

Evli

Laaja raportti

25.1.2024 10:45



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



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Sektorin parhaimmistoa

Evli on asemoitunut erinomaisesti nykyiseen markkinatilanteeseen sen laajan ja laadukkaan tuotetarjonnan johdosta. Odotammekin yhtiöltä hyvää tuloskasvua lähivuosilta ja pidämme tuloskasvun riskitasoa maltillisena, sillä se muodostuu useista eri lähteistä. Vaikka Evlin pidemmän aikavälin potentiaali onkin edelleen hyvin houkutteleva, painaa kohollaan oleva arvostus lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen neutraaliksi. Näemmekin lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen nojaavan pitkälti osinkotuottoon ja toistamme 20,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen.

Varainhoitosektorin valioyksilö

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

Kehitys on ollut vahvaa, mutta lyhyellä aikavälillä markkinatilanne painaa numeroita

Evlin kehitys on viime vuosien aikana ollut erittäin vahvaa. Yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita valintoja, strategian toteutus on ollut onnistunutta ja myynti on toiminut hyvin. Odotamme yhtiön jatkavan vahvaa kehitystään lähivuosina ja nykyinen markkinatilanne suosii Evlin kaltaista täyden palvelun varainhoitajaa. Etenkin korkojen paluu relevantiksi omaisuusluokaksi on ollut Evlille merkittävä asia sen ollessa Suomen johtavia korkovarainhoitajia. Odotamme 2024–2026 välillä 12 %:n vuotuista tuloskasvua vahvan uusmyynnin sekä kasvavien tuottopalkkioiden seurauksena. Mielestämme tuloskasvun riskitaso on varsin maltillinen, sillä se tulee useasta eri lähteestä eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisestä tuotteesta tai omaisuusluokasta. Huomautamme kuitenkin, että Evlin palkkioiden jakauma painottuu keskimääräistä verrokkaa enemmän perinteiseen varainhoitoon, mikä nostaa tuloksen markkinaherkkyyttä. Odotamme yhtiöltä edelleen vuolasta osinkovirtaa ja mikäli yhtiö ei löydä yrityskauppakohteita, tullaan nykyistä ylikapitalisoitua tasetta purkamaan asteittain lisäosingoilla. Yrityskauppojen osalta Evlin retoriikka on muuttunut parissa vuodessa selvästi aiempaa opportunistisemmaksi ja yrityskauppojen todennäköisyys on kohonnut selvästi. Todennäköisesti järjestelyt olisivat Evliä täydentäviä hankintoja ja annamme matalan todennäköisyyden Evlin osallistumiselle suurempiin toimialajärjestelyihin.

Riski/tuotto-suhde vaikuttaa neutraalilta

Olemme tarkastelleet Evlin arvonmäärittystä useilla eri menetelmillä ja kaikki menetelmämme indikoivat osakkeen olevan oikein arvostettu nykyisillä ennusteillamme. Suhteessa verrokkeihin osaketta hinnoitellaan oikeutetusti pienellä preemiolla ja absoluuttiset kertoimet heijastelevat yhtiön korkeaa laatua sekä hyviä tuloskasvunäkymiä. Arvostuksessa on kuitenkin vaikea nähdä nousuvaraa ja lyhyemmän aikavälin tuloskasvu hautautuu kertoimien sulatteluun. Näemmekin sijoittajien tuotto-odotuksen rajoittuvan lyhyellä aikavälillä pitkälti osinkotuottoon. Korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen odotuksiamme ripeämpää tuloskasvua, jonka mahdollisia ajureita olisivat kansainvälisen myynnin piristyminen, markkinan odotuksia vahvempi kehitys tai yrityskaupat.

Suositus

Vähennä

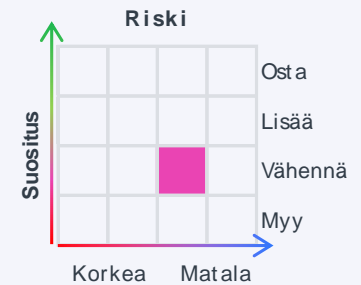
(aik. Vähennä)

20,00 EUR

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

19,40



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	108,7	117,2	128,7	133,7
kasvu-%	13 %	8 %	10 %	4 %
EBIT oik.	40,2	46,6	54,4	57,1
EBIT-% oik.	37,0 %	39,8 %	42,3 %	42,7 %
Nettotulos	28,7	33,1	38,9	40,9
EPS (oik.)	1,09	1,24	1,45	1,51
P/E (oik.)	18,2	15,7	13,4	12,9
P/B	3,9	3,8	3,8	3,9
Osinkotuotto-%	5,9 %	7,3 %	8,7 %	9,1 %
EV/EBIT (oik.)	12,8	10,4	8,9	8,5
EV/EBITDA	11,3	9,1	8,2	7,8
EV/Liikevaihto	4,7	4,1	3,8	3,6

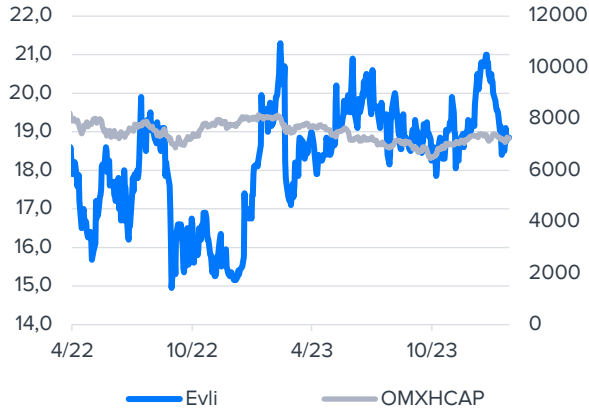
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

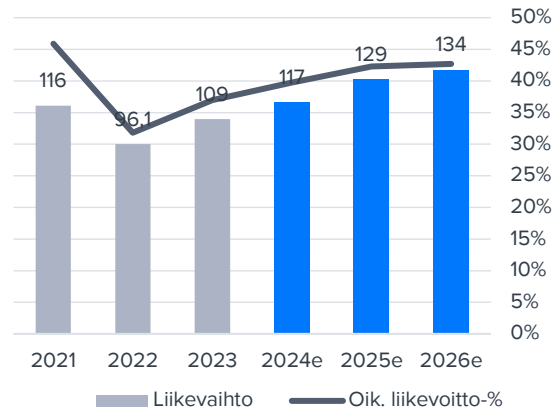
Haastavasta toimintaympäristöstä huolimatta Evli on onnistunut vahvistamaan asemaansa markkinassa. Kasvu ovat tukeneet laaja tuotevalikoima ja asiakaskunta. Vahvan aseman ja kasvunäkymien myötä arvioimme liiketuloksen olevan vertailukautta vastaavalla tasolla tai ylittävän sen.

Osakekurssi



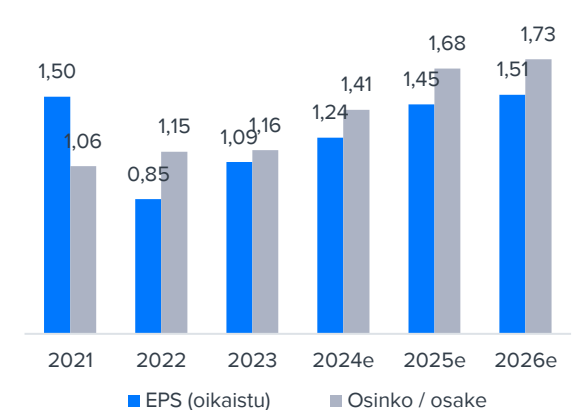
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Skaalautuminen
- Pääoman vapautuminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Markkinariskit
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	19,4	19,4	19,4
Osakemäärä, milj. kpl	26,7	26,9	27,1
Markkina-arvo	518	518	518
Yritysarvo (EV)	485	485	486
P/E (oik.)	15,7	13,4	12,9
P/E	15,7	13,4	12,9
P/B	3,8	3,8	3,9
P/S	4,4	4,0	3,9
EV/Liikevaihto	4,1	3,8	3,6
EV/EBIT (oik.)	10,4	8,9	8,5
Osinko/tulos (%)	114,2 %	115,7 %	114,9 %
Osinkotuotto-%	7,3 %	8,7 %	9,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Varainhoito	10–13
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	14
Konsernitoiminnot	15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16–17
Toimiala ja kilpailukenttä	18–27
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	28–29
Taloudellinen tilanne	30–31
Ennusteet	32–35
Arvonmääritys	36–38
Taulukot ja liitteet	39–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Evli lyhyesti

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

2015

Listautuminen Helsingin pörssin päälistalle

109 MEUR (+13 % vs. 96 MEUR)

Nettoliikevaihto 2023 (2022)

38 % (32 % 2022)

Liikevoittomarginaali 2023 (2022)

18,0 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus 2023 lopussa

130 %

Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin 2023

~300

Henkilöstön lkm 2023 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

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



AUM:sta huomattava osa on sijoitettuna perinteisiin korko- ja osakerahastoihin



Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä



Evlin palveluksessa oli noin 300 työntekijää 2023 lopussa

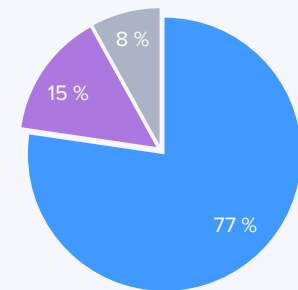


Evli jakelee tuotteitaan omien myyjien sekä ulkomailla toimivien myyntiagenttien kautta



Evliillä on kaksi osakesarjaa, joista listaamattoman A-sarjan yhteenlaskettu äänioikeus on 96 %

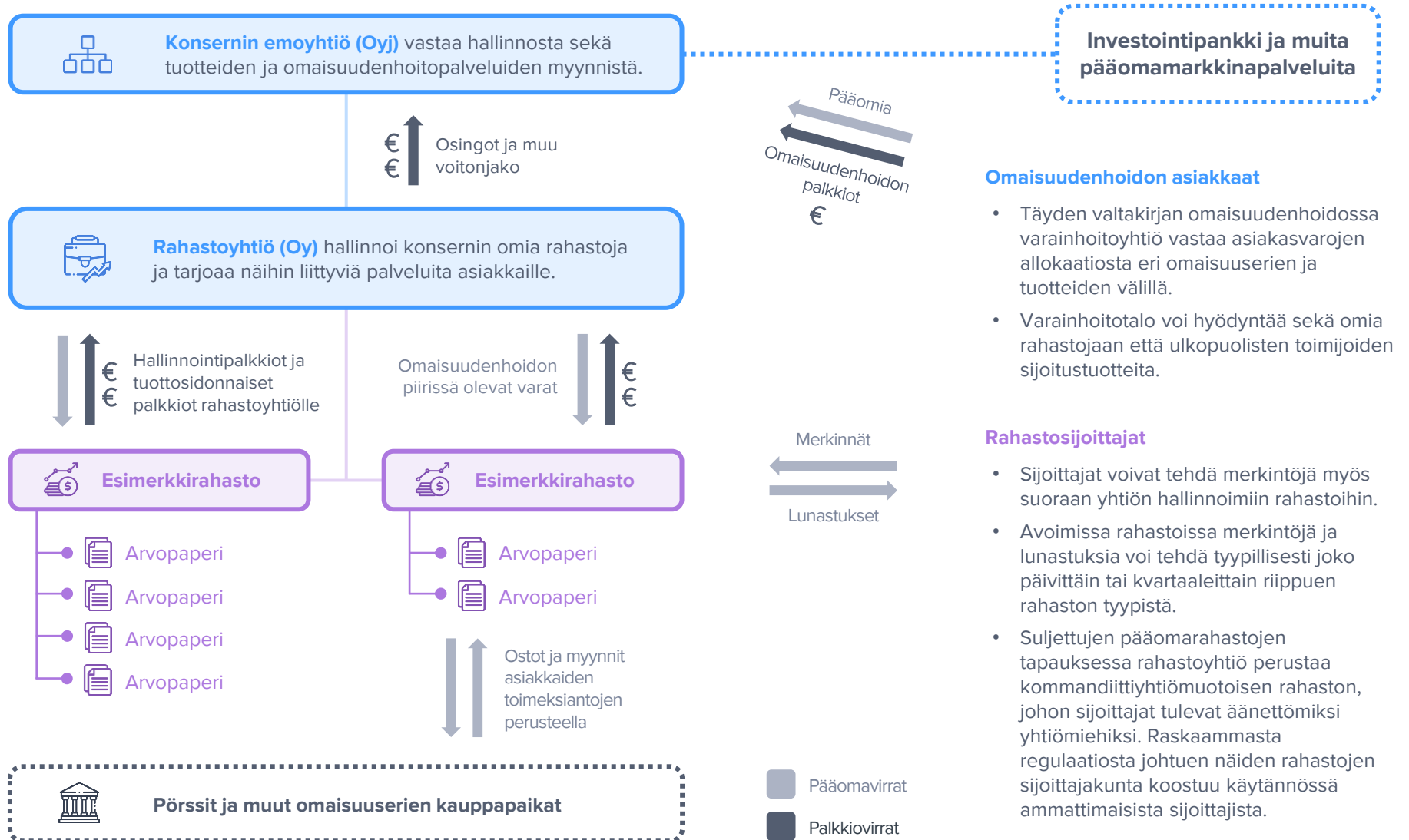
Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2023)



■ Varainhoito ■ Neuvonanto ■ Konsernitoiminnot

Lähde: Evli

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna*



*Huom: Kuvion on tarkoitus toimia liiketoimintamallin yksinkertaistettuna havainnollistuksena, eikä se siten huomio esimerkiksi Evlin tarkkaa konsernirakennetta.

Evlin yritysjärjestelyhistoria

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

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



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



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

Evli ja EAB fuusioituivat 10/2022, jolloin Evlin omistajat saivat uudesta yhtiöstä noin 91 % ja EAB:n noin 9 %. Vaikka kyseessä oli teknisesti fuusio, niin käytännössä Evli osti EAB:n, sillä uusi yhtiö jatkoi Evlin nimellä ja hallitus sekä toimitusjohtaja tulivat Evliltä. Olemme käsitelleet järjestelyä tarkemmin [täällä](#).



Järjestely oli meille yllätys ja sen logiikka nojasi toimialalle epätyypillisesti pitkälti kulusynergioihin. Evli onnistui kulusynergioiden realisoinnissa ja arviomme mukaan yhtiö ylitti reippaasti tavoittelemansa 8 MEUR:n kulusyngiatavoitteen. Liikevaihto on kestänyt kohtuullisen hyvin, vaikka tietyt liikevaihtoeurat ovatkin laskeneet selvästi (mm. merkintäpalkkiot).



Kokonaisuutena EAB:n fuusio sujui odotuksiamme paremmin, kiitos merkittävien kulusynergioiden. Järjestelyn tarkkaa tulosvaikutusta on hankala laskea, mutta karkeasti arvioimme EAB:n parantaneen Evlin tulosta vähintään 8 MEUR:lla. Näin ollen kaupan arvostuskertoimet laskevat selvästi alle Evlin omien ja kauppaa voidaan pitää omistaja-arvoa luovana.



Fellow
PANKKI

ELITE
ALFRED BERG

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Omistuspohja ja äänivalta keskittynyt perustajaosakkaille

Evliillä on käytössä kaksi osakesarjaa: A- ja B-sarja. Evlin B-osakesarja on noteerattu Helsingin pörsissä ja yksi B-osake tuottaa yhden äänen. A-sarjan osakkeilla on 20-kertainen äänioikeus suhteessa B-osakkeisiin. 2023 A-sarjan osakkeet muodostivat noin 55 % koko osakemäärästä ja noin 96 % kaikista äänistä, joten yhtiön äänivalta on keskittynyt tiukasti perustajaosakkaille.

Evlin kaksi suurinta omistajaa ovat perustajaosakkaat Thomas Thesleff (Oy Prandium Ab) ja Henrik Andersin (Oy Scripo Ab), joilla on tasapuolisesti kummallakin noin neljännes Evlin äänivallasta. Yhtiön kolmanneksi suurin omistaja (yli 15 % äänivallasta) on Fincorp, joka on Evlin perustajiin niin ikään kuuluneen Roger Kempen yhtiö. Evlin kolme suurinta omistajaa, jotka ovat kaikki yhtiön perustajia, hallitsevatkin kaikista äänistä noin 67 % (osakkeista ~46 %). Lisäksi lähes 13 %:n äänioikeus on Ingman-suvun sijoitusyhtiöllä.

Keskittyneen omistuksen ja äänivallan merkittävin vaikutus liittyy yritysjärjestelyihin

Mielestämme äänivaltaosakkeiden ja keskittyneen omistuksen merkittävin vaikutus sijoittajille liittyy yritysjärjestelyihin. Evlin osallistuminen toimialan suurempiin järjestelyihin vaatii suurimpien omistajien yksimielisen hyväksynnän, joten mahdollisessa isommassa järjestelyssä (esim. fuusiossa) pitäisi heidän suurella todennäköisyydellä olla valmiita luopumaan äänivaltaosakkeistaan. Mielestämme nykyinen

omistusrakenne siten pienentää jonkin verran todennäköisyyttä, että Evli olisi jatkossa osana toimialan isompia järjestelyjä (mm. tasavertaista fuusiota tai Evlin oleminen yritysostokohteenä).

Johtoryhmässä vahva tausta Evlistä

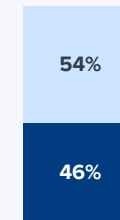
Evlin johtoryhmään kuuluu kuusi jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2006 lähtien Maunu Lehtimäki. Ennen toimitusjohtajapestiä Lehtimäki toimi Evlin varainhoitoyksikön johtajana ja on työskennellyt yhtiössä lähes kolmen vuosikymmenen ajan. Evlin toimitusjohtajana toimi ennen Lehtimäkeä perustajaosakas Henrik Andersin, joka siirtyi vuonna 2006 yhtiön hallituksen puheenjohtajaksi.

Yhtiön talousjohtajana on toiminut vuodesta 2013 Juho Mikola, jolla on myös pitkä tausta Evlistä. Myös muilla johtoryhmän jäsenillä on hyvin vahva Evli-tausta, sillä muut jäsenet ovat olleet yhtiön palveluksessa laskelmiemme mukaan keskimäärin 20 vuotta.

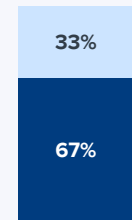
Johtoryhmällä on myös Evlissä merkittäviä omistuksia, jotka olemme listanneet viereisessä taulukossa. Johtoryhmän omistukset muodostavat ~5 % Evlin koko osakemäärästä. Lisäksi johtoa on sitoutettu laajasti optio-ohjelmilla. Pidämme tätä luonnollisesti positiivisena, sillä se vahvistaa johdon ja osakkeenomistajien yhteisiä intressejä.

Suurimmat osakkeenomistajat (1/2024)	Osuus osakkeista	Osuus äänistä
Oy Prandium Ab	18,0%	25,6%
Oy Scripo Ab	18,0%	25,6%
Ingman Group Oy Ab	10,4%	12,7%
Oy Fincorp Ab	10,0%	15,6%
Maunu Lehtimäki	2,5%	3,6%
Moomin Characters Oy Ltd	2,3%	0,2%
Tallberg Claes Henrik	1,5%	2,5%
Hollfast John Erik	1,5%	2,2%
Danske Invest Finnish Equity Fund	1,1%	0,1%
UMO Invest Oy	0,9%	0,1%
10 suurinta yhteensä	66,2%	88,1%

Omistajajakauma



Äänivaltajakauma



■ Perustajaosakkaat ■ Muut ■ Perustajaosakkaat ■ Muut

Johdon osakeomistukset (1/2024)	Osakkeiden määrä
Maunu Lehtimäki	650 759
Esa Pensala	192 200
Juho Mikola	129 220
Panu Jousimies	128 740
Kim Pessala	118 975
Mari Etholén	90 948
Mona Von Weissenberg	0
Yhteensä	1 310 842

Varainhoito 1/4

Evli on Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia ja rahastopääomalla (UCITS-rahastot) mitattuna Suomen kolmanneksi suurin varainhoitaja noin 7 %:n markkinaosuudella. Yhtiö on menestynyt historiassa erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa. Viimeisen vuosikymmenen aikana Evli on sijoittunut SFR:n sekä Kantar Sifo Prosperan vuotuisissa tutkimuksissa sijoille 1–3 Suomen paras yhteisövarainhoitaja -kategoriassa.

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

Hallinnoitava varallisuus

Evlin hallinnoitava varallisuus oli 2023 lopussa 18 mrd. euroa. Yhtiön varainhoitomallin ytimessä on sijoittaminen sen itse hallinnoimien rahastojen kautta, ja täyden valtakirjan mandaattinsa Evli toteuttaakin allokoidulla asiakasvarat omiin rahastoihinsa sekä kolmansien osapuolien tuotteisiin. Hallinnoitavan varallisuuden osalta yhtiön omat rahastot näyttävät merkittävää osaa.

Perinteiset sijoitusrahastot koostuvat Evli-Rahastoyhtiön hallinnoimista osake-, korko- ja yhdistelmärahastoista. Perinteisestä rahastopääomasta noin 63 % oli 2023 lopussa korkorahastoissa ja 35 % osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus (~2 %) on häviävän pieni. Näkemyksemme mukaan tämä selittyy yhtiön kokonaisvaltaisella rahastotarjoomalla, sillä Evlin keskittyessä instituutioasiakkaiden palvelemiseen voidaan sopiva hajautus rakentaa asiakaskohtaisesti eri osake- ja korkorahastoja painottamalla. Tämä laskee tarvetta erillisille

yhdistelmärahastoille.

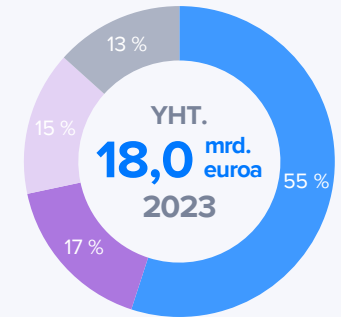
Pääomarahastojen eli vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden hallinnoitavat pääomat olivat 2023 lopussa noin 2,7 mrd. euroa. Evli lähti pääomarahastotoimintaan selvältä takamatkalta ja pääomarahastot tulivat osaksi tuotetarjontaa varsinaisesti vasta vuoden 2018 Kelonia-liiketoimintakaupan myötä. Yhtiö on kuitenkin onnistunut kasvattamaan vaihtoehtoisten tuotteiden tarjontaansa lyhyessä ajassa ripeästi ja niistä on tullut konsernin mittakaavassa jo merkittävää liiketoimintaa. Yhtiön tarjonta vaihtoehtoisissa kattaa käytännössä kaikki relevantit pääomaluokat ja tämä tukee yhtiön ”täyden palvelun varainhoitotalo” -strategiaa.

Varainhoito sisältää Evlin täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä olevan varallisuuden. Tämän määrä oli 2023 lopussa noin 5,7 mrd. euroa. Arviomme mukaan tästä noin 3,0 mrd. euroa oli yhtiön omien rahastojen ulkopuolisissa tuotteissa. Käytännössä tämä osuus sisältää mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita.

Muut pääomat sisältävät Evli Alexander Incentivesin hallinnoimien ohjelmien pääomat sekä osakkuusyhtiö Northern Horizon Capitalin kiinteistösalkut. Näiden erien yhteenlasketut hallinnoitavat varat olivat 2023 lopussa 2,4 mrd. euroa.

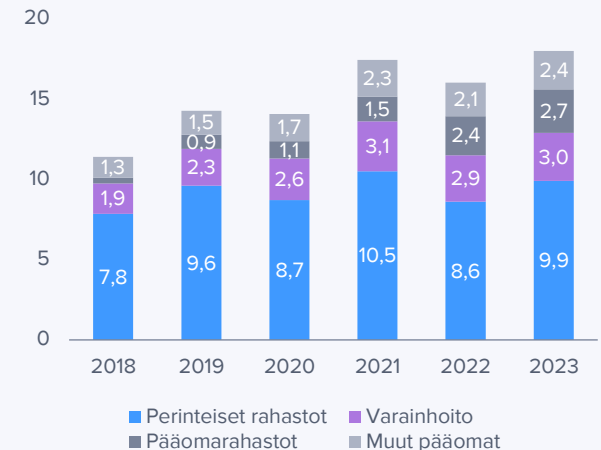
Arviomme mukaan Evli saa hallinnoimistaan asiakasvaroista keskimäärin noin 0,5 %:n palkkiotasoa (pl. osakkuusyhtiö Northern Horizon Capital ja Evlin palkitsemisliiketoiminta EAI) ja tämä taso on noussut viime vuosina paremman jakauman seurauksena (pääomarahastot ja EAB).

Evlin hallinnoitava varallisuus



■ Perinteiset rahastot ■ Varainhoito
■ Pääomarahastot ■ Muut pääomat

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (mrd. euroa)



Lähde: Evli

Varainhoito 2/4

Varainhoidon palkkiotuotot

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

Hallinnointipalkkiot perinteisistä

sijoitusrahastoista ovat Evlin keskeinen tulovirta ja näistä kertyneet tuotot olivat 2023 aikana noin 44 MEUR. Tästä korkorahastojen osuus on arviomme mukaan reilu puolet ja osakerahastojen vastaavasti hieman alle puolet. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on ollut jo vuosia kireää ja erottautuminen hankalaa, sillä rahastotarjonta kilpailukentällä on hyvin laaja. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin kilpailukykyinen. Lähivuosina perinteisen varainhoidon ja etenkin korkosijoitusten paluu tulee tukemaan Evlin perinteisen puolen uusmyyntiä selvästi.

Hallinnointipalkkiot pääomarahastoista koostuvat jatkuvista palkkioista, joita yhtiö veloittaa hallinnoimistaan vaihtoehtoisii omaisuuseriin sijoittavista KY-muotoisista rahastoista. Näihin lukeutuu muun muassa private equity -rahastoja, kiinteistörahastoja, listaamattomiin lainoihin sijoittavia rahastoja, infrarahasto sekä kaksi metsärahastoa. Evli on viime vuosien aikana edennyt pääomarahastoliiketoimintansa ylösajossa selvästi odotuksiamme nopeammin, ja viime vuonna pääomarahastojen hallinnointipalkkiot vastasivat jo yli 30 % kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista (2018: 3 %). Samalla ne ovat myös konsernin nopeimmin kasvava palkkioiden lähde. Odotammekin vaihtoehtoisista sijoitustuotteista saatavien palkkioiden jatkavan lähivuosina ripeää kasvuaan uusien tuotteiden sekä hallinnoitavien

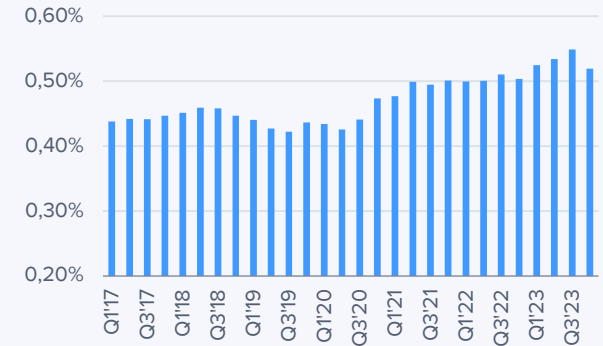
pääomien kasvun vetämänä.

Varainhoidon palkkiot sisältävät palkkiotuotot Evlin täyden valtakirjan varainhoidon alaisesta pääomasta. Yhtiö kirjaa tänne vain omaisuudenhoitosopimuksen välittömiä palkkioita, eikä erä siten sisällä esimerkiksi varainhoitomandaattien alla olevien omien rahastojen tuottoja. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne tuottopalkkioita tietyistä varainhoitostrategioista. 2023 aikana varainhoitopalkkioiden määrä oli noin 6,5 MEUR ja arviomme mukaan tuottopalkkiot olivat lähellä nollaa.

Tuottosidonnaisten palkkioiden merkitys Evlille on sen keskeisiä kilpailijoita pienempi, ja yhtiöllä on tuottosidonnaisiin palkkioihin oikeuttavat sopimusehdot vain osassa rahastoistaan (pääosin KY-muotoisissa rahastoissa). Evlin tuottosidonnaiset palkkiot jäivät 2023 lievästi miinukselle, kun yhtiö kirjasi negatiivisia tuottopalkkioita tietyistä kiinteistörahastoista. Tuottopalkkioiden taso on vahvasti sidoksissa yksittäisten pääomarahastojen kehitykseen ja hyvänä vuonna tuottopalkkiot voivat olla hyvinkin merkittäviä. Keskimäärin taso tulee kuitenkin olemaan varsin maltillinen. Pois lukien vuoden 2021 hurjat 8 MEUR:n tuottopalkkiot, on näiden keskimääräinen taso ollut noin 2 MEUR.

Muut palkkiot sisältävät strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin sekä Evlin välitystoiminnan. 2023 muut palkkiot olivat noin 8 MEUR. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden osuus muista palkkioista on viimeisen 12 kk:n aikana ollut 2–3 MEUR loppuosan koostuessa välityksestä. Välityksen volyyymi on jo pidempään ollut rakenteellisessa laskussa markkinan muutoksista johtuen.

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



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

Varainhoidon palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Lähde: Evli

Varainhoito 3/4

Kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä. Varainhoidon operatiiviset kulut ovat 2023 noin 40 MEUR ja tämän lisäksi konsernin kuluista Varainhoidolle allokoitu osuus on noin 10 MEUR. Mielestämme sijoittajien tulee tarkastella Varainhoidon kulutasoa allokaatiot huomioiden, sillä konsernin kulut liittyvät pääosin Varainhoidon normaaliin operatiiviseen toimintaan (mm. IT, markkinointi ja lakikulut).

Evli ei avaa operatiivisten kulujen tarkkaa suhdetta, mutta arviomme mukaan henkilöstökulut olivat noin 30 MEUR koko 39 MEUR:n kulupotista. Segmentin bonuskertymä on vuonna 2023 kohtuullisella tasolla ja heijastelee arviomme mukaan melko normaalia tasoa. Varainhoidossa työskenteli 2023 lopussa arviomme mukaan noin 180 henkilöä ja keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 160–170 TEUR. Taso on mielestämme kilpailukykyinen suhteessa toimialan yleiseen tasoon emmekä näe yhtiöllä oleellisia palkkainflaatiopaineita (tarkempi vertailu sivulla 27).

Varainhoidon muut kulut ilman konsernin allokointeja ovat laskelmiemme mukaan noin 10 MEUR, josta poistojen osuus on 1,7 MEUR. Muut kulut koostuvat mm. vuokrista ja rahastojen hallintakuluista.

Kulutehokkuus on erinomaista

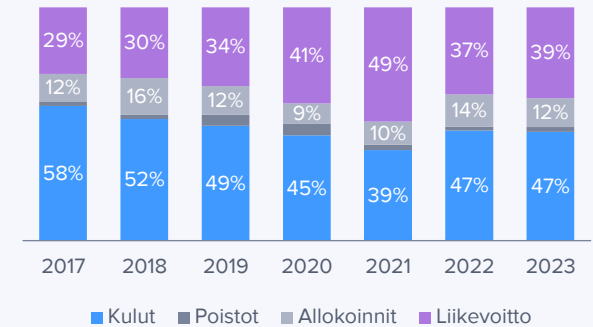
Evlin Varainhoidon kulutehokkuus oli pitkään

selvästi alle yhtiön potentiaalin, mutta 2017 alkaneen strategiakauden aikana yhtiön kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen. Parantuneen kannattavuuden taustalla on ollut arviomme mukaan voimakas kasvu, toimintaprosessien yleinen tehostaminen sekä mittavan ja erityisesti Varainhoitoa koskeneen IT-investoinnin (runkojärjestelmä uudistus) läpivienti. 2017–2023 välillä Varainhoidon liikevaihto on kasvanut noin 30 MEUR:lla ja kulut noin 10 MEUR:lla. Näin ollen yhtiön kasvusta on valunut viivan alle lähes 70 %, mitä voidaan pitää toimialalla erittäin vahvana tasona.

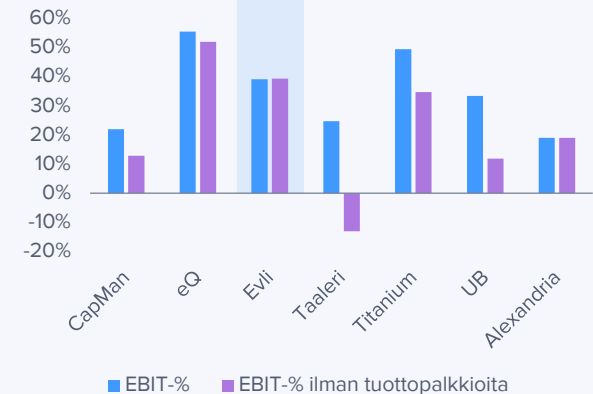
Vaikka Evlin kannattavuus onkin noussut jo erinomaiselle tasolle suhteessa verrokkeihin, näemme siinä edelleen parannuspotentiaalia. Yhtiön nykyinen koneisto mahdollistaa arviomme mukaan toiminnan selvän skaalautumisen ja kasvun pitäisikin valua tehokkaasti viivan alle.

Evlin kannattavuutta tarkasteltaessa sijoittajien on syytä huomioida, että tuottosidonnaisten palkkioiden osuus on selvästi keskimääräistä verrokkeita pienempi. Tuottosidonnaisista palkkioista oikaistuna Evlin Varainhoidon kannattavuus onkin laskelmiemme mukaan sektorin toiseksi paras. Huomautamme, että tuottopalkkioista oikaistu vertailu on suuntaa antava, sillä emme oikaise tuloksen myötä laskevia henkilöstökuluja (bonukset). Kokonaisuutena voidaan kuitenkin todeta, että Evlin kannattavuus on erinomaisella tasolla sekä absoluuttisesti että suhteellisesti.

Varainhoidon kulurakenteen kehitys



Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet-% 2023e



Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasisettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasisettuna konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasisettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuudessa huomioitu konserniallokaatiot

Varainhoito 4/4

Kansainvälinen asiakaskunta kasvussa

Evlin rahastojen keskimääräinen koko on varsin korkea ja tuotekohtainen kannattavuus siten erittäin hyvä. Evli on panostanut viime vuosina voimakkaasti rahastojen kansainväliseen myyntiin, ja yhtiön kansainväliset rahastopääomat olivat viime vuonna 2,4 mrd. euroa. Kääntöpuolena kansainväliset sijoittajat saattavat herkemmin lunastaa Suomeen sijoittamiaan pääomiaan haastavina aikoina, mikä heijastuu nettomerkitöjen huomattavina vaihteluina (kuvio sivupalkissa). Esimerkiksi haastavan vuoden 2022 nettolunastuksista (-1,2 mrd. euroa) noin 60 % tuli tästä asiakassegmentistä.

Yhtiöllä on Ruotsissa oma myyntikonttori, joka hoitaa myynnin muihin Pohjoismaihin. Muun kansainvälisen myynnin osalta yhtiö käyttää yhteistyökumppaneita, jotka saattavat Evlin ja mahdollisen asiakkaan saman pöydän ääreen. Evli hoitaa itse myyntityön ja yhteistyökumppani saa rahaston palkkioista provisiota. Arviomme mukaan Evlin saama palkkiotaso ei oleellisesti poikkea kansainvälisen tai kotimaisen pääoman osalta. Kansainvälisessä myynnissä yhtiö keskittyy yksittäisiin rahastoihin ja myynnin painopiste on Pohjoismaissa ja Euroopassa. Jakeluverkosto kattaa tällä hetkellä 14 maata ja siihen lukeutuvat Euroopan keskeiset maat (Italia, Espanja ja Ranska), Latinalainen Amerikka sekä Lähi-Itä. Yhtiön fokus Pohjoismaissa sekä Euroopassa ja näiden ulkopuolisten alueiden merkitys myynnille on hyvin rajallinen.

Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvonmuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden

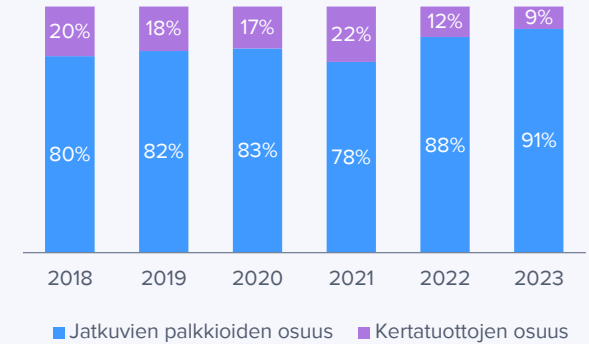
määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

Avoimien vaihtoehtorahastojen osalta arvonmääritys tapahtuu ulkoisen arvioitsijan toimesta. Koska omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat arviot osittain subjektiivisia ja arvonmuutosten volatilitteetti on myös tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi.

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

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

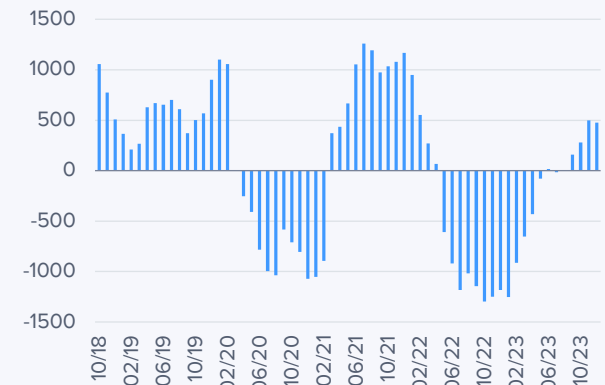
Varainhoidon palkkioiden jakauma*



*Jatkuviin palkkioihin luetaan rahastojen hallinnointipalkkiot sekä varainhoidon palkkiot

Lähde: Evli

Perinteisten rahastojen nettomerkit (MEUR, rullaava 12kk)



Lähde: Sijoitustutkimus

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat

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

Corporate Finance

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa että Ruotsissa ja se työllistää 25 henkilöä. Evli omistaa investointipankista 55,1% ja loput omistuksesta on yhtiön avainhenkilöillä.

Investointipankin liikevaihdon heilunta on toimialalle tyypillisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut vuosina 2010–2023 noin 3–11 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3–4 MEUR ja kannattavuusvipu vastaavasti hyvin voimakas. Syklin läpi katsova normalisoitu liikevaihtotaso on ennusteissamme noin 6 MEUR. Vähemmistön huomattava omistusosuus syö kuitenkin merkittävän osan yksikön tuloksesta, joten sen merkitys on konsernille kokonaisuudessaan verrattain pieni.

Evli Alexander Incentives (EAI)

EAI tarjoaa asiakkailleen kannustinjärjestelmien suunnittelu- ja hallinnointipalveluita. Liiketoiminta on hyvin ennustettavaa ja nykyisessä kokoluokassaan varsin kannattavaa. Vuonna 2023 liiketoiminnan liikevaihto oli noin 12 MEUR ja liikevoitto yli 3 MEUR (liikevoittomarginaali +25 %).

Vuonna 2020 Evli kasvatti liiketoimintaa hankkimalla enemmistöosuuden Alexander

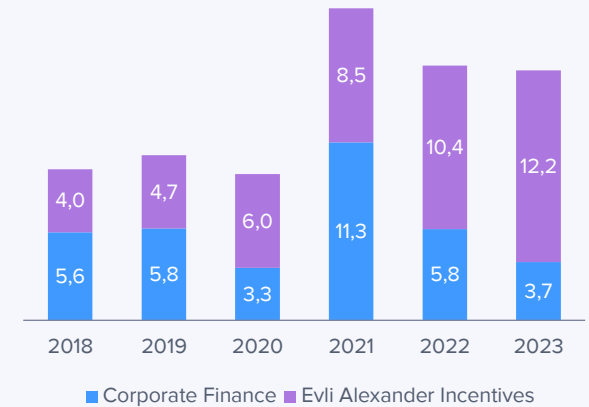
Incentives Oy:stä osakevaihdolla. Yritysjärjestelyn seurauksena myös EAI:n vähemmistöjen omistus on huomattava (35 %), mikä investointipankin tapaan laskee Evlin omistajien tulososuutta.

Käsityksemme mukaan Evlin markkinaosuus Suomessa on listattujen yhtiöiden palkitsemisjärjestelmissä jo varsin korkea, joten kotimarkkinan osalta merkittävät kasvumahdollisuudet rajoittuvat listaamattomien yhtiöiden palvelemiseen. Ruotsissa taas yhtiöllä on näkemyksemme mukaan vielä reilusti kasvumahdollisuuksia, sillä markkina on tällä hetkellä hyvin pirstaloitunut. Yhtiö on päässyt Ruotsissa hyvin liikkeelle ja näkemyksemme mukaan sillä on hyvät edellytykset jatkaa reipasta kasvuun tulevina vuosina.

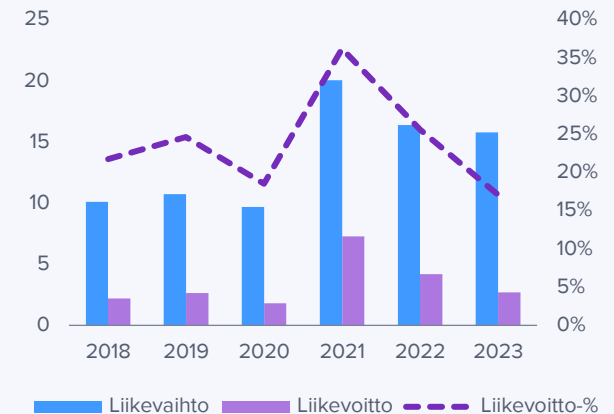
Kannattavuus

Kokonaisuutena segmentin merkitys Evlille on maltillinen ja synergiat Varainhoidon kanssa rajalliset. Sijoittajan näkökulmasta Varainhoidon tuloskasvu on keskeisessä roolissa ja Neuvonanto- ja yritysasiakkaat -segmentin (N&Y) vaikutus jää väistämättä pieneksi. Historiallisesti segmentti (ennen vuotta 2017 Evlin pääomamarkkinayksikkö) on tehnyt heikkoa tulosta johtuen korkeista kuluista ja välitystoimialan rakenteellisista muutoksista (välitystoiminta raportoidaan nykyään Varainhoidon alla). Viimeiset vuodet kannattavuus on kuitenkin ollut hyvällä tasolla ja odotamme segmentin jatkavan hyvää tuloksentekeään myös lähivuosina EAI:n kasvun ja investointipankin normalisoituvan liikevaihdon myötä. Huomattava osa tästä tuloksesta valuu kuitenkin emoyhtiön omistajien ohi suurten vähemmistöjen johdosta.

N&Y liikevaihdon jakauma (MEUR)



N&Y taloudellinen kehitys (MEUR)



Lähde: Evli

Konsernitoiminnot

Toiminnot segmentin alla

Evlin konsernitoiminnot kattavat yhtiön hallinnon (liiketoimintasegmenteillä ei erillisiä hallinnollisia funktioita), valuutanvaihdon (FX) sekä konsernin oman sijoitustoiminnan. Sijoitustoiminta on tällä hetkellä kohtuullisen kokoista, sillä yhtiön tase on tarpeettoman suuri ja korkea korkotasoa tarjoaa matalariskisesti sijoitettaville pääomille hyvää tuottoa. 2023 yhtiö tienasi taseellaan hurjat noin 9 MEUR. Tuotot saivat kuitenkin selvää tukea korkomarkkinan poikkeuksellisen vahvoista tuotoista ja nykytaseella normaalimpi tulostaso on selvästi alhaisempi. Lisäksi mikäli yhtiö odotuksiemme mukaan supistaa tasettaan lähivuosina, tulee tämä myös pienentämään segmentin tuottoja sijoitussalkun supistumisen johdosta. Huomautamme, että Evli haluaa ajaa tasettaan hyvin matalalla riskillä nyt ja jatkossa. Segmentti työllistää noin 50 henkilöä.

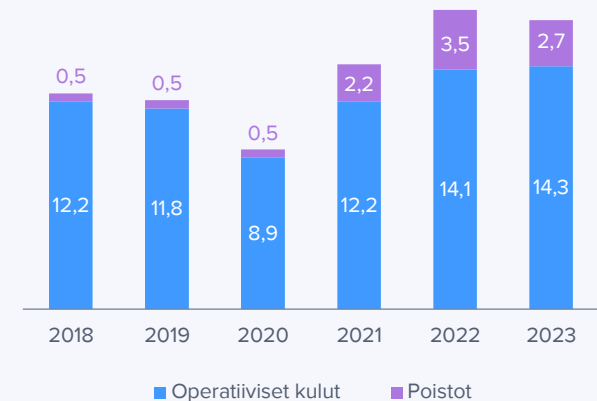
Laajasta palvelutarjonnasta johtuen segmentin kulurakenne on ollut historiassa varsin raskas (laajat tukipalvelut) ja 2023 se oli noin 14 MEUR. 2023 kulutaso pitää sisällään jonkin verran kertaluontoisia eriä (mm. EAB:n mukana tulleen SAV-osakkeiden alaskirjauksen), mutta normaali kulutaso on arviomme mukaan silti suhteellisen lähellä tätä tasoa. Näkemyksemme mukaan yhtiön konsernitoimintojen pitäisi skaalautua nykytasolta selvästi ja yhtiön kasvun pitäisikin ylittää konsernitoimintojen kulujen kasvun.

Merkitys tuloslukuihin

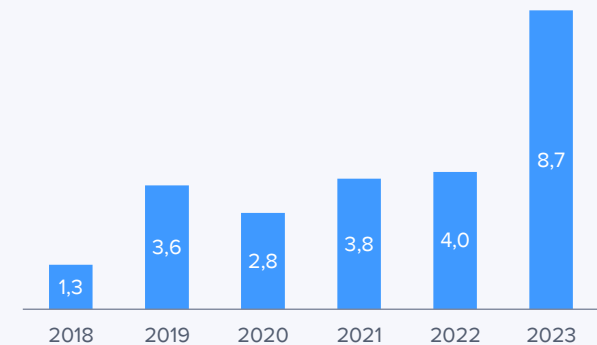
Konsernitoiminnot-segmentti laskuttaa valtaosan

kuluistaan muilta liiketoiminnoilta niiden käyttämien palveluiden perusteella, joten lähtökohtaisesti segmentin voidaan olettaa tekevän jotakuinkin nollatuloksen. Segmentin tuleva liikevaihtotaso riippuu täysin 1) yhtiön taseen kokoluokasta ja 2) vallitsevasta korkotasosta. Evlin lähivuosien tuloskasvun kannalta olisi tärkeää, että konsernitoimintojen kulutaso säilyisi mahdollisimman vakaana, sillä tämä voimistaisi selvästi Varainhoidon kasvun luomaa tulosvipua.

Konsernitoimintojen kulurakenne (MEUR)



Konsernitoimintojen nettoliikevaihto (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Inderesin näkemys Evlin strategian keskeisistä kulmakivistä



Asiakkaat

- Kotimarkkinoilla tavoitteena on vahvistaa asemaa entisestään
- Kansainvälisillä markkinoilla keskitytään valittujen rahastojen myynnin kasvattamiseen institutionaalisille sijoittajille



Evli on panostanut strategiassaan voimakkaasti Varainhoidon kasvattamiseen, ja se on menestynyt erittäin hyvin eri varainhoidon laatua mittaavissa tutkimuksissa. Uusmyynti kotimaassa on ollut erittäin vahvaa ja 2017–2023 välillä keskimääräiset nettomerkinnot ovat olleet lähes 800 MEUR/v (sis. perinteinen ja vaihtoehtoinen).

Kansainvälinen myynti on kehittynyt viime vuosina väisästi, mutta korkotuotteiden paluun relevantiksi omaisuusluokaksi pitäisi tukea myynnin kehitystä.



Tarjooma

- Yksityishenkilöille ja yhteisöille suunnatut vaihtoehtoiset sijoitustuotteet
- Yritysasiakkaiden kokonaisvaltaisen palvelukokonaisuuden kehittäminen



Vaihtoehtoiset tuotteet ovat olleet kasvun keskeinen moottori ja vaihtoehtoisten tarjooma kattaa käytännössä kaikki relevantit omaisuusluokat. Emme näe yhtiön tarjoamassa oleellisia aukkoja. Jatkossa kasvua ajaa yhä enemmän tuotekokojen kasvu.

Vaihtoehtoisten tuotteiden myynti kv-markkinoille on kiinnostava mahdollisuus, mutta emme odota ihmeitä, sillä yhtiön näytöt tällä saralla ovat olemattomat ja vaihtoehtoisten myynti kv-sijoittajille on perinteisiä rahastotuotteita hankalampaa.



Vastuullisuus

- Lisäarvon luonnin kannalta olennaista on integroida vastuullisuus osaksi liiketoimintaa ja sijoituspäätöksiä
 - Positiivinen vaikutus yhteiskuntaan ja ympäristöön



Evlin asiakaskunnassa vastuullisuus on erittäin tärkeässä roolissa ja mielestämme yhtiön aktiivinen lähestymistapa vastuullisuuteen on oikea strateginen valinta kilpailukykyisenä pysymiseksi.

Näemme vastuullisuudesta muodostuvan jatkossa yhä voimakkaammin sijoittajien päätöksentekoa ohjaava tekijä ja Evli on nykyisellä vastuullisuustyöllään tähän hyvin asemoitunut.



Digitalisaatio

- Uusien digitaalisten palveluiden kehittämiseen panostaminen
 - Jatkuva parannus kulutehokkuudessa digitalisaatioon kohdistuvien investointien kautta



Evli saa arviomme mukaan tehokkuushyötyjä jo pitkään jatkuneista panostuksistaan digitaalisiin palveluihin.

Kulutehokkuus parantunut merkittävästi viimeisen 5 vuoden aikana ja pankkitoiminnasta irtaantuminen on myös laskenut operatiivista kulutasoa.

Kulutehokkuuden jatkuva parantuminen on tuloskasvun kulmakertoimen kannalta edelleen tärkeässä roolissa ja Evlillä on hyvät edellytykset jatkaa erittäin kannattavaa kasvuaan.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Hallinnoitavan varallisuuden kaksinkertaistaminen pitkällä aikavälillä heijastelee yhtiön kasvutavoitteita. Koska tavoitteella ei ole eksaktia takarajaa, heijastelee se enemmänkin yhtiön merkittäviä kasvuambitioita kuin eksaktia tavoitetasoa. Arviomme mukaan 30 miljardin tavoite voisi olla orgaanisesti realistinen vuosikymmenen lopulla, mikäli uusmyynti jatkaa vahvaa kehitystään. Vastaavasti epäorgaanisilla liikkeillä tähän olisi mahdollista yltää nopeamminkin. Huomautamme sijoittajille, että absoluuttista AUM:ia tärkeämpää on hallinnoitavan varallisuuden laatu. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään absoluuttisen AUM:n lisäksi 1) jatkuvien palkkioiden, 2) palkkioiden kokonaismäärän ja 3) AUM:n jakauman kehitykseen.

Kannattavuustavoite (liikevoittomarginaali 30 %) on näkemyksemme mukaan varsin vaatimaton suhteessa Evlin historiallisen kannattavuustasoon, joka on ollut vuosina 2018–2022 keskimäärin noin 35 % (pankkitoimintaa ei oikaistu historiallisista luvuista). Arviommekin, että 30 %:n tavoite on eräänlainen minimitaso, sillä Evli on ylittänyt tavoitteensa kirkkaasti viimeisen viiden vuoden aikana ja pidemmällä aikavälillä yhtiön pitäisi yltää selvästi tavoitetta parempaan. Emme yllättyisi mikäli yhtiö lisäisi tavoitteeseen sanan ”yli” tai vaihtoehtoisesti nostaisi tavoitettaan lähivuosina.

Oman pääoman tuoton tavoite (yli 25 % yli suhdanteiden) on mielestämme varovainen suhteessa verrokkiryhmään (vertailu sivulla [25](#)), kun verrokkien oman pääoman tuotto on ollut

vuosina 2018–2022 keskimäärin noin 27 %. Evlin tapauksessa vertailtavuutta suhteessa verrokkeihin heikentää sen poikkeuksellisen iso tase pankkitoiminnasta irtaantumisen jäljiltä. 25 %:n tavoite on nykyisellä taserakenteella järkevä, mutta mikäli tasetta kevennettäisi, olisi yhtiöllä edellytykset merkittävästi tätä korkeampaan tasoon, mitä myös ennusteemme heijastelevat.

Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin oli 130 % vuonna 2023 ja suhde on ollut viimeisen viiden vuoden aikana hieman alle tämän tason. Yhtiön yli 130 %:n keskimääräinen tavoite heijastelee yhtiön filosofiaa ajaa toimintaa hyvin maltillisella riskillä sekä keskittyä jatkuvia palkkioita tuovaan liiketoimintaan.

Osingonjakotavoite (jakaa vuosittain kilpailukykyistä osinkoa) on tavoitteena informaatioarvoltaan hyvin heikko. Käytännössä tavoite tarkoittaa mielestämme sitä, että Evli haluaa olla hyvä osingonmaksaja. Pankkiliiketoiminnasta irtaantumisen myötä yhtiön tase on selvästi ylipääomitettu. Tätä taustaa vasten ylimääräisen pääoman kerryttäminen taseeseen ei ole mielestämme perusteltua ja odotammekin yhtiön jakavan lähivuosina käytännössä koko tuloksensa ulos osinkoina. Myös taseen keventäminen lisäosingoilla on mielestämme hyvin mahdollista, sillä tase on tällä hetkellä tehottomassa käytössä. Huomautamme kuitenkin, että Evli haluaa ajaa liiketoimintaansa hyvin matalalla riskillä ja osana tätä taseessa halutaan olevan liikkumavaraa sen sijaan, että jokainen lantti puristettaisiin taseesta omistajille. Käsittelemme osinkoennusteita tarkemmin sivulla [33](#).



Taloudelliset tavoitteet

Evlin taloudelliset tavoitteet:

- Hallinnoitavien asiakasvarojen kasvu **30 miljardiin euroon** pitkällä aikavälillä
- Liikevoittomarginaali **30 %**
- Yli **25 %** oman pääoman tuotto yli suhdanteiden
- Toistuvien tuottojen suhde operatiivisiin kustannuksiin keskimäärin **> 130 %**
- Jakaa **vuosittain kilpailukykyistä** osinkoa

Inderesin ennusteet:

- AUM 2027e: **+24 miljardia euroa**
- Liikevoitto-% 2024–2027 keskiarvo: **~42 %**
- Oman pääoman tuotto 2024–2027 keskiarvo: **~30 %**
- Tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin 2024–2027 keskimäärin: **~140 %**
- Osingonjakosuhde 2024–2027e keskimäärin: **110 %**

Varainhoitomarkkina 1/8

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori 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 kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2022 lopussa arviomme mukaan noin 230 miljardia euroa hallinnoitavan varallisuuden määrällä mitattuna (lähde: Finanssivalvonnan tilastot). Kokonaismarkkinan liikevaihdoksi arvioimme puolestaan noin 1,7 mrd. euroa vuonna 2022. Vuodesta 2014 markkina on kasvanut laskelmiemme mukaan noin 9 %:n keskimääräistä vuosivauhtia (CAGR).

Valtaosa kokonaismarkkinan liikevaihdosta tulee rahastoista veloitetavista palkkioista. Lisäksi merkittävä määrä varallisuutta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa (mm. täyden valtakirjan varainhoito), mutta näiden keskimääräinen palkkiotaso on selvästi rahastoja

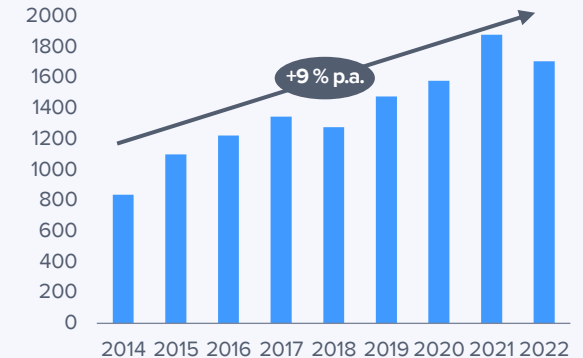
matalampi. Emme ole esimerkiksi sisällyttäneet laskelmiimme arvioita erilaisista kertapalkkioista (mm. tuottosidonnaiset palkkiot ja merkintä-/lunastuspalkkiot), jotka nostavat todellista lukua.

Huomautamme, että markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on näistä lähtökohdista haastavaa, sillä se riippuu lisäksi siitä, minkälaisia oletuksia tehdään tuotteiden keskimääräisistä palkkiotasosta. Näin ollen laskelmaamme tulee suhtautua ennen kaikkea suuntaa antavana.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiselle. 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, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

dp eQ **Nordea**

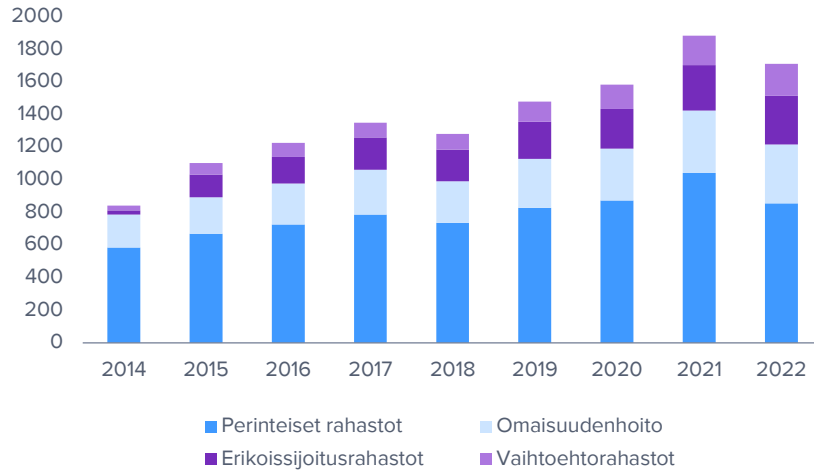
TITANIUM

UB
UNITED BANKERS

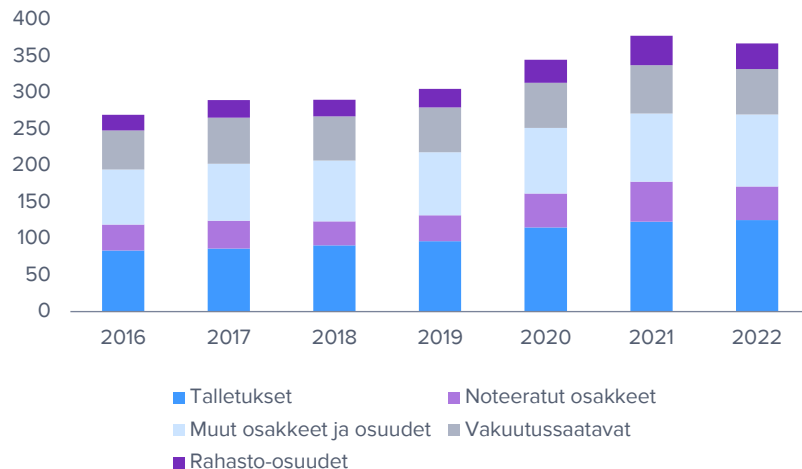
EVLI **TAALERI**

Varainhoitomarkkina 2/8

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Kotitalouksien rahoitusvarat (mrd. euroa)

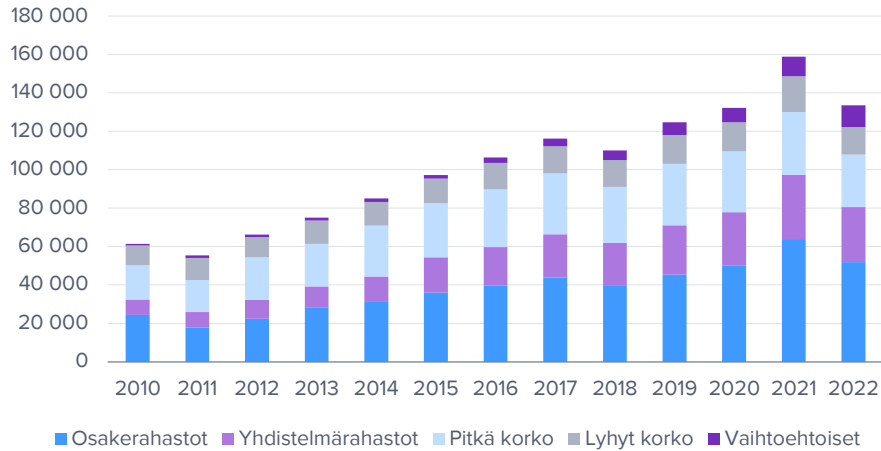


Varainhoitomarkkinan ajurit

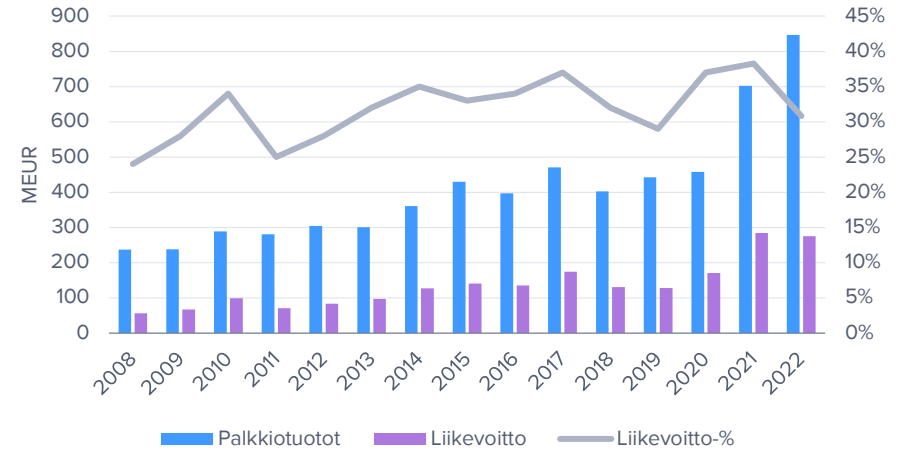


Varainhoitomarkkina 3/8

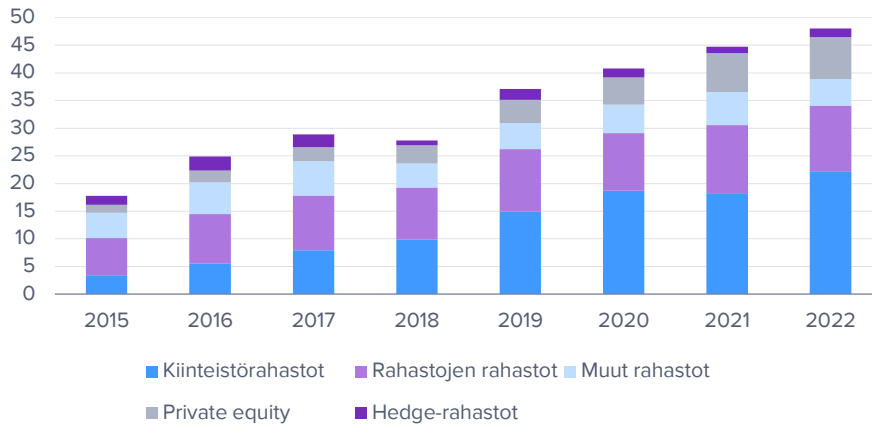
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



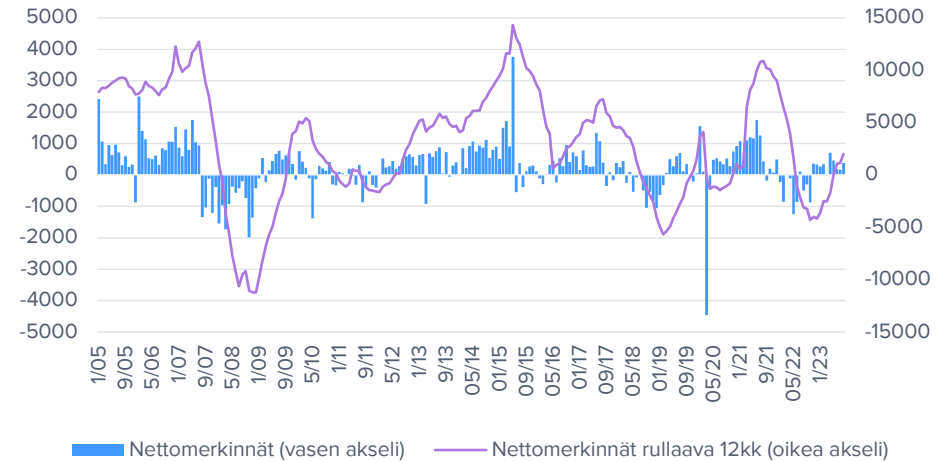
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt (MEUR)



Varainhoitomarkkina 4/8 – toimialan trendit

Vastuullisuus (ESG)



Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

Korkojen renessanssi



Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.

Digitalisaatio



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

Regulaation lisääntyminen

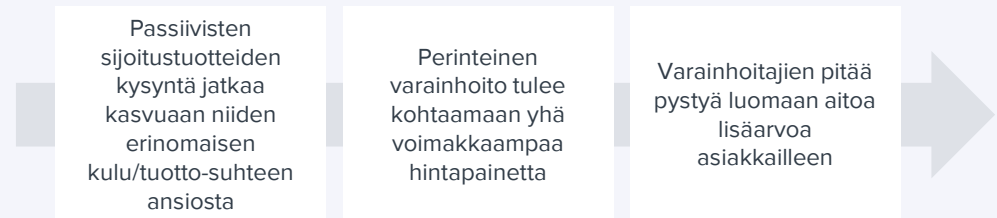


Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien kasvava vaatimustaso

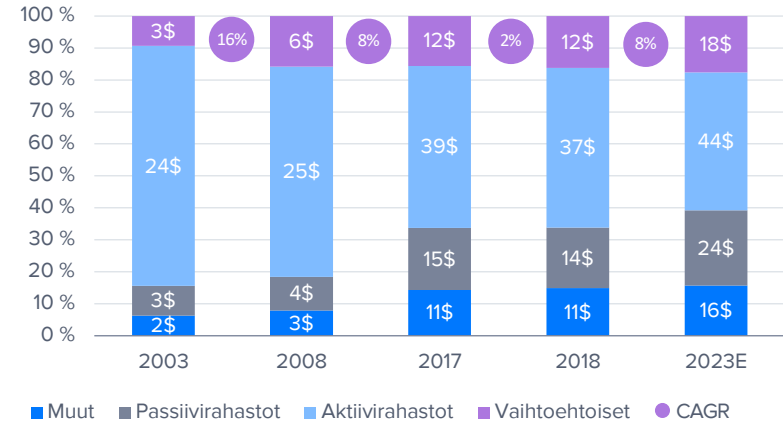


Varainhoitomarkkina 5/8 – toimialan trendit

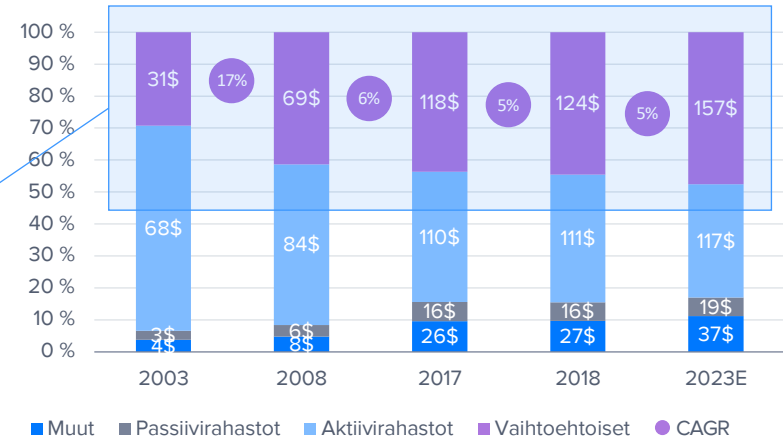
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Varainhoitomarkkina 6/8 – toimialan trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

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

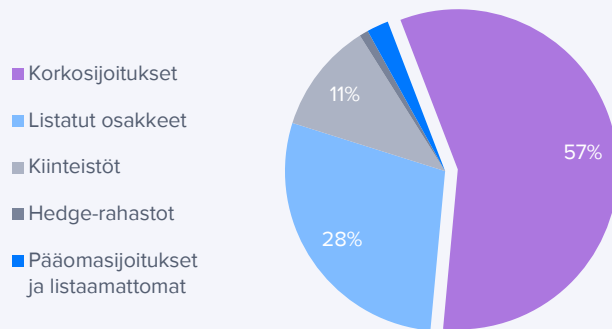
Kasvava riskinotto

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

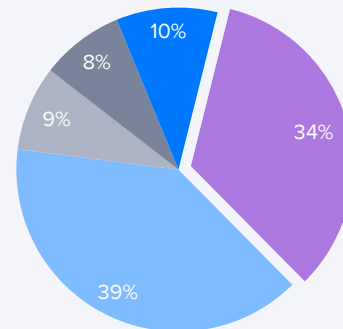
Kestävyyssvaje uhkaa

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

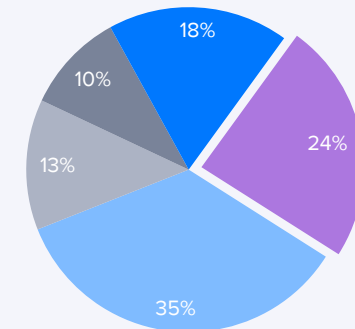
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Varainhoitomarkkina 7/8 – kilpailukenttä

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella (Inderesin arvio)



Varainhoitomarkkina 8/8 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit

Nordea  PANKKI

ÅLANDSBANKEN SEB Aktia

Danske Bank  Lähellä ja läsnä

Keskisuuret sijoituspalvelu-yhtiöt

MANDATUM EVLI CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL FINLANDIA

FOURTON FONDITA

 PYN ELITE  SIFTER

Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

Myyntisynergiat **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

  KJK Capital

CapMan  

ELITE 

TITANIUM 

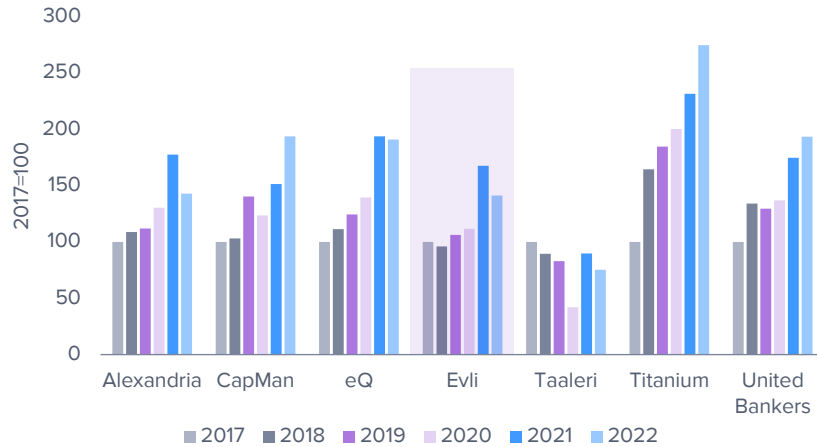
TAALERI 

Aktia 

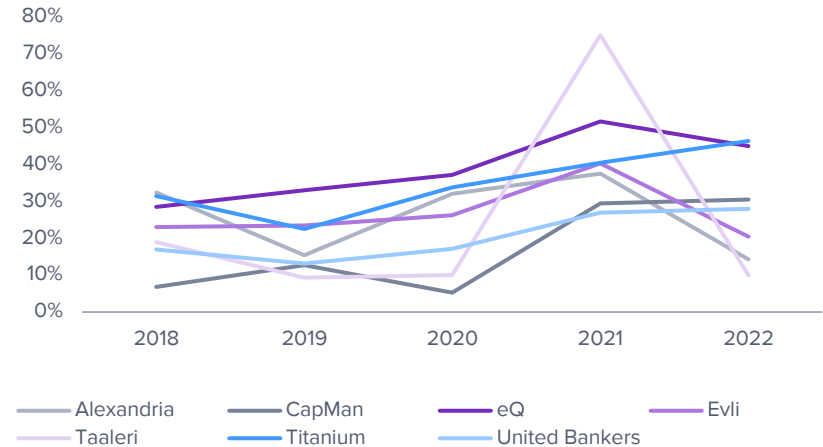
  KELONIA
Ab Kelonia Oy

Evli suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

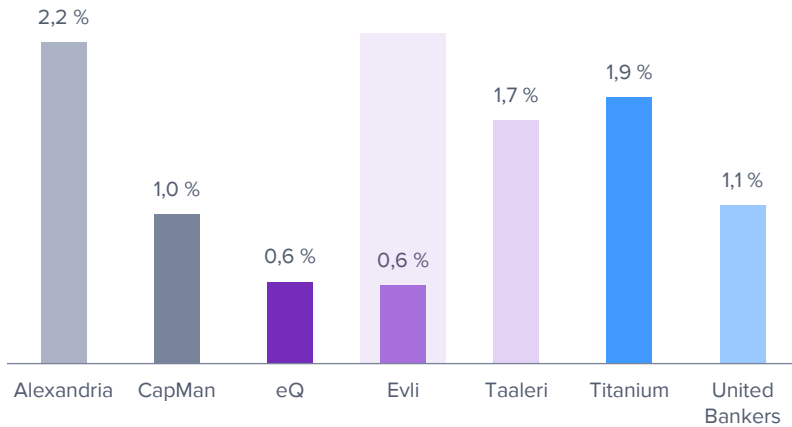
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



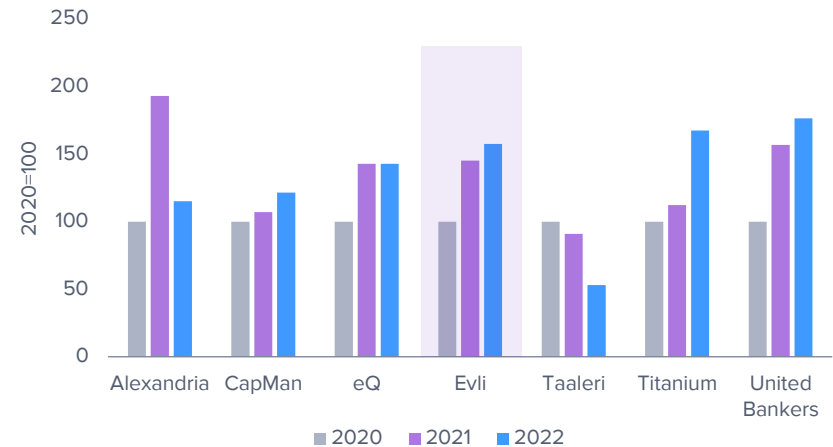
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-% 2022

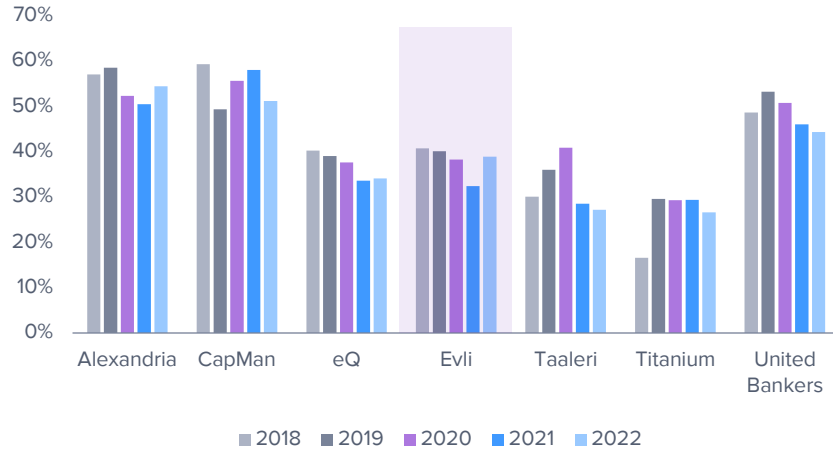


Osinko per osake kehitys indeksoituna

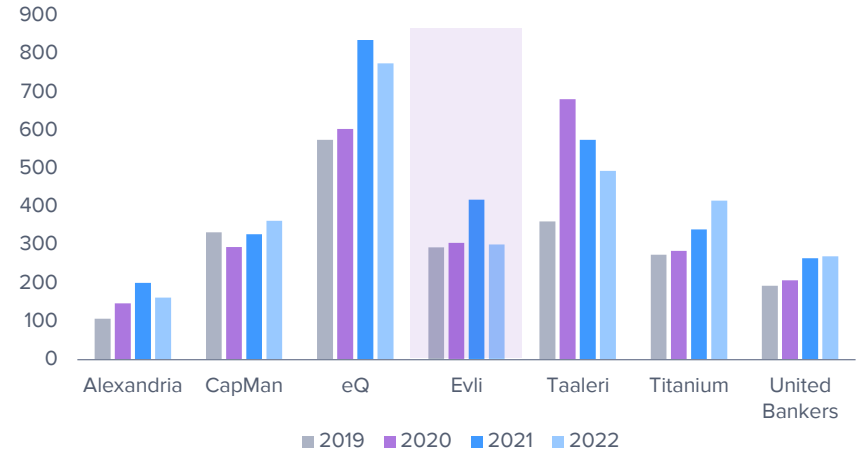


Evli suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

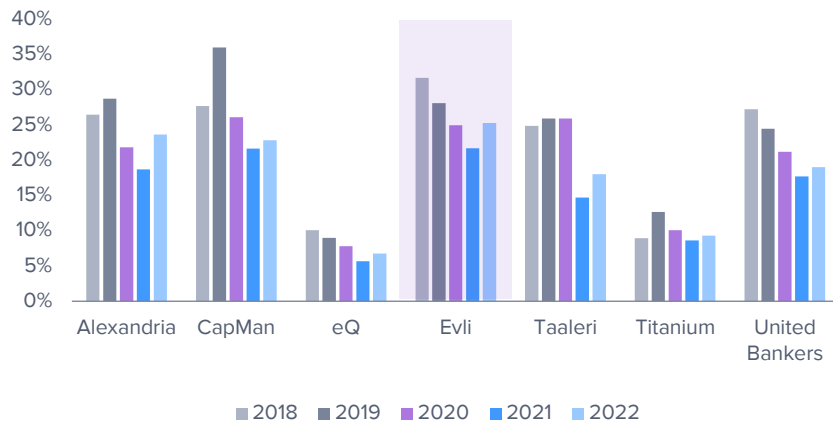
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



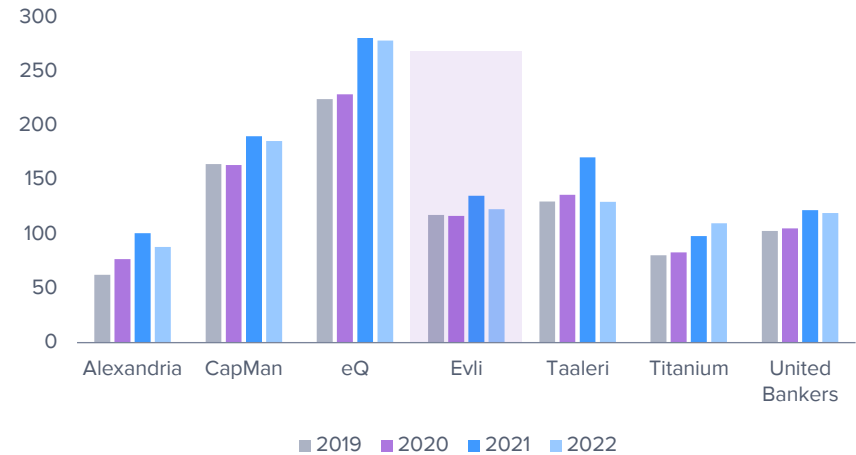
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



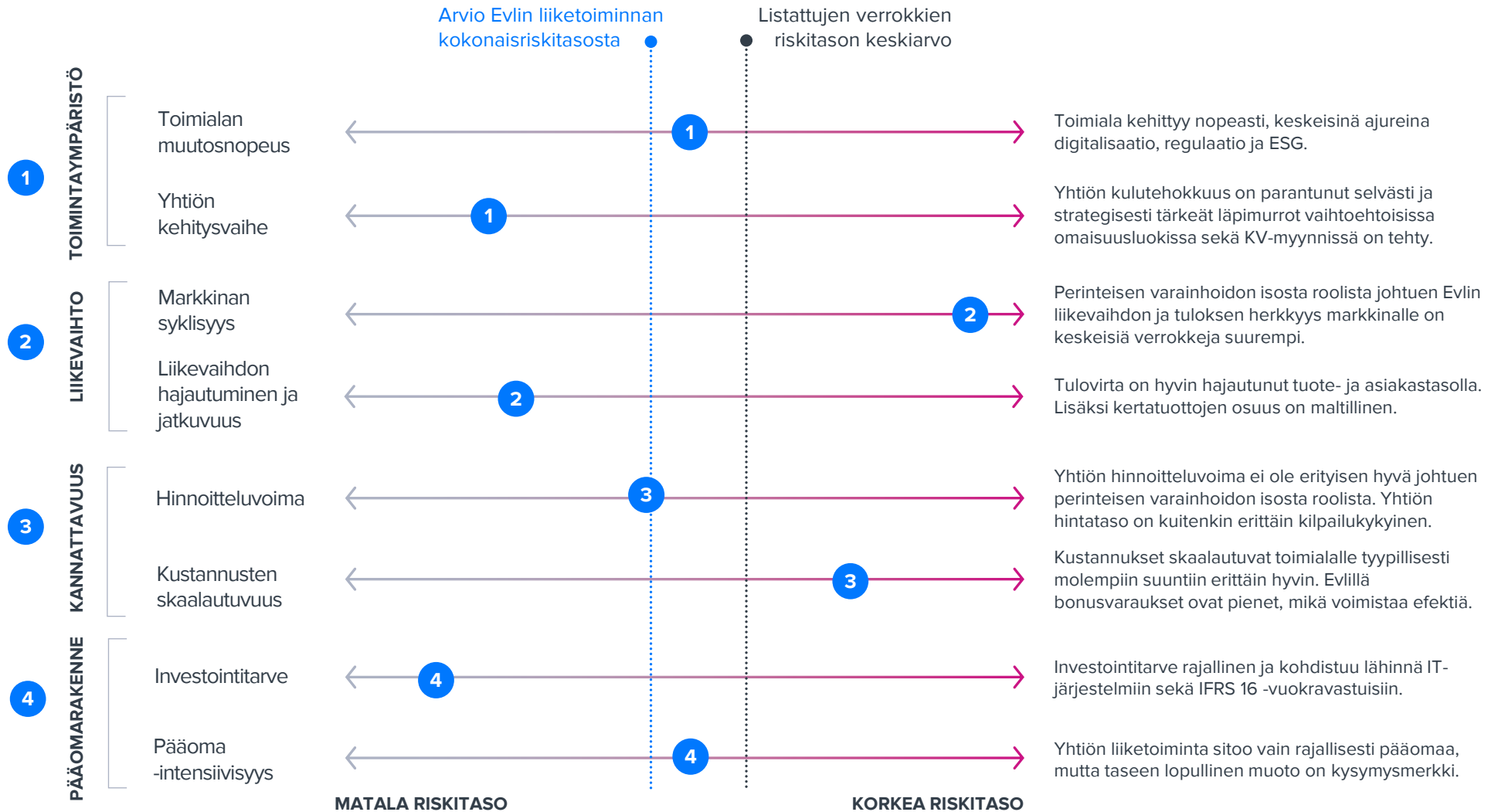
Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

Evlin liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Varainhoidon vahvat kasvunäkymät

2.

Kannattavuudessa edelleen skaalautumispotentiaalia

3.

Selvästi ylikapitalisoitunut tase mahdollistaa vuolaan osinkovirran

4.

Evli on verrokkeja herkempi markkinatilanteelle

5.

Vahva tase mahdollistaa myös yritysjärjestelyt

Potentiaali



- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminnan kokoluokan kasvu sekä tuottopalkkiot
- Varainhoidon skaalautumisen jatkuminen
- Pääoman vapautuminen
- Yritysjärjestelyt

Riskit



- Markkinariskit
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on kokenut ison muodonmuutoksen

Evlin tase koki merkittävän muodonmuutoksen, kun yhtiö luopui pankkiliiketoiminnastaan Fellow Financen kanssa toteutetun fuusion yhteydessä 2022. Tase supistui noin 760 MEUR:sta noin 350 MEUR:oon. Järjestelyn jälkeenkin tase on yhä merkittävästi suurempi kuin monilla yhtiön verrokeilla johtuen etenkin välitykseen sekä strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvistä eristä.

Taseen varat

Taseen varoista (345 MEUR) 2023 lopussa suurimman erän muodosti käteinen 126 MEUR. Yhtiön tämän hetkinen käteispaino on siten poikkeuksellisen korkea, ja tavanomaisen liiketoiminnan vaatima käteispuskuri on selvästi tätä matalampi – arviomme mukaan noin 50 MEUR.

Taseen toiseksi suurimman erän muodostivat muut varat (noin 74 MEUR), ja käsityksemme mukaan tämä liittyy pitkälti yhtiön välitystoimintaan (avoimet kaupat). Taso heiluu kvartaalien välillä huomattavasti, mutta normaalitilanteessa sen tulisi käsityksemme mukaan olla noin 100 MEUR:n luokkaa. Erän tulisi myös liikkua pitkällä aikavälillä käsi kädessä vastaavat puolelta löytyvän Muut velat -erän kanssa (2023: 62 MEUR).

Kolmanneksi suurin erä oli aineettomat hyödykkeet (49 MEUR) mitkä koostuvat pääosin EAB-fuusiosta syntyneessä liikearvossa. Taseen varoista neljänneksi suurin erä oli osakkeet ja osuudet, jonka osuus oli 43 MEUR sisältäen sijoituksia yhtiön omiin tuotteisiin. Käyttöomaisuushyödykkeitä (IFRS16) yhtiöllä oli 11 MEUR ja muut aineellista omaisuutta vain noin 1

EUR.

Muista pienemmistä eristä yhtiön myöntämät asiakaslainat olivat noin 19 MEUR. Arviomme mukaan yhtiö tulee jatkamaan tätä toimintaa pienissä määrin myös jatkossa, mutta määrä tulee olemaan arviolta vain puolet nykyisestä. Lainakanta on laadultaan matalariskistä (täydet vakuudet lainaa vastaan), ja sen tarkoitus on palvella suhteellisen pientä, mutta yhtiölle tärkeää asiakasjoukkoa. Mielestämme on kuitenkin loogista, että lainakanta supistuu tämänhetkisestä, sillä se ei ole yhtiön ydinliiketoimintaa emmekä pidä lainakannan ylläpitoa osakkeenomistajien varojen optimaalisena käyttönä pitkällä aikavälillä.

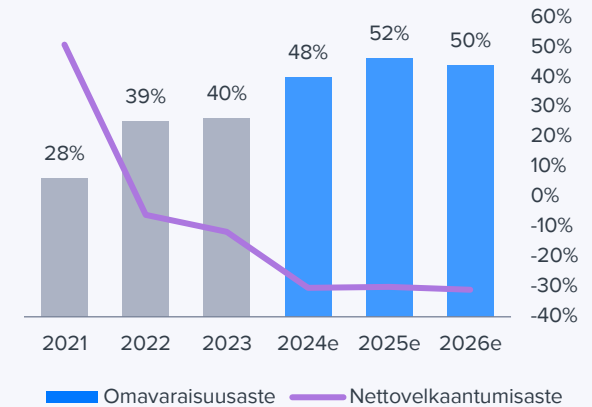
Velat ja oma pääoma

Velkapuolella yhtiöllä oli 2023 lopussa 107 MEUR strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvää velkaa. Kyseinen erä tulee sijoittajan mieltää osana yhtiön käyttöpääomaa. Muut velat - erä oli 62 MEUR (välitystoimintaan liitännäistä). Muita liiketoiminnan pyörittämiseen liittyviä velkoja yhtiöllä oli yhteensä noin 30 MEUR.

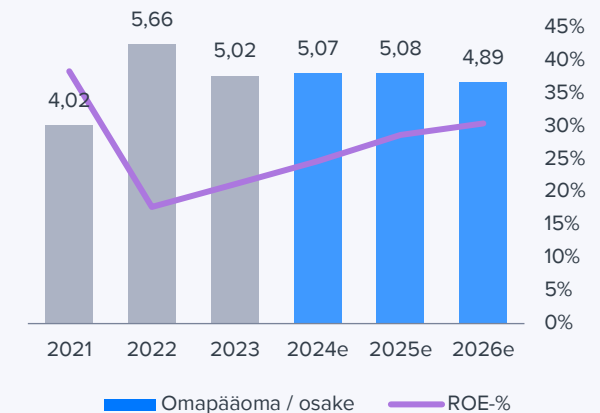
Omaa pääomaa Evlillä oli Q3'23 lopussa 131 MEUR, josta 3,4 MEUR oli määräysvallattomien omistajien osuutta.

Kokonaisuutena yhtiön tase oli 2023 lopussa noin 345 MEUR. Arviomme mukaan tase tulee tästä kuitenkin supistumaan selvästi, ja laskelmiemme mukaan yhtiön normaali tase olisi selvästi alle 300 MEUR. Odotammekin taseen supistuvan asteittain tulevina vuosina, mutta jäävän selvästi verrokkiyhtiöitä suuremmaksi johtuen liiketoiminnan rakenteellisista eroista sekä hyvin konservatiivisesti riskienhallinnasta.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-



Taloudellinen tilanne 2/2

Osingonmaksupotentiaali

Evliillä oli 2023 lopussa ydinpääomaa noin 43 MEUR ja käsityksemme mukaan yhtiön minimivaatimus omille pääomilleen on noin 17 MEUR. Nykymuotoinen tase on siten selvästi ylipääomitettu myös vakavaraisuuden näkökulmasta. Huomautamme, että tekemällä muutoksia taseen rakenteeseen, voisi vakavaraisuuspääomaa vapauttaa jonkin verran nykyistä enemmänkin. Näin ollen emme näe vakavaraisuuden asettavan esteitä taseen reippaammallekaan purkamiselle. Käymme osinkoennusteita tarkemmin läpi ennusteosiossa.

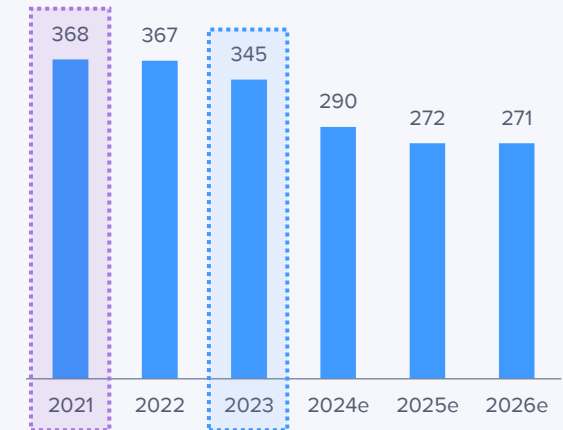
Vähemmistöosuudet ja osakkuusyhtiöt

Evliillä on useita merkittäviä vähemmistöjä ja myös vähemmistöille kuuluva tulososuus on tuloslaskelmassa merkityksellinen. Sijoittajien kannalta keskeiset vähemmistöt ovat näkemyksemme mukaan Evli Corporate Finance (Evli omistaa ~55 %), Evli Alexander Incentives (65 %) ja Terra Nova Capital (55% / tarjoaa kohdeyhtiöanalyysiä Emerging Frontier - osakerahastolle, joka teki 2021 merkittävät tuottopalkkiot). Lisäksi yhtiöllä on vaihtoehtorahastoissa merkittäviä vähemmistöjä (mm. Infra, PE, Kiinteistö, Growth), mutta näiden suurin vaikutus näkyy rahastojen voitonjakojen yhteydessä. Viimeisen kolmen vuoden aikana vähemmistöjen tulososuus on vaihdellut 3,6–6,7 MEUR:n välillä (17–10 % tuloksesta verojen jälkeen). Arviomme mukaan normaali tase vähemmistöjen tulososuudelle on noin 10 % nykyisellä rakenteella. Suhtaudumme vähemmistöomistuksiin

kaksijakoisesti. Ymmärrämme, että vähemmistöstruktuurit helpottavat osajien rekrytointia ja sitouttamista, mutta samalla ne tuovat mukanaan selkeitä haasteita. Erilaiset vähemmistöstruktuurit voivat johtaa poikkeaviin intresseihin talon sisällä (toinen haluaa optimoida oman pienen yksikkönsä tulosta) ja samalla ne voivat aiheuttaa ongelmia palkitsemisessa, kun vain osa henkilöstöstä pääsee mukaan houkuttelevaan vähemmistöomistajuusporukkaan. Osakkeenomistajien näkökulmasta tämä lopulta myös laimentaa osakekohtaista tulosta. Näkemyksemme mukaan Evlin tulisikin jatkossa pyrkiä parhaansa mukaan siirtämään palkitsemista konsernitason tasolle.

Osakkuusyhtiöt (2023: 5,2 MEUR) käsittää Evlin hieman alle 50 %:n omistuksen kiinteistösijoitusyhtiö Northern Horizon Capitalissa. Näkemyksemme mukaan 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 yli miljardin euron AUM:n arvo varovaisillakin ennusteilla selvästi tasearvoa suurempi. Evlin äänivalta yhtiössä on kuitenkin alle 50 % ja näkyvyys yhtiön toimintaan on heikko. Siten emme anna todennäköiselle väärinhinnoittelulle painoarvoa analyysissämme. NHC:n osalta on myös hyvä huomata, että Evlin oman pääomarahastoliiketoiminnan ylösajon jälkeen NHC on muuttunut enemmän finanssisijoitukseksi, kun se aiemmin oli tärkeä strateginen sijoitus.

Taseen loppusumman arvioitu kehitys (MEUR)



2023

2021

2021 tase esitetty carve-out-perusteisesti, kun Evli luopui pankkitoiminnasta, minkä vuoksi taseen loppusumma laski selvästi.

Muun muassa konsernin asiakkailleen myöntämä lainakanta on supistunut selvästi, mutta kokonaisuutena tase on supistunut odotuksiamme hitaammin. Osin tätä selittää EAB-fuusio, joka toi taseeseen merkittävästi liikearvoa.

Ennusteet 1/3

Ennusteiden taustaoletukset

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

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

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

On selvää, että mikäli markkinatilanteen kehitys poikkeaisi oleellisesti odotuksistamme, olisi tällä selkeä vaikutus myös kasvu- ja

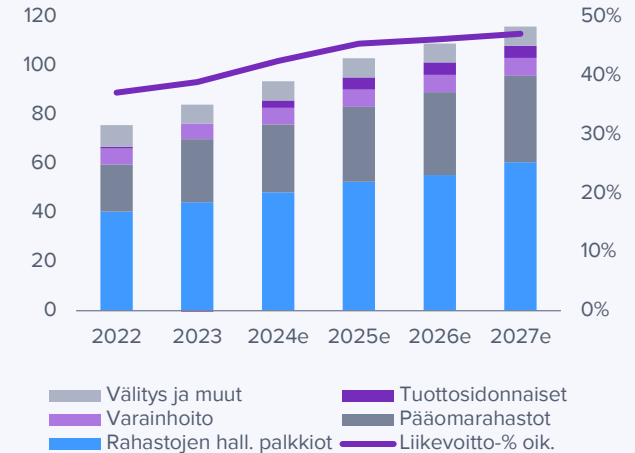
tulosennusteisiimme.

Ennusteet yhteenveto

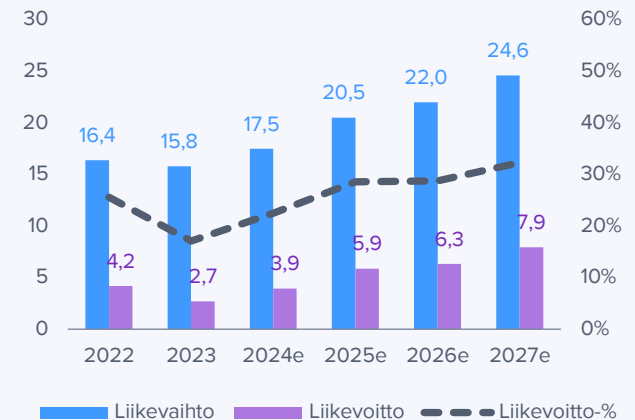
Odotamme Evliltä reipasta tuloskasvua tulevilta vuosilta (2023–2027e EPS CAGR +12 %). Tuloskasvun moottorina toimii luonnollisesti Varainhoito, jossa liikevaihto kasvaa hyvän uusmyynnin sekä myöhemmässä vaiheessa tuottopalkkioiden kasvun kautta. Kulutehokkuus paranee edelleen, mutta emme odota tällä saralla isompia hyppyjä. Näkemyksemme mukaan Varainhoidossa aineksia tätä parempaan suorittamiseen, sillä nykyinen markkinatilanne tarjoaa yhtiölle vahvaa myötätuulta. Etenkin kansainvälisessä myynnissä Evli alisuorittaa tällä hetkellä selvästi, ja mikäli tämä lähtisi jälleen kunnolla toimimaan, olisi uusmyyntiennusteissamme nousuvaraa. Tuottopalkkioiden osalta ennusteemme ovat myös suhteellisen konservatiiviset, sillä yhtiön tuottopalkkiopotentiali on noussut selvästi viimeisen 5v aikana johtuen pääomarahastojen ylösajosta (lähes kaikissa pääomarahastoissa on tuottopalkkiokomponentti).

Uskomme myös, että ylimääräinen myynti valuisi viivan alle erittäin tehokkaasti, sillä mielestämme Evlillä on hyvästä kannattavuustasosta huolimatta edelleen selvää parannuspotentiaalia kulutehokkuudessa. Kokonaisuutena näemme tuloskasvun riskitason suhteellisen maltilliseksi ja ainoa merkittävä riskitekijä on markkinatilanne, jonka vaikutukset toki tasoittuvat useamman pidemmällä aikavälillä.

Varainhoidon tulosennusteet (MEUR)



N&Y tulosennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

2024: Erinomaiset lähtökohdat tuloskasvulle

Evli lähtee vuoteen 2024 erinomaisista lähtökohdista. Yhtiön hallinnoitava varallisuus on kaikkien aikojen korkeimmalla tasolla ja myös AUM:n jakauma on erinomainen (osakerahastot ja pääomarahastot kautta aikojen korkeimmilla tasoilla). Lisäksi yhtiön tuotetarjonta sopii nykyiseen markkinaan erittäin hyvin (ns. ”generalistin markkina”). 2023 kertatuotot ovat kautta linjan myös vaisulla tasolla ja näissä on vaikea nähdä oleellista vastatuulta enää 2024.

Evli antoi yllättäen varsin tarkan ohjeistuksen vuodelle 2024. Yhtiö odottaa liiketuloksen olevan 2023 vastaavalla tasolla tai ylittävän sen. Ohjeistuksen alalaita onkin mielestämme hyvin pessimistinen suhteessa 2024 lähtökohtiin. Näkemysemme mukaan ohjeistuksen alalaita heijastelee skenaariota, jossa markkina pettää pahasti alta. Evli on historiallisesti ollut hyvin konservatiivinen ohjeistaja emmekä näe nykyisen ohjeistuksen poikkeavan tästä linjasta. Nykyisillä ennusteillamme odotammekin yhtiön korjaavan ohjeistusta ylöspäin vuoden edetessä, kun näkyvyys tuloskehitykseen paranee.

Odotamme markkinatilanteen jatkuvan haastavana ainakin ensimmäisen vuosipuoliskon, mikä heijastuu etenkin vaihtoehtoisten tuotteiden myyntiin. Odotamme yhtiön uusmyynnin jatkuvan kuitenkin hyvällä tasolla perinteisen varainhoidon vetämänä, ja odotamme koko vuodelta vahvaa noin 700 MEUR:n nettomyyntiä. Hallinnoitavan varallisuuden ennustamme kasvavan 8 %:lla 19,4 miljardiin ja Varainhoidon jatkuvien palkkioiden niin ikään 8 % edellisvuodesta. Tuottopalkkiot elpyvät ennusteissamme hieman heikolta vertailutasolta, mutta jäävät edelleen

vaatimattomiksi. EAI jatkaa tervettä tuloskasvuun, mutta transaktiopalkkiot (välitys ja investointipankki) ovat ennusteissamme varovaisella tasolla. 2024 odotamme konsernin omalta taseelta vielä vahvoja sijoitustuottoja, kun korkotaso on korkea ja tase poikkeuksellisen iso. Taso kuitenkin laskee 2023 hurjalta tasolta ja tämä luo lievää vastatuulta tuloskehitykseen.

Kokonaisuutena odotamme Evliltä 2024 117 MEUR:n palkkioita ja 47 MEUR:n liikevoittoa (liikevoitto kasvaa +14 %). Vähemmistöjen tulososuus kasvaa etenkin investointipankin elpymisen johdosta ja osakekohtainen tulos on ennusteissamme 1,24 euroa.

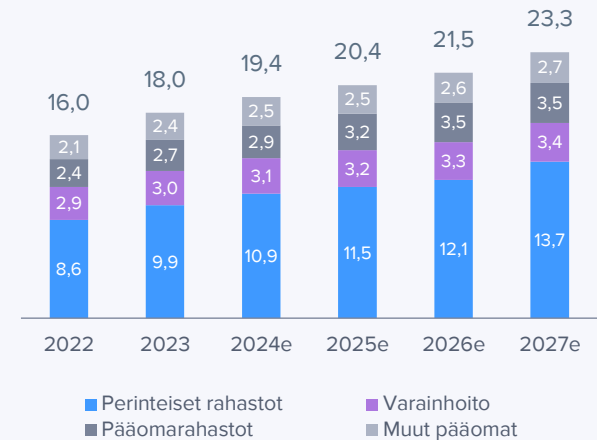
2025–2027: Varainhoito jatkaa kasvuaan

Odotamme Evlin uusmyynnin jatkavan vahvaa vetoaan ja hallinnoitava varallisuus nousee 2027 loppuun mennessä reiluun 23 miljardiin euroon. Keskimääräinen liikevaihdon kasvu on noin 7 %. Varainhoidon kasvu on noin 8 %, mutta konsernitasolla pientä vastatuulta tulee laskevista oman taseen sijoitustuotoista, joiden odotamme kärsivän korkotason laskusta sekä taseen supistumisesta.

Varainhoidossa kasvua ajaa tuttuun tyyliin onnistunut uusmyynti sekä tuottopalkkiot, kun ensimmäiset merkittävämät vaihtoehtorahastot alkavat siirtyä voitonjakoon (2025 alkaen).

Kuluttehokkuus säilyy vahvana ja odotamme kannattavuuden parantuvan asteittain. Isompia hyppyjä kannattavuudessa emme kuitenkaan nykyisellä kasvuvauhdilla odota ja selkeämpi parannus vaatisi taakseen liikevaihdon ripeämpää kasvua. Kokonaisuutena odotamme tuloksen kasvavan noin 10 %:lla per vuosi.

AUM-ennusteet (mrd. euroa)



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Näkemyksemme mukaan Evlillä on erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta kasvuun pitkällä aikavälillä. Yhtiön asema kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on erittäin vahva ja lisäksi yhtiö on historiassa todistanut kyvykkyytensä myydä tuotteitaan myös Suomen ulkopuolella. Uskomme yhtiön hyötyvän laajasta tuotetarjonnastaan myös pitkällä aikavälillä, sillä nollakorko aikaan tuskin on enää paluuta. Kunhan yhtiön sijoitustoiminnan performanssi säilyy hyvällä tasolla, tulee yhtiö jatkamaan vahvaa kasvuun sille tärkeimmässä Varainhoidossa.

Voitonjako tulee olemaan vuolasta

Evlin tase on tällä hetkellä poikkeuksellisen vahva ja 2023 lopussa CET1-% oli 258 %, kun minimitaso on 100 %. Laskelmiemme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä ylimääräistä pääomaa vakavaraisuuden näkökulmasta noin 25 MEUR. Yhtiö ei kuitenkaan tällä hetkellä optimoi tasettaan vakavaraisuuden näkökulmasta ja vakavaraisuus olisi vielä jonkin verran nykyistä vahvempi, mikäli yhtiö alkaisi optimoida taseensa riskipainotettuja eriä.

Arviomme mukaan yhtiöllä olisi todellisuudessa ylimääräistä pääomaa noin 35–40 MEUR, kun tasetta optimoitaisiin nykyistä enemmän.

Evli on itse todennut, että sen nykyinen tase on ylivahva ja mikäli se ei löydä rahoille järkeviä käyttökohteita, tullaan tasetta asteittain purkamaan ylimääräisellä voitonjaolla. Käytännössä varojen käyttö tarkoittaisi yrityskauppoja, sillä orgaaninen kasvu ei Evlin tapauksessa vaadi pääomia.

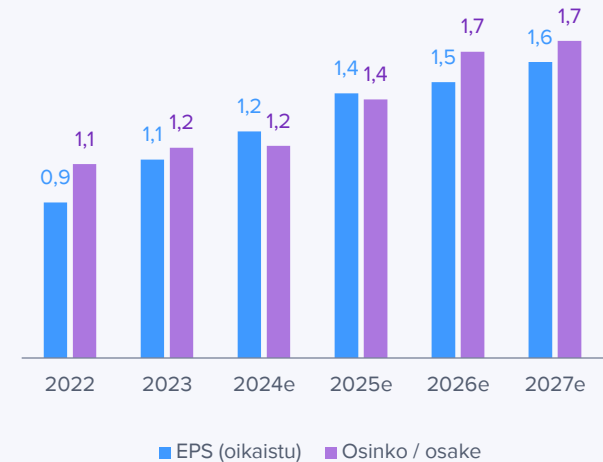
Käsityksemme mukaan Evli tutkii aktiivisesti yritysjärjestelymahdollisuuksia ja sillä olisi haluja kasvaa yrityskaupoilla. Käsityksemme mukaan markkinalla on tällä hetkellä selvästi parin vuoden takaista vahvempaa kiinnostusta yritysjärjestelyjä kohtaan ja on täysin luonnollista, että Evli on isona toimijana mukana näissä keskusteluissa.

Huomautamme kuitenkin, että nykyinen omistusrakenne ja kaksi osakesarjaa laskevat selvästi todennäköisyyttä sille, että Evli olisi mukana suuremmissa toimialajärjestelyissä. Todennäköiset järjestelyt ovatkin pienempiä, Evliä täydentäviä ostoja.

Evlin riskienhallinta on myös ollut historiassa melko konservatiivista, ja johto on ilmaissut pyrkivänsä ylläpitämään reilua pääomapuskuria myös jatkossa. Tämän myötä emme pidä realistisena, että Evli pumppassi tulevana vuosina taseensa kuivaksi lisäosingoilla. Ennustamme yhtiön jakavan vuosien 2024–2026 aikana (seuraava osingonmaksu vasta ensi vuoden puolella) lisäosinkoja yhteensä noin 25 MEUR (noin 1,0e osake).

Myös perusosinkojen osalta osinkovirta tulee pysymään vuolaana ja odotamme Evlin lähivuosien voitonjakosuhteen olevan lähellä 100 %. Näin ollen seuraavan kolmen vuoden osinkovirta tulee olemaan hyvin runsas, kun odotamme yhteensä 130 MEUR:n (noin 4,8e/osake) osinkoja tilikausilta 2024–2027. Huomautamme, että yhtiön perusosinko on luonnollisesti täysin riippuvainen tuloksesta, joka on puolestaan riippuvainen pääomamarkkinan kehityksestä.

EPS ja osinko



Ennusteiden yhteenveto

MEUR	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	79,7	115,6	96,1	108,7	117,2	128,7	133,7	143,6
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	44,9 %	-16,8 %	13,1 %	7,8 %	9,8 %	3,9 %	7,4 %
<i>Varainhoito</i>	67,0	91,4	75,4	83,5	93,7	103,1	109,2	116,0
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	9,7	20,1	16,4	15,8	17,5	20,5	22,0	24,6
<i>Konsemitoiminnot</i>	2,8	3,8	4,0	8,7	6,0	5,0	4,0	3,0
Liikevoitto	29,1	53,0	30,6	40,2	46,6	54,4	57,1	61,7
<i>Varainhoito</i>	27,7	44,8	28,1	32,8	39,8	46,9	50,5	54,7
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,8	7,3	4,2	2,7	3,9	5,9	6,3	7,9
<i>Konsemitoiminnot</i>	-0,1	0,8	-1,0	4,5	3,3	2,0	0,7	-0,5
Osakkuusyhtiöt	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistö	-1,9	-6,7	-4,3	-3,3	-4,0	-4,3	-4,5	-4,9
Nettotulos	21,3	36,1	20,8	28,7	33,1	38,9	40,9	44,2
EPS (EUR)	0,89	1,50	0,85	1,09	1,24	1,45	1,51	1,62
Osinko (EUR)	0,73	1,06	1,15	1,41	1,68	1,73	1,54	1,45
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
AUM netto (mrd)	14,1	17,4	16,0	18,0	19,4	20,4	21,5	23,3
Rahastot ja omaisuudenhoito	11,3	13,6	11,5	12,9	14,0	14,7	15,4	17,1
Perinteiset rahastot	8,7	10,5	8,6	9,9	10,9	11,5	12,1	13,7
<i>Osake</i>	2,4	3,4	2,8	3,5	3,8	4,0	4,2	4,4
<i>Korko</i>	6,0	7,0	5,6	6,3	6,9	7,3	7,7	8,1
<i>Yhdistelmä</i>	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2
Muu omaisuudenhoito	2,6	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
Pääomarahastot	1,1	1,5	2,4	2,7	2,9	3,2	3,5	3,5
Muut pääomat	1,7	2,3	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

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

Eri arvonmääritysmenetelmämme antavat hyvin samankaltaisia tuloksia. Lyhyellä aikavälillä osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta, mutta pidemmällä aikavälillä tuotto-odotus alkaa näyttää hyvinkin houkuttelevalta vahvan tulokasvun sekä korkean osingon johdosta. Tätä potentiaalia heijastelee esimerkiksi DCF-mallimme (23e). Toisaalta tämän hetken kertoimilla yhtiötä hinnoitellaan preemiolla suhteessa verrokkeihin ja myös absoluuttiset kertoimet ovat hintavat. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien tuotto-odotus lyhyellä aikavälillä muodostuukin pitkälti korkeasta osinkotuotosta, mikä ei mielestämme riitä nostamaan riski/tuotto-suhdetta riittävälle tasolle. Koska yhtiö kuuluu mielestämme toimialan ehdottomiin voittajiin pitkällä aikavälillä, kannattaa sijoittajien olla kuitenkin tarkkana, mikäli nykyinen alakuloinen markkinatilanne tarjoaisi ostopaikkoja yhtiön vahvaan pitkän aikavälin tarinaan.

+ Evlin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä
- Vahva kilpailuasema varainhoidossa
- Valtaosa palkkioista jatkuvia
- Hajautunut tuotetarjonta

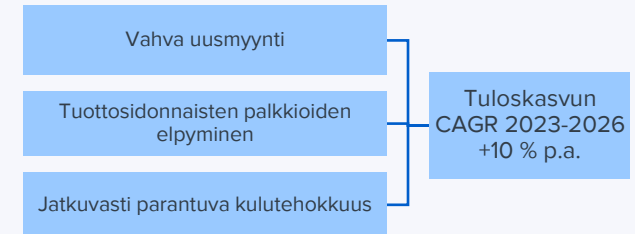
- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (markkinaherkkyys)
- Epäselvyys taseen pitkän aikavälin kokoluokasta ja ylimääräisten varojen käytöstä

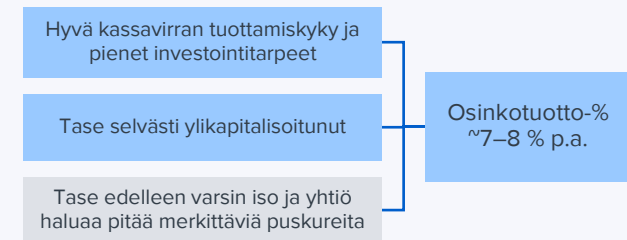
Osaketuoton ajurit 2022–2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

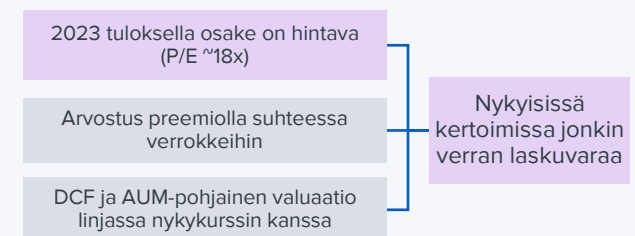
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



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

Arvonmääritys 2/3

Tulospohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin

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

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

2024 ja 2025 ennusteillamme Evliä hinnoitellaan PE-kertoimella noin 20 %:n preemiolla suhteessa verrokkeihin sekä suunnilleen linjassa EV/EBIT-kertoimella. Osinkotuotto on verrokkiryhmän korkeimpia, mutta tätä selittää ennustamamme

lisäosingot ja näistä oikaistuna osinkotuotto on linjassa verrokkien kanssa. Kokonaisuutena pidämme jonkinlaista preemiota suhteessa verrokkiryhmään perusteltuna, sillä vaikka Evli on verrokkejaan alttiimpi pääomamarkkinoiden kehitykselle, pidämme yhtiötä erittäin laadukkaana ja yhtenä toimialan selkeistä voittajista. Tämän lisäksi yhtiöllä on taseessaan reilusti ylimääräistä pääomaa. Samalla meidän on kuitenkin vaikea nähdä, että arvostuksessa olisi oleellista nousuvaraa nykytasolta.

Kotimaisia varainhoitajia on historiallisesti hinnoiteltu noin P/E 13x ja noin 6 %:n osinkotuotolla. Verrokkiryhmän arvostus on tällä hetkellä varsin hyvin linjassa historiallisten tasojen kanssa ja näin ollen pidämmekin verrokkiryhmää järkevästi hinnoiteltuna.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Olemme pitäneet Evliille hyväksyttävänä neutraalina arvostustasona P/E 14–16x haarukkaa. Historiallisesti Evlin P/E-kerroin on ollut noin 13x, mutta pidämme preemiota tähän perusteltuna, sillä Evli on nykyään merkittävästi parempi yhtiö kuin esimerkiksi 5v sitten. 2023 kertoimet ovat yli hyväksymämme haarukan, mutta 2024 ne laskevat ennustehaarukkamme sisään. 2025 arvostus alkaa näyttää jo edulliselta.

Osinkotuotto on lähivuodet erittäin korkea lisäosingoista johtuen ja lisäosingoista oikaistuna osinkotuotto on noin 7 %, mikä on hieman historiallista keskiarvoa korkeampi.

Kokonaisuutena absoluuttiset kertoimet kertovat samaa tarinaa suhteellisten kertoimien kanssa. Osake on lyhyellä aikavälillä oikein hinnoiteltu ja kertoimissa on vaikea nähdä nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Alexandria	77	73	7,1	6,7	5,8	5,5	1,6	1,5	9,8	10,2	8,2	7,9	2,3		
Aktia	664								7,1	7,2	9,1	9,0	0,9		
CapMan	315	383	13,1	8,8	12,5	8,6	5,9	5,1	17,4	10,5	6,1	11,4	2,5		
eQ	584	552	13,8	11,7	13,3	11,4	7,9	6,8	18,3	15,8	5,7	6,6	7,5		
Oma Säästöpankki	726								6,2	6,9	5,2	5,6	1,0		
Taaleri	279	249	8,9	7,7	8,8	7,5	4,2	4,0	14,8	11,9	5,4	5,6	1,4		
Titanium	148	132	10,0	9,4	9,5	8,9	4,9	4,5	14,0	13,1	7,8	8,2	7,2		
United Bankers	159	148	8,2	7,1	7,2	6,3	2,7	2,4	12,0	10,5	7,5	8,2	2,8		
Evli (Inderes)	506	474	10,2	8,7	8,9	8,0	4,0	3,7	15,3	13,1	7,5	8,9	3,7		
Keskiarvo			10,2	8,6	9,5	8,0	4,5	4,0	12,5	10,8	6,9	7,8	3,2		
Mediaani			9,5	8,2	9,2	8,1	4,6	4,2	13,0	10,5	6,8	8,0	2,4		
Erotus-% vrt. mediaani			7 %	6 %	-3 %	-1 %	-11 %	-13 %	18 %	25 %	10 %	11 %	55 %		

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/3

Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme (s. 45) indikoi Evlin osakkeen käyväksi arvoksi noin 23 euroa. Odotamme Evliltä selvää tuloskasvua vuoteen 2027 asti, jonka jälkeen se pysyy suunnilleen paikallaan varovaisuusperiaatteen johdosta. Terminaalijakson kannattavuutena olemme soveltaneet 33 %:n liikevoittomarginaalia, joka on yhtiön tapauksessa varsin varovainen, mutta linjassa yhtiön oman pitkän aikavälin tavoitteen kanssa.

Soveltamamme 9,0 % keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on verrokkiryhmän alhaisimpia, mikä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan yhtiön vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja korkea laatu.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo

Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet Evlin hallinnoitavaa varallisuutta. AUM:n arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava PE-rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas vastaavasti konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistykseenä voidaan todeta, että valtaosa AUM:sta hinnoitellaan 1–5 %:n arvoiseksi, ja esim. 10 %:n taso vaatisi jo poikkeuksellisen houkuttelevan palkkiorakenteen tuotetta.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa (2023: ~9900 MEUR) olemme soveltaneet osakerahastoille 3 %:n arvokerrointa ja korkorahastoille 1,5 %:n kerrointa. Tasot ovat linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa. Yhtiön rahastojen laatu on suhteellisen hyvä, mutta palkkiotasot ovat varsin

matalia (korkovetoisuus + instituutioasiakkaat) eikä tuottosidonnaisia komponentteja juuri ole.

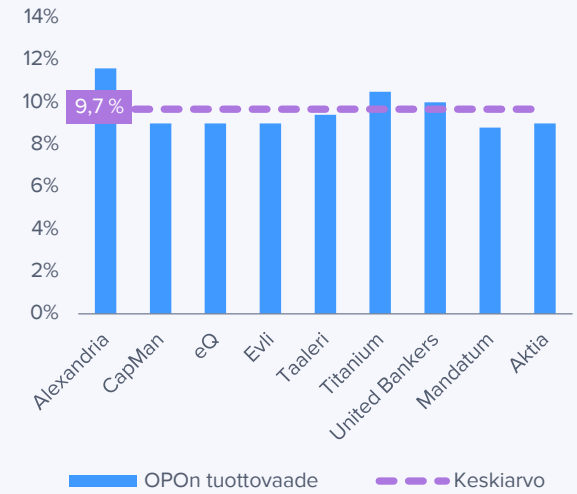
Pääomarahastoja (2023: ~2700 MEUR) olemme hinnoittelleet 5 %:n kertoimella, joka on linjassa sektorin keskimääräisten tasojen kanssa. Yhtiön pääomarahastoista valtaosa on suljetuissa rahastoissa ja niiden palkkiotasot ovat terveitä (hallinnointipalkkiot + tuottopalkkiot). Suljetuista rakenteista ja hajautuneesta tuoteportfoliosta johtuen pääoman pysyvyys on erittäin korkea. Lisäksi huomautamme, että pääoma on iältään varsin nuorta sen ollessa varsin tuoretta. Pääoma on isoilta osin kuitenkin rahastojen rahastoja, joissa palkkiotaso on alle itse hoidettujen rahastojen.

Varainhoidon hallinnoitavat pääomat (2023: ~3000 MEUR) olemme hinnoittelleet 2,0 %:n kertoimella. Varainhoidon tuottamien pääomien palkkiotaso on historiallisesti ollut noin 0,4% (0,3–0,5%), eli jonkin verran alle perinteisten rahastojen. Lisäksi Varainhoidon palkkioista kaikki eivät ole jatkuvia, mikä laskee niiden arvoa.

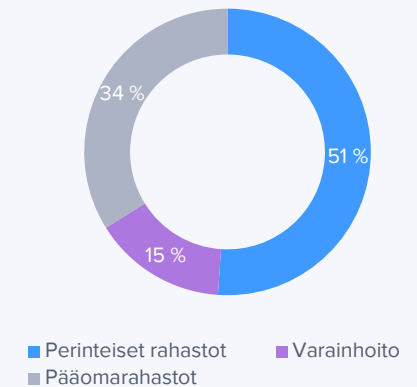
Northern Horizon Capitalin pääomia emme ole huomioineet laskelmissamme ja annamme sen AUM:lle arvoksi tasearvon mukaisen 3,4 MEUR. Todellisuudessa AUM:n arvo olisi suurella todennäköisyydellä selvästi korkeampi, mutta heikosta näkyvyydestä ja Evlin ulkopuolisesta määräysvallasta johtuen olemme tämän suhteen hyvin konservatiivisia.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi noin 15 euroa osakkeelta. Laskelma ei huomioi erittäin arvokasta EAI:tä, AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja välitys) tai taseen ylimääräisiä pääomia. Nämä huomioiden olisi osakkeen AUM-pohjainen arvo noin ~20e osake.

Verrokkien oman pääoman kustannus



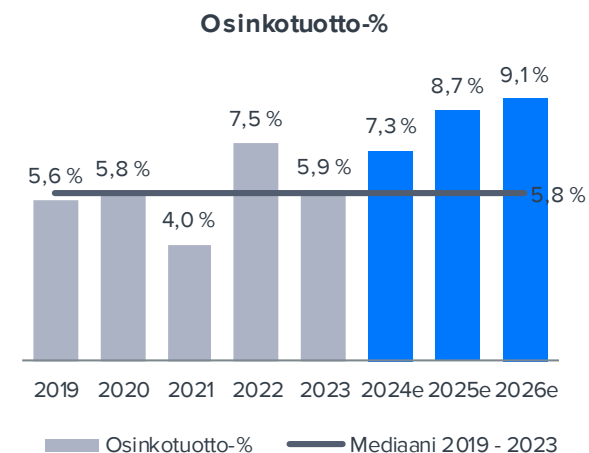
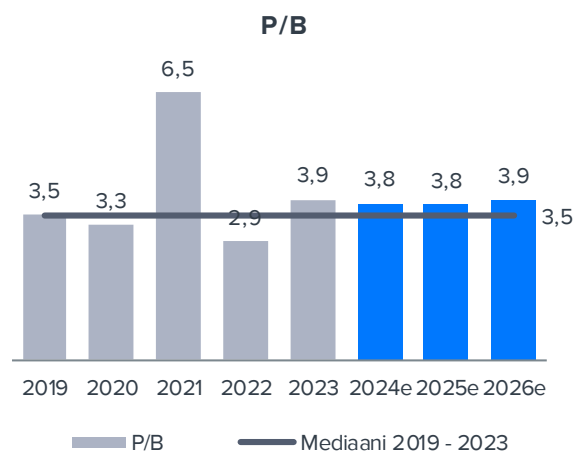
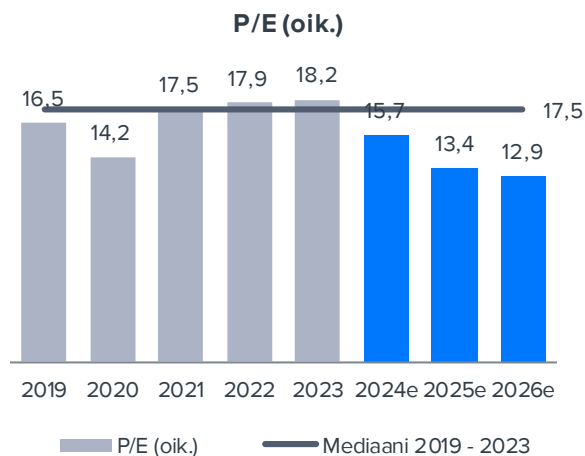
AUM-pohjaisen arvon jakauma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,9	12,6	26,2	15,3	19,7	19,4	19,4	19,4	19,4
Osakemäärä, milj. kpl	23,9	24,1	24,1	24,5	26,5	26,7	26,9	27,1	27,3
Markkina-arvo	283	303	632	401	522	518	518	518	518
Yritysarvo (EV)	286	320	713	400	516	485	485	486	489
P/E (oik.)	16,5	14,2	17,5	17,9	18,2	15,7	13,4	12,9	12,0
P/E	16,5	14,2	17,5	17,9	18,2	15,7	13,4	12,9	12,0
P/B	3,5	3,3	6,5	2,9	3,9	3,8	3,8	3,9	4,0
P/S	3,7	3,8	5,5	4,2	4,8	4,4	4,0	3,9	3,6
EV/Liikevaihto	3,8	4,0	6,2	4,2	4,7	4,1	3,8	3,6	3,4
EV/EBIT (oik.)	11,9	11,0	13,4	13,1	12,8	10,4	8,9	8,5	7,9
Osinko/tulos (%)	91,9 %	82,5 %	70,8 %	145,1 %	106,9 %	114,2 %	115,7 %	114,9 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,8 %	4,0 %	7,5 %	5,9 %	7,3 %	8,7 %	9,1 %	8,1 %

Lähde: Inderes

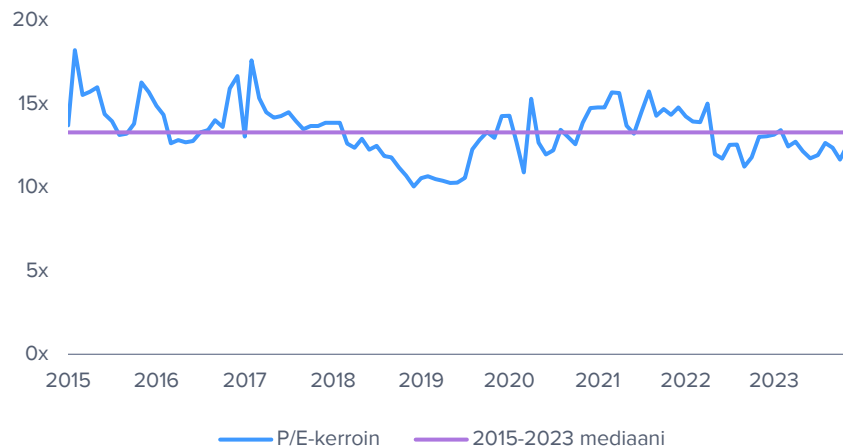


Verrokkiryhmän arvostus 1/2

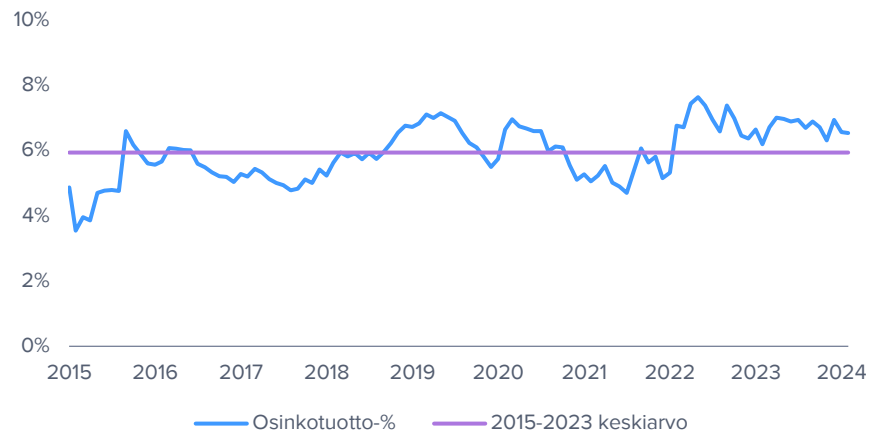
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2024e
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Alexandria	77	73	7,1	6,7	5,8	5,5	1,6	1,5	9,8	10,2	8,2	7,9	2,3
Aktia	664								7,1	7,2	9,1	9,0	0,9
CapMan	315	383	13,1	8,8	12,5	8,6	5,9	5,1	17,4	10,5	6,1	11,4	2,5
eQ	584	552	13,8	11,7	13,3	11,4	7,9	6,8	18,3	15,8	5,7	6,6	7,5
Oma Säästöpankki	726								6,2	6,9	5,2	5,6	1,0
Taaleri	279	249	8,9	7,7	8,8	7,5	4,2	4,0	14,8	11,9	5,4	5,6	1,4
Titanium	148	132	10,0	9,4	9,5	8,9	4,9	4,5	14,0	13,1	7,8	8,2	7,2
United Bankers	159	148	8,2	7,1	7,2	6,3	2,7	2,4	12,0	10,5	7,5	8,2	2,8
Evli (Inderes)	518	485	10,4	8,9	9,1	8,2	4,1	3,8	15,7	13,4	7,3	8,7	3,8
Keskiarvo			10,2	8,6	9,5	8,0	4,5	4,0	12,5	10,8	6,9	7,8	3,2
Mediaani			9,5	8,2	9,2	8,1	4,6	4,2	13,0	10,5	6,8	8,0	2,4
Erotus-% vrt. mediaani			10 %	8 %	0 %	2 %	-9 %	-11 %	21 %	28 %	8 %	9 %	59 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Kotimaisten varainhoitajien P/E-kertoimen kehitys

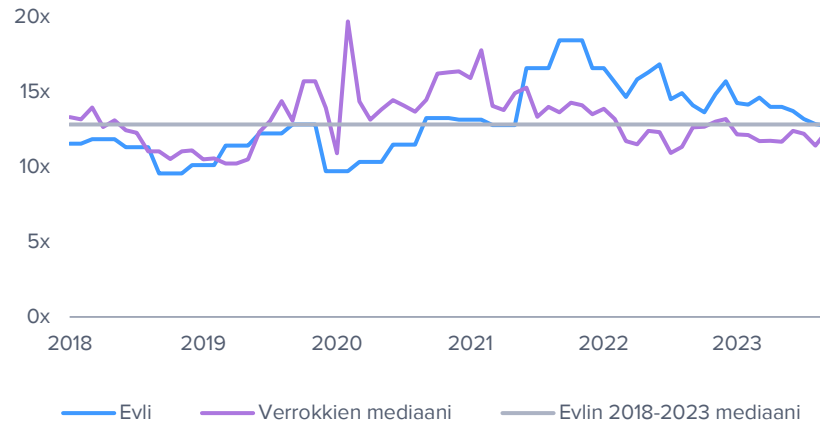


Kotimaisten varainhoitajien osinkotuotto-%:n kehitys

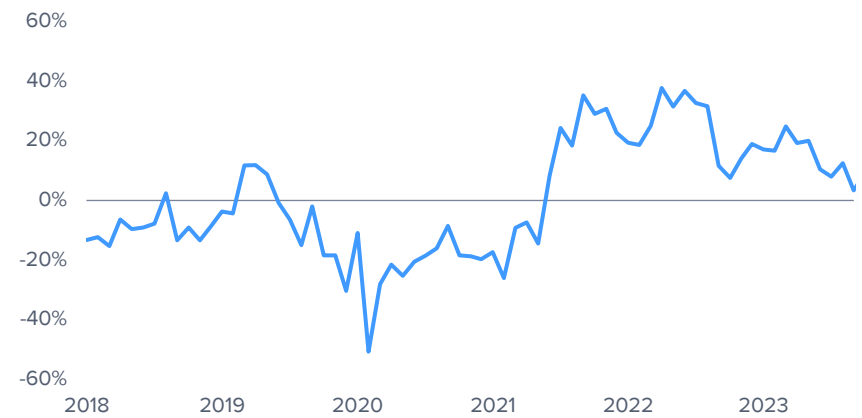


Verrokkiryhmän arvostus 2/2

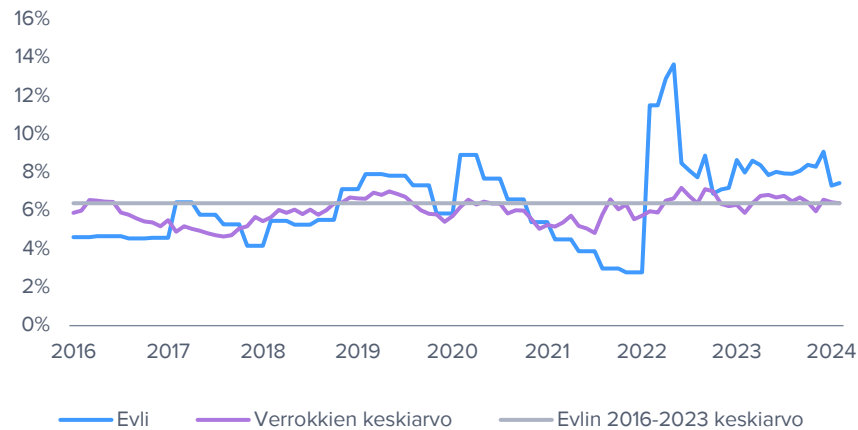
Evlin ja verrokkien P/E-kerroin



Evlin P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



Evlin ja verrokkien osinkotuotto-%



Evlin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	96,1	25,7	26,4	25,9	30,7	109	27,6	28,8	26,9	33,8	117,2	128,7	133,7	143,6
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	75,7	20,9	20,9	21,2	21,3	84,2	22,1	22,6	22,4	26,5	93,7	103	109	116
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	16,4	3,4	5,0	2,4	5,0	15,8	4,0	4,7	3,0	5,8	17,5	20,5	20,5	24,6
Konsernitoiminnot	4,0	1,5	0,5	2,3	4,4	8,7	1,5	1,5	1,5	1,5	6,0	5,0	4,0	3,0
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	35,7	10,7	10,8	11,4	12,9	45,7	12,4	13,4	12,3	15,1	53,2	59,4	62,4	67,3
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,3	-1,0	-1,2	-2,0	-5,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,6	-5,0	-5,3	-5,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,6	9,4	9,8	10,2	10,9	40,2	10,7	11,7	10,7	13,5	46,6	54,4	57,1	61,7
Liikevoitto	30,6	9,4	9,8	10,2	10,9	40,2	10,7	11,7	10,7	13,5	46,6	54,4	57,1	61,7
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	27,4	8,9	9,0	8,4	6,7	33,0	9,5	9,9	9,2	11,2	39,8	46,9	50,5	54,7
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	4,2	0,2	1,6	-0,4	1,2	2,7	0,6	1,3	0,2	1,8	3,9	5,9	6,3	7,9
Konsernitoiminnot	-1,0	0,3	-0,9	2,1	2,9	4,5	0,7	0,6	1,4	0,6	3,3	2,0	0,7	-0,5
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	30,9	9,4	9,8	10,2	10,9	40,2	10,7	11,7	10,7	13,5	46,6	54,4	57,1	61,7
Verot	-5,8	-1,9	-2,0	-1,9	-2,4	-8,2	-2,2	-2,4	-2,2	-2,8	-9,6	-11,2	-11,7	-12,7
Vähemmistöosuudet	-4,3	-0,4	-0,8	-0,6	-1,5	-3,3	-0,6	-0,9	-0,7	-1,8	-4,0	-4,3	-4,5	-4,9
Nettotulos	20,8	7,0	7,0	7,8	7,0	28,7	7,9	8,4	7,8	8,9	33,1	38,9	40,9	44,2
EPS (oikaistu)	0,79	0,26	0,26	0,29	0,26	1,09	0,30	0,32	0,29	0,33	1,24	1,45	1,51	1,62
EPS (raportoitu)	0,85	0,26	0,26	0,29	0,26	1,09	0,30	0,32	0,29	0,33	1,24	1,45	1,51	1,62

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,8 %	10,4 %	15,2 %	26,3 %	4,4 %	13,1 %	7,4 %	9,3 %	4,0 %	10,1 %	7,8 %	9,8 %	3,9 %	7,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-42,3 %	-3,2 %	18,0 %	33,8 %	116,3 %	31,4 %	14,5 %	20,0 %	4,8 %	24,0 %	15,9 %	16,7 %	5,0 %	8,1 %
Käyttökate-%	37,1 %	41,4 %	40,9 %	44,1 %	41,9 %	42,0 %	44,7 %	46,4 %	45,9 %	44,7 %	45,4 %	46,2 %	46,7 %	46,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	31,8 %	36,3 %	37,1 %	39,4 %	35,4 %	37,0 %	38,8 %	40,7 %	39,7 %	39,8 %	39,8 %	42,3 %	42,7 %	43,0 %
Nettotulos-%	21,7 %	27,0 %	26,5 %	30,1 %	22,8 %	26,4 %	28,6 %	29,3 %	29,0 %	26,3 %	28,2 %	30,3 %	30,6 %	30,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	115	120	105	101	96,7
Liikearvo	42,0	41,8	41,8	41,8	41,8
Aineettomat hyödykkeet	7,6	6,9	6,2	6,7	7,1
Käyttöomaisuus	14,0	12,4	12,5	13,0	13,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5,7	5,2	5,2	5,2	5,2
Muut sijoitukset	41,3	48,4	35,0	30,0	25,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	4,4	5,0	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	252	225	186	171	175
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	96,1	74,4	74,4	74,4	74,4
Myyntisaamiset	40,1	24,6	17,6	19,3	20,1
Likvidit varat	115	126	93,7	77,2	80,2
Taseen loppusumma	367	345	290	272	271

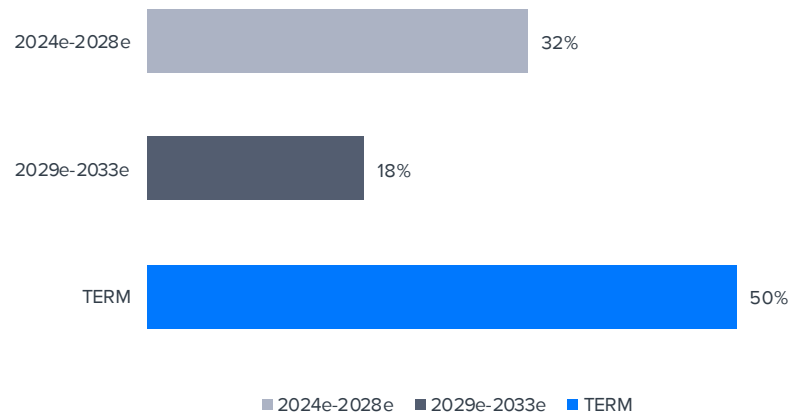
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	143	137	139	141	136
Osakepääoma	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Kertyneet voittovarot	61,5	67,5	69,8	71,0	66,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-3,2	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7
Muu oma pääoma	26,6	17,5	17,5	17,5	17,5
Vähemmistöosuus	4,7	4,1	4,1	4,1	4,1
Pitkäaikaiset velat	2,1	5,8	2,4	2,4	2,4
Laskennalliset verovelat	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	221	202	149	129	133
Korolliset velat	107	107	51,5	35,1	38,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	32,5	27,3	29,3	25,7	26,7
Muut lyhytaikaiset velat	81,8	67,8	67,8	68	68
Taseen loppusumma	367	345	290	272	271

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,1 %	7,8 %	9,8 %	3,9 %	7,4 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	37,0 %	39,8 %	42,3 %	42,7 %	43,0 %	39,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
Liikevoitto	40,2	46,6	54,4	57,1	61,7	58,3	53,8	55,5	57,1	55,5	56,9	
+ Kokonaispoistot	5,5	6,6	5,0	5,3	5,6	5,8	6,0	6,2	6,4	6,5	6,6	
- Maksetut verot	-8,5	-8,6	-11,2	-11,7	-12,7	-11,9	-11,0	-11,4	-11,7	-11,4	-11,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	18,0	9,0	-5,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	55,2	53,7	43,0	51,0	55,1	52,4	49,0	50,5	52,0	50,9	52,1	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-10,1	7,4	-1,0	-1,3	-6,4	-6,5	-6,6	-6,9	-7,0	-7,0	-7,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	45,1	61,1	42,0	49,7	48,7	45,9	42,4	43,6	45,0	43,9	44,6	
+/- 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	45,1	61,1	42,0	49,7	48,7	45,9	42,4	43,6	45,0	43,9	44,6	707
Diskontattu vapaa kassavirta		56,8	35,8	38,9	35,0	30,3	25,7	24,2	22,9	20,5	19,1	304
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		613	556	520	481	446	416	390	366	343	323	304
Velaton arvo DCF		613										
- Korolliset velat		-110,1										
+ Rahavarat		126										
-Vähemmistöosuus		-15,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		619										
Oman pääoman arvo DCF per osake		23,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



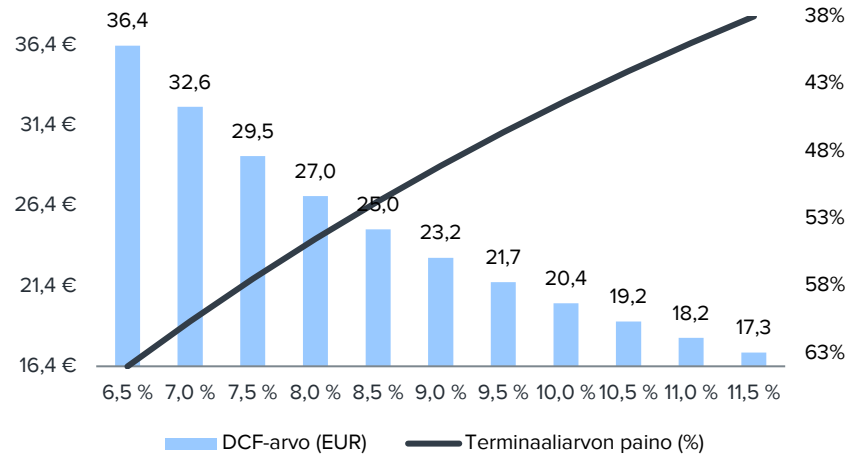
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

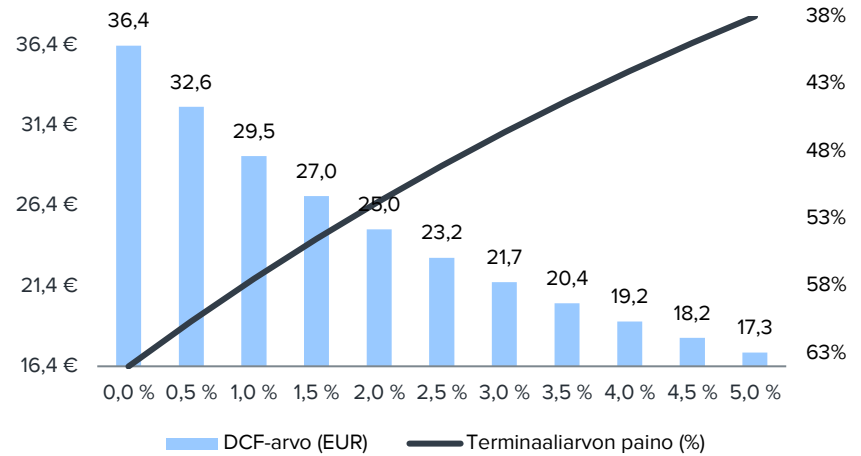
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

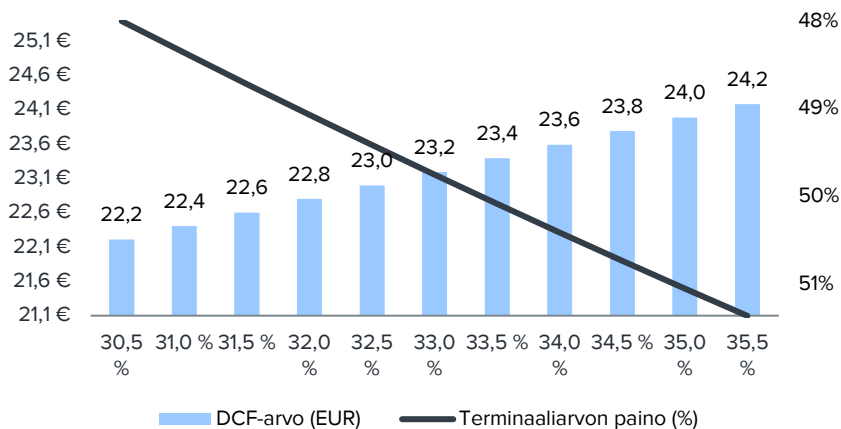
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



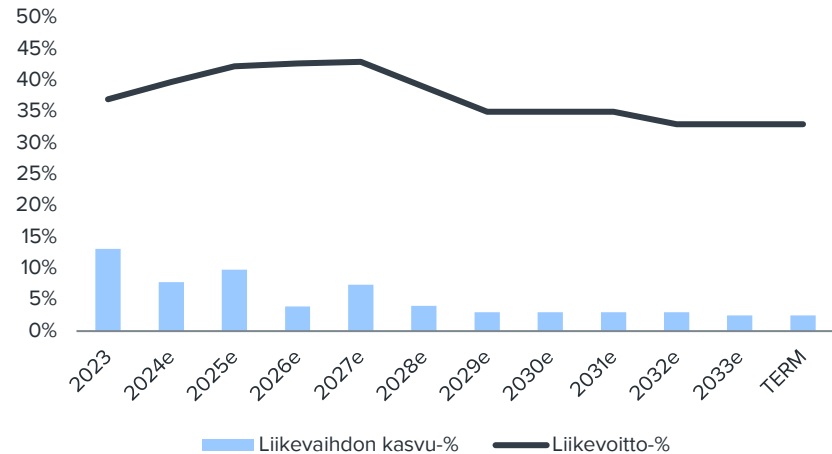
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	115,6	96,1	108,7	117,2	128,7	EPS (raportoitu)	1,50	0,85	1,09	1,24	1,45
Käyttökate	57,8	35,7	45,7	53,2	59,4	EPS (oikaistu)	1,50	0,85	1,09	1,24	1,45
Liikevoitto	53,0	30,6	40,2	46,6	54,4	Operat. kassavirta / osake	2,18	3,40	2,09	2,01	1,60
Voitto ennen veroja	53,5	30,9	40,2	46,6	54,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,30	1,86	1,70	2,29	1,56
Nettovoitto	36,1	20,8	28,7	33,1	38,9	Omapääoma / osake	4,02	5,66	5,02	5,07	5,08
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,06	1,15	1,16	1,41	1,68
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	368,1	366,6	344,7	290,4	271,6	Liikevaihdon kasvu-%	45 %	-17 %	13 %	8 %	10 %
Oma pääoma	102,0	143,3	137,1	139,4	140,6	Käyttökateen kasvu-%	66 %	-38 %	28 %	16 %	12 %
Liikearvo	9,2	42,0	41,8	41,8	41,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	82 %	-42 %	31 %	16 %	17 %
Nettovelat	51,8	-8,6	-15,9	-42,2	-42,1	EPS oik. kasvu-%	69 %	-43 %	28 %	14 %	17 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	50,1 %	37,1 %	42,0 %	45,4 %	46,2 %
Käyttökate	57,8	35,7	45,7	53,2	59,4	Oik. Liikevoitto-%	45,9 %	31,8 %	37,0 %	39,8 %	42,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	61,0	18,0	9,0	-5,3	Liikevoitto-%	45,9 %	31,8 %	37,0 %	39,8 %	42,3 %
Operatiivinen kassavirta	52,6	83,3	55,2	53,7	43,0	ROE-%	38,3 %	17,7 %	21,2 %	24,6 %	28,6 %
Investoinnit	-59,6	-37,8	-10,1	7,4	-1,0	ROI-%	13,2 %	13,7 %	16,2 %	21,3 %	29,7 %
Vapaa kassavirta	-7,1	45,5	45,1	61,1	42,0	Omavaraisuusaste	27,7 %	39,1 %	39,8 %	48,0 %	51,8 %
						Nettovelkaantumisaste	50,8 %	-6,0 %	-11,6 %	-30,3 %	-30,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	6,2	4,2	4,7	4,1	3,8						
EV/EBITDA (oik.)	12,3	11,2	11,3	9,1	8,2						
EV/EBIT (oik.)	13,4	13,1	12,8	10,4	8,9						
P/E (oik.)	17,5	17,9	18,2	15,7	13,4						
P/B	6,5	2,9	3,9	3,8	3,8						
Osinkotuotto-%	4,0 %	7,5 %	5,9 %	7,3 %	8,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
06/03/2020	Vähennä	11,50 €	11,80 €
13/03/2020	Lisää	9,00 €	7,56 €
09/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,56 €
17/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
05/06/2020	Vähennä	9,00 €	9,68 €
15/07/2020	Lisää	10,00 €	9,18 €
18/09/2020	Lisää	10,50 €	9,70 €
26/10/2020	Lisää	11,50 €	10,80 €
29/12/2020	Vähennä	12,00 €	12,55 €
25/01/2021	Lisää	16,50 €	14,85 €
16/04/2021	Lisää	21,00 €	19,10 €
15/07/2021	Lisää	24,50 €	23,80 €
21/10/2021	Lisää	24,50 €	23,60 €
07/01/2022	Vähennä	24,50 €	26,90 €
26/01/2022	Vähennä	22,00 €	22,10 €
14/03/2022	Vähennä	20,00 €	19,35 €
25/04/2022	Vähennä	20,00 €	18,60 €
20/05/2022	Lisää	18,00 €	16,38 €
13/06/2022	Vähennä	18,00 €	18,15 €
18/07/2022	Vähennä	18,00 €	17,55 €
03/10/2022	Vähennä	17,00 €	16,30 €
21/10/2022	Vähennä	16,00 €	15,60 €
27/01/2023	Lisää	19,00 €	17,90 €
26/04/2023	Lisää	20,00 €	18,95 €
19/07/2023	Lisää	21,00 €	20,40 €
30/10/2023	Lisää	21,00 €	18,60 €
26/01/2024	Vähennä	20,00 €	20,30 €
26/02/2024	Vähennä	20,00 €	19,40 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**