleet Evli Awards Management, Head Asset Management ja Aurator. Pidämme pieniä täydentäviä yritysostoja mahdollisina myös jatkossa ja yhtiön tase tarjoaisi tähän hyvin liikkumavaraa. Pidämme todennäköisenä, että Evli olisi kiinnostunut laajentumaan yrityskaupoilla pääomarahastoihin johtuen yhtiön omista haasteista tällä alueella. Pääomarahastoihin liittäisi yhtiöitä on kuitenkin tarjolla vähän ja hintapyynnöt ovat korkeita.

Isompien järjestelyiden osalta Evli olisi looginen osapuoli johtuen sen merkittävästä kokoluokasta Suomen sijoituspalvelukentässä. Uskomme myös, että Evlin ja toisen isomman toimijan fuusiossa olisi saatavilla merkittäviä synergiahyötyjä. Pidämme suurta järjestelyä Evlin osalta mahdollisena, mutta suhteellisen epätodennäköisenä johtuen kaikkien toimijoiden hyvistä kannattavuuksista ja näkemyseroista omien yhtiöiden käyvistä arvoista.

Taserakenne

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	14,0	17,2	15,2	14,9	14,7	Oma pääoma	51	69	65	68	71
Liikearvo	2,5	3,0	2,9	2,9	2,9	Osakepääoma	30	30	30	30	30
Aineettomat oikeudet	5,1	7,0	7,0	6,6	6,3	Kertyneet voittovarot	6	13	14	18	20
Käyttöomaisuus	2,3	1,9	1,9	2,0	2,2	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	3,5	5,0	3,0	3,0	3,0	Uudelleenarvostusrahasto	2	2	2	2	2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	13	24	18	18	18
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	1	1	0	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	Pitkäaikaiset velat	0	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	476	615	740	563	586	Laskennalliset verovelat	0	1	1	1	1
Varastot	0	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	29	78	81	81	81	Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	169	178	140	153	155	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Likvidit varat	279	359	519	329	350	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	490	632	755	578	601	Lyhytaikaiset velat	438	562	690	509	529
						Lainat rahoituslaitoksilta	338	394	507	310	328
						Lyhytaikaiset korottomat velat	41	37	31	46	49
						Muut lyhytaikaiset velat	59	132	152	152	152
						Taseen loppusumma	490	633	756	578	601

Konsernin vakavaraisuussuhde-%



Lähde: Inderes, Evli

Tulosennusteet 1/3

Vuodesta 2017 muodostumassa vahva

Evlin alkuvuosi 2017 on sujunut erittäin hyvin. Varainhoidon kannattavuus on noussut uudelle tasolle liikevaihdon kasvun ja kulutehokkuuden parantamisen myötä. Konsernin H1'17:n liikevaihto kasvoi 9 % 34,1 MEUR:oon. Liikevoitto lähes tuplaantui 9,8 MEUR:oon (H1'16: 5,5 MEUR). Tuloskasvu on tullut puhtaasti jatkuvista toiminnoista ja näin ollen tulosparannus on mielestämme hyvin kestävällä pohjalla.

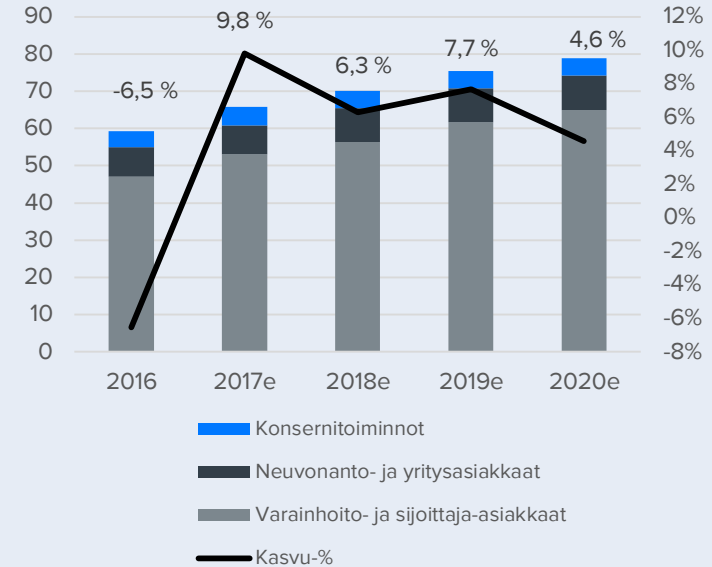
Myös loppuvuoden osalta näkymä on hyvä. Markkinatilanne on jatkunut positiivisena molemmissa segmenteissä. Varainhoidossa odotamme hallinnoitavan varallisuuden kasvun jatkuvan, joka pitää liikevaihdon selvässä kasvussa. Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat yhtiölle tyypillisesti painottumaan myös tänä vuonna Q4:lle, mutta ennustamme niiden jäävän viime vuoden varsin hyvältä tasolta. Rahastoliiketoiminnan vahva kasvu riittää kuitenkin kompensoimaan tämän ja kokonaisuutena ennustamme yhtiön kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 65,9 MEUR:oon. Liikevoitto paranee selvästi kulutason pysyessä vakaana ja ennustamme koko vuoden liikevoiton nousevan 18 MEUR:oon. Osakkuusyhtiö Northern Horizon Capital pysyy myös H2:lla tappiolla johtuen raskaasta kulurakenteesta sekä meneillään olevasta varainkeruusta uuteen rahastoon ja se heikentää yhtiön tulosta selvästi (2017e: -1,6 MEUR). Odotamme EPS:n olevan 0,54 euroa ja ennustamme yhtiön jakavan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina vahvan taseensa turvin. Osinkoennusteemme on 0,50 euroa.

Hyvät edellytykset positiivisen kehityksen jatkumiselle

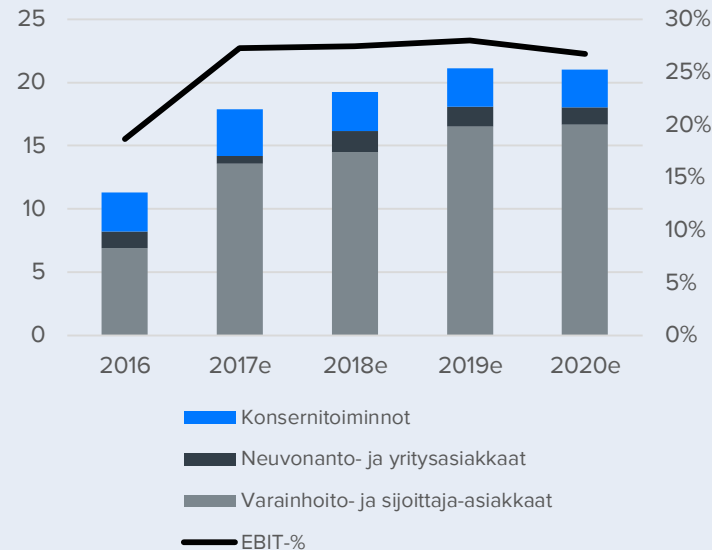
Odotamme positiivisen kehityksen jatkuvan myös vuonna 2018. Vaikka markkinatilanne tulee todennäköisesti heikentymään hieman nykyisestä, on sen vaikutus Evliin verrokkeja pienempi johtuen jatkuvien tuottojen ja korkorahastojen suuremmasta osuudesta. Odotamme kasvua molemmissa segmenteissä. Varainhoidossa kasvua ajaa hallinnoitavan varallisuuden kasvu ja uudet avaukset pääomarahastoissa, mitkä riittävät kompensoimaan välityksen jatkuvan laskun. N&Y-segmentissä kasvua tukee investointipankkitoiminnan kasvu vuoden 2017 vaisuhkolta tasolta. Kokonaisuutena ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan 6,3 %:lla 70 MEUR:oon.

Mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytykset säilyttää kulurakenteensa suunnilleen kuluva vuoden tasolla myös ensi vuonna. Kulujen kasvun pitäisi rajoittua lähinnä bonuksiin sekä pääomarahastoihin liittyviin panostuksiin eikä muissa kiinteissä kuluissa pitäisi olla nousupaineita. Yhtiön historiallisesti heikosta kulutehokkuudesta johtuen olemme ennusteissamme varovaisia ja odotamme kuluihin varsin selkeää kasvua. Ennustamme liikevoiton paranevan 19,2 MEUR:oon ja parannuksen jakautuessa puoliksi Varainhoidon ja N&Y:n kanssa. Osakkuusyhtiö NHC:n tappiot supistuvat (2018e: -0,5 MEUR) uuden rahaston myötä ja tämä tukee selvästi EPS kasvua. Kokonaisuutena ennustamme 0,61 euron osakekohtaista tulosta ja 0,55 euron osinkoa.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Tulosennusteet 2/3

2019-2020 markkinan kestävyys kysymysmerkkinä

Arvostukset ovat tällä hetkellä suhteellisen korkealla käytännössä kaikissa omaisuusluokissa ja osakemarkkinoilla on takana erittäin pitkä ja tuottoisa nousumarkkina. Tämä on tukenut sekä varallisuusarvoja että sijoittajien sentimenttiä, mikä helpottaa näkemyksemme mukaan merkittävästi myös uusiasiakashankintaa sekä uusien tuotteiden lanseerausta. Markkinatilanne on mielestämme tällä hetkellä kokonaisuudessaan erinomainen, mutta tämä ei tule jatkumaan ikuisesti.

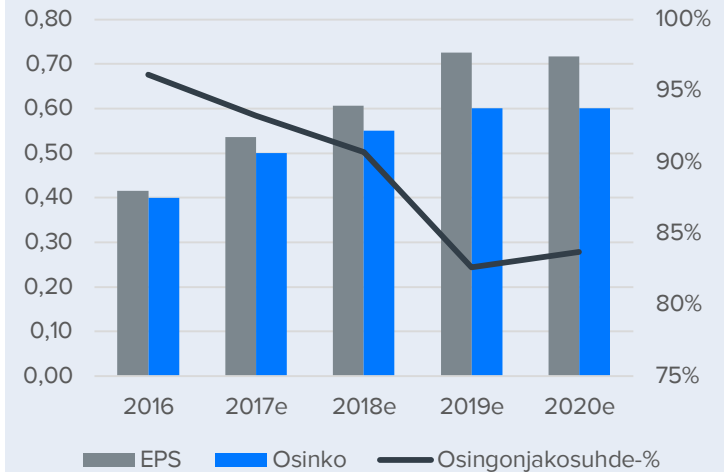
Markkinatilanteen kestävyys on yksi suurimpia huolenaiheita katsottaessa lähivuosiin, erityisesti periodille 2019-2020. Emme ennusta mallissamme merkittävää laskumarkkinaa, mutta olemme olettaneet varallisuusarvojen kasvun jäävän lähivuosina maltillisiksi. Jos markkinat jatkuvat voimakasta nousuaan, tulee Evlin AUM todennäköisesti kasvamaan selvästi nykyisiä ennusteitamme nopeammin uusmyynnin mukana. Vaikka Evlin AUM:n korkopaino onkin verrokkeja selvästi korkeampi, olemme kuitenkin pitkän aikavälin ennusteissamme varovaisia kypsästä nousumarkkinasta.

Ennustamme vuosien 2019 ja 2020 liikevaihdon kasvavan 8 %:lla ja 5 %:lla. Kasvun moottorina toimii edelleen Varainhoito, missä rahasto-pääoman kasvu yhdessä pääomarahastojen ylösajon kanssa tuo kasvua. Investointipankkitoiminnan liikevaihto laskee ennusteissamme markkinatilanteen viilentymisen kanssa ja välitystoiminta jatkaa rakenteellisessa laskussa. Ennustamme kulujen

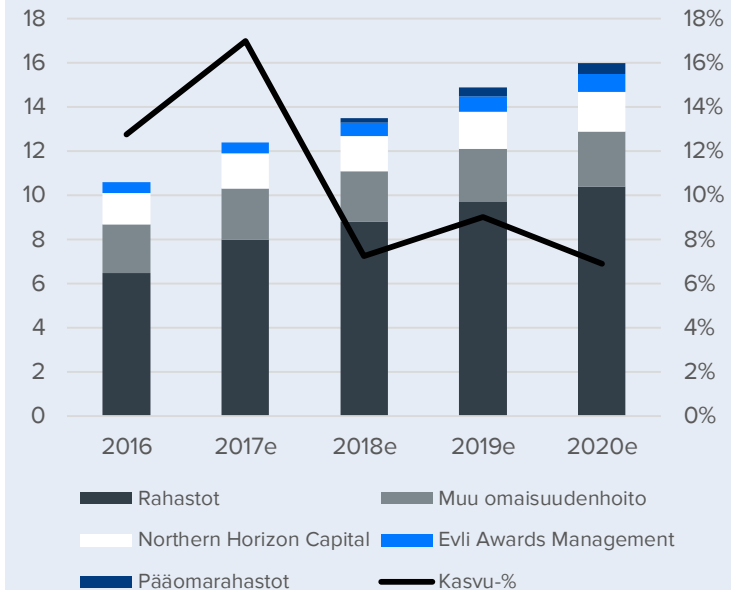
kasvavan edelleen suhteellisen vauhdikkaasti, vaikka emme näe oleellisia kulupaineita vuosien 2019 ja 2020 aikana. Tästä huolimatta liikevoitto jatkaa kasvuaan ja ennustamme liikevoiton nousevan noin 21 MEUR:oon. Kannattavuus on hyvällä noin 28 %:n tasolla. NHC:n tulos kääntyy ennusteissamme voitolliseksi 2019 ja tällä on selkeä positiivinen vaikutus EPS-ennusteisiin. EPS-ennusteemme vuosille 2019 ja 2020 ovat 0,73 ja 0,72 euroa.

Vastaavat osinkoennusteet ovat 0,60 euroa. Osingonjakosuhte laskee ennusteissamme hieman yli 80 %:iin ja konsernin vakavaraisuus jatkaa vahvistumistaan. Ennusteissamme konsernin vakavaraisuus säilyy vuosina 2018-2020 noin 17 %:n tuntumassa. Luku on selvästi yli yhtiön oman tavoitetason ja mielestämme taseen vahvistaminen tältä tasolta olisi kyseenalaista ja heikentäisi pääomatehokkuutta entisestään. Näin ollen yhtiön olisi todennäköisesti järkevää jakaa tuloksensa käytännössä kokonaan ulos omistajilleen parantaakseen pääomatehokkuuttaan. Yhtiön konservatiivinen taseriskin hallinta huomioiden, ei vakavaraisuuden lievä heikentyminen ennustamaltamme tasolta nostaisi yhtiön riskiprofilia juurikaan.

EPS ja osinko (EUR)



Hallinnoitavan varallisuuden kasvu (mrd)



Tulosennusteet 3/3

Tulospotentiaali selvästi korkeammalla

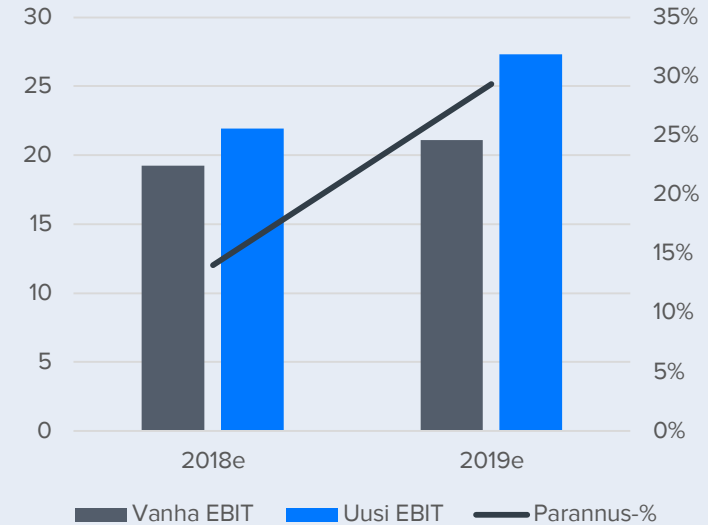
Vaikka Evlin tulos onkin noussut uudelle tasolle vuoden 2017 aikana eikä yhtiötä enää voida pitää tuloksen osalta selvänä alisuorittajana suhteessa verrokkeihin, olisi yhtiöllä mielestämme potentiaalia selvästi nykyistä parempaan tulostasoon. Perustelemme näkemystämme seuraavilla tekijöillä:

- Yhtiön hallinnoitava varallisuus on sen verrokkeja suurempi.
- Yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta valtaosa on sijoitettu yhtiön omiin rahastoihin ja tämän toimintamallin skaalautuvuus on erittäin korkea.
- Yhtiön kulutehokkuus etenkin tukifunktioiden osalta on edelleen verrokkeja heikompaa.
- Yhtiöllä on tuottosidonnaisia palkkioita erittäin harvoissa tuotteissa, vaikka yhtiön matala palkkiotaso mahdollistaisi mielestämme tuottopalkkiostruktuurit myös laajemmassa mittakaavassa.

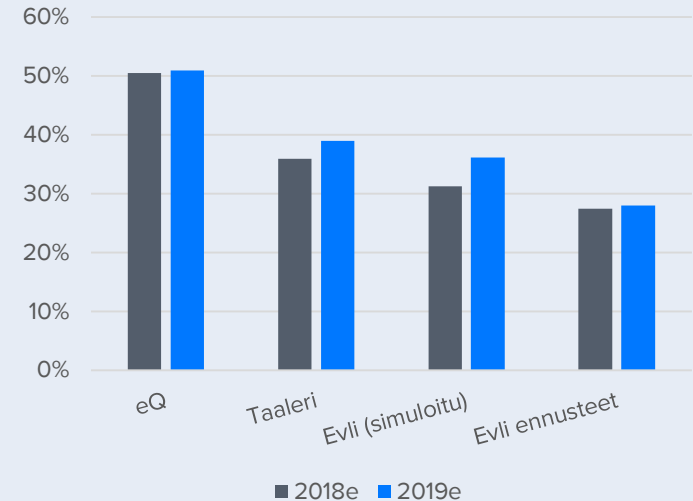
Olemme havainnollistaneet tätä potentiaalia seuraavasti. Ennustamme, että yhtiö onnistuisi säilyttämään kulutasonsa vuoden 2017 tasolla vuosien 2018-2019 aikana. Tämän pitäisi mielestämme olla mahdollista, mikäli Evli saa IT-investoinneistaan odottamiaan tehokkuushyötyjä ja yhtiö keskittyy jatkuvasti parantamaan muuta kulutehokkuuttaan. Tässä skenaariossa yhtiön liikevoitto jatkaisi voimakasta parannustaan ja simuloitujen liikevoittoennusteemme ovat 21,9 ja 27,3 MEUR eli 14 % ja 29 % nykyisiä ennusteitamme

korkeammat. Näillä oletuksilla myös kannattavuus paransi selvästi ja nousisi lähemmäs yhtiön keskeisiä verrokkeja (Taaleri ja eQ). Simuloimamme liikevoittomarginaali vuonna 2019 olisi 36 % ja mielestämme tämä taso heijastelee nykyrakenteisen Evlin täyttää tulospotentiaalia. Tästä korkeampi kannattavuustaso vaatisi todennäköisesti tuottopalkkioiden osuuden merkittävää kasvattamista liiketoiminnassa ja/tai muutoksia konsernin rakenteessa (esim. pankkitoiminnasta luopumista). Vaikka emme pidä tulospotentiaalini realisoitumista todennäköisenä lähivuosina, on sijoittajan tärkeä tunnistaa tämä Evlissä piilevä potentiaali.

Simulaatio EBIT-potentiaalista



Verrokkien kannattavuudet (liikevoitto-%)

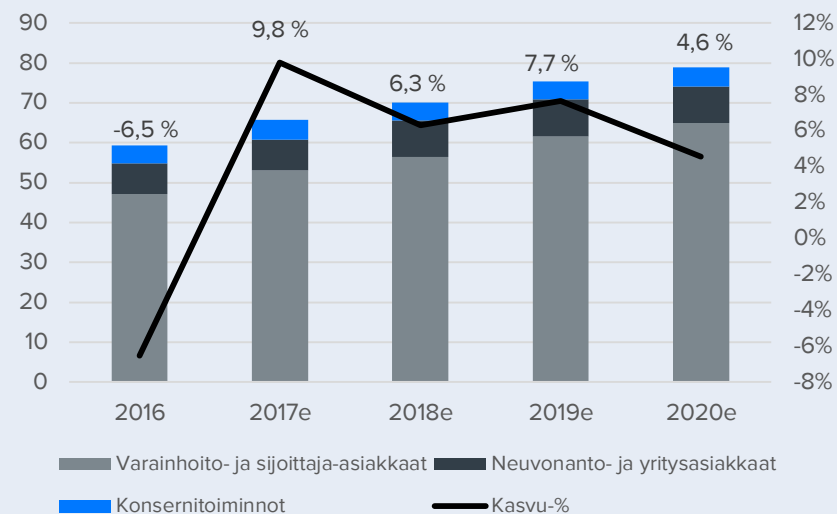


Ennusteet yhteenveto

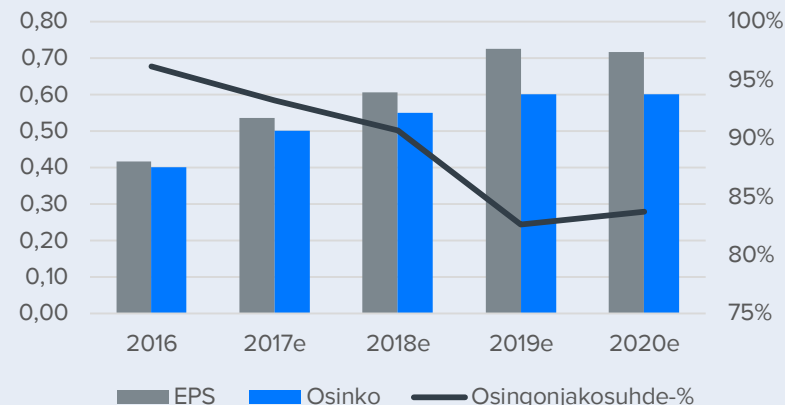
MEUR	2016	2017e	2018e	2019e	2019e
Liikevaihto	60,0	65,9	70,0	75,4	78,9
Kasvu-%	-6,5 %	9,8 %	6,3 %	7,7 %	4,6 %
Varainhoito	46,1	52,6	56,4	61,6	65,0
<i>Rahastojen hall.palkkiot</i>	25,4	34,1	37,4	41,1	43,0
<i>Omaisuu denhoito</i>	8,6	9,0	9,0	9,4	9,8
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,0	1,0	1,0	1,2	1,2
<i>Muut</i>	8,0	8,5	7,0	6,0	6,0
<i>Alternatiivit</i>	0,0	0,0	2,0	4,0	5,0
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,8	7,7	9,2	9,2	9,2
<i>Corporate Finance</i>	4,8	4,0	5,0	4,5	4,0
<i>EAM</i>	3,0	3,3	3,6	3,9	4,2
<i>ERP</i>	0,1	0,4	0,6	0,8	1,0
Konsernitoiminnot	4,4	4,9	4,5	4,6	4,7
Liikevoitto	11,2	18,0	19,2	21,1	21,1
<i>Varainhoito</i>	6,9	13,6	14,5	16,5	16,7
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,3	0,6	1,7	1,6	1,4
<i>Konsem itoiminnot</i>	3,1	3,7	3,1	3,0	3,0
Osakkuusyhtiöt	1,1	-1,6	-0,5	1,0	1,0
Vähemmistö	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7
Nettotulos	9,7	12,5	14,2	17,1	16,9
EPS (EUR)	0,42	0,54	0,61	0,73	0,72
Osinko (EUR)	0,40	0,50	0,55	0,60	0,60

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

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



EPS ja osinko (EUR)



Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Evlin arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: kassavirtalaskelma, suhteellinen arvostus ja absoluuttinen arvostus. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme laskemalla käänteisesti arvon hallinnoitavalle varallisuudelle. Annamme suurimman painoarvon kassavirtalaskelmalle sekä suhteelliselle arvostukselle johtuen laajasta ja laadukkaasta verrokkijoukosta Helsingin pörssissä.

Näkemyksemme Evlin käyvästä arvosta on 9,2 euroa per osake ja pidämme osaketta nykyisellä hieman alle 8 euron kurssilla aliarvostettuna. Seuraavalla kahdella sivulla olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmien lopputuloksia.

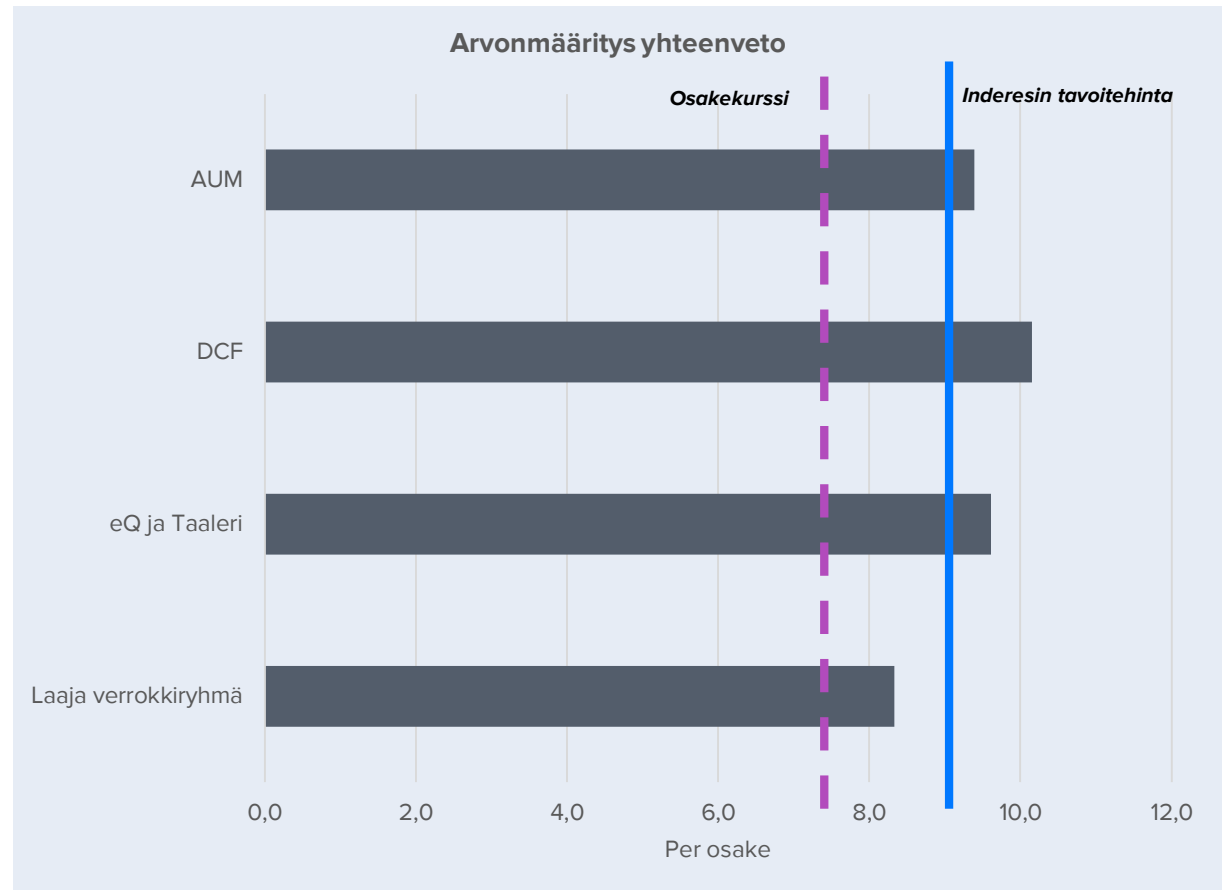
Evlin arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Kohtuulliset tuloskasvunäkymät
- Tuloksen verrokkeja matalampi volatilitiitti
- Yhtiön matala riskiprofiili

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Historialliset haasteet kulujen kanssa
- Verrokkeja korkeammat pääomavaatimukset
- Kypsä markkinatilanne ja korkeat omaisuusarvot

Kokonaisuutena pidämme Evlin riskiprofiilia listautuneista finanssisektorin yhtiöistä matalampina ja tämän tulisi näkemyksemme mukaan heijastua yhtiön arvostuksessa.



Arvonmääritys 2/3

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme mukainen arvo Evlille on 237 MEUR tai 10,15 euroa per osake. Kassavirtalaskelma huomioi yhtiölle laskennallisen nettokassan, mikä ei Evlin nykyisen liiketoimintamallin puitteissa ole täysin oikeutettua. Tästä oikaistuna arvo olisi noin 9,3 euroa per osake. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy sivulta 36, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

- Liikevaihdon kasvu hidastuu selvästi lähivuosina ja terminaalikasvuna olemme käyttäneet 2,5 %.
- Kannattavuus säilyy lähivuodet 2017 saavutetulla hyvällä tasolla, mutta kääntyy varovaiseen laskuun 2020 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 21 %:n liikevoittomarginaalia, mikä heijastelee epävarmuutta nykyiseen markkinatilanteeseen sekä yhtiön kulutehokkuuden kestävyYTEEN.
- Soveltamamme diskonttokorko 8,3 % on

suhteellisen matala ja kuvastaa yhtiön matalaa riskiprofiilia. Verrokeille soveltamamme diskonttokorot ovat 8-12 %:n tasolla.

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. EV-kertoimissa olemme oikaisseet pois yhtiön laskennallisen kassan ja lähdemme oletuksesta, että Evli on nettovelaton. Mielestämme yhtiön laskennallista nettokassaa ei tule huomioda, koska se on sidoksissa yhtiön pankkitoimintaan.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleraia, eQ:ta, Titaniumia, Eliteä, Titaniumia, United Bankersia CapMania ja Privanetia. Verrokkien joukko on varsin kirjava ja esim. CapMan ja Privanet ovat mielestämme käytännössä sijoitusyhtiöitä. Parhaat verrokkit asiakaskunnan näkökulmasta ovat Taaleri ja eQ. Olemme haarukoineet suhteellista arvostusta sekä koko verrokkiryhmän kautta että eQ:n ja Taalerin

kautta.

Evlin arvostustaso on pääosin linjassa laajan verrokkiryhmän kanssa. 2017 ja 2018 EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla arvostusero on hyvin pieni ja EV/S- tai P/B-kertoimien merkittävää alennusta selittävät erot liiketoimintamallissa. Osinkotuotto on ennusteillamme ryhmän korkeimpia ja signaloi mielestämme aliarvostuksesta. Jos sovellamme Evliin laajan verrokkiryhmän mukaisia kertoimia (EV/S'18, P/E'18, EV/EBIT'18, P/B '17 ja osinko-% '17) samoilla painoilla, saamme Evlin käyväksi arvoksi 8,3 euroa per osake.

Evlin riskiprofiili on mielestämme koko ryhmän matalin johtuen tuottojen pienestä volatilitteetista, palkkioiden pienestä eroosioriskistä (matalat palkkiotasot ja erinomainen track-record varainhoidosta), tuottolähteiden laajemmasta hajautumisesta ja korkorahan suuresta osuudesta. Näin ollen Evliä tulisi mielestämme hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Lähimmät verrokkit Taaleri ja eQ hinnoitellaan preemiolla.

	P/E (oik.)		EV/EBIT (oik.)		EV/S	P/B	Osinko	
	2017e	2018e	2017e	2018e			2017e	2018e
Evli	14,6	12,9	10,2	9,5	2,8	2,7	6,4 %	7,0 %
eQ	19,5	17,0	14,5	12,8	7,1	4,9	6,3 %	6,3 %
Taaleri	13,0	15,0	10,2	11,7	3,9	2,7	2,3 %	2,8 %
United Bankers	16,3	12,8	13,6	9,0	2,1	3,5	4,2 %	5,6 %
CapMan	13,1	13,1	10,7	11,2	8,9	1,8	5,9 %	6,5 %
Elite	36,4	11,4	n.a.	8,3	1,5	3,3	1,0 %	3,5 %
Privanet	13,8	9,2	7,7	6,5	3,1	2,5	7,6 %	7,6 %
Titanium	12,9	10,5	10,0	8,3	4,4	3,5	6,3 %	7,3 %
Mediaani	13,8	12,8	10,5	9,0	3,9	3,3	5,9 %	6,3 %
Erotus% vrt. mediaani	6 %	1 %	-3 %	6 %	-28 %	-19 %	8 %	13 %

Evlin arvo mediaani kertoimella (EUR) 7,4 7,8 8,1 7,4 10,9 9,6 8,5 8,8

Arvonmääritys 3/3

Lähimmät verrokkit

Mielestämme Evlin tulospohjaisen hinnoittelun tulisi olla linjassa sen lähimpien verrokkien Taalerin ja eQ:n kanssa. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiyhtiöistä lähimpänä toisiaan. Vaikka Evlin taloudellinen suorituskyky onkin viimevuosina ollut kolmikoista heikointa, on sen riskiprofiili eQ:ta ja Taaleria matalampi johtuen etenkin tuottosidonnaisten palkkioiden pienestä määrästä ja kokonaisuutena nämä tekijät kompensoivat toinen toisensa.

Soveltamalla eQ:n ja Taalerin vuoden 2018 EV/EBIT ja P/E-kertoimia samoilla painoilla, olisi Evlin käypä arvo 9,6 euroa per osake. Osinkotuotto on myös kolmikon selvästi korkein, mikä tukee näkemystämme aliarvostuksesta.

AUM:sta maksettava hinta on matala

Viimeisenä arvonmääritys menetelmänä 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 palkkioitasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että

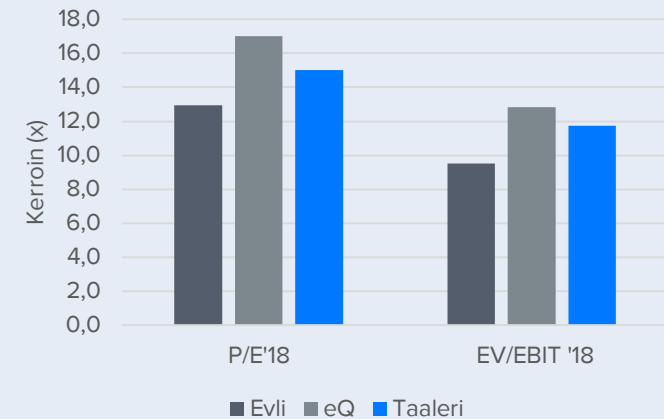
valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 % taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

Evlin tapauksessa olemme käyttäneet hallinnoitavasta varallisuudesta H1'17:n lopun tilannetta. Osakerahastolle olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa ja se on näkemyksemme mukaan Evlin arvokkainta AUM:ia johtuen sen kohtuullisesta palkkioitasosta. Korkorahaston AUM:lle olemme soveltaneet 1,5 %:n kerrointa johtuen sen matalammasta palkkioitasosta. Rahastopääoman arvoa tukee niiden erittäin hyvä pysyvyys. Muulle omaisuudenhoidolle olemme soveltaneet 2 %:n arvostuskerrointa.

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

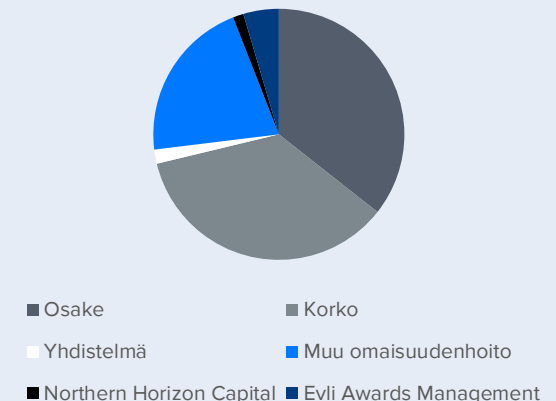
Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM:n pohjaiseksi arvoksi 9,4 euroa per osake. Laskelma ei huomioi AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja ERP) ja kokonaisuutena laskelma on varsin subjektiivinen. Tästä huolimatta näkemys on kuitenkin suuntaa antava ja tukee näkemystämme yhtiön aliarvostuksesta.

Lähimpien verrokkien kertoimet



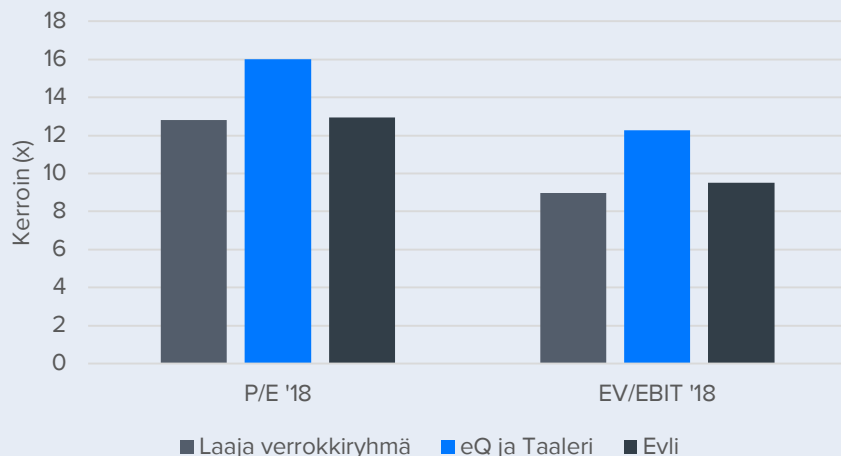
AUM	Mrd	Kerroin-%	Arvo
Osake	2,6	3,0 %	78
Korko	5,2	1,5 %	78
Yhdistelmä	0,2	2,0 %	4
Muu omaisuudenhoito	2,3	2,0 %	46
Northern Horizon Capital	1,6		3
Evli Awards Management	0,5	2,0 %	10
Yhteensä (MEUR)			219
Per osake (EUR)			9,4

AUM-pohjaisen arvon jakauma

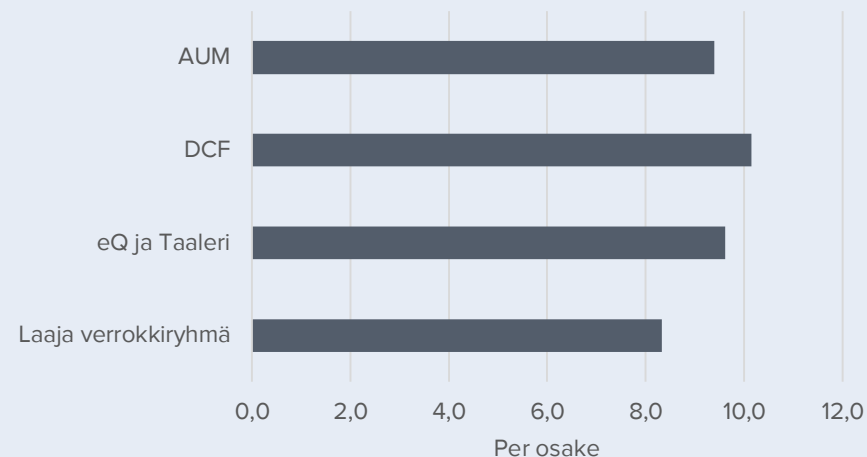


Arvostus yhteenveto

Kertoimet suhteessa verrokkeihin



Arvonmääritys yhteenveto*



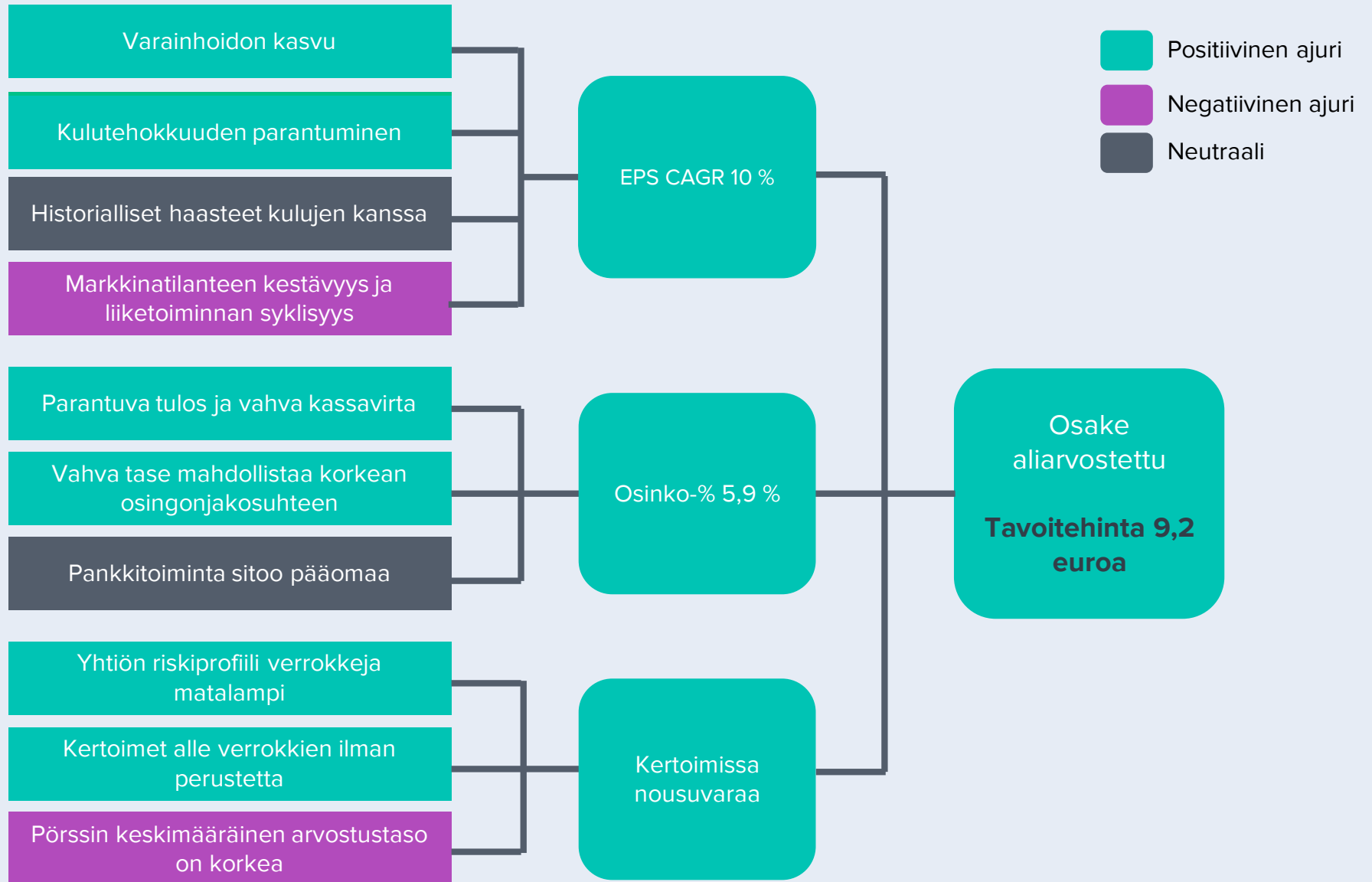
Kertoimet yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	8,19	6,75	7,85	7,85	7,85
Markkina-arvo	191	157	183	183	183
Yritysarvo (EV)	191	157	183	183	183
P/E (oik.)	16,6	16,2	14,6	12,9	10,8
P/E	16,6	16,2	14,6	12,9	10,8
P/B	2,8	2,4	2,7	2,6	2,4
EV/Liikevaihto	3,0	2,6	2,8	2,6	2,4
EV/EBITDA	11,1	11,0	9,0	8,5	7,9
EV/EBIT	14,4	14,1	10,2	9,5	8,7
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,9 %	6,4 %	7,0 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes, Reuters

Evlin arvoajurit 2017-2020e



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	60	64	60	66	70	75
Kulut	-45	-47	-46	-46	-49	-52
EBITDA	15,0	17,2	14,3	20,3	21,4	23,2
Poistot	-5,2	-3,9	-3,1	-2,3	-2,2	-2,1
Liikevoitto	9,8	13,3	11,2	18,0	19,2	21,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>9,8</i>	<i>13,3</i>	<i>11,2</i>	<i>18,0</i>	<i>19,2</i>	<i>21,1</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,3	2,1	1,1	-1,6	-0,5	1,0
Voitto ennen veroja	10,1	15,4	12,3	16,4	18,7	22,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-2,4	-3,0	-2,4	-3,6	-4,0	-4,4
Vähemmistöosuus	-0,9	-0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6
Nettotulos	6,8	11,5	9,7	12,5	14,2	17,1
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>6,8</i>	<i>11,5</i>	<i>9,7</i>	<i>12,5</i>	<i>14,2</i>	<i>17,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	6,8	11,5	9,7	12,5	14,2	17,1
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>0,33</i>	<i>0,49</i>	<i>0,42</i>	<i>0,54</i>	<i>0,61</i>	<i>0,73</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	0,33	0,49	0,42	0,54	0,61	0,73

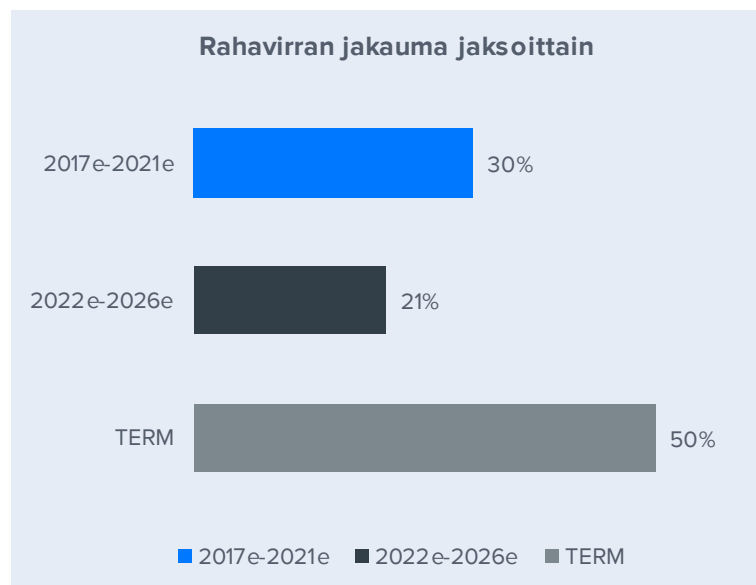
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	14,0	17,2	15,2	14,9	14,7	Oma pääoma	51	69	65	68	71
Liikearvo	2,5	3,0	2,9	2,9	2,9	Osakepääoma	30	30	30	30	30
Aineettomat oikeudet	5,1	7,0	7,0	6,6	6,3	Kertyneet voittovarot	6	13	14	18	20
Käyttöomaisuus	2,3	1,9	1,9	2,0	2,2	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,5	5,0	3,0	3,0	3,0	Uudelleenarvostusrahasto	2	2	2	2	2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	13	24	18	18	18
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	1	1	0	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	Pitkäaikaiset velat	0	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	476	615	740	563	586	Laskennalliset verovelat	0	1	1	1	1
Varastot	0	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	29	78	81	81	81	Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	169	178	140	153	155	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Likvidit varat	279	359	519	329	350	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	490	632	755	578	601	Lyhytaikaiset velat	438	562	690	509	529
						Lainat rahoituslaitoksilta	338	394	507	310	328
						Lyhytaikaiset korottomat velat	41	37	31	46	49
						Muut lyhytaikaiset velat	59	132	152	152	152
						Taseen loppusumma	490	633	756	578	601

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	11,2	18,0	19,2	21,1	21,1	21,5	21,5	21,3	20,1	19,8	20,3	
+ Kokonaispoistot	3,1	2,3	2,2	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-2,7	-3,6	-4,0	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,2	-4,1	-4,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	49,9	2,5	0,3	-0,6	0,6	-1,2	0,0	1,2	1,4	1,6	-2,6	
Operatiivinen kassavirta	61,5	19,2	17,6	18,2	19,5	18,1	19,3	20,4	19,6	19,6	15,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,0	-2,0	-2,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	58,5	17,2	15,6	15,7	17,0	15,6	16,8	17,9	17,1	17,1	13,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	58,5	17,2	15,6	15,7	17,0	15,6	16,8	17,9	17,1	17,1	13,2	235,0
Diskontattu vapaa kassavirta		16,9	14,2	13,1	13,1	11,1	11,1	10,9	9,7	8,9	6,3	113,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		228,4	211,5	197,3	184,2	171,1	159,9	148,8	137,9	128,3	119,4	113,0
Velaton arvo DCF		228,4										
- Korolliset velat		-506,5										
+ Rahavarat		518,8										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,3										
Oman pääoman arvo DCF		236,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,15										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %



Vastuuvapauslauseke

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.10.2017	Osta	9,20 €	7,95 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 40 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi