

ELITE VARAINHOITO

Seurannan aloitus

10/2017

inde
res.

Elite seurannan aloitus

Aloitamme Elite Varainhoidon seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 4,0 euroa. Elite nousee Alfred Berg-yritysoston seurauksena hallinnoitavalla pääomalla ja jatkuvilla tuotoilla mitattuna uuteen kokoluokkaan, minkä lisäksi merkittävien synergioiden ansiosta kannattavuuden pitäisi parantua merkittävästi ensi vuonna. Järjestelyn toteutuessa odotuksien mukaisesti osake on maltillisesti arvostettu, mutta myös riskiprofiili on tällä hetkellä koholla. Mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde on nyt kuitenkin positiivinen.

Alfred Berg nostaa Eliten uuteen kokoluokkaan

Elite on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa säästämis-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Yhtiö on keskittynyt varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon, mutta Alfred Bergin mukana yhtiö sai myös uusia merkittäviä instituutioasiakkaita. Eliten hallinnoitava varallisuus (AUM) on Alfred Bergin oston jälkeen noin 3 miljardia euroa, mikä kuitenkin sisältää päällekkäisyyksiä (ilman näitä AUM olisi arviolta 2,0-2,5 miljardia euroa). Alfred Bergin Suomen toiminnot ovat olleet tappiollisia, mutta kannattavuutta ovat painaneet merkittävät BNP Paribas-konsernikulut. Yhtiöllä on lisäksi merkittäviä päällekkäisyyksiä, joten synergioiden pitäisi olla suuria. Elite arvioi kaupan kasvattavan yhtiön käyttökateen vuonna 2018 noin 2,5-3,0 MEUR:lla, mitä pidämme realistisena. Jos yhtiö yltää tähän tulostasoon ensi vuonna, olisi kaupan EV/EBITDA noin 2,0-2,4x huomioiden oletetut synergiat. Taso on poikkeuksellisen matala ja uskomme järjestelyn luovan merkittävästi omistaja-arvoa.

Odotamme merkittävää tuloskasvua ensi vuonna

Olemme mallintaneet Eliten tuloskehitystä pääasiassa hallinnoitavan varallisuuden ja siitä saatavien palkkiotuottojen kautta. Palkkiotuotoista noin 80 % tulee arviomme mukaan AUMista ja nämä ovat pääosin jatkuvia. Toisaalta AUMin kehitykseen liittyy epävarmuutta ja on olemassa riski, että Alfred Bergin AUM "vuotaa" yritysoston jälkeen. Merkittävimmät tulovirrat ovat arviomme mukaan omat rahastot (AUM ~360 M€, tuottotaso 1,5 %), Alfred Berg (AUM ~1350 M€, tuottotaso 0,35 %) ja omaisuudenhoito (AUM noin 405 M€ sis. vakuutusvarat, tuottotaso 1,0 %). Odotamme Eliten palkkiotuottojen nousevan ensi vuonna 27 % noin 25,8 MEUR:oon ja käyttökateen hyppäävän ensi vuonna 5,7 MEUR:oon (2017e: 1,4 MEUR). Käyttökatemarginaali nousisi samalla 22 %:n tasolle (2017e: oik. 11,2 %). Pidemmällä aikavälillä palkkiotuottoihin vaikuttavat oleellisesti markkinatilanteen kehitys, yhtiön onnistuminen sijoitustoiminnassa sekä mahdollinen tuottotasojen eroosio, johon näemme painetta Eliten suhteellisen korkeiden tuottotasojen ja toimialan trendien takia.

Arvostustaso on maltillinen, jos yhtiö yltää odotuksiimme

Eliten osake on mielestämme tällä hetkellä aliarvostettu, mutta nousuvara nojaa Alfred Berg -yritysoston onnistumiseen. Ensi vuoden ennusteilla Eliten oikaistu P/E on noin 10-11x ja EV/EBITDA noin 7x, mitkä ovat alhaisia sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Samalla täytyy huomioida, ettei nykyistäkään kurssitasoa voida perustella vallitsevalla tuloskunnolla. Yhtiön riskiprofiili onkin mielestämme tällä hetkellä koholla, minkä takia tavoitehintamme sisältää hieman turvamarginaalia suhteessa eri arvonmääritysmenetelmien antamiin arvoihin.

Analyytikko

Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: -

4,00 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 3,70 EUR

Potentiaali: 8,1 %

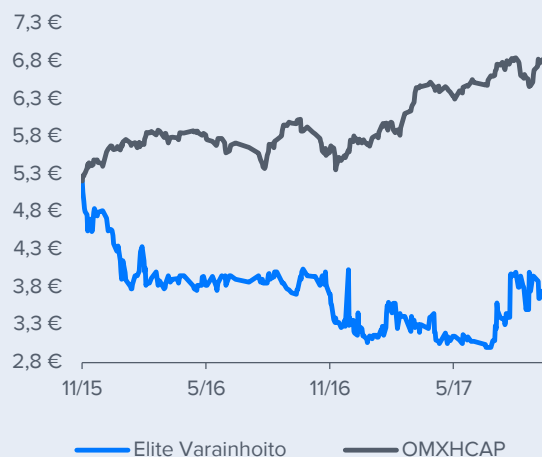


Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Palkkiotuotot	17,1	20,3	25,8
- kasvu-%	14 %	19 %	27 %
Käyttökate	1,3	1,4	5,7
- Käyttökate-%	7,5 %	6,7 %	22,0 %
Liikevoitto	0,7	0,1	3,9
Nettotulos	0,6	0,1	3,8
Oikaistu EPS	0,06	0,09	0,35
Osinko	0,08	0,05	0,15
- Osinkosuhde-%	127 %	930 %	50 %
P/E (oikaistu)	52,4	41,0	10,4
P/B	2,7	2,2	1,9
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,2 %	4,0 %
EV/EBIT	50,6	46,4	9,7
EV/EBITDA	26,6	21,3	7,1
EV/Liikevaihto	2,0	2,4	1,8

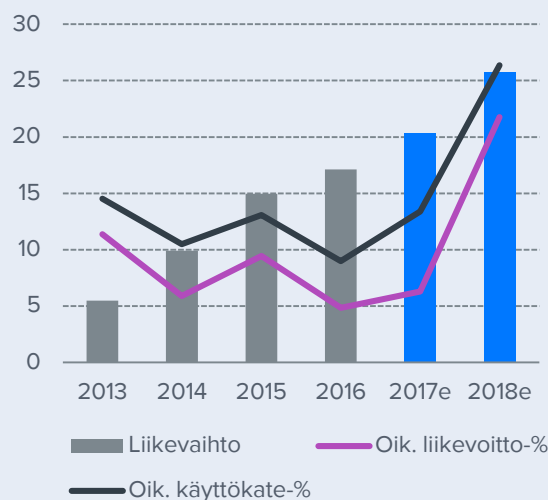
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

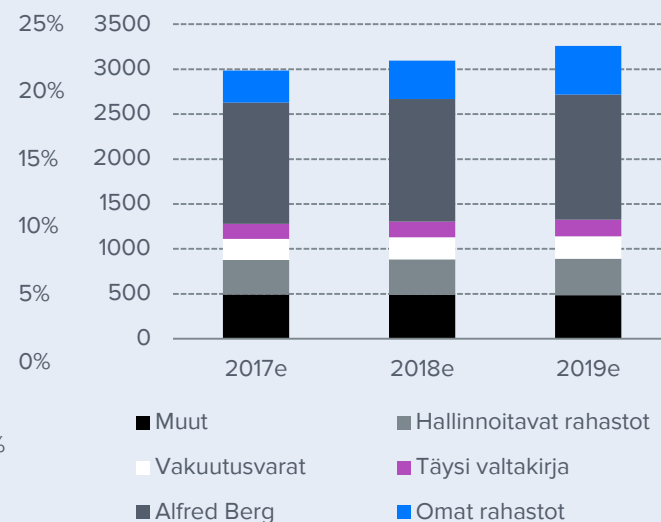


Lähde: Reuters

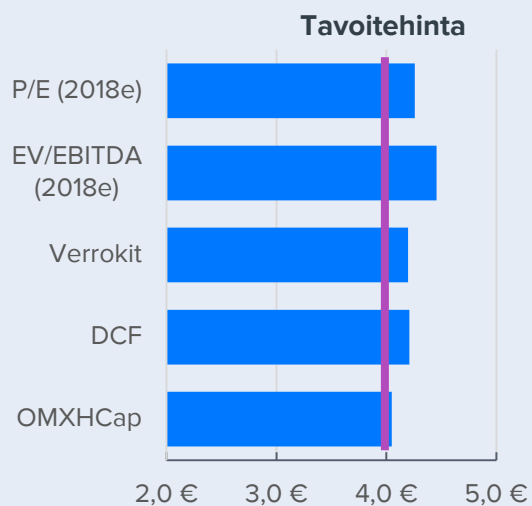
Liikevaihto ja kannattavuus



Hallinnoitava varallisuus (M€)



Arvonmääritys eri menetelmillä



Arvoajurit

- Hallinnoitavan varallisuuden ja jatkuvien tuottojen kasvu
- Skaalautuva kulurakenne
- Alfred Berg-järjestelyn synergiaetujen saavuttaminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotasojen mahdollinen eroosio
- Maineriskit
- Regulaation muutokset
- Track-record ei ole ollut vakuuttava



Arvostus

- Arvostuskertoimet ovat alhaisia, jos odottamamme tulosparannus realisoituu
- Nykyinen tulostaso ei tue osaketta, mikä nostaa tämän hetken riskitasoa
- Osake on aliarvostettu suhteessa verrokkeihin

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely ja sijoitusprofiili	s. 5-9
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 10-16
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 17-22
Taloudellinen tilanne	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-29
Arvonmääritys, riskit ja suositus	s. 30-36
Liitteet	s. 37-41
Vastuuvapauslauseke	s. 42

Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

Elite-ryhmä on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämis-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat asiakkaita henkilökohtaisesti 14 eri paikkakunnalla. Elite on keskittynyt erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiöllä on yli 10 000 asiakasta. Elite-ryhmä hoitaa asiakkaidensa puolesta yhteensä noin 3 miljardin euron asiakasvarallisuutta. Eliten toimintaa valvoo Finanssivalvonta.

Eliten nykyinen konsernirakenne on muodostunut monien järjestelyiden kautta. Tuorein merkittävä järjestely oli Alfred Bergin Suomen toimintojen ostaminen, mikä laajentaa merkittävästi Eliten asiakaskuntaa erityisesti instituutiosijoittajien keskuudessa. Samalla Elite sopi yhteistyöstä Alfred Bergin omistaneen globaalin finanssikonserni BNP Paribasin kanssa. Kaupan myötä Elitestä tulee BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa, mikä laajentaa Eliten sijoitustuotteiden tarjontaa merkittävästi.

Yhtiörakenne

Nykyisen Elite-ryhmän muodostavat sijoituspalveluyhtiö Elite Varainhoito Oyj sekä vakuutusasiamesyhtiöt Elite Vakuutuspalvelu Oy ja Elite Life Oy. Lisäksi konserniin kuuluu pääomarahastotoimintaa harjoittava EPL Rahastot Oy, sijoitusrahastotoimintaa harjoittava Elite Rahastohallinto Oy, lakiasianpalveluita tarjoava Elite Laki Oy, henkilöstö- ja palkkiorahastojen hallinnointipalveluita tarjoava Elite Palkitsemispalvelut Oy sekä Elite Sijoitus Oy. Lisäksi emoyhtiö omistaa 1.8. lähtien

kokonaan Alfred Berg Omaisuudenhoito Suomi Oy:n ja Alfred Berg Rahastoyhtiö Oy:n. Rakenne on muotoutunut vuosien varrella monien järjestelyiden ja sulautumisien seurauksena.

Voitonjakopolitiikka

Eliten osingonjakopolitiikkana on jakaa osinkona pääsääntöisesti puolet osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta kuitenkin niin, että liiketoiminnan kehitystarpeet huomioidaan eikä yhtiön vakavaraisuutta vaaranneta. Lisäksi yhtiön tavoitteena on, että keskipitkällä aikavälillä osinkotuotto on 5 % osakkeen hinnasta listautumisannissa marraskuussa 2015 (listautumishinta 5,0 euroa). Kaikki yhtiön osakkeet oikeuttavat samaan osinkoon.

Historiallinen kehitys

Eliten historiallista kehitystä on vaikea tarkastella taloudellisen track-recordin kannalta, koska yhtiö on käynyt läpi monia merkittäviä muutoksia. Elite Varainhoito Oy syntyi vuonna 2014 Eufex Pankki Oyj:n sulautuessa Elite Pankkiiriliikkeeseen. Eufex Pankki Oyj:n luottolaitoksen toimiluvasta luovuttiin sulautumisen yhteydessä. Sulautumisen jälkeen harjoitettava toimiluvanvarainen toiminta sisältyi sijoituspalveluyrityksen toimilupaan.

Eliten nykyistä ydintä eli varainhoitopalveluita yhtiö on tarjonnut vuodesta 2011 lähtien nimen Elite Pankkiiriliikkeen alla. Vuonna 2012 lopussa Elite Pankkiiriliike Oy:n asiakasvarat olivat 220 MEUR ja sen palveluksessa työskenteli 17 henkilöä. Tähän verrattuna nykyinen noin 3 miljardin euron asiakasvarallisuus on tietysti erittäin suuri ja Elite on selkeä kasvuyhtiö.

Yhtiö on pyrkinyt aktiivisesti kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan. Keskeisiä askelia tässä ovat useat pienemmät yrityskaupat, mutta selvästi suurin harppaus tapahtui kesällä, kun yhtiö hankki Alfred Bergin Suomen toiminnot.

Kokonaisuutena Elite on viimeisen viiden vuoden aikana moninkertaistanut kokonsa nettopalkkiotuotoilla tai hallinnoitavilla varoilla mitattuna. Samalla yhtiön profiili on muuttunut voimakkaasti jatkuvia tuottoja kerääväksi varainhoitajaksi. Jatkuvien tuottojen osuus on jo korkealla tasolla ja yhtiön strategisena fokuksena on jatkossakin kasvattaa näitä voimakkaasti etenkin varainhoidon sekä pääomarahastojen kautta.

Alfred Berg

Elite ostaa Alfred Bergin Suomen toiminnot

Elite kertoi elokuussa ostavansa 100 % Alfred Bergin Suomen yksiköiden, Alfred Berg Omaisuushoito Suomi Oy:n ja Alfred Berg Rahastoyhtiö Oy:n, osakkeista. Yhtiöt on konsolidoitu Eliten elokuun alusta alkaen ja Elite tulee yhdistämään ne muihin toimintoihinsa. Elite ja Alfred Berg Group ovat sopineet kehittävänsä yhdessä liiketoimintaansa Suomessa. Alfred Berg on tarjonnut sijoitusrahastoja ja täyden valtakirjan omaisuushoitoa asiakkailleen Suomessa.

Alfred Berg Group on ollut BNP Paribas Asset Managementin Pohjoismaissa toimiva tytäryhtiö. Kaupan myötä Elitestä tulee BNP Paribas Asset Managementin sijoitustuotteiden ainoa tarjoaja Suomessa. BNP Paribas on yksi maailman suurimmista finanssikonserneista ja BNP Paribas Asset Management on maailmanlaajuinen varainhoitoon erikoistunut yhtiö, jonka toiminta kattaa kaikki merkittävät markkina-alueet ja varallisuusluokat. Näin Elite pystyy tarjoamaan nykyisille ja uusille asiakkailleen entistä kattavamman palvelu- ja tuotevalikoiman.

Eliten hallinnoitava varallisuus kasvaa uuteen kokoluokkaan

Yhteistyö laajentaa Eliten asiakkailleen tarjoamaa sijoitusratkaisujen valikoimaa ja kasvattaa Eliten asiakaskuntaa erityisesti instituutiosijoittajien keskuudessa. Yrityskauppa lisää Eliten asiakasmäärää noin 3 000 uudella asiakkaalla noin 10 000 tasolle. Lisäksi järjestely tuo mukaan noin 1,3 miljardia euroa hallinnoitavaa pääomaa (AUM) ja nostaa siten Eliten asiakasvarallisuuden määrän noin 3 miljardiin euroon. Käsityksemme mukaan Eliten AUMin määrä yli kaksinkertaistuu järjestelyssä, kun huomioidaan Eliten aikaisemman 1,6

miljardin euron AUMin päällekkäisyydet. Kauppa nostaa Eliten hallinnoitavan varallisuuden siten uuteen kokoluokkaan. Alfred Bergin AUM on kuitenkin kutistunut viime vuosina, joten uhkakuvana on myös AUMin ulosvalumisen kiihtyminen. Toistaiseksi tästä ei kuitenkaan ole merkkejä. Lisäksi kauppa antaa mielestämme Elitelle uskottavuutta institutionaalisten asiakkaiden keskuudessa, mikä voi mahdollistaa kasvun segmentissä. Elite voi myös tarjota Alfred Bergin yksityisasiakkaille esimerkiksi Suomeen sijoittavia kiinteistörahastoja, joita näille asiakkaille ei ole aiemmin ollut tarjolla.

Alfred Bergin liiketoiminta on ollut tappiolista, mutta kulusynergiat ovat merkittäviä

Vuonna 2016 Alfred Bergin Suomen toimintojen yhteenlasketut palkkiotuotot olivat 3,9 MEUR ja yhteenlaskettu tappio käyttökatetasolla oli 1,1 MEUR. Viime aikoina Alfred Bergin Suomen toimintojen tulokset ovat kuitenkin kehittyneet positiivisesti ja tulostaso on lähestynyt nollaa. Liiketoimintojen yhdistäminen sisältää merkittäviä hallintoon ja tietohallintoon liittyviä kustannusetuja, joiden Elite arvioi toteutuvan seuraavan 6-12 kuukauden aikana.

Käsityksemme mukaan Alfred Bergin Suomen toimintojen kannattavuutta on painaneet merkittävät BNP Paribas -konsernikulut, joista valtaosa saadaan eliminotua suhteellisen nopeasti. Lisäksi yhtiöillä on merkittäviä päällekkäisyyksiä johdossa, operaatioissa, back office-toiminnoissa sekä IT-järjestelmissä. Elite arvioi kaupan kasvattavan yhtiön käyttökatetta vuonna 2018 noin 2,5-3,0 MEUR:lla, mikä tarkoittaisi todella suuria synergioita. Käsityksemme mukaan nämä kaikki on kuitenkin saavutettavissa kulupuolelta eivätkä odotukset sisällä normaalisti hauraita myyntisynergioita.

Omien laskelmiemme perusteella pidämme Eliten arviota realistisena, mutta siihen liittyy merkittäviä riskejä (kuten AUMin pysyvyys).

Kauppa dilutoi osakemäärää

Suurin osa yrityskaupasta maksetaan laskemalla liikkeelle uusia Eliten A-sarjan ja B-sarjan osakkeita myyjälle. Myyjä saa yhteensä noin 2,44 miljoonaa osaketta, mikä vastaa kaupan jälkeen 19 % Eliten koko osakemäärästä ja 21,7 % koko äänimäärästä. Liikkeellelaskun jälkeen Eliten osakkeiden yhteismäärä on 12 843 272. Lisäksi yrityskauppaan sisältyy kaupan jälkeen lopullisesti päätettävä ja maksettava noin 1,85 MEUR:n käteiskorvaus. Kauppa ei edellytä Eliteltä lisärahoituksen hankkimista.

Pidämme yritysosastoja erittäin hyvänä Eliten osakkeenomistajien kannalta

Laskelmiemme mukaan Alfred Bergin hankintahinta oli Elitelle vajaat 10 MEUR, jonka mukana tuli käsittääksemme noin 4 MEUR:n nettokassa, joten kaupan EV on arviolta noin 6 MEUR. Jos yhtiö pääsee Eliten indikoimaan tulostasoon ensi vuonna, olisi kaupan EV/EBITDA noin 2,0-2,4x (tulos sisältää oletetut synergiat). Taso on poikkeuksellisen matala ja on mielestämme selvää, että yritysjärjestely luo merkittävästi omistaja-arvoa, jos tulos saadaan kestävästi lähellekään odotettua tasoa.

Edullisen arvostustason lisäksi Alfred Berg laajentaa merkittävästi Eliten asiakaskuntaa (erityisesti instituutiot) ja tuotetarjontaa (BNP Paribasin globaalit tuotteet). Mielestämme se antaa Elitelle myös tiettyä uskottavuutta ja mahdollisuuden parantaa yhtiön mainetta sekä brändiä. Suurimmat riskit liittyvät mielestämme Alfred Bergin AUMin kestävytyteen.

Rahastot

Eliten omat sijoitusrahastot

Elite Eurooppa Faktorit

Elite Suomi Faktorit

Elite Osake Elite Korko

Erikoisijoitusrahasto

Elite Vuokratuotto

**Elite Älyenergia
vaihtoehtorahasto**

AJ Elite Value Hedge

+ 4 pääomarahastoa

Varainhoito

Varainhoito perustuu varainhoitomalleihin, joissa hyödynnetään omia rahastoja:

Elite Optimi Elite Trendi

Elite Kiinteä

Varainhoitoasiakkaita noin 1800 ja salkun keskikoko Elitellä on noin 150 TEUR. Täysi valtakirja ja vakuutusvarat AUM yhteensä noin 400 MEUR.

ELITE.



Elite-ryhmä on sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen säästämisen-, sijoitus- ja varainhoitopalveluja. Elite on keskittynyt varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitoon ja yhtiöllä on yli 10 000 asiakasta. Elite-ryhmä hoitaa asiakkaidensa puolesta yhteensä noin 3 miljardin euron asiakasvarallisuutta.

Strategia

Hallinnoitavan varallisuuden kasvattaminen myyntityöllä



Yrityssostot ja yritysjärjestelyt

Tuotevalikoiman laajentaminen

Kasvun ei pitäisi merkittävästi kasvattaa yhtiön kuluja

Tavoitteet

Keskipitkällä aikavälillä eli 3-5 vuoden päästä:

Käyttökate tavoite 30 % liikevaihdosta

Osinkoa on tarkoitus jakaa 50 % tuloksesta.



Tukipalvelut

Ulkopuolisten rahastojen hallinnointipalvelut

Active Multi-Strategy

WIP Hakkapeliitit

Zenito Silver and Gold

CapMan Collection

Muita rahastoja

Resurssit

**Noin 130
sijoittamisen
ammattilaista**



Henkilöstö
yli 100

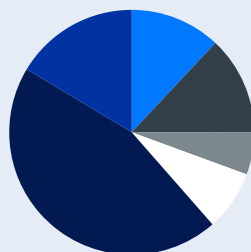


Yksityis-
pankkiirit ~25



Hallinnoitava varallisuus

3 mrd. euroa*



- Omat rahastot
- Hallinnoitavat rahastot
- Täysi valtakirja
- Vakuutusvarat
- Alfred Berg
- Muut

* Sisältää päällekkäisyyksiä

Jakeluverkosto

Yhtiön yksityispankkiirit ja asiantuntijat palvelevat 14 eri paikkakunnalla.



Asiakkaat

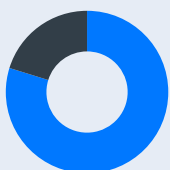
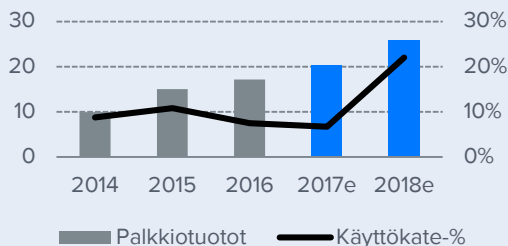
Noin 10 000 kpl



Painottuu varakkaisiin yksityishenkilöihin

Instituutioasiakkaiden rajallinen määrä kasvoi Alfred Bergin mukana

Eliten tulot ja kannattavuus



- AUM-pohjaiset palkkiotuotot
- Muut tuotot

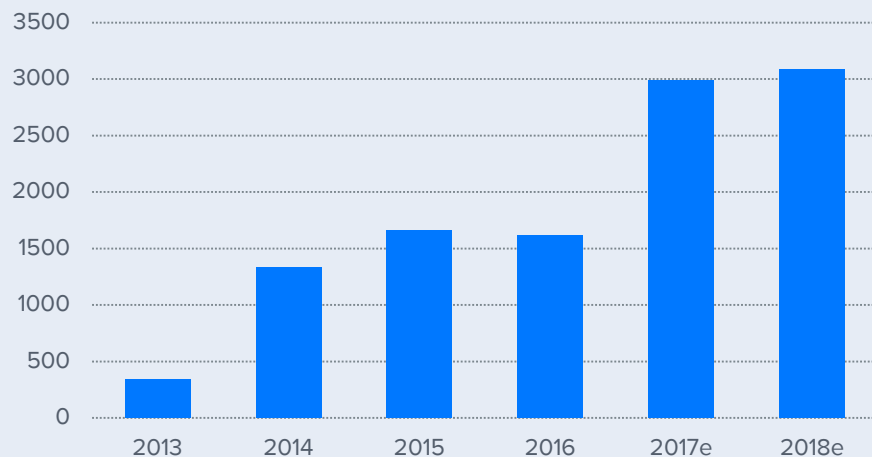
Toimialan trendejä

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

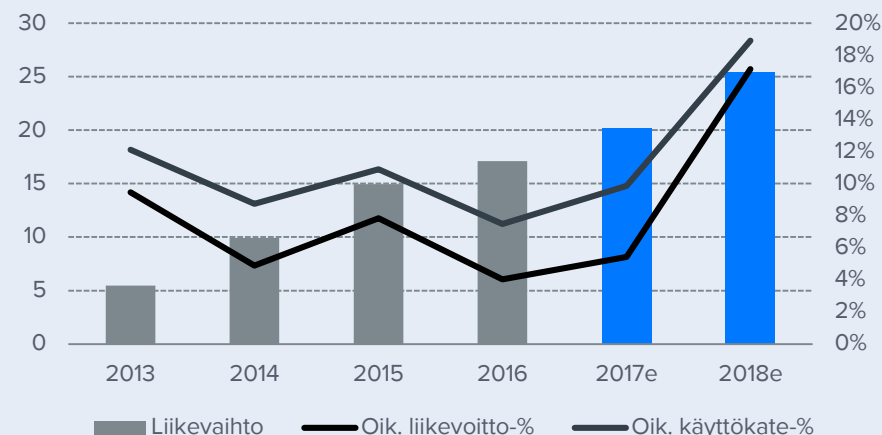
Eliten strateginen kehitys



Eliten hallinnoitava varallisuus (MEUR)



Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden (%) kehitys



Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Alfred Berg -kauppa tuo merkittävän hallinnoitavan varallisuuden mukana paljon asiakkuuksia ja uskottavuutta Elitelle
- Hallinnoitava varallisuus tuo mukanaan kasvavia jatkuvia tuottoja
- Kulurakenne skaalautuu hyvin

Riskit

- Alfred Bergin AUM on supistunut viime vuosina eivätkä asiakkaat välttämättä jää Elitelle
- Palkkiotasojen eroosio
- Markkinatilanteen kestävyys: varallisuusarvot ovat koholla kaikissa omaisuusluokissa

Liiketoimintamalli 1/3

Varainhoitopalveluita pääasiassa varakkaille yksityishenkilöille

Elite on Alfred Berg -yrityskaupan jälkeen noussut Suomen mittakaavassa merkittäväksi varainhoitajaksi. Elite Varainhoidon ytimessä on asiakkaiden varallisuuden hoito, jota yhtiö toteuttaa varainhoitomallien mukaisesti. Kaikki muut Eliten liiketoiminnat ovat liitännäisiä varainhoitoon tai ainakin johdannaisia varainhoitoon liittyvistä resursseista. Esimerkiksi omat rahastot (erityisesti Elite Optimi ja Trendi) liittyvät kiinteästi varainhoitomalliin, rahastovälitys mahdollistaa ulkopuolisten rahastojen tarjoamisen asiakkaille ja yritysrahoitus hyödyntää asiakkaiden varallisuutta sekä toisaalta tarjoaa asiakkaille sijoituskohteita.

Valtaosa varainhoidon asiakkaista on varakkaita yksityishenkilöitä, vaikka varallisuudesta 2/3 on instituutiovarallisuutta myös varainhoidossa. Varainhoidossa Elitelle tärkeimpiä osa-alueita ovat täyden valtakirjan omaisuudenhoito sekä omat rahastot, jotka ovat osa yhtiön varainhoitomallia. Täyden valtakirjan omaisuudenhoidon lisätuotteena on vakuutusvarat, jotka tarkoittavat käytännössä vakuutuskuoria. Varainhoidon lisäksi Elite tarjoaa yksityishenkilöille asiaan liittyviä tukipalveluita, joita ovat esimerkiksi lakipalvelut, vakuutusturva sekä verojärjestelyt. Nämä kuuluvat oleellisesti kokonaisvaltaiseen omaisuudenhoitoon.

Instituutiopalvelut

Elitellä on myös institutionaalisia asiakkaita, mutta näiden määrä on ollut pieni. Alfred Bergin mukana myös institutionaalisia asiakkaita tuli merkittävästi enemmän ja samalla myös Eliten uskottavuus segmentillä parani mielestämme

selvästi. Tämä avaa yhtiölle mahdollisuuksia laajentaa asiakaskuntaansa myös kohti suurempia instituutioita ja BNP Paribasın tuotteet vahvistivat osaltaan yhtiön tarjontaa. Alfred Bergin jälkeen instituutioliikevaihdon osuus on arviomme mukaan noin 35 %.

Elite on tunnettu ammattisijoittajien keskuudessa erityisesti rahastotutkimuksesta sekä rahasto-, ETF- ja struktuurivälityksestä. Myöhemmin Elite on keskittynyt voimakkaammin varainhoitoon.

Yrityspalvelut

Elite hallinnoi monia rahastoja ulkopuolisille salkunhoitajille, joilla ei ole rahaston hallinnointiin vaadittavaa infrastruktuuria. Tämä on yhtiölle varsin merkittävä tulonlähde ja se tukee myös yhtiön omia rahastoja.

Elite tarjoaa yrityksille myös palkitsemispalveluita, joissa merkittävä elementti on henkilöstörahastot. Tämä on Elitelle kasvava liiketoiminta ja on hiljalleen myös konsernin tasolla merkittävä. Myös yritysrahoituksesta Elite hakee merkittävää kasvua lähivuosina, mutta toistaiseksi liiketoiminta on varsin pientä. Yhtiö tarjoaa yrityksille myös lakipalveluita, joihin suhtaudumme tukipalveluina.

Laaja konttoriverkosta ja paljon myyntivoimaa

Eliten liiketoimintaa tukee laaja 15 paikkakunnalla oleva konttoriverkosto ja Eliten kokoon nähden suuri myyntitiimi, johon kuuluu 21 Eliten oman henkilöstön lisäksi 26 sidonnaisasiamiestä. Elitellä on omaa henkilöstöä tällä hetkellä hieman yli 100 henkilöä.

Varainhoito

Rahastot
Täysi valtakirja
Vakuutuskuoret

Varakkaat
yksityishenkilöt

Instituutiot

Varainhoitomallit

Elite Trendi

Elite Optimi

Täydentävät rahastot

Tukipalvelut

Lakipalvelut
Veropalvelut

Yrityspalvelut

Rahastojen hallinnointi
Palkitseminen
Henkilöstörahastot
Yritysrahoitus (ml.
Energiatehokkuushankkeet)

Liiketoimintamalli 2/3

Hallinnoitava varallisuus noussut voimakkaasti

Elite on ilmoittanut yhtiön hallinnoitavan varallisuuden (AUM) olevan Alfred Bergin kaupan jälkeen olevan noin 3 miljardia euroa. Lukujen perusteella Alfred Berg tuo mukaan noin 1,35 miljardia euroa hallinnoitavaa varallisuutta, sillä H1'17-raportissa Eliten AUM ilman Alfred Bergia oli 1633 MEUR.

Eliten 3 miljardin AUM sisältää kuitenkin merkittäviä päällekkäisyyksiä, joten todellinen AUM ei ole näin suuri. Esimerkiksi täyden valtakirjan piirissä oleva varallisuus on käsityksemme mukaan merkittävin osin omien rahastojen pääomaa. Ilman päällekkäisyyksiä Eliten AUM Alfred Berg kaupan jälkeen olisi arviomme mukaan noin 2,0-2,5 miljardia euroa, mikä olisi vertailukelpoisempi luku ajatellen muita varainhoitoyhtiöitä. Käsityksemme mukaan Alfred Bergin mukana tuleva AUM (noin 1,35 miljardia euroa) ei sisällä päällekkäisyyksiä. Ilman päällekkäisyyksiä Eliten AUM oli aikaisemmin mahdollisesti alle miljardin euroa, joten järjestely vie Eliten ”puhdistetun” hallinnoitavan varallisuuden täysin uuteen kokoluokkaan. Samalla Elite nousi merkittäväksi varainhoitajaksi Suomen mittakaavassa, vaikka sen markkinaosuus on toki edelleen marginaalinen.

Varainhoidon tärkeimpiä ajureita ovat hallinnoitavan varallisuuden ja asiakasmäärän kasvu. Elite on viime vuosina keskittynyt strategisesti erityisesti jatkuvia tuloja tuottavan AUMin kasvattamiseen. Yhtiö pyrkii edelleen kasvattamaan hallinnoitavan varallisuuden määrää aktiivisella myyntityöllä, johon yhtiö panostaa koko ajan. Yhtiöllä on yli 40 myyntihenkilöä, joiden tehtävänä on asiakaspalvelun lisäksi uusien asiakkaiden ja uuden pääoman hankkiminen.

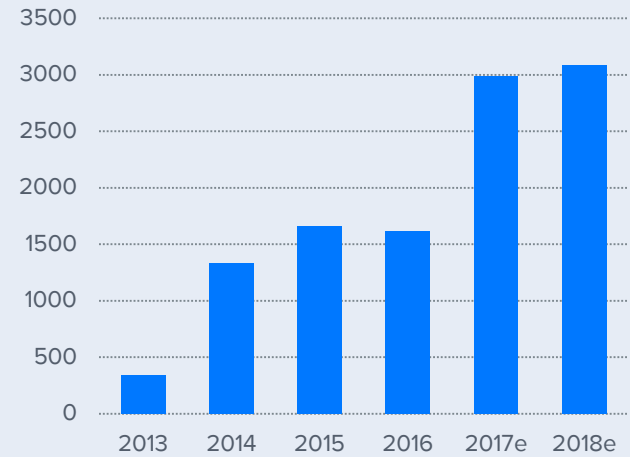
Hallinnoitavan varallisuuden jakauma

Käsitlemme tässä analyysissä Eliten AUM bruttotasolla, sillä päällekkäisyyksistä huolimatta tämä on paras tapa arvioida AUMin tuottamia palkkiotuottoja. Eliten hallinnoitavasta varallisuudesta valtaosa tuottaa käsityksemme mukaan sijoittajien kannalta houkuttelevaa jatkuvaa tuottoa. Olemme jakaneet Eliten noin 3 miljardin euron AUMin omiin rahastoihin, hallinnoitaviin rahastoihin, täyden valtakirjan omaisuudenhoitoon, vakuutusvaroihin, välitettyihin rahastoihin ja muihin sijoituksiin sekä Alfred Bergiin (katso viereinen graafi). Alfred Bergin mukana tulevaa AUMia emme ole toistaiseksi jakaneet eri ryhmiin, koska meillä ei ole toistaiseksi tarkkaa tietoa sen jakaumasta.

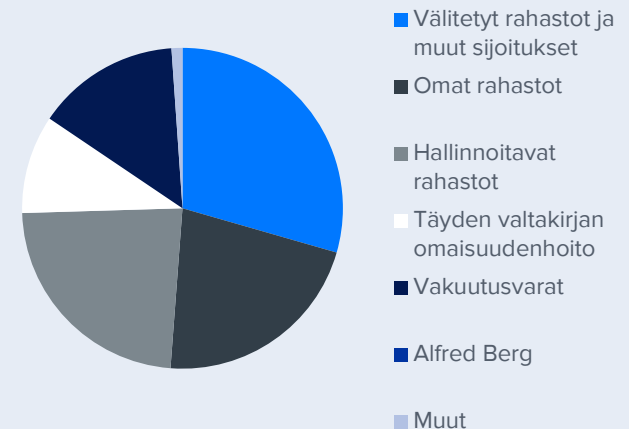
Eliten hallinnoitavan varallisuuden jakauma on tuottoja ajatellen kohtuullinen. Parhaat tuottotasot saavutetaan arviomme mukaan omissa rahastoissa, jotka generoivat varsin korkeita ja jatkuvia tuottoja. Elitellä on tällä hetkellä 9 omaa rahastoa, joista ainakin kahdessa varainkeruu on edelleen käynnissä. Lisäksi perusteilla on käsityksemme mukaan uusi kiinteistökehitysrahasto ja yhtiö on ilmaissut kiinnostuksensa Orava Asuntorahaston konvertoimisesta Eliten rahastoksi. Yhteensä rahastoissa on tällä hetkellä arviolta noin 350 MEUR AUMia ja valtaosa rahastoista on pieniä.

Omien rahastojen keskimääräinen kokonaispalkkio on arviomme mukaan noin 1,5 %:n tuntumassa, mistä valtaosa tulee jatkuvasta hallinnointipalkkiosta. Korostamme että tämä on arviomme kaikkien Eliten rahastojen keskimääräisestä tuottotasosta, mutta palkkiotasot vaihtelevat eri tuotteiden välillä.

Eliten hallinnoitava varallisuus (MEUR)



Hallinnoitava varallisuus H1'17



Liiketoimintamalli 3/3

Uusissa pääomarahastoissa (kuten kiinteistökehitysrahasto) sekä AUM että palkkiotaso on laskettu hallinnoitavasta kokonaisvarallisuudesta (GAV), koska myös palkkiot määräytyvät tämän pohjalta rahastoissa. Hallinnoitavan kokonaisvarallisuuden (GAV) ja nettovarallisuuden (NAV) erotus on käytännössä rahaston käyttämä velkavipu, joka on merkittävä esimerkiksi kiinteistörahastoissa. Omien rahastojen palkkiotuotot ovat arviomme mukaan Eliten suurin ”yksittäinen” tulovirta. Arvioimme omien rahastojen palkkiotuottojen olevan vuonna 2017 noin 5,4 MEUR.

Omaisuuksienhoidon palkkiotasot

Täyden valtakirjan omaisuudenhoito on Elitelle hyvää liiketoimintaa. Yhtiön ”listahinta” täyden valtakirjan omaisuudenhoidon palkkiolle on 1,25 % vuodessa, mutta suuremmat sijoittajat saavat aina alennuksia. Eliten asiakaskunta ei arviomme mukaan ole kuitenkaan erityisen hintasensitiivistä, minkä takia arviomme keskimääräisen palkkiotason olevan hyvällä 1,00 %:n tasolla. Olemme käyttäneet samaa tasoa myös vakuutusvaroilta, joiden palkkiot vaihtelevat todellisuudessa merkittävästi ajan kuluessa (alussa merkittävä perustamispalkkio ja korkeampi palkkiorakenne, myöhemmin laskee selvästi). Vakuutuskuoret voidaan muuten kuitenkin rinnastaa omaisuudenhoitoon, ja näiden kehitys on monesti samansuuntaista.

Täyden valtakirjan alla Elitelle on nyt AUMia noin 167 MEUR ja vakuutusvaroja 238 MEUR. Yhteensä näissä on siis arviomme mukaan reilut 400 MEUR varallisuutta (pl. Alfred Bergin täydet valtakirjat). Olettamallemme 1,0 %:n palkkiotasolla tämä tarkoittaa noin 4,0 MEUR:n vuosittaista jatkuvaa palkkiotuottoa, joka liikkuu AUMin kehityksen mukana. Joissain salkkuissa on

käsittääksemme myös pieniä tuottopalkkioita, mutta käytännön merkitystä näillä ei ole. Huomion arvoista on, että Eliten varainhoitomallissa yhtiön omat rahastot ovat merkittävässä roolissa. Näin ollen omaisuudenhoidon asiakkaiden palkkiot voivat olla esimerkiksi 1,0 % täydestä valtakirjasta ja 1,5 % Eliten rahastoista, jolloin kokonaispalkkio nousisi 2,5 %:n tasolla. Lopulta kokonaispalkkio voi hyvin nousta 3 %:n tasoille, mikä on asiakkaan kannalta korkea taso ja kilpailukykyisien tuottojen saaminen vaatii erinomaista onnistumista sijoitustoiminnassa. Elite pyrkii kasvattamaan täyden valtakirjan omaisuudenhoitoa voimakkaasti ja se on yksi myynnin fokusalueista.

Alfred Berg

Alfred Bergin oston mukana Elitelle tuli noin 1,35 miljardia euroa hallinnoitavaa varallisuutta. Tämän jakaumaa ei ole tarkasti tiedossa, mutta käsittääksemme noin 900 MEUR tästä on aikaisemman emoyhtiö BNP Paribasin sijoitustuotteissa. Tältä osalta palkkiot ovat alhaisella tasolla. Noin 300-400 MEUR on Alfred Bergin rahastoissa ja täyden valtakirjan varainhoidossa. Rahastoraportin, joka sisältää kaikki kotimaisten rahastoyhtiöiden UCITS-rahastot, mukaan Alfred Bergin rahastopääoma oli syyskuun lopussa noin 295 MEUR. Rahastopääoma on laskenut pitkällä aikavälillä, mikä aiheuttaa huolia sen kestävydestä. Lisäksi AUM sisältää joitakin täyden valtakirjan salkkuja.

Valtaosa pääomasta on instituutionaalisilta sijoittajilta ja merkittävä osa rahamarkkina-sijoituksia, mikä painaa merkittävästi palkkiotasoa. Arviomme mukaan Alfred Bergin palkkiotuottotaso vallitsevasta AUMista on noin 0,35 %, mikä tarkoittaa noin 4,7 MEUR:n vuosittaisia jatkuvia palkkiotuloja hallinnoitavan

varallisuuden pysyessä stabiilina. Käsityksemme mukaan tuottopalkkioita ei ole tai niiden merkitys on olemattoman pieni.

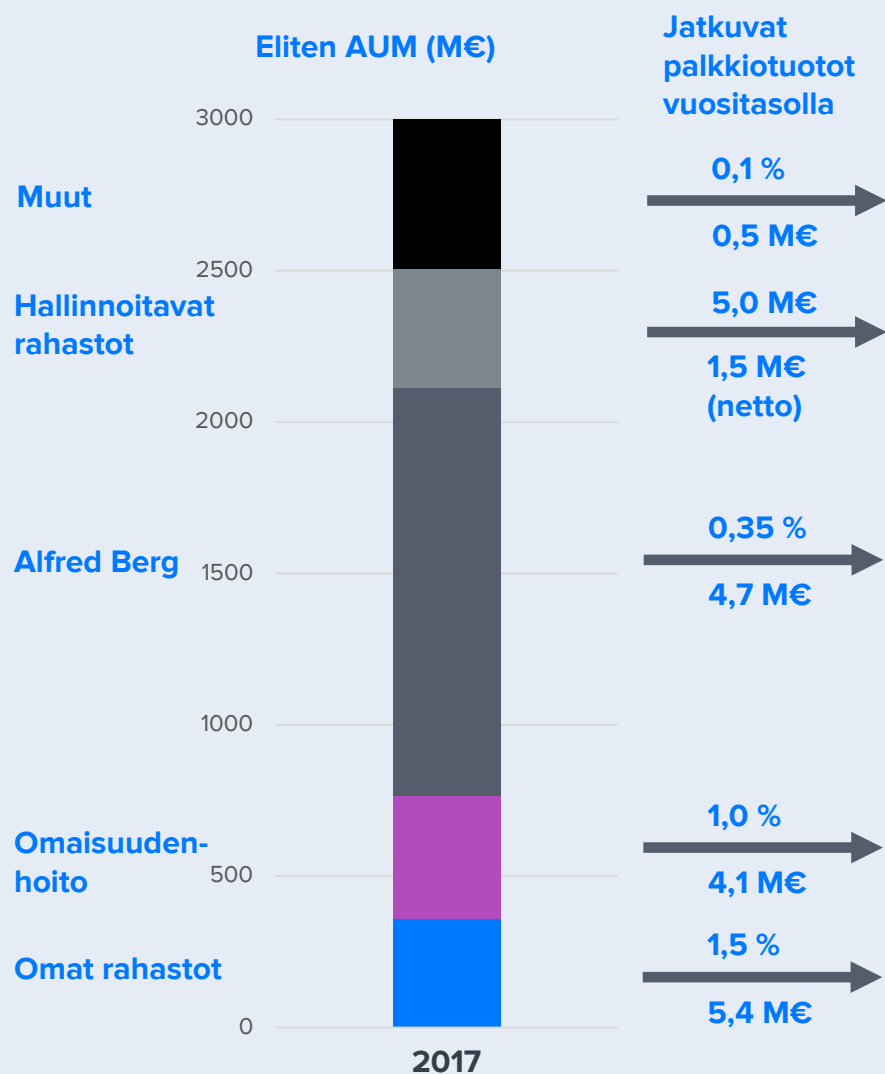
Hallinnoitavat rahastot

Hallinnoitavissa rahastoissa Elite hallinnoi eli tarjoaa rahastojen vaatiman infrastruktuurin ulkopuolisille rahastoille, mutta myös Eliten omat rahastot käyttävät palvelua samalla hinnalla kuin ulkopuoliset. Malli aiheuttaa merkittävää läpilaskutusta ulkopuolisten osalta, sillä Elite laskuttaa kaikki palkkiot asiakkailta itselleen, mutta maksaa ulkopuolisille kuuluvat palkkiot palkkiokuluina takaisin. Liiketoiminnan bruttoliikevaihto on noin 5,0 MEUR, mutta nettopalkkiotuotot ovat arviomme mukaan noin 1,5 MEUR. Jälkimmäinen kuvastaa paremmin Eliten ansaintaa tästä liiketoiminnasta. Yhtiö raportoi bruttoluvun liikevaihtona, joten olemme mallintaneet tämän vastaavalla tavalla.

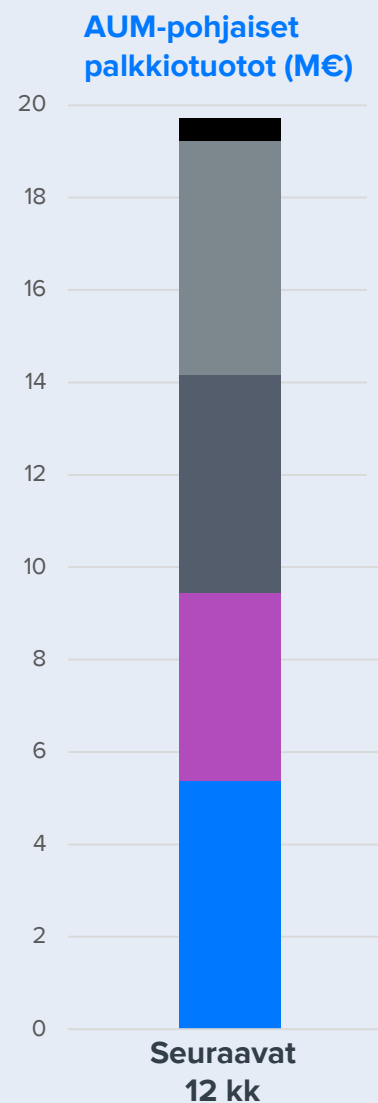
Muut toiminnot

Eliten hallinnoitavasta varallisuudesta valtaosa (arviolta noin 80 %) tuottaa käsityksemme mukaan jatkuvaa palkkiovirtaa. Tämä on tärkeää, sillä jatkuvat tuotot ovat sijoittajan kannalta huomattavasti relevantimpia. Muu tulovirta on transaktiovetoista ja siten epävarmempaa sekä vaikeammin ennustettavaa. Muista toiminnoista merkittävimpiä ovat arviomme mukaan henkilöstörahastot sekä tulevaisuudessa rahoitus. Henkilöstörahastot ovat palkitsemisen yhteydessä hyvä mahdollisuus leveroida yhtiön osaamista ja saavuttaa mahdollisesti myös uusia asiakkaita varainhoitoon. Joulukuussa 2016 Elite osti 48,73 % SAV-Rahoituksesta, joka tarjoaa yksityishenkilöille autorahoitusta sekä lainaa autovakuutta vastaan. SAV-Rahoitus Oyj on siis Eliten osakkuusyhtiö ja avaus rahoituspuolelle.

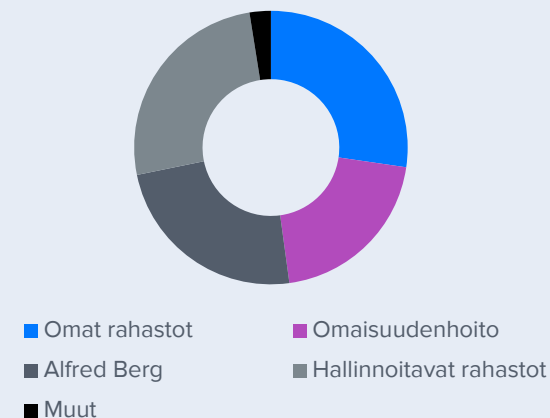
Eliten tulovirrat



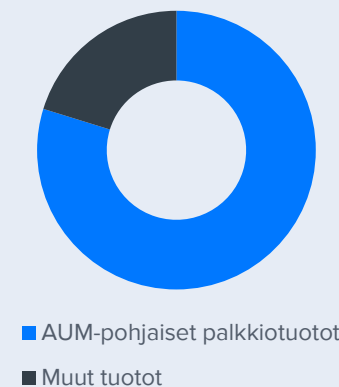
Lähde: Inderes



AUM-pohjaisten palkkiotuottojen jakauma



Muut tuotot noin 20 %



Kulurakenne

Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

Eliten kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja kulurakenteessa on vain vähän muuttuvia osia. Näin ollen tulospivu on erittäin voimakas molempiin suuntiin.

Eliten suurin yksittäinen kuluerä on palkkiokulut, koska yhtiöllä on 1) hallinnoitavien rahastojen kautta merkittävää läpilaskutusta ja 2) merkittävä määrä sidonnaisasiamiehiä, jotka saavat merkittävän osuuden hankkimistaan palkkiotuotoista. Nämä erät muodostavat palkkiokulut, joka oli 2016 7,7 MEUR eli noin 45 % yhtiön bruttopalkkiotuotoista. Eliten nettopalkkiotuotot (9,4 MEUR) oli 2016 siis rajusti bruttolukua (17,1 MEUR) pienempi, sillä nettoliikevaihdoista palkkiokulut eliminoidaan. Palkkiokulut ovat lyhyellä tähtäimellä sidoksissa AUMin kehityksen kanssa, vaikka tasot vaihtelevat vuosittain mm. transaktioiden mukana. Palkkiokuluja voitaisiin käsitellä myös läpilaskutuksena, jolloin kuluja voisi peilata nettopalkkiotuottoihin.

Henkilöstökulut

Selvästi operatiivisesti merkittävien ja lyhyellä tähtäimellä kiinteä kuluerä on henkilöstökulut, jotka vastasivat noin 27 % bruttoliikevaihdoista vuonna 2016. Henkilöstökuluissa merkittäviä ajureita ovat luonnollisesti henkilöstön määrä sekä keskimääräisen palkan kehitys (nousu). Eliten henkilöstömäärä on käsityksemme mukaan noussut Alfred Bergin oston jälkeen selvästi yli 100 henkilöön (ei sisällä asiamiehiä), mutta päällekkäisyyksien poistuessa arviomme määrän olevan 100-105 vuoden lopussa.

Keskimääräinen vuosikulu/henkilö oli Elitessä noin 62 TEUR vuonna 2016, mikä on alalle matala. Taso on selvästi alle keskeisten verrokkien, mikä on laskelmiemme mukaan

nykyään yli 100 TEUR. Arviomme mukaan eroa selittävät erityisesti erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät). Elitellä on palkkalistoilla paljon tukifunktioissa työskenteleviä matalamman palkkatason henkilöitä, kun taas korkeapalkkaisemmat sidonnaisasiamiehet eivät näy palkkakuluissa (vaan palkkiokuluissa). Elite maksoi sidonnaisasiamiehille 2016 yhteensä 4,2 MEUR, mikä jakautui käsittääkseni noin 25 henkilölle. Tämä tarkoittaa, että tällä puolella keskimääräinen ”palkkakulu” oli lähes 167 TEUR. Jos nämä laskettaisiin mukaan kokonaisuuteen, nousisi keskimääräinen vuosikulu/henkilö lähes 90 TEUR:n tasolle.

Keskimääräinen vuosikulu tulee arviomme mukaan nousemaan Alfred Bergin henkilöstön mukana, sillä palkat olivat siellä selvästi korkeampia. Lopullista korotusta on kuitenkin vaikea laskea, sillä emme tiedä mihin osaan vähennykset osuvat ja minkälaiset sopimukset Alfred Bergin henkilöstöllä on. Näemme yhtiön palkkakuluissa joka tapauksessa lieviä inflaatiopaineita johtuen suhteellisen maltillisesta palkkarakenteesta. Odotamme keskimääräisen kulun / henkilö nousevan vuonna 2018 noin 63 TEUR:oon. Isossa kuvassa emme kuitenkaan odota merkittävää muutosta, joten henkilöstökulujen pitäisi tarjota varsin voimakasta tulospivua liikevaihdon kasvaessa.

Muut hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut

Edellä mainittujen lisäksi merkittäviä kulueriä yhtiölle ovat muut hallintokulut sekä liiketoiminnan muut kulut. Muut hallintokulut liittyvät henkilöstökulujen ulkopuolisiin hallintokuluihin ja loput liiketoiminnan kulut ovat muita kuluja. Yhteensä nämä kulut olivat vuonna 2016 noin 3,5 MEUR eli reilut 20 %

bruttoliikevaihdoista. Nämä kulut ovat käsittääksemme normaalisti pitkälti kiinteitä, mutta yhtiön rakenteen muuttuessa merkittävästi Alfred Bergin mukana odotamme molempiin selkeää nousua. Näkyvyys asiaan on suhteellisen heikko, mutta kokemuksemme perusteella kulujen karsinta on finanssiyhtiöissä yllättävän vaikeaa. Odotamme näiden kulujen nousevan vuonna 2018 yhteensä 5,5 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaisi noin 21-22 %:n osuutta bruttoliikevaihdoista. Arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla lähivuosina hyvät edellytykset laskea muiden kulujen osuus alle 20 %:iin, kun liikevaihto kasvaa ja kuluissa nähdään vain lievää kasvua. Näin ollen muiden kulujen tarjoama tulospivu on oleellinen.

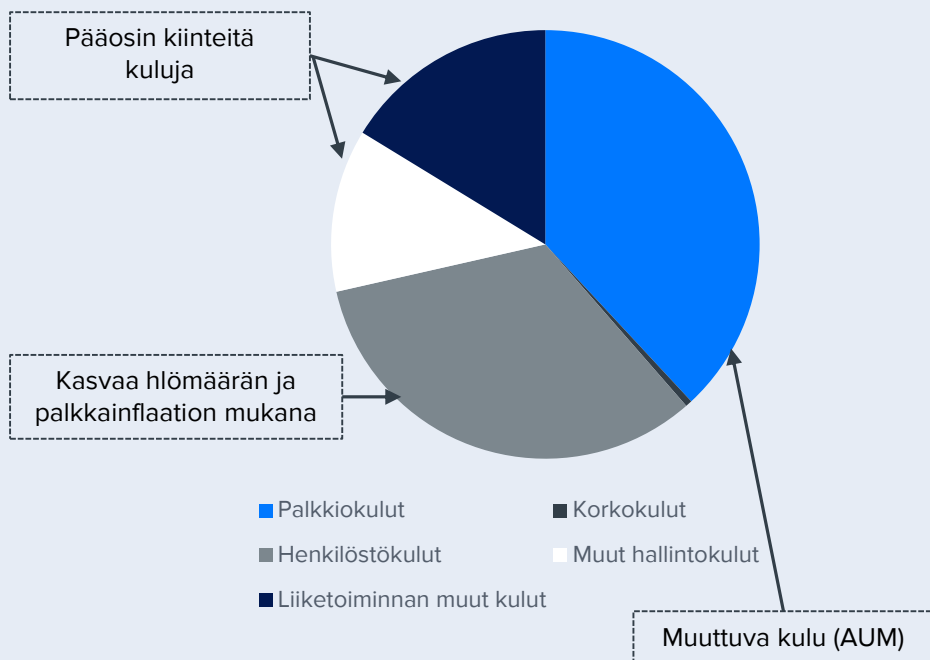
Poistot kasvat liikearvon seurauksena

Eliten poistot ovat olleet viime vuosina alhaisia (2016: 0,6 MEUR), mutta käsityksemme mukaan ne tulevat kasvamaan Alfred Bergin yritysoston seurauksena merkittävästi. Arviomme mukaan Alfred Bergin mukana syntyy noin 7,5 MEUR liikearvoa, jota olemme nyt olettaneet yhtiön poistavan 10 vuoden tasapoistoin FAS-kirjanpidon mukaisesti. Tämä nostaa vuosittaisia poistoja 0,75 MEUR:lla ja odotamme lähivuosien poistotasojen olevan sen takia noin 1,5-2,0 MEUR:n tasoilla. Lisäksi aineettomia poistoja on nostanut merkittävä ERP-investointi.

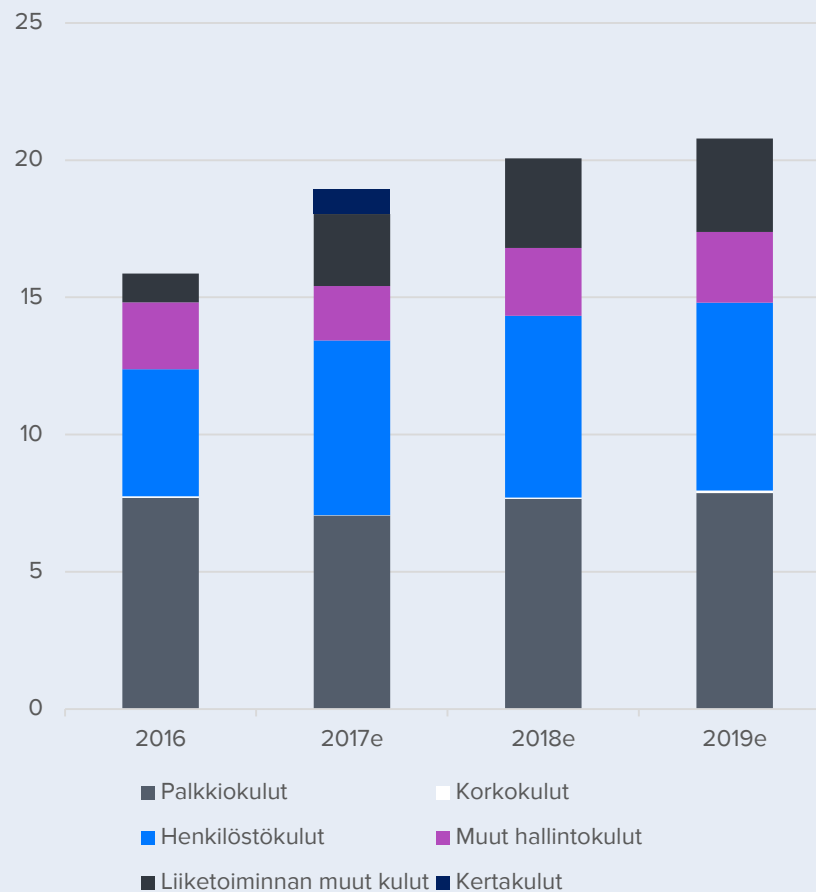
Poistot koostuvat lähes täysin liikearvosta ja muusta aineettomasta omaisuudesta. Niitä vastaava investointitaso yhtiöllä on arviomme mukaan muutamia satoja tuhansia euroja vuodessa. Näin ollen yhtiön raporttoima tulos tulee lähivuodet olemaan selvästi kassavirtaa heikompi. Olemme ennusteissamme käyttäneet liikearvon poistoilla oikaistua EPS:ää, jota pidämme parhaana mittarina yhtiölle.

Eliten kulurakenne

Kulujen jakautuminen (2018e)



Eliten kulurakenne (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Kasvu strategian keskiössä

Eliten strategian keskiössä on olla aktiivinen, joustava ja tarjota erinomainen palvelukokemus asiakkaille. Yhtiö kertoo toimivansa vastuullisesti ja avoimesti, luovansa yrityksille kasvumahdollisuuksia ja kasvattavansa kaikkien suomalaisten varallisuutta tuomalla markkinoille uusia tapoja omistaa, sijoittaa ja rahoittaa.

Elite on kasvuyhtiö ja yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen lähivuosina. Erityisesti kasvua haetaan hallinnoitavan varallisuuden ja uusien pääomarahastojen kautta. Näkemyksemme mukaan finanssisektorin nykyisessä ympäristössä, jossa regulaatio kiristyy ja digitalisaatio haastaa vanhoja toimintamalleja, kasvu on Eliten kaltaiselle toimijalle ainoa oikea vaihtoehto.

Eliten kasvustrategian keskeisiä osa-alueita ovat näkemyksemme mukaan:

- **Hallinnoitavien varojen kasvattaminen.** Tässä keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys. Arviomme mukaan keskeiset ajurit hallinnoitavan varallisuuden kasvulle ovat lähivuosina pääomarahastot ja täyden valtakirjan varainhoito. Yhtiöllä on tällä hetkellä kokoonsa nähden suuri määrä myyntihenkilöstöä, jolla on aggressiiviset tavoitteet hankkia uutta varallisuutta.
- **Tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen.** Uskomme tässä fokuksen olevan etenkin pääomarahasto- ja reaaliomaisuus-ratkaisuissa. Elitellä on käsityksemme mukaan suunnitteilla toinen

kiinteistökehitysrahasto ja samalla yhtiö hakee pääomia Älyenergia-vaihtoehtorahastoon. Yhtiö on arviomme mukaan kiinnostunut kasvattamaan tarjontaansa myös yritysostojen kautta, jos sopivia kohteita olisi saatavilla.

- **Yritysostot ja -järjestelyt.** Nykyinen Elite on syntynyt monien yritysjärjestelyiden seurauksena ja yhtiö etsii aktiivisesti uusia yritysjärjestelykohteita. Tuore Alfred Berg-järjestely on hyvä esimerkki. Haasteena ovat hyvien kohteiden suhteellisen vähäinen määrä ja korkeat hintapyynnöt. Odotamme yhtiön myös jatkavan pienien yritysostojen sarjaa, jossa kohteena ovat sijoitus- ja varainhoitopalveluja myyvät sidonnaisasiamiesyhtiöt. Näin yhtiö pystyy kerryttämään hallinnoitavia varoja sekä myyntivoimaa.
- **IT-järjestelmän kehittäminen.** Finanssisektorin digitalisaatio mahdollistaa liiketoiminnan tehokkuuden merkittävän parannuksen (back-officen tehokkuus) ja mahdollistaa myös asiakaspalvelun kehittämisen (mm. raportointi, automaattinen jälkimarkkina). Eliten ERP-projekti on käsityksemme mukaan valmistumassa alkuvuonna 2018, minkä jälkeen suurempia investointeja alueelle ei pitäisi olla luvassa. Järjestelmän tehokkuutta pystytään kuitenkin parantamaan merkittävästi.

Mielestämme Eliten on ensiarvoisen tärkeää keskittyä seuraaviin asioihin strategisen kehityksen kannalta:

- Tuloksen volatiliiteetin pienentäminen ja jatkuvien tuottojen osuuden kasvattaminen

- Sisäisen tehokkuuden parantaminen
- Skaalautuvuuden varmistaminen (IT, jakelu ja tuotteiden kokoluokka)
- Kasvun fokusoittaminen yhtiön ydintoimintoihin ja -tuotteisiin

Kokonaisuutena Eliten strategia vastaa mielellämme varsin hyvin kaikkiin edellä mainittuihin kohtiin, joten pidämme yhtiön strategista suuntaa oikeana.

Yhtiöllä on korkea kannattavuustavoite

Elite päivitti taloudellisia tavoitteitaan Alfred Berg -kaupan jälkeen ja nyt tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä (3-5 vuotta) saavuttaa 30 %:n käyttökatemarginaali. Mielestämme tavoite on kova, mutta kuitenkin realistinen 3-5 vuoden aikavälillä. Hallinnoitavan varallisuuden ja sitä kautta jatkuvien tuottojen kasvu ei aiheuta teoriassa merkittävää kulupainetta, minkä takia kannattavuus skaalautuu nopeasti.

Omissa ennusteissamme odotamme vuoden 2020 käyttökatemarginaalin olevan 27,2 %. Omassa skenaariossamme odotamme tämän olevan myös korkein Eliten saavuttama käyttökatemarginaali, mutta pidemmän aikavälin ennusteisiin kannattaa suhtautua neutraalina skenaariona.

Tavoitteen saavuttaminen vaatisi mielestämme Eliteltä erinomaista kehitystä ja suotuisaa markkinatilannetta eikä yhtiön nykyinen track-record tue tavoitteen saavuttamista. Eliten taloudellinen track-record on rikkinäinen jatkuvien yritysjärjestelyiden takia ja aikaisemmin kannattavuus on laahannut kovasta kasvusta huolimatta.

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa.

Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin

sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimuksien alaisuudessa.

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

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin keskimääräistä 5 %:n vuosikasvua.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

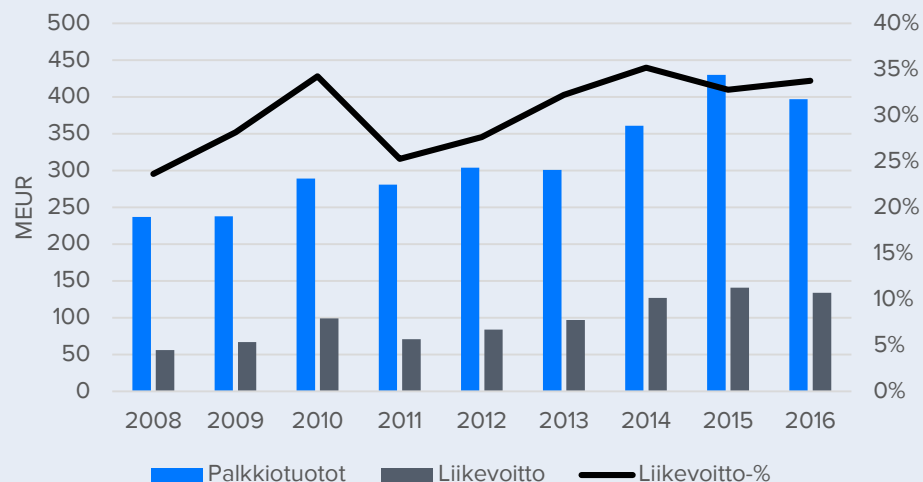
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm.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

Toimialan yhteenveto

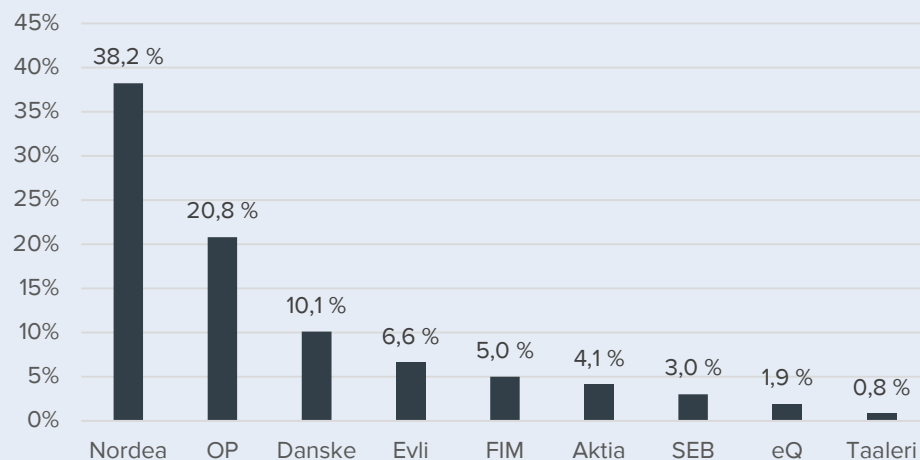
Omaisuu-denhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta 8/17



Eliten markkinaosuus on arviomme mukaan noin 0,4 %

Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

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

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

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

Matala korkotas nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää, kun sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituuotteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoista omaisuusluokista on

muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvelusta segmentistä (varallisuusluokka 50-200 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankki-palveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

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

Nollakorkoympäristössä sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan

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

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

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

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

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

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

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt, joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai

investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat Eliten lisäksi mielestämme mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson ja United Bankers. Myös Elite kuuluu tähän ryhmään.

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

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

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

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

ja fokusoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta.

Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

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

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

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Helsingin pörssin varainhoitajat

Näkemyksemme mukaan Eliten keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat keskisuuret finanssipalveluyhtiöt Evli, United Bankers, Taaleri ja jossain määrin myös Privanet. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 10 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 9 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,5 miljardin euron rahastopääomalla.

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

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

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

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Pienissä toimijoissa parhaiten ovat menestyneet erikoistuneet toimijat. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin.

Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2017e kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti. Myös kannattavuuskehitys on ollut

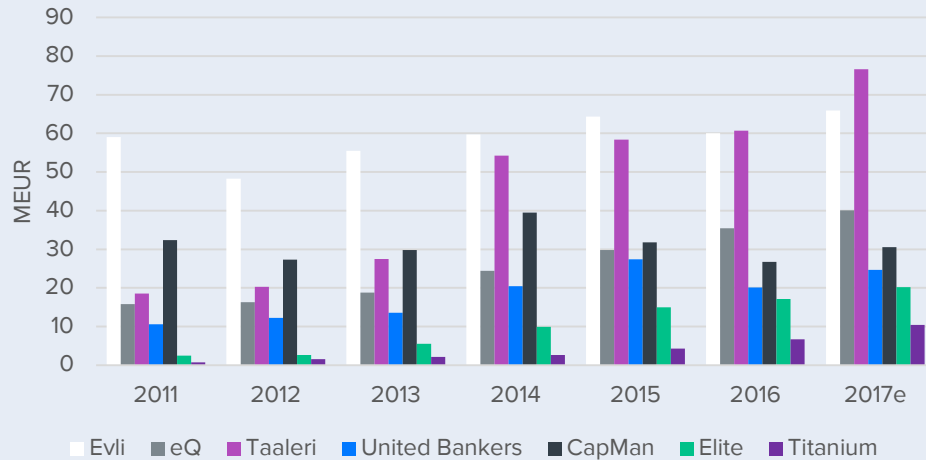
keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

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

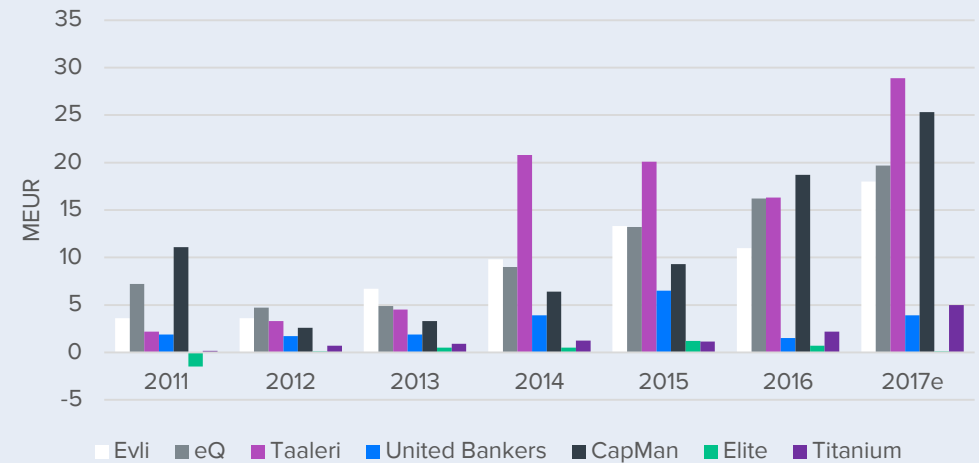
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden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

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

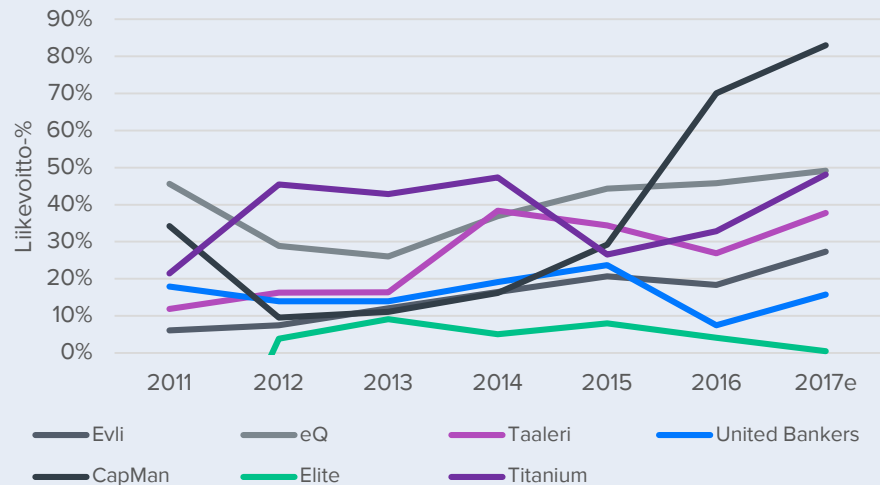
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien kannattavuuskehitys



Kilpailijoiden liiketoimintojen painopisteet

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

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

Taloudellinen tilanne

Tase tulee kasvamaan merkittävästi Alfred Bergin konsolidoinnin jälkeen

Lähtökohtaisesti Eliten liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Kiinteää omaisuutta Eliten taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän. Tällä hetkellä yhtiön tasetta on kuitenkin hankala arvioida, koska Alfred Bergin yhdistymisen jälkeen ei ole julkaistu uutta tasetta. Olemme pyrkineet hahmottamaan ”uuden” Eliten tasetta ja käsittelemme tässä erityisesti vuoden 2017 lopun ennustettua tilannetta. On kuitenkin tärkeää ymmärtää, että kokonaisuuteen liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Eliten taseen loppusumma oli H1’17:n lopussa 19,4 MEUR, mutta arvioimme sen kasvaneen nyt noin 33 MEUR:n kokoluokkaan Alfred Bergin Suomen toimintojen yhdistämisen jälkeen. Arviomme mukaan järjestelyssä syntyy noin 7,5 MEUR liikearvoa, mikä nostaa taseen liikearvon noin 11 MEUR:oon. Tämä on samalla taseen suurin yksittäinen erä noin 33 %:n osuudella loppusummasta. Aineetonta omaisuutta taseessa on arviomme mukaan vuoden vaihteessa yhteensä noin 15 MEUR, mistä valtaosa on syntynyt yritysostoista ja toisaalta IT-järjestelmäinvestointien seurauksena. Yhtiö poistaa tätä varallisuutta taseestaan FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti, joten poistomassa on lähivuodet poikkeuksellisen suuri. Sijoittajien on tästä syystä tärkeä seurata etenkin käyttökäteen ja kassavirtojen kehitystä.

Aineellista varallisuutta yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän (H1’17: 0,2

MEUR). Vähemmistöomistuksia yhtiöllä on taseessa 1,9 MEUR:n arvosta, mistä suurin osa (noin 1,3 MEUR) liittyy käsittääksemme SAV-Rahoituksen omistukseen (48,73 %).

Muut varat on myös merkittävä tase-erä (H1’17: 7,5 MEUR), mikä sisältää pääasiassa pitkäaikaisia myyntisaamisia. Käsityksemme mukaan erä liittyy erityisesti asiakkaiden vakuutussopimuksiin, joissa viiden vuoden kiinteä palkkio on kirjattu liikevaihtoon sopimushetkellä mutta kassavirta jaksottuu maksujen mukana. Vastapuolena tässä on vakuutusyhtiö Henki-Fennia, joten saatavaan liittyvä riski on olematon. Käytäntö on nykyisten säännösten mukainen, mutta se sekoittaa tuloslaskelman ja kassavirtojen yhteyttä ja paisuttaa yhtiön muuten varsin kevyttä tasetta. Nykyisellä myyntitahdilla rahavirran ja liikevaihdon pitäisi käsityksemme mukaan olla tasapainossa eikä tase-erän pitäisi enää kasvaa merkittävästi Henki-Fennia saatavan kautta.

Elitellä on noin 1,0 MEUR laskennallisia verosaamisia ja käsittääksemme yhtiöllä on myös muita vanhoja tappioita. Niiden takia yhtiön veroprosentti tulee arviomme mukaan olemaan lähellä nollaa 2017-2020 jaksolla.

Arviomme mukaan Eliten tase sisältää Alfred Berg -järjestelyn jälkeen hieman nettovelkaa. H1’17:n taseessa velkaa luottolaitoksilta oli 4,1 MEUR ja likvidit varat olivat nollassa, mutta Alfred Berg mukana tuli merkittävä kassapositio. Toisaalta käteiskauppahinta (1,85 MEUR) tuonee taseeseen hieman korollista velkaa. Arviomme korollisten nettovelkojen olevan noin 4,3 MEUR, mutta kassan kasvaneen 2,8 MEUR:oon.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli H1’17:n lopussa noin 12,6 MEUR ja tämä nousee käsityksemme mukaan 22 MEUR:oon Alfred Bergin jälkeen oletetun yhtiöiden hankintamenon kirjautuessa sijoitettuun vapaaseen omaan pääomaan.

Tase on terveellä tasolla

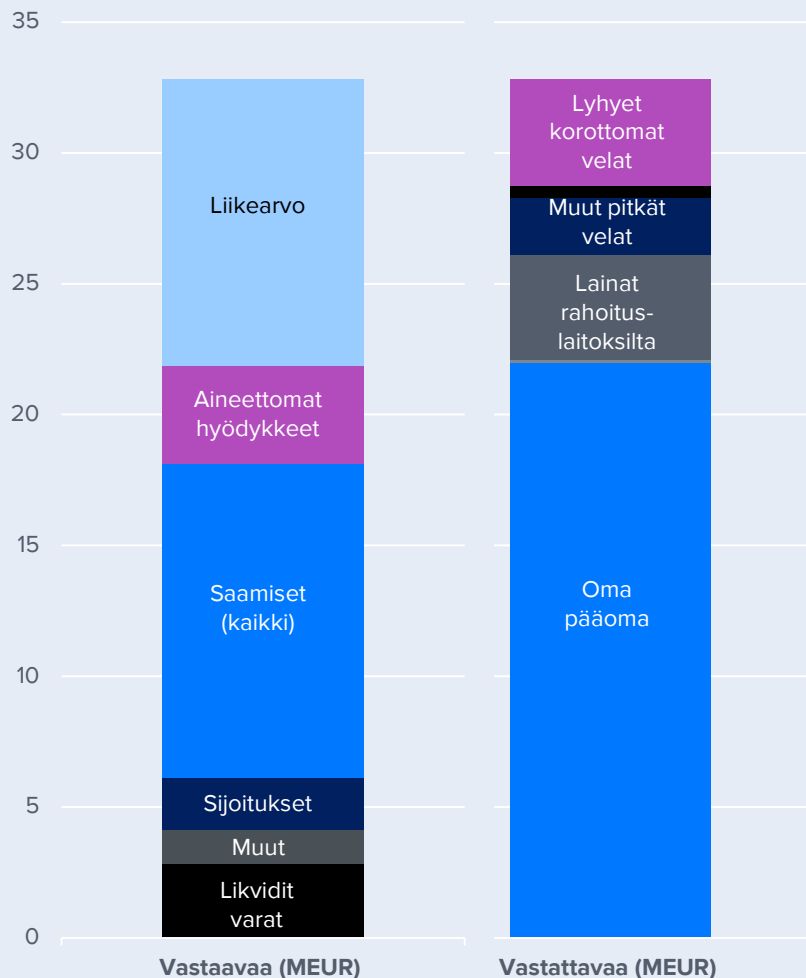
Perinteisillä tunnusluvuilla tase vaikuttaa varsin vahvalta. Omavaraisuusaste on arviomme mukaan 2017 lopussa noin 65-70 % ja nettovelkaantumisaste noin 5-10 %. Molemmat luvut ovat hyvällä tasolla, mutta finanssiyhtiöt perinteisesti haluavatkin pitää taseensa käytännössä nettovelattomina. Merkittävää liikkumavaraa esimerkiksi suurempia yritysostoja ajatellen emme taseessa tällä hetkellä näe.

Regulatorisesta näkökulmasta yhtiön vakavaraisuus on kohtuullisen hyvä. H1’17-raportissa ydinpääoma (CET1) suhteessa riskipainotettuihin eriin oli 18,25 %, kun regulaattorin asettama minitaso on 8 %. Uskomme kuitenkin yhtiön oman tavoitteen olevan pitää lukema yli 10 %:n. Alfred Bergin järjestely tulee käsityksemme mukaan painamaan CET1-vakavaraisuuden noin 13 %:n tasolle (+/- prosenttiyksikkö). Merkittävien palkkiotuottojen takia Alfred Berg kasvattaa riskiä, mutta tuo mukanaan myös merkittävän kassan (arvio 4,5 MEUR). Laskelmiimme liittyy kuitenkin nykytilanteessa paljon epävarmuutta.

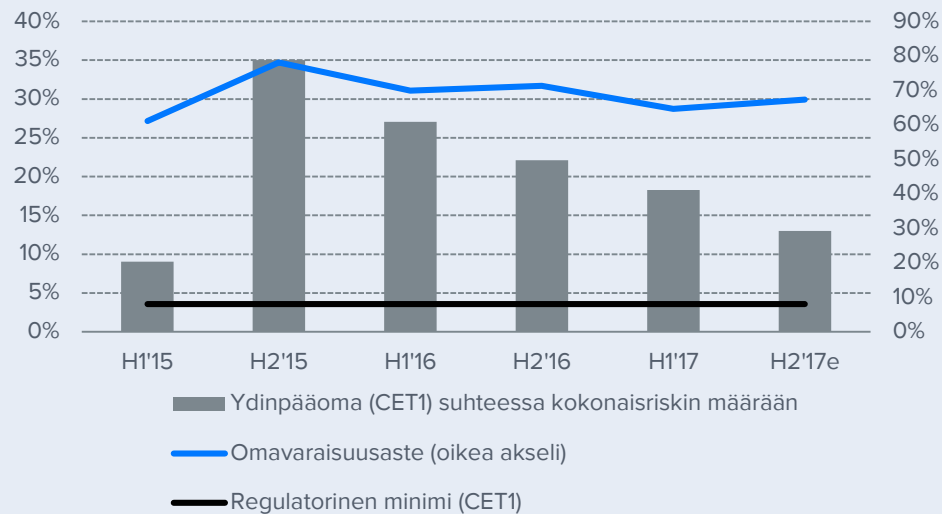
Emme odota yhtiön taserakenteeseen merkittäviä muutoksia lähivuosina. Tase antaa arviomme mukaan edellytykset pitää kiinni yhtiön osinkopolitiikasta, jonka mukaan 50 % nettotuloksesta jaetaan ulos osinkoina.

Taloudellinen tilanne

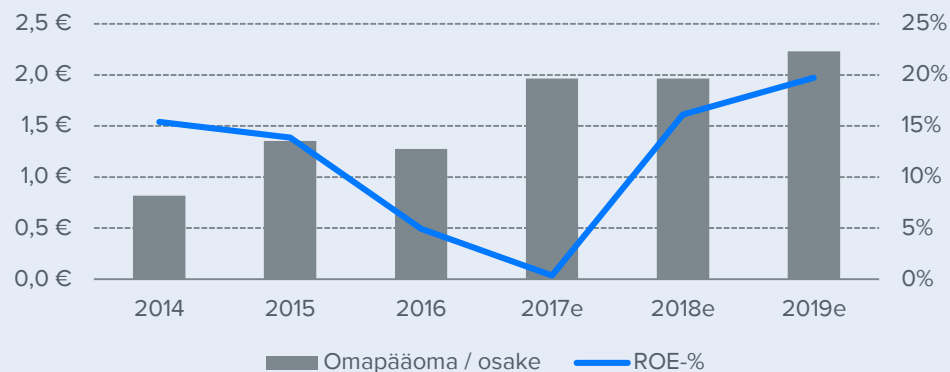
Taserakenne 2017e (sis. Alfred Berg)



Taseen tunnuslukujen kehitys



Oma pääoma ja ROE -%



Ennusteet 1/4

Arvioimme liikevaihtoa AUMin kautta

Olemme mallintaneet Eliten tulokehitystä pääasiassa hallinnoitavan varallisuuden ja siitä saatavien palkkiotuottojen kautta. Koska Eliten palkkiotuotoista arvioimme mukaan noin 80 % tulee AUMista ja nämä ovat pääosin jatkuvia, palkkiotuottojen ennustaminen on suoraviivaista. Toisaalta AUMin kehitykseen ja oletettuihin tuottotasoihin liittyy luonnollisesti epävarmuutta, joka on erityisen korkealla nyt merkittävän Alfred Berg järjestelyn jälkeen. On olemassa riski, että Alfred Bergin AUM "vuotaa" yritystön jälkeen, milloin jatkuvat tulovirrat olisivat myös huomattavasti alhaisempia.

Pidemmällä aikavälillä AUMin kehitykseen vaikuttaa oleellisesti nykyisen erittäin suotuisan markkinatilanteen kestävyys ja yhtiön onnistuminen sijoitustoiminnassa. Toisaalta palkkiotasoihin liittyy merkittävä riski eroosiosta, sillä Eliten kokonaispalkkiorakenne on suhteellisen korkea.

Hallinnoitavan varallisuuden kehityksen ennustaminen

Omat ennusteemme hallinnoitavan varallisuuden kehityksestä olemme avanneet oikealla olevassa taulukossa. Olemme ennustaneet vahvaa kasvua Eliten tuloksen kannalta erittäin tärkeisiin omiin rahastoihin, joista saatava palkkiotuotto on korkea (arvio keskimäärin 1,5 %). Kasvu johtuu pääasiassa uusista pääomarahastoista, joiden odotamme keräävän Eliten mittakaavassa merkittäviä pääomia lähivuosina. Yhtiön Älyenergia-rahasto ollaan tällä hetkellä ajamassa ylös, yhtiön kiinteistökehitysrahasto vasta sijoitettu täyteen ja yhtiö suunnittelee jo seuraavaa

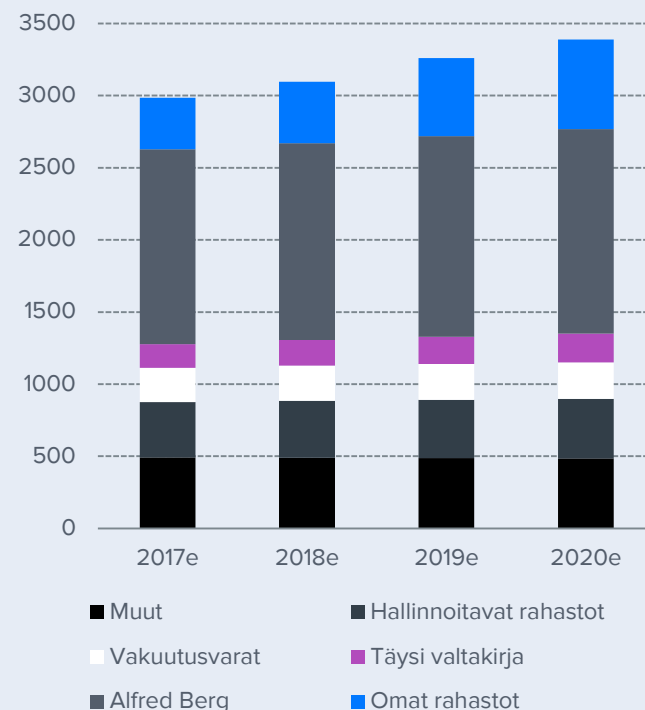
kiinteistörahastoa, jonka kokoluokka voi olla selvästi ensimmäistä suurempi. Lisäksi odotamme yhtiöltä lähivuosina muutama muutakin pääomarahastoa, joiden suhteen odotuksemme ovat kuitenkin maltillisia. Omien rahastojen AUM kasvaa 2017-2020 ennusteperiodilla noin 20 %:n vuosivauhtia, mikä vaatii onnistumisia uusissa rahastoissa. Ennusteemme sisältävät lisäksi maltillista kasvua Eliten nykyisissä rahastoissa. Kasvulukemat ovat maltillisia, sillä emme ole ainakaan toistaiseksi luottavaisia Eliten rahastojen kilpailukyvyyn suhteen.

Oheisessa taulukossa olemme yhdistäneet täyden valtakirjan omaisuudenhoidon ja vakuutusvarat yhteen "omaisuudenhoito" nimikkeeseen alle. Tämä tarkoittaa valtaosin varakkaiden yksityishenkilöiden omaisuudenhoitoa. Kasvuennusteemme (2017-2020 CAGR 4 %) on hyvin maltillinen ja se voitaisiin periaatteessa saavuttaa hyvin myös ilman uusia pääomia kohtuullisessa markkinatilanteessa. Tämä on Elitelle tärkeä kasvualue ja yhtiö hakee uutta pääomaa myyntipanostuksilla, mutta odotamme yhtiöltä näyttöä mallin toimivuudesta ennen kuin ennustamme korkeampaa kasvua.

Kolmas kriittinen elementti kokonaisuuden toimivuuden kannalta on Alfred Berg, jonka AUM on toistaiseksi yhtenä kokonaisuutena. Odotamme pystyvän kääntämään AUMin kuihtumisen ja saamaan sen lievään kasvuun (2017-2020 CAGR 2 %), mutta näkyvyys tähän on heikko. Sijoittajan kannattaa seurata lähiaikoina erityisesti Alfred Bergin kehitystä, koska siihen liittyy suurin epävarmuus ja se muodostaa erittäin suuren osan AUMista.

AUM kehitys (MEUR)	2017e	2018e	2019e	2020e	CAGR-%
Omat rahastot	357	427	542	621	20 %
Omaisuuksienhoito*	402	421	437	453	4 %
Alfred Berg	1350	1364	1391	1419	2 %
Hallinnoitavat rahastot	386	396	404	412	2 %
Muut	491	489	487	485	0 %
Yhteensä	2985	3096	3260	3389	4 %

* Sisältää täyden valtakirjan ja vakuutusvarat



Ennusteet 2/4

Markkinan kestävyys kysymysmerkkinä

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

Markkinatilanteen kestävyys on yksi suurimpia huolenaiheita katsottaessa lähivuosiin, erityisesti periodille 2019-2020. Emme ennusta mallisamme merkittävää laskumarkkinaa, mutta olemme olettaneet varallisuusarvojen kasvun jäävän lähivuosiin maltillisiksi. Jos markkinat jatkuvat voimakasta nousuaan, tulee Eliten AUM todennäköisesti kasvamaan selvästi nykyisiä ennusteitamme nopeammin uusmyynnin mukana. Kokonaisuuden kannalta on hyvä huomioida, että Eliten omaisuudenhoidossa keskimäärin alle 50 % on sijoitettu osakemarkkinoille. Tämä pienentää selvästi varallisuusarvojen heiluntaa. Olemme joka tapauksessa pidemmän aikavälin ennusteissamme varovaisia johtuen myös kypsästä nousumarkkinasta.

Palkkiotasot oletettu neutraaleiksi, mutta niihin kohdistuu riskejä

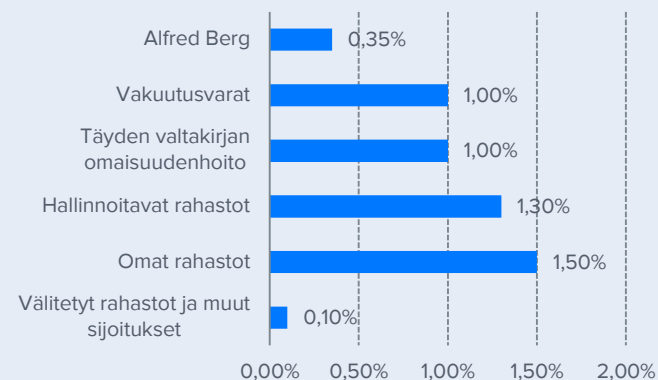
Liikevaihto ja tulosennusteiden kannalta toinen kriittinen tekijä on AUMista saatavien tuottojen taso. Olemme arvioineet tuottotasoa oheisessa graafissa, mikä avaa myös AUMin mixiä ja eri

osa-alueiden tuottavuutta. Avasimme tuottotasoa jo aikaisemmin liiketoimintamallin yhteydessä, ja olemme suhteellisen luottavaisia niiden olevan kohtuullisen lähellä nykytasoa. Yhtiö ei kuitenkaan ole julkaissut hallinnoitavan varallisuuden eri alueiden tuottotasoa, eikä tätä ole odotettavissa tulevaisuudessakaan.

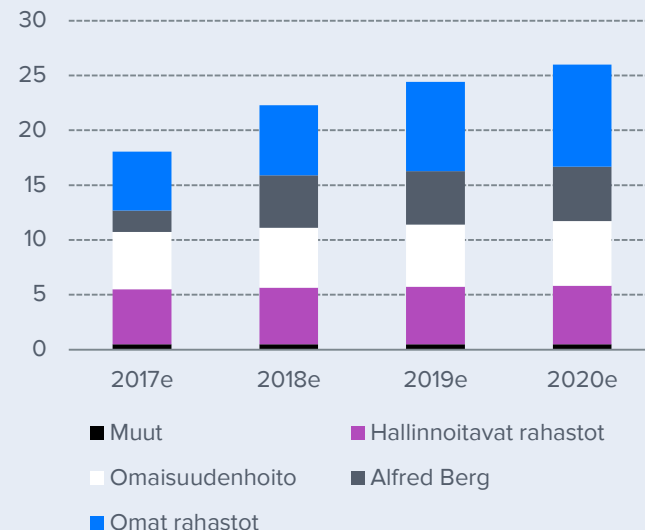
Olemme ennusteissamme olettaneet, että tuottotasot pysyvät nykytasolla. Näemme kuitenkin merkittävän riskin siitä, että keskipitkällä aikavälillä tuottotasoihin kohdistuu painetta ja näemme niissä eroosiota. Tämä voi näkyä esimerkiksi niin, että suurille sijoittajille annetut alennukset siirtyvät alaspäin ja AUMin kokonaistuotto laskee. Tämä painaisi AUM-pohjaisia jatkuvia tuottoja, jotka ovat sijoittajien kannalta ylivoimaisesti tärkeimpiä. Tässä näkemysmme pohjautuu Eliten suhteellisen korkeisiin palkkiotasoihin ja toimialan trendeihin, joihin näkemysmme mukaan kuuluvat sijoittajien vaatimustason nousu, digitalisaation kiristämä kilpailu alemmissa segmenteissä sekä alan yleisessä hintatasossa nähtävissä oleva paine (palkkiotasot laskevat ilman lisäarvon kasvua). Elite on itse kertonut hoitavansa tilannetta mm. parempana palveluna ja palvelukokemuksena. Palvelu auttaa, mutta samalla sijoittajien täytyy pitkällä aikavälillä saada kilpailukykyistä riskikorjattua tuottoa, jotta palkkiot voivat pysyä näillä tasoilla. Myös laskumarkkina ja varallisuusarvojen lasku voi aiheuttaa painetta palkkiorakenteeseen.

Tuottopalkkioiden merkitys on Elitelle erittäin pieni, emmekä odota tässä merkittävää muutosta. Potentiaali kuitenkin kasvaa uusien pääomarahastojen mukana.

AUMin tuottotasot (%)



AUM-palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Ennusteet 3/4

Muut tuotot

Muilla tuotoilla tarkoitamme tässä tapauksessa AUMin ulkopuolisia tuottoja. Nämä voivat olla jatkuvia (kuten voimakkaassa kasvussa olevat henkilöstörahasot) tai ne voivat olla transaktiovetoisia palkkioita. Ne eivät kuitenkaan ole suoraan lähtöisin hallinnoitavasta varallisuudesta, vaikka kaikki on välillisesti toki varainhoidosta riippuvaista. Koska olemme pääasiallisesti pyrkineet mallintamaan tuottoja AUMin pohjalta, nämä ovat muita tuottoja. Muiden palkkiotuottojen ja tulojen kehityksen olemme esittäneet viereisessä graafissa.

Merkittäviä eriä täällä ovat henkilöstörahasot, joissa Elitellä on käsittääksemme erittäin vahva markkinaosuus ja merkittävä määrä hallinnoitavaa pääomaa (arvio noin 250 MEUR, ei julkistettu). Henkilöstörahasoissa laskutus ei ole kuitenkaan AUM-lähtöistä, koska Elite ei ole varainhoitaja vaan tarjoaa tarvittavan infrastruktuurin palveluna. Tämän takia henkilöstörahasot eivät ole Eliten AUMissa mukana eivätkä meidän mallissamme AUM-pohjaisissa tuotoissa. Henkilöstörahaso-liiketoiminta on kuitenkin kasvanut viime aikoina nopeasti ja tulee arviomme mukaan tekemään vuonna 2017 noin 0,5 MEUR liikevaihtoa. Lähivuosille ennustamme voimakasta kasvua, mutta liiketoiminta on silti suhteellisen pieni kokonaisuuden kannalta. Henkilöstörahasot ovat mielenkiintoisia myös sen takia, että Elite voi tätä kautta voittaa myös varainhoito-mandaatteja, mikä kasvattaisi ydinliiketoimintaa.

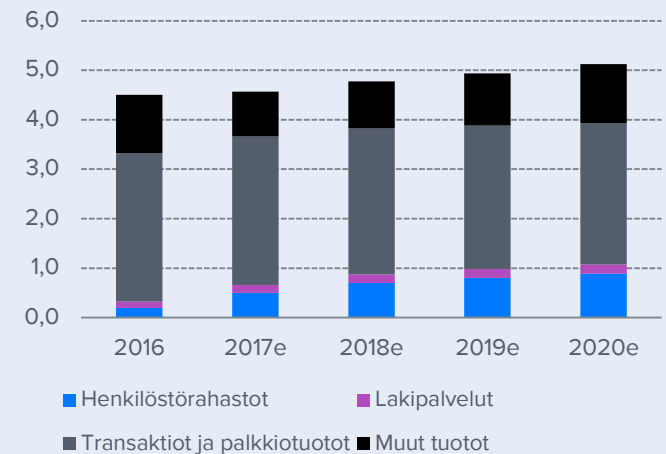
Lakipalvelut ovat olennainen osa sekä yritysten että yksityishenkilöiden omaisuudenhoitoa. Esimerkiksi veroneuvonnolla voi olla erittäin

suuri merkitys henkilöiden varallisuuden kehitykseen. Käsityksemme mukaan lakipalvelut ovat liiketoimintana tuottavat tällä hetkellä noin 0,2 MEUR:n vuosittaista liikevaihtoa, joten ainakin toistaiseksi kyse on mielestämme tärkeästä tukipalvelusta. Vaikka liiketoiminta kasvaisi merkittävästi (mitä emme tällä hetkellä ennusta), eivät luvut olisi konsernin kannalta oleellisia.

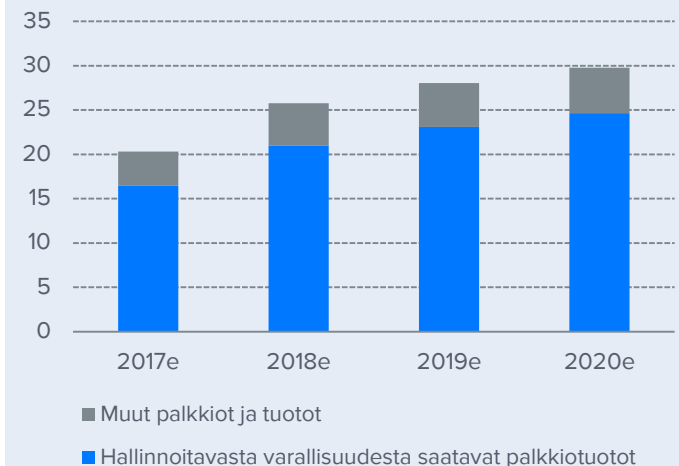
Suurin ja ongelmallisin osa muita tuottoja ovat transaktiot ja muut palkkiotuotot, joiden kehitystä on vaikea arvioida. Käsityksemme mukaan Eliten fokus on erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvattamisessa, joten kertaluontoisten transaktioiden merkitys pienenee koko ajan kuluessa. Olemme arvioineet, että tänä vuonna transaktiovetoisia tuottoja on noin 3,0 MEUR ja odotamme tason pysyvän suunnilleen tässä myös tulevina vuosina. Uskomme Eliten suhtautuvan transaktioihin opportunistisesti eli toimivan houkuttelevien mahdollisuuksien noustessa, mutta varsinaista kasvua täältä ei haeta.

Muissa tuotoissa selvästi suurin erä on SAV-rahoitus, jonka kontribuutio näkyy tuloslaskelman Tuotot oman pääoman ehtoista sijoituksesta-rivillä. Elite osti SAV-rahoituksesta 48,73 % joulukuussa 2016 ja on käsityksemme mukaan saanut kohennettua yhtiön tulokuntoa merkittävästi. Lähivuosina SAV-Rahoituksen kontribuutio voi muodostua merkittäväksi, mutta oleellisempaa on todennäköisesti avaus rahoitusliiketoimintaan. Elite panostaa tällä hetkellä rahoitusliiketoiminnan kehitykseen ja tästä voi tulla kokonaisuuden kannalta merkittävä liiketoiminta lähivuosina.

Muut palkkiotuotot ja tulot (MEUR)



Tuottojen kehitys ja jakautuminen (MEUR)



Ennusteet 4/4

Kulurakenne väliaikaisesti koholla

Alfred Berg konsolidoitiin Eliten lukuihin elokuun alusta, mutta integrointiprosessi tulee yhtiön mukaan kestämaan 6-12 kuukautta. Tällä hetkellä on vaikea tarkkaan arvioida, missä aikataulussa tehostamistoimia saadaan vietyä läpi ja päällekkäisyydet katoavat. On kuitenkin selvää, että H2'17:lla Eliten kulurakenne tulee olemaan korkeampi, mitä yhtiö on indikoinut tulevaisuudelle. Lisäksi H2'17:lle kirjataan järjestelystä 0,9 MEUR:n kertaluontoiset kulut, mikä painaa tuloskehitystä edelleen.

Liikearvopoistot painavat raportoitua tulosta

Koholla olevien kulujen lisäksi Alfred Berg tulee nostamaan poistotasoa, koska Elite alkaa poistamaan kaupassa syntyntä noin 7,5 MEUR:n liikearvoa (FAS-kirjanpidon mukaisesti). Olemme olettaneet, että tämä tapahtuu 10-vuoden tasapoistoin, jolloin vuosittainen liikearvopoisto olisi noin 0,75 MEUR. Koska tämä ei ole IFRS:n mukainen eikä kassavirta-vaikutteinen erä, olemme oikaisseet sen kertaluontoisena eränä tulosenennusteissamme. Yhtiö on jo aikaisemmin tehnyt pieniä poistoja yritysostoihin liittyvistä aineettomista oikeuksista sekä konserniliikearvosta. Yhteensä arviomme poistojen olevan lähivuosina noin 1,7 MEUR vuodessa, mistä valtaosa on aineettomasta omaisuudesta.

Sijoittajien kannattaa mielestämme joka tapauksessa keskittyä lähiaikoina erityisesti käyttökatteen kehitykseen, mihin poikkeuksellisen suuret poistot eivät vaikuta. Lisäksi kannattaa luonnollisesti seurata yhtiön kykyä luoda kassavirtaa.

Ohjeistus ja ennusteiden yhteenveto

Elite antoi Alfred Berg yrityskaupan jälkeen kohtuullisen tarkan ohjeistuksen sekä vuodelle 2017 että 2018. Omat ennusteemme osuvat yhtiön antamiin haarukoihin hyvin.

Kaupasta aiheutuvien kertaluonteisten kustannusten määräksi arvioidaan noin 2,5 MEUR, mistä Elite kirjaa 1,6 MEUR liikearvoon ja 0,9 MEUR kuluksi H2'17-tulokseen (huomioitu kertaluontoisissa kustannuksissa). Kaupasta aiheutuneiden kertaluonteisten kustannusten seurauksena Elite korjasi vuodelle 2017 ennustettua käyttökatetta alaspäin 1,1-1,6 MEUR:oon (aiempi arvio 2-2,5 MEUR). Oma ennusteemme käyttökatteelle on 1,4 MEUR, mikä tulee voimakkaasti kasvavalla liikevaihdolla (+48 % vrt. H2'16) ja voimakkaasti koholla olevilla kuluilla (myös +50 % sis. kertakulut vrt. H2'16). Elite kertoi kaupan lisäävän Eliten vuosittaisia palkkiotuottoja noin 35 %:lla (verrattuna 2016 palkkiotuottoihin), mutta mukana odotamme kasvua muiltakin alueilta.

Elite ohjeisti Alfred Berg oston jälkeen vuoden 2018 käyttökatteen olevan 5-6 MEUR. Yhtiön näkyvyys lienee jo tässä vaiheessa vuoteen 2018 kohtuullinen, sillä valtaosa tuloista ollessa jatkuvia, mutta epävarmuus esimerkiksi markkinakehitykseen on tässä vaiheessa väkisinkin heikko. Neutraalilla markkinakehityksellä näemme kuitenkin ohjeistuksen hyvin realistisena, sillä ennustamme vuoden 2018 käyttökatteen olevan 5,7 MEUR. Tämäkin sisältää jo varsin merkittävän nousuodotuksen kulurakenteessa, mitä mielestämme voitaisiin tehostaa

enemminkin. Toisaalta liikevaihdon kehitykseen liittyy enemmän epävarmuutta ja odotamme varsin merkittävää noin 27 %:n kasvua vuodelle 2018. Tätä luonnollisesti tukee Alfred Bergin mukaantulo 7 kuukauden jaksolta.

Kokonaisuudessaan näemme Elitellä erittäin hyvät mahdollisuudet voimakkaaseen tuloskasvuun lähivuosina, jos markkinatilanne kestää eivätkä riskit realisoidu. Lähtökohdat ovat mielestämme erittäin hyvät, mutta yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa. Viime vuosina yhtiön tuloskehitys on ollut suurista kasvuodotuksista huolimatta suhteellisen vaisua.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Eliten osakemäärä kasvoi Alfred Bergin jälkeen 12,8 miljoonaan kappaleeseen, mutta keskimäärin vuonna 2017 osakemäärä on laskelmiemme mukaan ollut noin 11,2 miljoonaa. Tällä laskettuna Eliten vuoden 2017 kertaeristä oikaistu EPS on arviomme mukaan noin 0,09 euroa. Ensi vuonna odotamme vahvaa tuloskehitystä Alfred Bergin integroinnin valmistuessa ja ennustamme EPS:n nousevan 0,35 euroon. Tässä vaiheessa kannattavuus on varsin hyvällä tasolla. Vuoden 2019 EPS-ennusteemme on tällä hetkellä 0,47 euroa, mutta tänne näkyvyys on vielä heikko.

Eliten osinkopolitiikan mukaan yhtiö maksaa 50 % tuloksesta ulos vakavaraisuuden tämän salliessa. Taseeseen liittyy lievää epävarmuutta Alfred Bergin jälkeen, mutta emme näe syytä, miksei tätä voitaisi lähivuosina noudattaa. Tänä vuonna raportoitu tulos jää heikoksi, joten osinko jäänee myös alhaiseksi.

Ennusteet yhteenveto

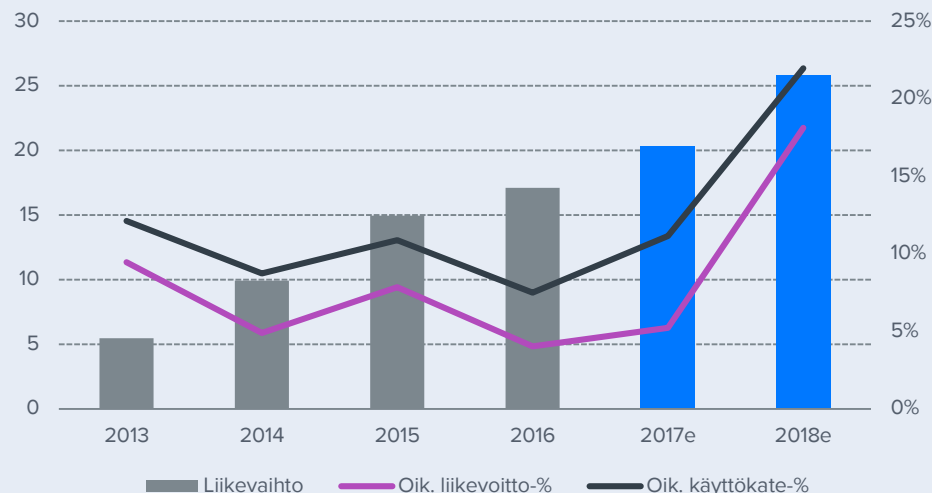
Liikevaihto (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Palkkiotuotot yhteensä	17,1	20,1	25,8	28,0	29,8
AUM-pohjaiset palkkiotuotot		16,4	21,0	23,1	24,6
Muut palkkiot ja tuotot		3,7	4,8	4,9	5,1
AUM-tuottojen osuus (%)		82 %	81 %	82 %	83 %

Kulurakenne (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Palkkiokulut	7,7	7,0	7,7	7,9	8,3
Henkilöstökulut	4,6	6,4	6,6	6,8	7,1
Muut hallintokulut	2,4	2,0	2,5	2,6	2,7
Liiketoiminnan muut kulut	1,1	2,7	3,4	3,5	3,6
Kertaluontoiset kulut	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Kulut yhteensä	15,8	19,0	20,1	20,8	21,7

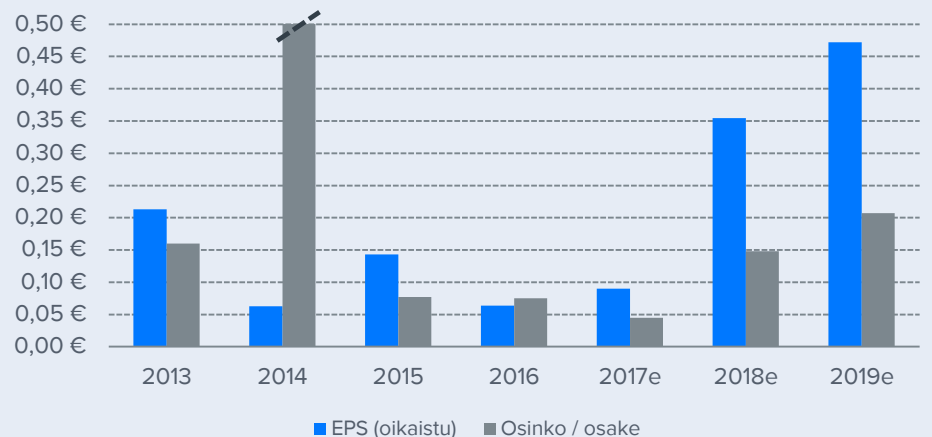
Tuloskehitys (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Käyttökate	1,3	1,4	5,7	7,2	8,1
Liikearvopoistot	0,0	0,5	1,0	1,0	1,0
Muut poistot ja arvonalentumiset	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Liiketulos	0,7	0,1	3,9	5,5	6,4
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,7	0,2	4,0	5,7	6,6
Osakekohtainen tulos (€)	0,06	0,09	0,35	0,47	0,54
Tulos/osinko-suhde (%)	127 %	930 %	50 %	50 %	50 %
Osinko / osake (€)	0,08	0,05	0,15	0,21	0,31

Kannattavuus (%)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Käyttökate-%	7,5 %	6,8 %	22,0 %	25,8 %	27,2 %
Liikevoitto-%	3,9 %	0,6 %	15,2 %	19,6 %	21,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,9 %	5,1 %	15,2 %	19,6 %	21,5 %
Liikevoitto-% nettoliikevaihdosta	7,0 %	0,9 %	21,6 %	27,3 %	29,7 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtaiset tunnusluvut (€)



Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen lähtökohdat

Sijoittajaprofiililtaan Elite on mielestämme kasvuyhtiö, jonka riskiprofiili on tällä hetkellä koholla (kts. Riskit-kappale). Yhtiön arvostus nojaa mielestämme todella voimakkaasti Alfred Berg yritystason suunnitelmien mukaiseen onnistumiseen. Tämän ansiosta yhtiö nousee uuteen kokoluokkaan sekä AUMin että jatkuvien tuottojen suhteen. Samalla myös tuloksen pitäisi parantua erittäin voimakkaasti.

Elite operoi kasvavalla toimialalla ja mielestämme yhtiöllä on edellytykset jatkaa kasvua myös lähivuosina. AUMin kehitykseen ja sitä kautta kasvuun vaikuttaa markkinatilanteen kehitys, mihin liittyy merkittävää epävarmuutta. Eliten arvonmäärityksessä käytämme lähtökohdaksi yhtiön absoluuttista ja suhteellista arvostustasoa.

Tulospohjainen arvostus on kaksijakoinen

Tuloskertoimien valossa Eliten arvostus on ristiriitainen Alfred Berg -järjestelyn takia. Kuluvan vuoden tulos jää vielä heikoksi, minkä takia 2017e arvostuskertoimet ovat korkeita. Esimerkiksi kertaeristä ja liikearvon poistoista oikaistu P/E on yli 40x ja EV/EBITDA noin 21x. Emme anna näille kertoimille paljoa painoa arvonmäärityksessä, koska ne eivät enää kuvaa Eliten todellista tuloksentekokykyä. Samalla ne kuitenkin kertovat siitä, että tuloskasvun on ensi vuonna pakko toteutua, jotta nykyinen kurssitaso olisi perusteltu.

Ensi vuodelle odotamme suurta tulosparannusta. Tälle on mielestämme vahvat perusteet, mutta tulostason merkittävään

nousuun liittyy kuitenkin aina epävarmuutta. Ennustetun tulosparannuksen takia myös arvostuskertoimet muuttuvat täysin: 2018 oikaistu P/E on vain 10-11x ja EV/EBITDA noin 7x. Nämä ovat mielestämme houkuttelevia. Arviomme mukaan Elitelle voitaisiin perustella suunnitteleman P/E 12x ja EV/EBITDA 8-9x ensi vuoden ennusteilla, mutta toistaiseksi hyväksymme hieman maltillisemman tason.

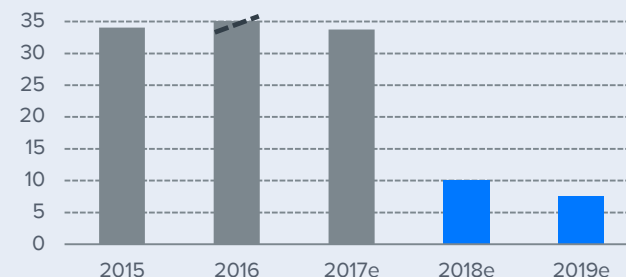
Hyväksyttävä arvostus voi nousta

Kun yhtiö on todistanut Alfred Bergin synergiat, AUMin kestävyys sekä jatkuvien tuottojen merkittävän kasvun, laskee yhtiön riskiprofiili ja hyväksyttävyyttä voidaan nostaa. Mielestämme Eliten arvostus voisi olla sitten tilanteen normalisoitumisen jälkeen linjassa laajan kotimaisen verrokkiryhmän arvostustason kanssa (nyt 2018e P/E 13x ja EV/EBITDA 8-9x).

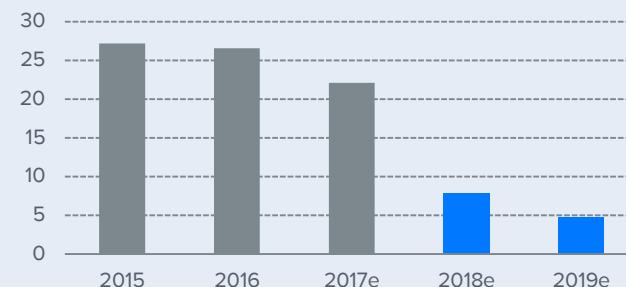
Koska Eliten tuotoista valtaosa (noin 80 %) on jatkuvia ja suhteellisen hyvin ennustettavissa, yhtiölle voidaan mahdollisesti perustella suhteellisen korkeat arvostuskertoimet tulevaisuudessa. Mielestämme tämä vaatisi kuitenkin vahvempaa track-recordia (erityisesti kannattavuuden suhteen) ja luottamusta yhtiön palkkiotasojen kestävyYTEEN.

On myös hyvä huomioida, ettei vuoden 2018 tulos vielä heijastele Eliten nykyliiketoiminnan täyttä pitkän aikavälin potentiaalia. Yhtiö panostaa tällä hetkellä merkittävästi kasvuun, mikä näkyy kulurakenteessa ja kannattavuudessa. Pitkän aikavälin kehitykseen liittyy kuitenkin niin paljon epävarmuutta, ettemme toistaiseksi anna merkittävää painoarvoa esimerkiksi vuoden 2019 kertomille.

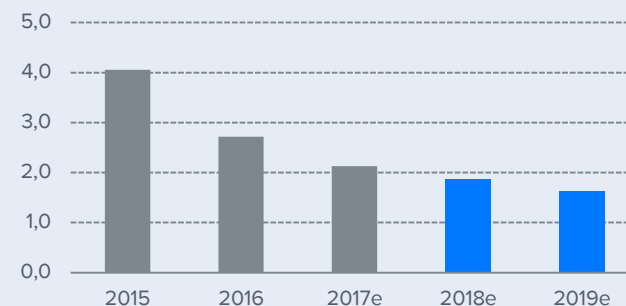
P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



P/B



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Osinkotuotto nousee nopeasti lähivuosina

Eliten osinkotuotto jää arviomme mukaan vielä ensi keväänä vaisuksi (ennuste 1,2 %). Raportoitu tulos tulee vuonna 2017 olemaan heikko, mutta arvioimme yhtiön kuitenkin maksavan 50 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta. Tämä sisältää oletuksen Alfred Bergin vaikutuksista Eliten vakavaraisuuteen, mistä kirjoitimme aikaisemmin.

Ennustamme osinkojen nousevan merkittävästi tuloksen mukana 2018. Samalla osinkotuotto nousee arviomme mukaan noin 4,0 %:n tasolle ja edelleen vuonna 2019 5,6 %:n tasolle. Ensi vuonna ja tämän jälkeen olemme ennustaneet osinko/tulos-suhteen olevan yhtiön indikoima 50 %, vaikka arviomme mukaan yhtiöllä olisi mahdollisuus maksaa enemmänkin. Tämä johtuu siitä, että kassavirtojen pitäisi olla selvästi raportoitua tulosta korkeampia mm. liikearvopoistojen takia.

Osinko on riippuvainen yhtiön tuloskasvusta ja vakavaraisuuden kehityksestä, johon näkyvyys on tällä hetkellä heikko. Vaikka Eliten osinkotuotto on suhteellisen hyvä lähivuosina, on finanssisektorilta saatavissa myös parempia osinkoja. Näin ollen emme näe, että osinko tarjoaisi oleellista tukea osakkeelle.

Vertailuryhmäarvostus

Painotamme verrokkiryhmäanalyyseissä voimakkaasti vuoden 2018 kertoimia, koska tämä kuvaa parhaiten Eliten todellista tulostasoa Alfred Berg -järjestelyn takia. Vuoden 2017 kertoimilla Elite olisi luonnollisesti merkittävästi yliarvostettu. Toisaalta vuoteen 2019 näkyvyyttä ei vielä tässä vaiheessa ole.

Vuoden 2018 ennusteilla Eliten osake on aliarvostettu verrokkiryhmään nähden. Verrokkiryhmän 2018e mediaani P/E-kerroin on 13x ja EV/EBITDA noin 8,5x, kun Eliten vastaavat ovat hieman yli 10x ja 7x. Huomautamme, että kertoimet pitävät sisällään ennusteet suhteellisen vahvasta tuloskasvusta ja samalla markkinatilanteen säilymisestä positiivisena. Johtuen sektorin suhteellisen korkeasta syklisyydestä ja herkkyydestä markkinatilanteeseen, voidaan suhteellisen matalia kertoimia pitää perusteltuina.

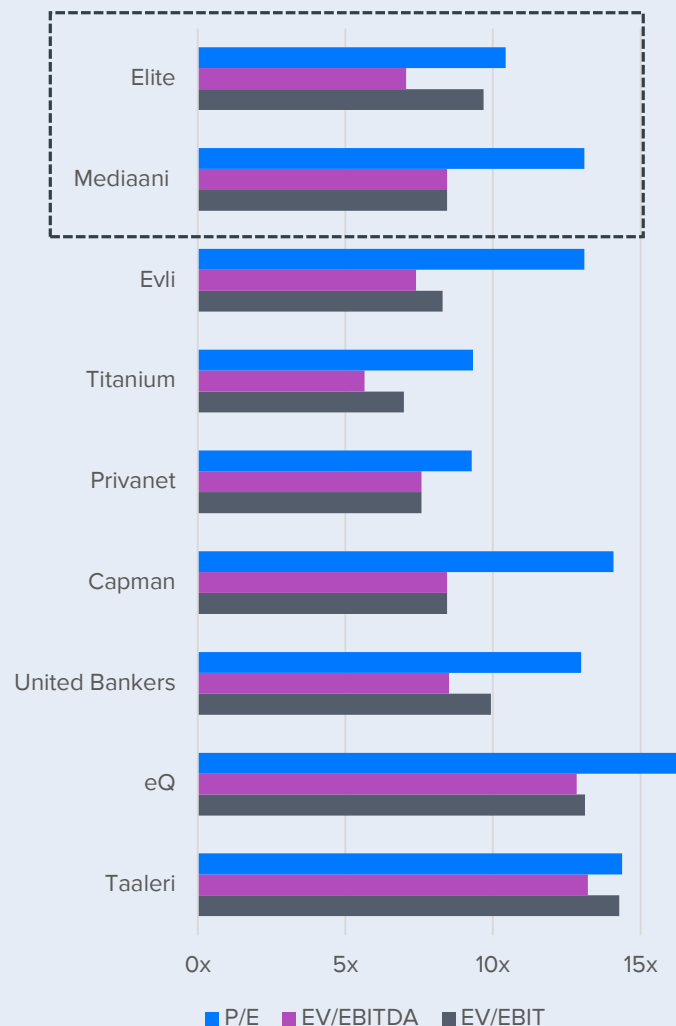
Suhteessa liiketoiminnan volyymiin Elite (EV/S 2018e 1,8x) on hinnoiteltu rajusti alle verrokkiryhmän (EV/S 2018e 3,2x). Tämä heijastelee kannattavuushaasteita ja toisaalta mahdollista nousupotentiaalia, mikäli yhtiö saisi kannattavuutensa kuntoon.

Pieni alennus mielestämme perusteltu

Mielestämme Eliteä on perusteltua hinnoitella alennuksella suhteessa keskeisiin verrokkeihin kuten Taaleri, eQ ja Evli. Näiden yhtiöiden track-record on selvästi Eliten vastaavaa parempi ja samalla riskiprofiili on alhaisempi. Yleensäkin on tärkeää huomioida, että näiden yhtiöiden suhteen tuloskasvuodotukset vuodelle 2018 ovat selvästi alhaisempia ja siten tulostasoon liittyvät riskit ovat pienempiä.

Pidemmällä tähtäimellä pidämme perusteltuna, että Elite arvotetaan suunnilleen samoilla kertoimilla kuin kotimaiset finanssiyhtiöt keskimäärin (verrokkiryhmä sivulla 34). Nyt yhtiön riskiprofiili on kuitenkin normaalia korkeampi. Kokonaisuutena arvostus suhteessa vertailuryhmään tukee näkemystämme yhtiön hinnoittelusta 12 kuukauden tähtäimellä.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2018e)



* Lähde: Inderes / Reuters konsensus.
Tiedot kerätty 10.10.2017.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Eliten kasvu hidastuu asteittain vuoden 2020 jälkeen kohti toimialan keskiarvoa. Vuonna 2020 saavutettu yli 21 %:n liikevoittotaso lähtee myös hiljalleen heikkenemään ja päättyy terminaaliarvossa 18 %:n tasolle, mikä on silti rajusti nykyistä kannattavuutta parempi. Laskelmamme WACC 10,6 % on suurinta osaa verrokkeja korkeampi, mutta perusteltu yhtiön tällä hetkellä verrokkeja korkeammasta riskiprofilista johtuen. Olemme myös käyttäneet Elitelle korkeaa likviditeettipreemiota (2,0 %), sillä osakkeen likviditeetti on todella heikko listatuksi osakkeeksi. Tämä nostaa osakkeen riskiprofilia ja vaikeuttaa suurien sijoitusten tekemistä.

DCF-laskelman antama noin 4,2 euron arvo on mielestämme perusteltu, mutta sisältää jo merkittävän tulosparannuksen Alfred Berg -yritystoston takia. Joka tapauksessa, laskelma tukee näkemystämme osakkeen arvosta. On kuitenkin tärkeää huomioida, että DCF-malli on erittäin herkkä muutoksille yhtiön kannattavuudessa ja kasvussa, minkä takia annamme sille rajallisen painoarvon analyysissämme. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.

Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Elite Varainhoidon seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 4,0 euroa. Eri arvostusmenetelmät antavat Elitelle samansuuntaisia tuloksia, jotka olemme esittäneet graafissa vieressä. Olemme asettaneet tavoitehintamme 5 %:n

turvamarginaalilla suhteessa näiden antamaan keskiarvoon. Samalla kun käyttämämme arvonmääritysmenetelmät ovat mielestämme Eliten osakkeelle oleellimmat, sijoittajien on hyvä huomioida, että esimerkiksi 2017 tuloksella arvostuskertoimet indikoisivat Elitelle huomattavasti alhaisempaa arvoa.

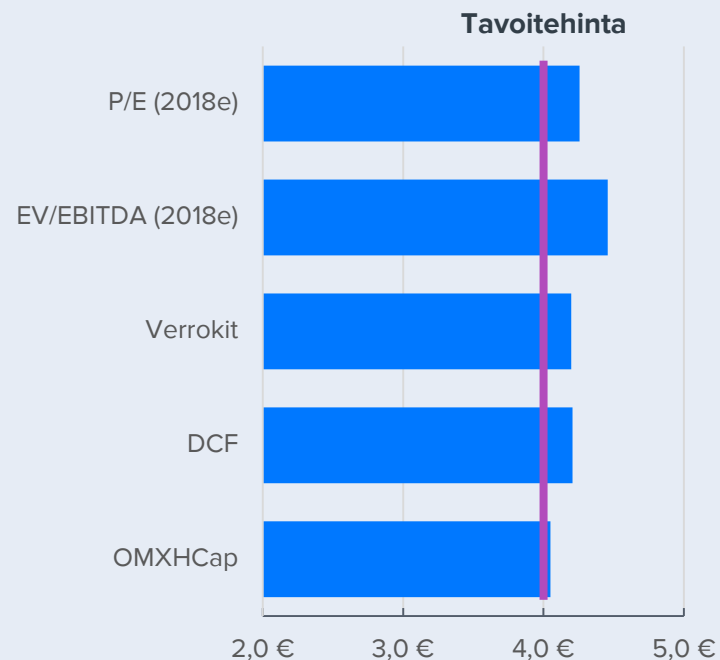
Mielestämme osake on tällä hetkellä aliarvostettu, mistä suuri osa kuitenkin nojaa Alfred Berg yritystoston luomaan arvoon ja uuteen suurempaan ja kannattavampaan kokonaisuuteen. Järjestelyn tuomien synergioiden realisoitumiseen ja AUMin kestävytyteen liittyy merkittävää epävarmuutta, minkä takia yhtiötä on mielestämme toistaiseksi perusteltua hinnoitella pienellä turvamarginaalilla. Näin ollen olemme antaneet Elitelle toistaiseksi noin 5 %:n turvamarginaalin. Jos kehitys on ensi vuonna odotuksemme mukaista, tämä voidaan todennäköisesti poistaa.

Arvoajurit ja riskit

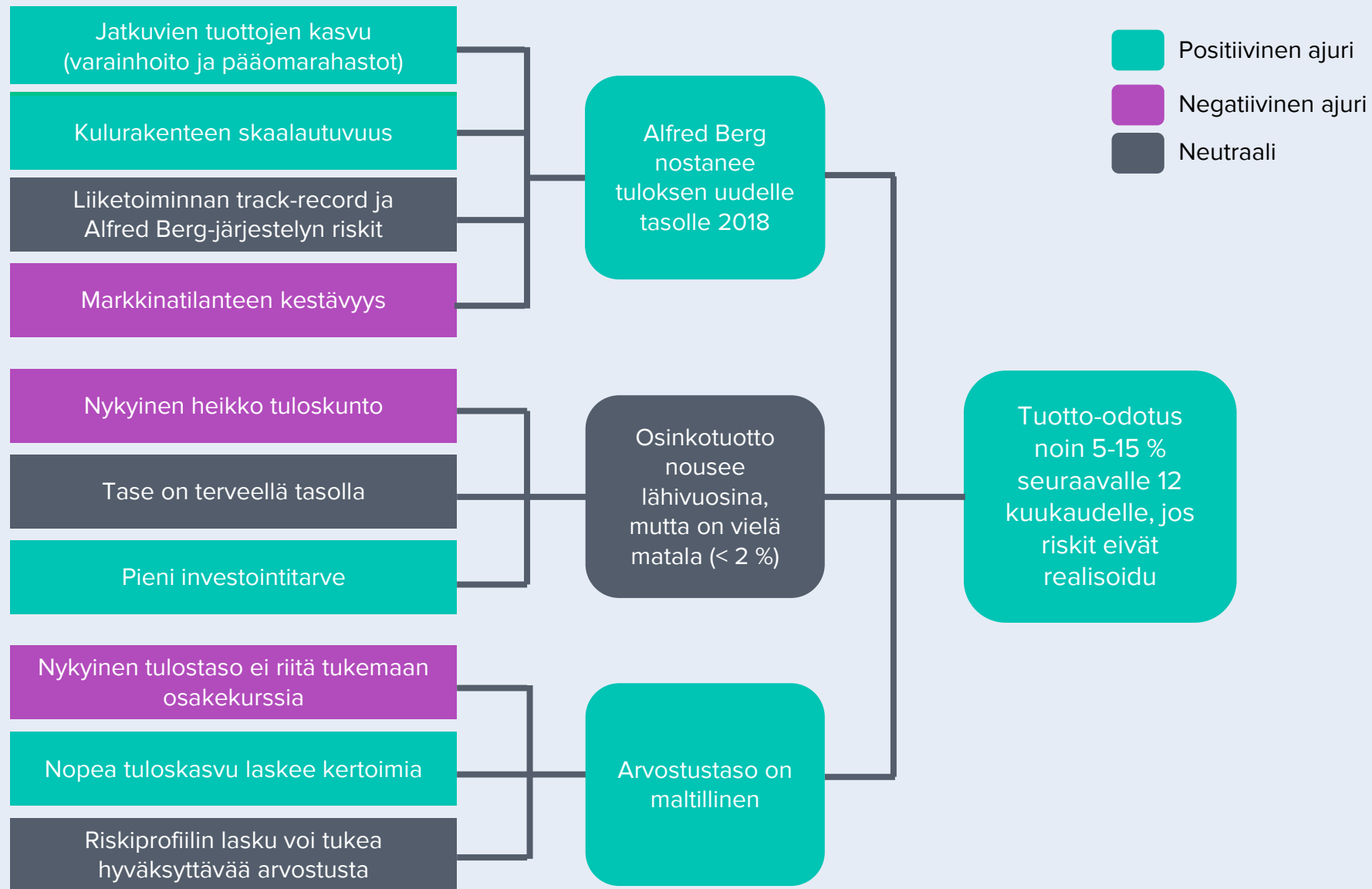
Näkemyksemme mukaan osakkeen riski/tuotto-profiili on tällä hetkellä positiivinen seuraavalle 12 kuukaudelle. Tämä johtuu pääasiassa odottamastamme merkittävästä tuloskasvusta ja toisaalta riskiprofiilin laskemisesta, jos kaikki menee odotuksemme mukaisesti.

Olemme avanneet Eliten lähivuosien tärkeimpiä arvoajureita seuraavalla kalvolla. Riskejä olemme käsitelleet lisää omassa kappaleessa tämän jälkeen.

Arvostuksen yhteenveto



Eliten arvoajurit 2017-2019e



Vertailuryhmäarvostus

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Taaleri	10,44	293	357	11,5	14,3	11,2	13,2	4,5	4,9	11,6	14,4	2,4	2,9	2,6
eQ	8,08	304	302	15,1	13,1	15,1	12,8	7,5	6,7	19,5	16,5	6,2	6,2	4,9
United Bankers	36,50	56	60	14,9	9,9	9,9	8,5	2,4	2,1	16,5	13,0	4,1	5,5	3,6
Capman	1,68	246	194	7,4	8,5	7,2	8,5	6,1	5,4	11,5	14,1	6,1	6,3	1,8
Privanet	3,42	42	45	9,1	7,6	9,1	7,6	3,5	3,2	13,9	9,3	7,5	7,5	2,6
Titanium	6,87	50	39	9,6	7,0	7,3	5,6	3,8	3,1	11,4	9,3	6,2	8,2	3,1
Evli	7,95	185	161	9,0	8,3	7,9	7,4	2,4	2,3	14,8	13,1	6,3	7,5	2,7
Elite Varainhoito (Inderes)	3,65	47	49	45,8	9,5	21,0	7,0	2,4	1,7	40,5	10,3	1,2	4,1	2,1
Keskiarvo				10,9	9,8	9,7	9,1	4,3	4,0	14,2	12,8	5,5	6,3	3,0
Mediaani				9,6	8,5	9,1	8,5	3,8	3,2	13,9	13,1	6,2	6,3	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				375 %	13 %	131 %	-18 %	-37 %	-47 %	191 %	-21 %	-80 %	-36 %	-22 %

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

Riskit

Riskiprofiili on verrokkeja korkeampi

Eliten riskejä ajatellen näemme sekä merkittäviä positiivisia tekijöitä että negatiivisia tekijöitä. Positiivisesti tekijöistä selvästi tärkein on mielestämme jatkuvien tuottojen varsin korkea osuus, jonka arviomme olevan noin 80 %. Negatiivisia yhtiökohtaisia tekijöitä ovat mielestämme vahvan track-recordin puute, uuteen kokonaisuuteen liittyvä riski (esimerkiksi Alfred Bergin AUMin pysyvyys) ja nykyiseen tuottorakenteeseen arviomme mukaan kohdistuva paine alaspäin keskipitkällä aikavälillä. Yhtiöstä irrallisena merkittävänä riskinä näemme vallitsevan erinomaisen markkinatilanteen oleellisen heikentymisen. Nämä tekijät lisäävät selvästi tuloskehitykseen liittyvää epävarmuutta. Kokonaisuutena pidämme Eliten riskiprofiilia yhtiön listattuja verrokkeja korkeampana, mikä heijastuu yhtiölle hyväksymäämme arvostustasoon.

Tärkeimmät huomioitavat asiat riskeistä

Näkemyksemme mukaan Eliteen liittyvät keskeiset riskit on avattu seuraavissa kappaleissa. Lista ei ole täydellinen vaan mielestämme mukana ovat tällä hetkellä oleellimmat riskit yhtiön arvon kannalta.

Palkkiotasojen eroosio. Näemme merkittävän riskin siitä, että keskipitkällä aikavälillä Eliten nykyisiin kohtuullisen korkeisiin tuottotasoihin kohdistuu painetta. Näkemyksemme pohjautuu toimialan trendeihin, joihin näkemyksemme mukaan kuuluvat sijoittajien vaatimustason nousu, digitalisaation kiristämä kilpailu alemmissa segmenteissä sekä alan yleisessä hintatasossa nähtävissä oleva paine. Merkittävimpinä riskinä on mielestämme omissa rahastoissa,

joiden täytyy onnistua sijoitustoiminnassaan erittäin hyvin, jotta nykyiset palkkiot ovat kestävällä tasolla.

Epäonnistuminen asiakkaiden varallisuuden kasvattamisessa. Eliten varainhoitomallin historia on suhteellisen lyhyt. Yhtiön suurimman ja pitkäaikaisimman (lanseerattu 2013) Elite Trendi-rahaston track-record ei ole vakuuttava, vaikka Morningstarin mukaan rahasto on voittanut kategoriansa keskituoton (globaali joustava yhdistelmärahasto). Trendin keskimääräinen vuosituotto on ollut 5,5 % (aloituksesta kesäkuuhun 2017). Elite Optimin track-record on vielä erittäin lyhyt (lanseerattu 04/2016) eikä Elite Osake ole pystynyt voittamaan vertailuindeksiään. Elitellä on myös muita varainhoitomalleja ja esim. Kiinteistö-kehitysrahasto on tuottanut hyvin. Silti nykyisen varainhoitomallin kyky tuottaa lisäarvoa asiakkaille voidaan mielestämme kyseenalaistaa, mikä on riski huomioiden mainitut toimialan trendit. Olemme esittäneet Eliten rahastojen tuottohistorioita liitteissä.

Maineriskit. Eliten maine on mielestämme sen verrokkeja heikompi. Talouselämä (perustuen Rahastoraportin dataan) kertoi vasta, että Eliten rahastot ovat Suomen kalleimpia rahastoja osake-, yhdistelmä- ja korkorahastojen sarjoissa. Kuluja oleellisempaa on tietysti sijoittajien saama tuotto, mutta Eliten myyntiä tämän tyylinen julkisuus ei varmasti tue. Kauempaa historiasta mainittakoon, että nykyään Eliteen kuuluva Eufex Pankki sai kesällä 2013 Finanssivalvonnalta julkisen varoituksen laiminlyönnestä, jotka koskevat mm. sisäistä valvontaa ja riskienhallintaa koskevia luottolaitoslain vaatimuksia. Nykyisen Eliten

liiketoiminnan kannalta asialla ei ole mitään tekemistä (ei enää pankkitoimintaa). Eliten mainetta on painanut historiassa myös syytökset aggressiivisesta myynnistä ”sivistymättömille” sijoittajille. Maineen merkitys on toimialalla erittäin suuri ja sen menettäminen voi heijastua nopeasti liiketoimintaan, minkä takia maineriskeillä on merkitystä.

Markkinatilanteen kestävyys. Nykyinen nousumarkkina on kestänyt jo yli 8 vuotta ja on varsin todennäköistä, että osakemarkkinoiden tuotot jäävät lähivuosina merkittävästi viime vuosien erinomaisista tasoista. Eliten hallinnoitava varallisuus ja sitä kautta saatava jatkuva tulovirta voisi laskea merkittävästi, jos osakemarkkinat kääntyisivät laskuun. Samalla myös yhtiön hyväksyttävä arvostustaso todennäköisesti laskisi sektorin mukana.

Regulaation muutokset. Regulaation muutoksilla ja etenkin vuodenvaihteessa voimaan astuvalla MiFID2-säädöksellä voi olla negatiivinen vaikutus Eliten liiketoimintamalliin. Eliten kannalta merkittävin riski liittyyneen sidonnaisasiamiesmalliin, mutta ilmeisesti sääntely ei pakota yhtiötä muutoksiin. Regulaatiomuutoksilla voi kuitenkin olla myös välillisiä, ei ennakoitavissa olevia vaikutuksia.

Yrityskauppariskit. Elite on historiansa aikana tehnyt erittäin paljon yritysjärjestelyitä ja näitä on odotettavissa myös tulevaisuudessa. Vaikka esimerkiksi Alfred Berg vaikuttaa paperilla erittäin hyvältä yritysostolta, liittyy yritysostovetoiseen kasvuun myös merkittäviä riskejä. Jatkuvat rakennemuutokset heikentävät myös näkyvyyttä ja siten muuten suhteellisen hyvää tuloskehityksen ennustettavuutta.

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys		1	Pääomamarkkinan heilahtelut heijastuvat konsernin liikevaihtoon
Liiketoiminnan jatkuvuus	1		80 % jatkuvia tuloja, mutta näemme palkkiotasoissa painetta
Liikevaihdon hajautuminen	1		Ei riippuvainen yksittäisistä asiakkaista tai tuotteista

2 Kannattavuus

Kulurakenteen joustavuus		2	Kulurakenne varsin kiinteä
Kustannustaso		2	Kustannusrakenne raskas liiketoiminnan nykyiselle kokoluokalle

3 Pääoman sitoutuminen

Käyttöpääoma	3		Operatiivinen toiminta ei sido pääomia
Investointitarve	3		Pääomavaatimukset määräytyvät regulaation myötä

Arvio Eliten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Tuloslaskelma ja avainlukuja

Liikevaihto (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Palkkiotuotot yhteensä	9,9	15,0	17,1	20,1	25,8	28,0	29,8
<i>AUM-pohjaiset palkkiotuotot</i>				16,4	21,0	23,1	24,6
<i>Muut palkkiot ja tuotot</i>				3,7	4,8	4,9	5,1
AUM-tuottojen osuus (%)				82 %	81 %	82 %	83 %
Kulurakenne (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Palkkiokulut	3,6	6,1	7,7	7,0	7,7	7,9	8,3
Henkilöstökulut	3,0	4,0	4,6	6,4	6,6	6,8	7,1
Muut hallintokulut	1,6	2,2	2,4	2,0	2,5	2,6	2,7
Liiketoiminnan muut kulut	0,9	1,1	1,1	2,7	3,4	3,5	3,6
Kertaluontoiset kulut	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Kulut yhteensä	9,1	13,4	15,8	19,0	20,1	20,8	21,7
Tuloskehitys (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Käyttökate	0,9	1,6	1,3	1,4	5,7	7,2	8,1
Liikearvopoistot	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0	1,0	1,0
Muut poistot ja arvonalentumiset	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Liiketulos	0,5	1,2	0,7	0,1	3,9	5,5	6,4
Verot	0,0	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	0,5	0,7	0,2	4,0	5,7	6,6
Osakekohtainen tulos (€)	0,06	0,14	0,06	0,09	0,35	0,47	0,54
Tulos/osinko-suhde (%)	0 %	61 %	127 %	930 %	50 %	50 %	50 %
Osinko / osake (€)	0,81	0,08	0,08	0,05	0,15	0,21	0,31
Kannattavuus (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Käyttökate-%	8,7 %	10,8 %	7,5 %	6,8 %	22,0 %	25,8 %	27,2 %
Liikevoitto-%	4,9 %	7,8 %	3,9 %	0,6 %	15,2 %	19,6 %	21,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	7,8 %	3,9 %	5,1 %	15,2 %	19,6 %	21,5 %
Liikevoitto-% nettoliikevaihdosta	7,7 %	13,1 %	7,0 %	0,9 %	21,6 %	27,3 %	29,7 %

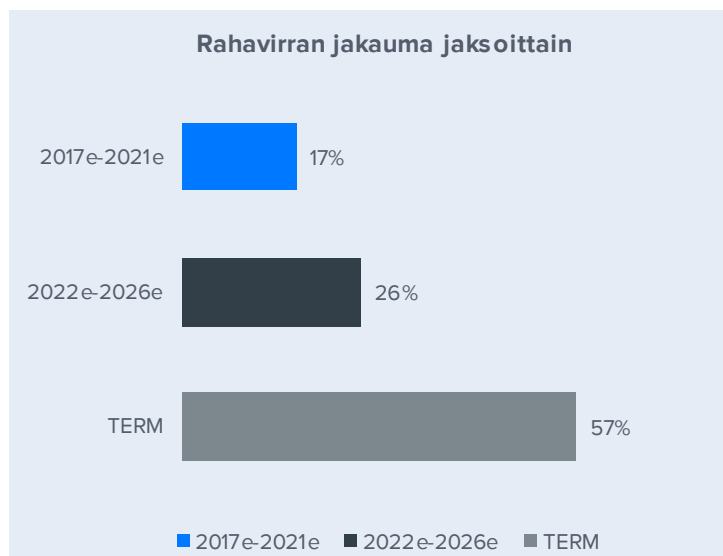
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	5,1	10,8	16,0	25,5	24,8
Liikearvo	0,0	4,0	3,8	11,0	10,2
Aineettomat oikeudet	4,2	0,5	1,9	3,8	3,9
Käyttöomaisuus	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	5,1	7,1	7,5	7,5
Laskennalliset verosaamiset	0,4	1,1	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	3,5	4,1	1,5	7,3	10,2
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,2	0,3	0,7	4,5	4,6
Likvidit varat	0,3	3,8	0,8	2,8	5,5
Taseen loppusumma	8,6	14,9	17,5	32,8	35,0

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	6,1	11,6	12,4	22,0	25,2
Osakepääoma	4,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	0,1	0,9	0,7	0,0	3,2
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,2	10,0	10,9	21,3	21,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	0,3	2,4	4,0	6,2	5,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	1,0	1,8	4,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,4	2,2	2,2	2,2
Lyhytaikaiset velat	2,1	0,9	1,0	4,5	4,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,1	0,9	1,0	4,1	4,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	8,6	14,9	17,5	32,8	35,0

Kassavirtalaskelma

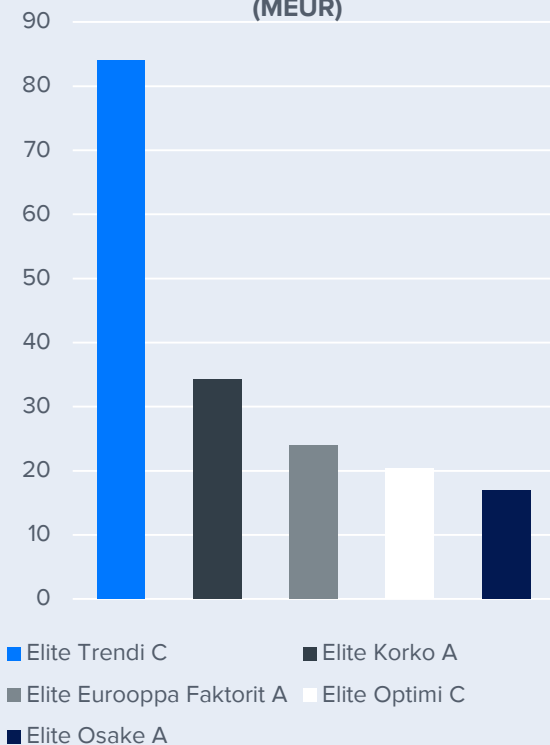
Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,7	0,1	3,9	5,5	6,4	6,2	6,3	6,4	6,4	6,5	6,7	
+ Kokonaispoistot	0,6	1,3	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
- Maksetut verot	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	
- verot rahoituskuluista	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	-0,3	-0,7	0,1	0,0	0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,0	0,6	5,7	7,1	8,4	7,9	7,3	6,7	6,7	6,8	7,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,9	-10,8	-1,1	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,1	-10,2	4,6	6,4	7,6	7,0	6,4	5,8	5,8	5,8	5,9	
+/- 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	-2,1	-10,2	4,6	6,4	7,6	7,0	6,4	5,8	5,8	5,8	5,9	81,1
Diskontattu vapaa kassavirta		-10,0	4,1	5,1	5,5	4,6	3,8	3,1	2,8	2,5	2,4	32,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		56,0	66,0	61,9	56,8	51,3	46,7	43,0	39,9	37,1	34,5	32,2
Velaton arvo DCF		56,0										
- Korolliset velat		-1,8										
+ Rahavarat		0,8										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-0,8										
Oman pääoman arvo DCF		54,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,21										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,6 %



Suurimpien rahastojen avaintiedot

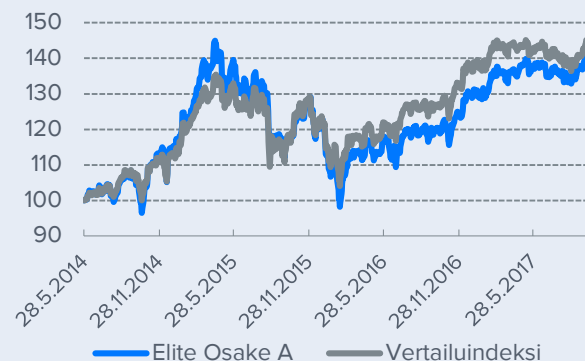
Rahastopääomat syyskuu 2017
(MEUR)



Elite Trendi tuottohistoria



Elite Osake tuottohistoria



Elite Optimi



Elite Eurooppa Faktorit tuottohistoria



Rahastojen avainlukuja			Tuotto		Riski*	Sharpe	Kulut			Rahasto-	
	Perustettu	3 v (% p.a.)	1 v (%)	6 kk (%)	12 kk	12 kk	Merkintä	Lunastus	Hallinnointi	Juoksevat	pääoma (M€)
Elite Trendi C	12/12	3,7 %	8,0 %	-0,6 %	5,6 %	1,5	3,00 %	1,00 %	3,00 %	3,60 %	84,1
Elite Korko A	12/12	1,5 %	2,9 %	1,5 %	1,6 %	2,0	1,50 %	0,50 %	1,00 %	1,50 %	34,3
Elite Eurooppa Faktorit A	12/16			5,4 %			3,00 %	1,00 %	2,00 %		24,0
Elite Optimi C	04/16		-2,2 %	-2,5 %	4,4 %	-0,4	3,00 %	1,00 %	2,00 %	2,20 %	20,4
Elite Osake A	05/14	9,1 %	15,9 %	2,0 %	9,5 %	1,7	3,00 %	1,00 %	3,00 %	3,40 %	17,0

* Volatiliteetti 12 kk (%)

Lähde: Rahastoraportti syyskuu 2017 (avainluvut), Elite (rahastojen tuottokehitys), muokannut Inderes.

Kiinteistörahasto ja varainhoitomallit

Elite Kiinteistörahasto I Ky avaintietoja

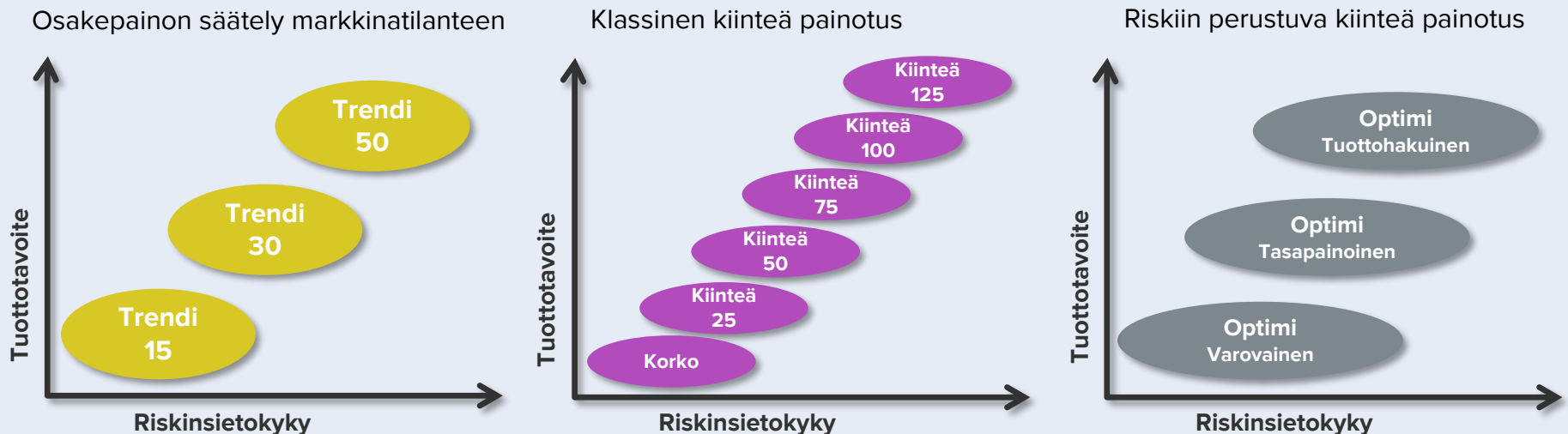
Elite Kiinteistökehitysrahasto I Ky	30.6.2017	Rahaston tuotto	2015	2016	Q1'17	Q2'17
Kiinteistöomaisuuden käypä arvo	78,1 MEUR	Kiinteistöjen nettotuotto*	9,5 %	9,3 %	8,2 %	8,0 %
Oma pääoma (kutsutut yhtiöpanokset)	42,8 MEUR	Kiinteistöjen arvomuutos	-0,1 %	1,4 %	0,0 %	0,0 %
Vieras pääoma (pankkilainat)	33,9 MEUR	Kiinteistöjen kokonaistuotto **	9,4 %	9,3 %	8,2 %	8,0 %
Vieraan pääoman suhteellinen osuus (LTV)	43,4 %	Rahaston kokonaistuotto ***	10,6 %	11,2 %	9,9 %	8,2 %
Vieraan pääoman korkosuojausaste	73,3 %					

* Tilintarkastamaton annualisoitu nettotuotto kaikkien kiinteistökohtaisten kulujen jälkeen keskimääräiselle kokonaispääomalle

** Tilintarkastamaton annualisoitu kiinteistöjen nettotuotto lisättyä kiinteistöjen arvomuutoksella

*** Tilintarkastamaton annualisoitu nettotuotto kaikkien vuotuisten kiinteistö-, rahasto- ja rahoituskulujen jälkeen keskimääräiselle sijoitetulle omalle pääomalle laskettuna. Luvuissa ei huomioida tuottosidonnaista palkkiota (ei maksettu tilikaudella).

Eliten pääasialliset varainhoitomallit



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suosituksien historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.10.2017	Lisää	4,00 €	3,70 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**