

EVLI

26.10.2025 18.00 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Sektorin paalupaikalla

Tarkistamme Evlin tavoitehintamme 24,0 euroon (aik. 21,0e) kohonneiden tuloseennusteiden ja hyvän tulokasvunäkymän myötä. Laskemme kuitenkin suosituksemme tasolle lisää (aik. osta) reippaan kurssinousun myötä kiristyneen arvostuksen seurauksena. Näemme Evlin edelleen yhtenä sektorin ehdottomista pitkän aikavälin voittajista, ja kohonneesta arvostuksesta huolimatta tulokasvun sekä vahvan osingon tarjoama tuotto-odotus on edelleen riittävä.

Kotimaisen varainhoitosektorin kirkkainta kärkeä

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

Tulokasvunäkymä on hyvä

Evlin kehitys on jo pidemmän aikaa ollut erittäin vahvaa. Yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita valintoja, strategian toteutus on ollut onnistunutta ja myynti on toiminut pääosin hyvin. Odotamme yhtiön jatkavan vahvaa kehitystään lähivuosina, ja nykyinen markkinatilanne suosii Evlin kaltaista täyden palvelun varainhoitajaa. Etenkin korkojen paluu relevantiksi omaisuusluokaksi on ollut Evlille merkittävä asia sen ollessa Suomen johtavia korkovarainhoitajia. Odotamme 2026–2028 välillä 11 %:n vuotuista tulokasvua vahvan uusmyynnin ja parantuvan kulutehokkuuden seurauksena. Yhtiö tekee 2025

hurjan tuloksen ennätyskorkeiden tuottopalkkioiden johdosta, ja tämä painaa jonkin verran lähivuosien tulokasvun kulmakerrointa. Mielestämme tulokasvun riskitaso on varsin maltillinen, sillä se tulee useasta eri lähteestä eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisestä tuotteesta tai omaisuusluokasta. Huomautamme kuitenkin, että Evlin palkkioiden jakauma painottuu keskimääräistä verrokkia enemmän perinteiseen varainhoitoon, mikä nostaa tuloksen markkinaherkkyyttä. Odotamme yhtiöltä edelleen vuolasta osinkovirtaa, ja yhtiö jakaa arviomme mukaan lähes koko tuloksensa osinkoina. Yrityskauppojen osalta Evlin retoriikka on muuttunut viimeisen 5v aikana selvästi aiempaa opportunistisemmaksi, ja yrityskauppojen todennäköisyys on kohonnut selvästi. Todennäköisesti järjestelyt olisivat Evliä täydentäviä hankintoja, ja annamme matalan todennäköisyyden Evlin osallistumiselle suurempiin toimialajärjestelyihin.

Tuotto-odotus on edelleen riittävä

Olemme tarkastelleet Evlin arvonmäärittäystä useilla eri menetelmillä, ja kaikki menetelmämme indikoivat samankaltaisia tuloksia. Osake ei ole millään mittarilla edullinen, mutta nykyinen preemioarvostus suhteessa verrokkeihin on enemmän kuin perusteltu yhtiön hyvät näkymät sekä korkea laatu huomioiden. Toteutuneella tuloksella osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta, ja ilman tulokasvua osakkeessa on vaikea nähdä nousuvaraa. Vastaavasti mikäli ennustamamme tulokasvu jatkuu, pitäisi sijoittajan tuotto-odotuksen olla 10-15 %:n välillä koostuen suunnilleen puoliksi tulokasvusta sekä tasaisesti kasvavasta osingosta. Mielestämme tämä 10-15 %:n tuottotaso on vielä riittävän houkutteleva, kun se suhteutetaan yhtiön hyvin maltilliseen riskiprofiiliin.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

24,00 EUR

(aik. 21,00 EUR)

Osakekurssi:

22,20 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	126,8	119,7	121,8	128,6
kasvu-%	17 %	-6 %	2 %	6 %
EBIT oik.	44,3	50,2	53,1	58,0
EBIT-% oik.	35,0 %	42,0 %	43,6 %	45,1 %
Nettotulos	44,6	33,7	38,1	43,0
EPS (oik.)	1,16	1,26	1,42	1,59

P/E (oik.)	15,0	17,6	15,7	14,0
P/B	3,1	3,9	3,8	3,6
Osinkotuotto-%	6,7 %	5,4 %	5,9 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,4	11,7	11,1	10,1
EV/EBITDA	7,5	10,9	10,4	9,5
EV/Liikevaihto	3,7	4,9	4,8	4,5

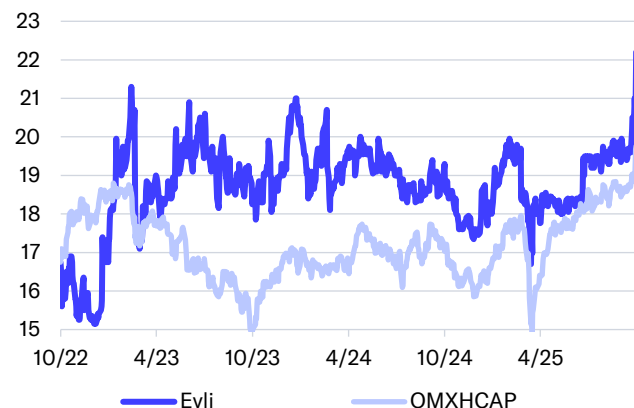
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Tarkennus)

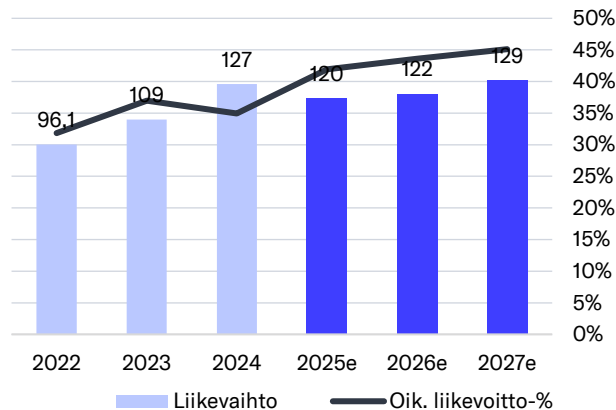
Vahvan markkina-aseman ja kasvunäkymien myötä Evli arvio yhtiön liike tuloksen olevan selvästi positiivinen vuonna 2025. Oikaistu liikevoitto ylittää 2024 tason.

Osakekurssi



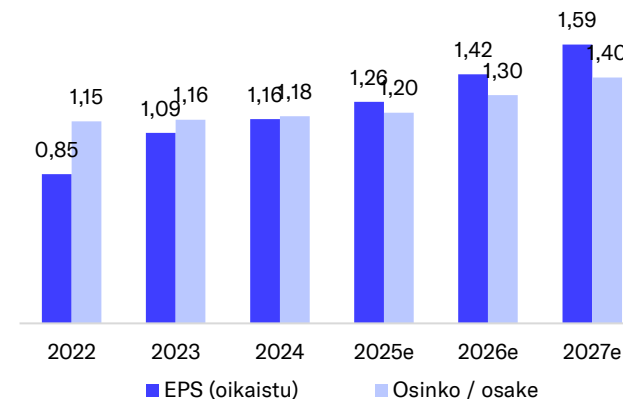
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kasvu Suomen varainhoidossa
- Kansainvälinen myynti
- Kannattavuuden jatkuva skaalautuminen
- Yritysjärjestelyt
- Allsharesin kasvu ja irtaantuminen vuosikymmenen loppupuolella

Riskitekijät

- Markkinariskit ja tuloksen volatilitteetti
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine
- Passiivisten sijoitusstrategioiden suosion merkittävä nousu

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	22,2	22,2	22,2
Osakemäärä, milj. kpl	26,7	26,9	27,1
Markkina-arvo	592	597	601
Yritysarvo (EV)	589	587	583
P/E (oik.)	17,6	15,7	14,0
P/E	17,6	15,7	14,0
P/B	3,9	3,8	3,6
P/S	5,0	4,9	4,7
EV/Liikevaihto	4,9	4,8	4,5
EV/EBIT (oik.)	11,7	11,1	10,1
Osinko/tulos (%)	95,1 %	91,6 %	88,2 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Varainhoito	10-17
Investointipankki ja konsernitoiminnot	18
Strategia	19-21
Sijoitusprofiili	22-23
Markkinakatsaus	24-28
Taloudellinen tilanne	29
Ennusteet	30-33
Arvonmääritys	34-38
Taulukot, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39-44

Evli lyhyesti

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

2015

Listautuminen Helsingin Pörssin päälistalle

120,4 MEUR

Liikevaihto viimeisen 12kk Q4'24-Q3'25

50,8 MEUR

Oikaistu liikevoitto viimeisen 12kk Q4'24-Q3'25

130 %

Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin

20,8 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus Q3'25 lopussa

~300

Henkilöstömäärä

2010-2014

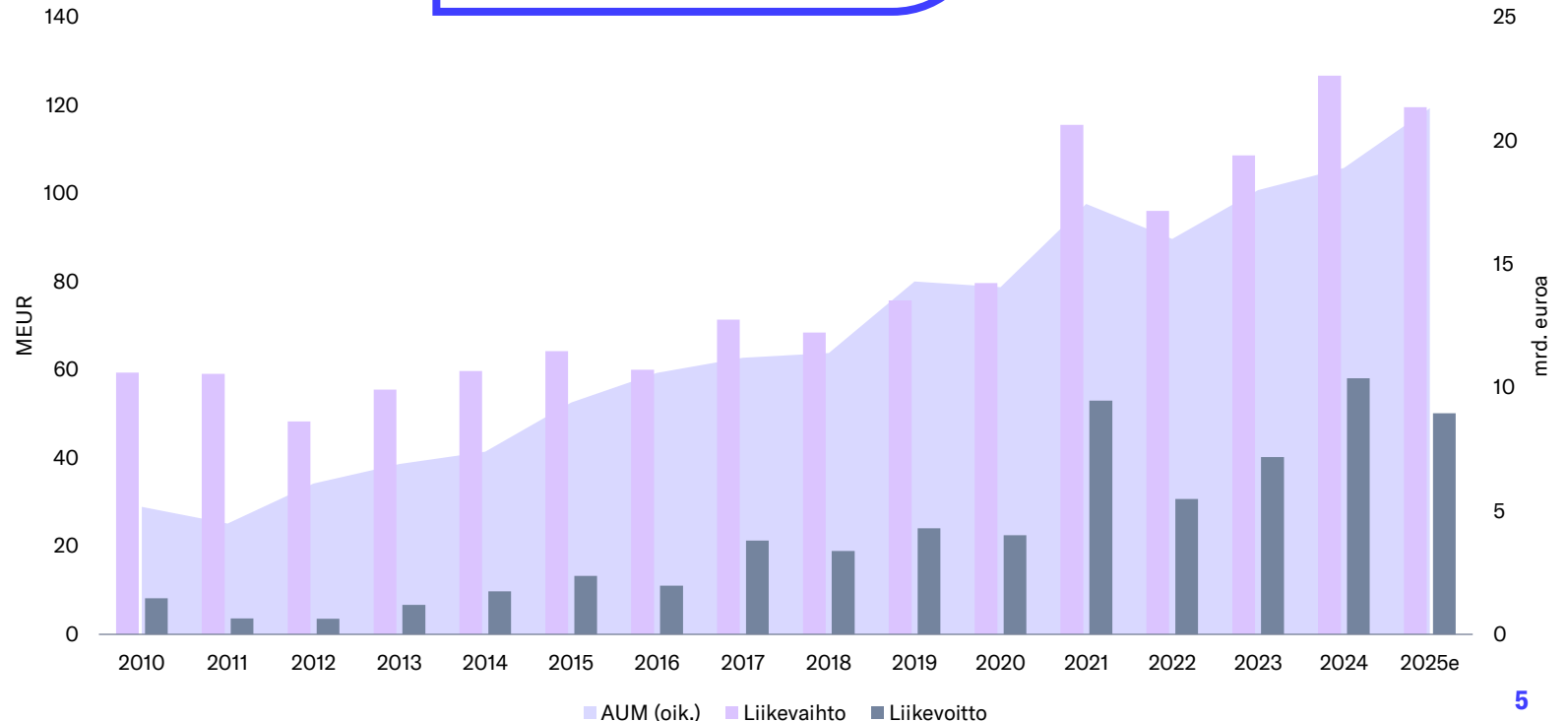
- Eurokriisin myötä laajat kulusäästöt
- Fokus entistä vahvemmin varainhoitoon
- Kiinteistörahastoliiketoiminnan eriyttäminen ja NHC:n perustaminen
- Kannattavuus vaatimaton

2015-2020

- Listautuminen (12/15)
- Venäjän toimintojen alasajo
- Organisaatiouudistus ja strategiapäivitys 2017
- Varainhoidon merkittävä kannattavuusparannus
- Panostukset KV-myyntiin
- Vaihtoehtoisiin tuotteisiin laajentuminen

• 2021–

- Pankkitoiminnan divestointi
- Varainhoidon kannattava kasvu
- Voimakas kasvu vaihtoehtoisissa tuotteissa
- EAB-fuusio
- Kannustinliiketoiminnan järjestely pääomasijoittajan kanssa

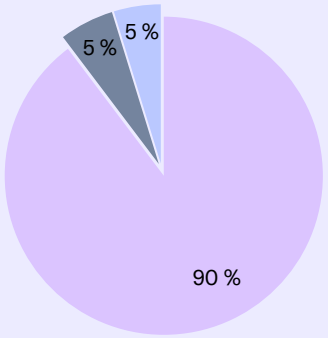




EVLI

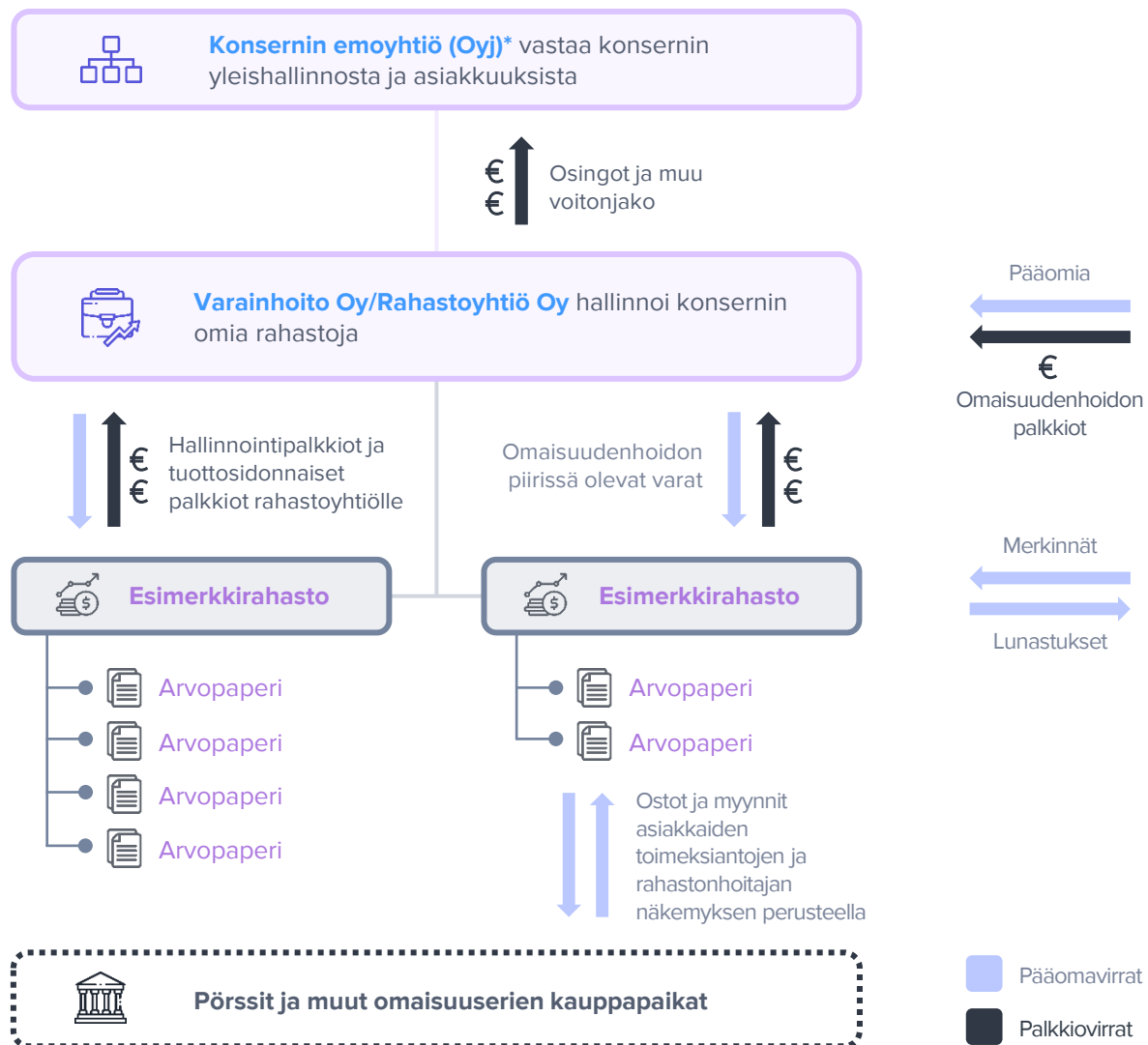
- AUM:sta huomattava osa on sijoitettuna perinteisiin korko- ja osakerahastoihin
- Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä
- Evli jakelee tuotteitaan omien myyjien sekä ulkomailla toimivien myyntiagenttien kautta
- Yhtiö ollut kärkisijoilla Suomen instituutiovarainhoidon tutkimuksissa yli vuosikymmenen putkeen
- Evlillä on kaksi osakesarjaa, joista listaamattoman A-sarjan yhteenlaskettu äänioikeus on 96 %

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2025e)



■ Varainhoito ■ Neuvonanto ■ Konsernitoiminnot

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Omaisuuksienhoiton asiakkaat

- Täyden valtakirjan omaisuudenhoitossa varainhoitoyhtiö vastaa asiakasvarojen allokatiosta eri omaisuuserien ja tuotteiden välillä.
- Varainhoitaja voi hyödyntää sekä omia rahastojaan että ulkopuolisten toimijoiden sijoitustuotteita.

Rahastosijoittajat

- Sijoittajat voivat tehdä merkintöjä myös suoraan yhtiön hallinnoimiin rahastoihin.
- Avoimissa rahastoissa merkintöjä ja lunastuksia voi tehdä tyypillisesti joko päivittäin tai kvartaaleittain rahaston tyypistä riippuen.

*Huom: Kuvion on tarkoitus havainnollistaa tyypillistä varainhoitopalvelun liiketoimintamallia eikä se siten huomio esimerkiksi Evlin täsmällistä konsernirakennetta.

Evlin merkittävimmät yritysjärjestelyt

Evli kertoi heinäkuussa 2021 toteuttavansa osittaisjakautumisen, jossa yhtiö jakautuu kahdeksi uudeksi yhtiöksi: Varainhoitoon keskittyväksi Evli Oyj:ksi sekä pankkitoimintaa harjoittavaksi Fellow Pankiksi (myöhemmin Alisa Pankki). Järjestely toteutettiin 2022 huhtikuussa. Olemme kuvanneet järjestelyä tarkemmin [täällä](#).



Evlin irtautuminen pankkitoiminnasta on myönteistä, koska se vapauttaa pääomaa ja vähentää sääntelytaakkaa, keskittäen huomion varainhoitoon.



Vaikka liikevoiton nettovaikutus oli lähellä nollaa, pankista irtautuminen vapauttaa pääomia ja selkeyttää rakennetta, mikä luo positiivista omistaja-arvoa.

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



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



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

Evli ja pääomasijoittaja Bregal Milestone (BM) ilmoittivat 3/24 järjestelystä, missä BM hankkii enemmistöosuuden Evlin kannustinliiketoiminnasta. Samalla kannustinliiketoiminnan nimi vaihtui Allshares Oy:ksi.



Järjestely oli näkemyksemme mukaan Evlin näkökulmasta erinomainen, sillä se sai kannustinliiketoiminnasta erittäin hyvän hinnan. Lisäksi järjestely tarjoaa Evlille merkittävää tulevaisuuden potentiaalia Allsharesin kasvusuunnitelmien realisoituessa.



Näemme Allsharesissa merkittävää arvonnousupotentiaalia Evlin kannalta, mikäli yritysostovetoinen kasvustrategia onnistuu. Osakkuuden arvo mitataan vasta vuosikymmenen lopussa, kun irtaantuminen tapahtuu.



Alisa
PANKKI

ELITE
ALFRED BERG

Allshares

Omistusrakenne

Omistuspohja ja äänivalta keskittynyt perustajaosakkaille

Evlillä on käytössä kaksi osakesarjaa: A- ja B-sarja. Evlin B-osakesarja on noteerattu Helsingin pörssissä ja yksi B-osake tuottaa yhden äänen. A-sarjan osakkeilla on 20-kertainen äänioikeus suhteessa B-osakkeisiin. 2025 A-sarjan osakkeet muodostivat noin 55 % koko osakemäärästä ja noin 96 % kaikista äänistä, joten yhtiön äänivalta on keskittynyt tiukasti perustajaosakkaille.

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

Keskittyneen omistuksen ja äänivallan merkittävän vaikutus liittyy yritysjärjestelyihin

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

Johtoryhmässä vahva tausta Evlistä

Evlin johtoryhmään kuuluu seitsemän jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2006 lähtien Maunu Lehtimäki. Ennen toimitusjohtajapestiä Lehtimäki toimi Evlin varainhoitoyksikön johtajana ja on työskennellyt yhtiössä lähes kolmen vuosikymmenen ajan. Evlin toimitusjohtajana toimi ennen Lehtimäkeä perustajaosakas Henrik Andersin, joka siirtyi vuonna 2006 yhtiön hallituksen puheenjohtajaksi (luopui puheenjohtajuudesta 2024).

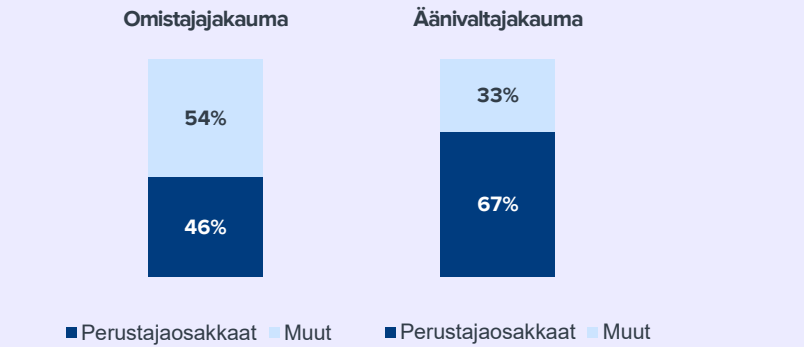
Yhtiön talousjohtajana on toiminut vuodesta 2013 Juho Mikola, jolla on myös pitkä tausta Evlistä. Myös muilla johtoryhmän jäsenillä on hyvin vahva Evli-tausta, sillä muut jäsenet ovat olleet yhtiön palveluksessa laskelmiemme mukaan keskimäärin 20 vuotta.

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

Suurimmat osakkeenomistajat (10/2025) Osuus osakkeista Osuus äänistä

Oy Prandium Ab	18,0%	25,7%
Oy Scripo Ab	18,0%	25,7%
Ingman Group Oy Ab	10,4%	12,7%
Oy Fincorp Ab	10,0%	15,6%
Moomin Characters Oy Ltd	2,5%	0,2%
Maunu Lehtimäki	2,5%	3,6%
SEB	2,0%	0,2%
Tallberg Claes Henrik	1,5%	2,5%
Hollfast John Erik	1,5%	2,2%
Danske Invest Finnish Equity Fund	1,1%	0,1%
10 suurinta yhteensä	66,4%	88,3%

Osakkeiden määrä	
Maunu Lehtimäki	650 959
Esa Pensala	192 200
Juho Mikola	129 220
Panu Jousimies	128 740
Kim Pessala	98 975
Mari Etholén	90 948
Mona Von Weissenberg	0
Yhteensä	1 291 042



Varainhoito 1/6

Evli on Suomen johtavia instituutiovarainhoitajia ja rahastopääomalla (UCITS-rahastot) mitattuna Suomen kolmanneksi suurin varainhoitaja 6,7 %:n markkinaosuudella. Yhtiö on menestynyt historiassa erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa. Viimeisen vuosikymmenen aikana Evli on sijoittunut SFR:n sekä Kantar Prosperan vuotuisissa tutkimuksissa sijoille 1–3 Suomen paras yhteisövarainhoitaja -kategoriassa. Yhtiö on varainhoidossa ns. generalisti ja se tarjoaa käytännössä kaikki mahdolliset varainhoitoon liittyvät palvelut.

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

Hallinnoitava varallisuus

Evlin hallinnoitava varallisuus oli Q3'25 lopussa 20,8 mrd. euroa. Yhtiön varainhoitomallin ytimessä on sijoittaminen sen itse hallinnoimien rahastojen kautta, ja täyden valtakirjan mandaattinsa Evli toteuttaakin allokoimalla asiakasvarat omiin rahastoihinsa sekä kolmansien osapuolien tuotteisiin. Hallinnoitavan varallisuuden osalta yhtiön omat rahastot näyttelevät merkittävää osaa.

Perinteiset sijoitusrahastot koostuvat Evli-Rahastoyhtiön hallinnoimista osake-, korko- ja yhdistelmärahastoista. Perinteisestä rahastopääomasta noin 68 % oli Q3'25 lopussa korkorahastoissa ja 30 % osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus (~2 %) on häviävän pieni.

Pääomarahastojen eli vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden hallinnoitavat pääomat olivat Q3'25 lopussa noin 3,1 mrd. euroa. Evli lähti pääomarahastotoimintaan selvältä

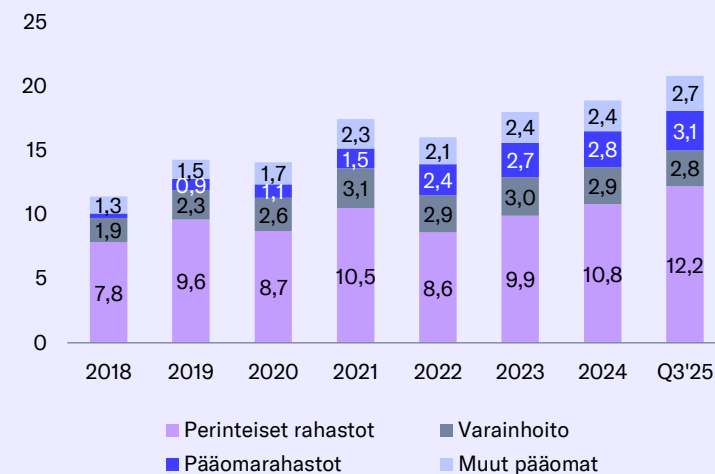
takamatkalta useisiin verrokkeihin nähden ja pääomarahastot tulivat osaksi tuotetarjontaa varsinaisesti vasta vuoden 2018 Kelonia-liiketoimintakaupan myötä. Yhtiö on kuitenkin onnistunut kasvattamaan vaihtoehtoisten tuotteiden tarjontaansa lyhyessä ajassa ripeästi ja niistä on tullut konsernin mittakaavassa merkittävä palkkiotuottojen lähde. Yhtiön tarjonta vaihtoehtoisissa kattaa käytännössä kaikki relevantit pääomaluokat ja tämä tukee yhtiön ”täyden palvelun varainhoitotalo” -strategiaa. Evli tarjoaa vaihtoehtoisissa tuotteissa pääosin rahastojen rahastoja ja sillä on omia tuotteita vain yksittäisissä omaisuusluokissa (mm. kiinteistöt ja kasvusijoitukset).

Varainhoito sisältää Evlin täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä olevan varallisuuden. Tämän määrä oli Q3'25 lopussa noin 6,7 mrd. euroa. Arviomme mukaan tästä hieman yli 3,0 mrd. euroa oli yhtiön omien rahastojen ulkopuolisissa tuotteissa. Käytännössä tämä osuus sisältää mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita.

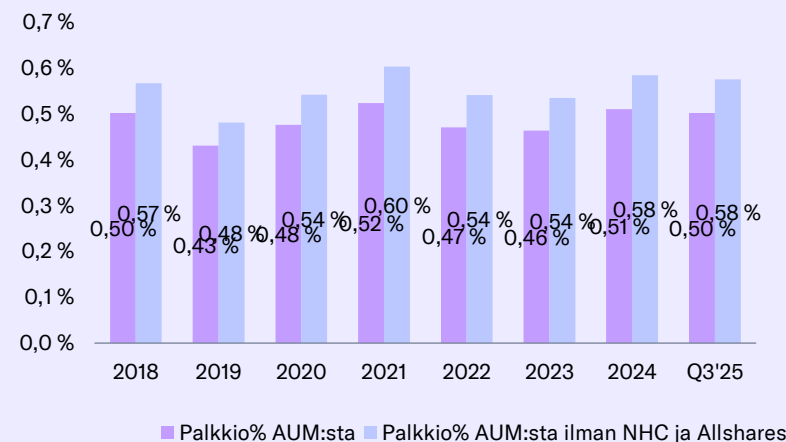
Muut pääomat sisältävät osakkuusyhtiöiden (Allshares ja Northern Horizon Capitalin) hallinnoitavat pääomat. Näiden erien yhteenlasketut hallinnoitavat varat olivat Q3'25 lopussa 2,8 mrd. euroa ja Evli saa niistä vain marginaalista ansaintaa.

Laskelmiemme mukaan Evli saa hallinnoimistaan asiakasvaroista keskimäärin noin 0,5 %:n palkkiotasoa ja taso on pysynyt varsin vakaana jo pitkään. Yhtiö on kyennyt taklaamaan perinteisen varainhoidon jatkuvaa hintapainetta etenkin pääomarahastojen voimakkaalla kasvulla sekä tuottopalkkioilla. Taso on mielestämme erittäin kilpailukykyinen ja riski hintaeroosiolle on näin ollen pieni.

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (mrd. euroa)



AUM:sta saatavat palkkiot-% (sis. tuottopalkkiot)



Varainhoito 2/6

Varainhoidon palkkiotuotot

Evlin varainhoitoliiketoiminnan palkkiotuotot voidaan jakaa perinteisten rahastojen hallinnointipalkkioihin, pääomarahastojen hallinnointipalkkioihin, varainhoidon palkkioihin, tuottosidonnaisiin palkkioihin sekä välitys ja muut palkkiot.

Hallinnointipalkkiot perinteisistä sijoitusrahastoista ovat Evlin keskeinen tulovirta ja näistä kertyneet tuotot olivat viimeisen 12kk aikana noin 51 MEUR. Tästä korkorahastojen osuus on arviomme mukaan reilu puolet ja osakerahastojen vastaavasti hieman alle puolet. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on ollut jo vuosia kireää ja erottautuminen hankalaa, sillä rahastotarjonta kilpailukentällä on hyvin laaja. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin kilpailukykyinen ja kilpailukykyä tukee vahva palvelumalli. Evli on vahvana korkotalona hyötynyt selvästi korkotason normalisoitumisesta.

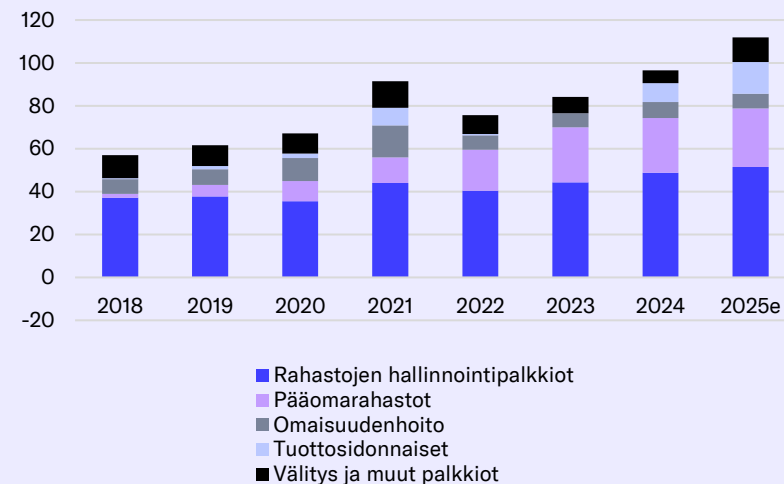
Hallinnointipalkkiot pääomarahastoista koostuvat jatkuvista palkkioista, joita yhtiö veloittaa hallinnoimistaan vaihtoehtoihin omaisuuseriin sijoittavista KY-muotoisista rahastoista. Näihin lukeutuu muun muassa private equity -rahastoja, kiinteistörahastoja, listaamattomiin lainoihin sijoittavia rahastoja, infrarahastot sekä metsärahasot. Evli on vuoden 2018 jälkeen edennyt pääomarahastoliiketoimintansa ylösajossa nopeasti, ja viimeisen 12kk aikana pääomarahastojen hallinnointipalkkiot vastasivat jo noin 30 % kaikista Varainhoidon palkkiotuotoista (2018: 3 %). Samalla ne ovat olleet myös konsernin nopeimmin kasvava palkkioiden lähde. Evli on kyennyt myymään pääomarahastoja järkevällä volyyymillä myös viime vuosina, vaikka niiden markkina on yleisesti ollut hyvin hankala korkojen nousun myötä.

OmaisuuDENhoidon palkkiot sisältävät palkkiotuotot Evlin täyden valtakirjan varainhoidon alaisesta pääomasta. Yhtiö kirjaa tänne vain omaisuudenhoitosopimuksen välittömiä palkkioita, eikä erä siten sisällä esimerkiksi varainhoitomandaattien alla olevien omien rahastojen tuottoja. Lisäksi yhtiö kirjaa tänne tuottopalkkioita tietyistä varainhoitostrategioista. Viimeisen 12kk aikana varainhoitopalkkioiden määrä oli noin 7,5 MEUR ja arviomme mukaan omaisuudenhoidon alaiset tuottopalkkiot olivat lähellä nollaa.

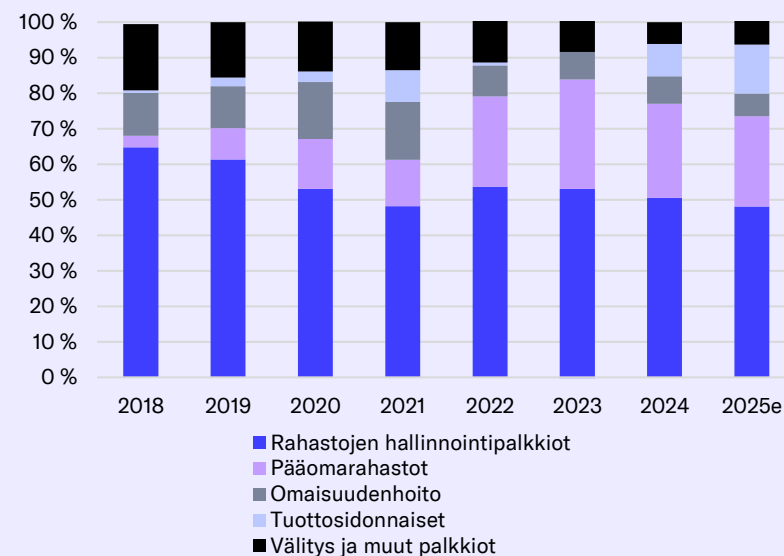
Tuottosidonnaisten palkkioiden merkitys Evlille on sen keskeisiä kilpailijoita pienempi, ja yhtiöllä on tuottosidonnaisiin palkkioihin oikeuttavat sopimusehdot vain osassa rahastoistaan (pääosin KY-muotoisissa rahastoissa). Evlin tuottosidonnaiset palkkiot ovat viimeisen 5v aikana tehneet selvän tasokorjauksen ja 2020-Q3'25 välillä ne ovat olleet keskimäärin yli 5 MEUR, kun 2015-2019 ne olivat keskimäärin vain 1,5 MEUR. Tuottopalkkioiden taso on vahvasti sidoksissa yksittäisten rahastojen kehitykseen ja niiden ennustettavuus on hyvin heikko. Yhtiöllä on kuitenkin nykyään merkittävä määrä rahastoja joissa on mukana tuottopalkkiokomponentti ja tuottopalkkioiden määrän pitäisi olla kasvutrendillä lähivuosina.

Välitys ja muut palkkiot sisältävät strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin sekä Evlin välitystoiminnan. Viimeisen 12kk aikana nämä palkkiot olivat yli 10 MEUR. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden osuus muista palkkioista on viimeisen 12 kk:n aikana ollut yli 4 MEUR loppuosan koostuessa välityksestä. Välityksen volyyymi on jo pidempään ollut rakenteellisessa laskussa markkinan muutoksista johtuen. Välityksen volyyymi heiluu kuitenkin merkittävästi markkinan volatiliteetin mukana ja esim. kevät 2025 oli välitykselle erinomaista aikaa.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma (MEUR)



Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma



Varainhoito 3/6

Myynti keskeinen ajuri osakekurssille

Evlin kannalta uusmyynti on yksittäinen tärkein mittari pitkän aikavälin menestyksen kannalta. Evli raportoi itse rahastojen uusmyynnin perinteisten sijoitusrahastojen, pääomarahastojen ja ulkomaisten sijoittajien kesken. Koska yhtiön palkkioista ~80 % tulee rahastoista, antaa rahastojen uusmyynti erittäin hyvän kuvan koko yhtiön kehityksestä. Evlin rahastojen keskimääräinen koko on varsin korkea ja tuotekohtainen kannattavuus siten erittäin hyvä.

Evli on panostanut viime vuosina voimakkaasti rahastojen kansainväliseen myyntiin, ja yhtiön kansainväliset rahastopääomat olivat Q3'25 3,7 miljardia. Yhtiöllä on Ruotsissa oma myyntikonttori, joka hoitaa myynnin muihin Pohjoismaihin. Muun kansainvälisen myynnin osalta yhtiö käyttää yhteistyökumppaneita, jotka saattavat Evlin ja mahdollisen asiakkaan saman pöydän ääreen. Evli hoitaa itse myyntityön ja yhteistyökumppani saa rahaston palkkioista provisiota. Arviomme mukaan Evlin saama palkkiotaso ei oleellisesti poikkea kansainvälisen tai kotimaisen pääoman osalta. Kansainvälisessä myynnissä yhtiö keskittyy yksittäisiin rahastoihin ja myynnin painopiste on Pohjoismaissa ja Euroopassa. Jakeluverkosto kattaa tällä hetkellä 14 maata ja siihen lukeutuvat Euroopan keskeiset maat (Italia, Espanja ja Ranska). Yhtiön fokus on Pohjoismaissa sekä Euroopassa ja näiden ulkopuolisten alueiden merkitys myynnille on hyvin rajallinen.

Pääomarahastojen osalta Evli lähti kisaan reippaalta takamatkalta, mutta yhtiö on vuoden 2018 jälkeen onnistunut ajamaan toiminnan erittäin nopeasti ylös. Laajan tuotetarjontansa ansiosta yhtiön myynti on vetänyt myös heikommassa markkinassa ja se ei ole kärsinyt samanlaisesta vaihtoehtoisten tuotteiden krapulasta kuin useat sen verrokkit.

Kotimaisessa varainhoidossa yhtiön markkina-asema on

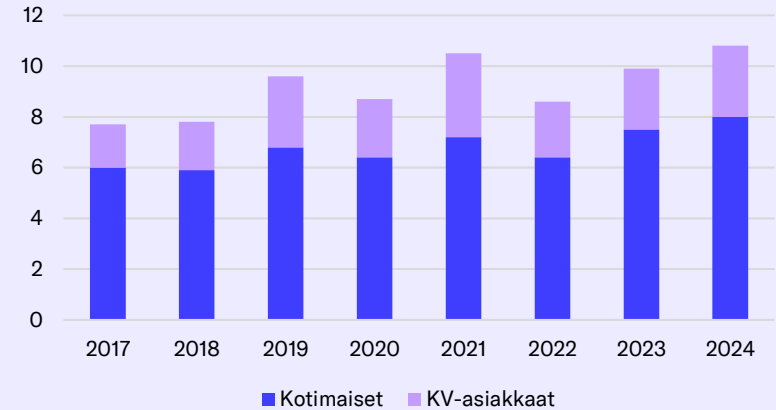
erittäin vahva instituutioiden sekä varakkaiden yksityisasiakkaiden keskuudessa. Näemme Evlillä edelleen merkittävää kasvupotentiaalia Suomessa, vaikka yhtiön erittäin vahva markkina-asema tietyissä segmenteissä rajaakin sen kasvupotentiaalia jonkin verran. Suurimman kasvupotentiaalin näemme yksityisasiakkaiden puolella.

Uusmyynnissä tehty näyttävä paluu

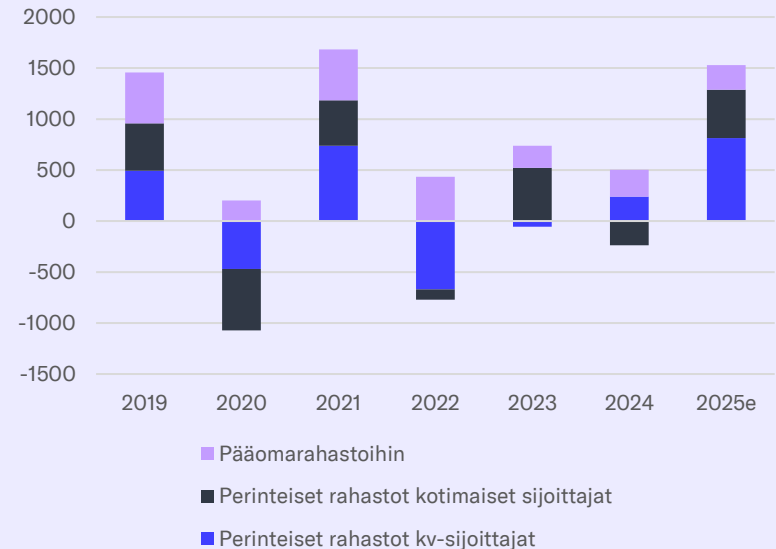
2017 strategiauudistuksen jälkeen yhtiön keskimääräiset nettomerkinnot rahastoihin ovat olleet noin 700 MEUR/v. Vaihteluväli on erittäin leveä ja hyvinä vuosina myynti on ollut yli 1,5 miljardia, kun taas huonoina yli miljardin pakkasella. Tämä heijastelee perinteisen varainhoidon isoa roolia yhtiöllä. Vuodet 2023 ja 2024 olivat Evlille myynnillisesti vaatimattomia, etenkin kun huomioidaan korkotuotteiden vahva kysynnän paluu korkojen nousun myötä. Etenkin 2024 nähdyt negatiiviset nettomerkinnot kotimaisilta sijoittajilta perinteisissä rahastoissa on luvattoman heikko suoritus Evliltä. Myös kv-myyntissä on ollut haasteita ja pääomat polkivat paikallaan 2019-2024. Arviomme mukaan tätä selittää osin vaikea markkinatilanne, mutta isompi syyllinen löytyy yhtiöstä itsestään. Pidämme mahdollisena, että isot järjestelyt ja etenkin EAB-fuusio ovat vieneet organisaation fokusta pois ydintekemisestä.

Evlin nettomerkinnot ovat kääntyneet 2025 aikana reippaaseen kasvuun ja koko alkuvuosi on sujunut myynnillisesti erinomaisesti nettomerkintöjen ollessa jo lähes 1,3 miljardia. Myynnin käänne on ollut laajaa ja myynti vetää tällä hetkellä kaikilla kolmella sylinterillä (kv, kotimaa ja pääomarahastot). Pidämmekin tästä johtuen myynnissä nähtyä käännettä kestäväenä, vaikka yhtiö ei käsityksemme mukaan ole tehnyt oleellisia muutoksia toimintaansa myynnin vauhdittamiseksi.

Rahastopääomien jakauma (mrd. euroa)



Rahastojen myynti (MEUR)



Varainhoito 4/6

Uusmyynnin potentiaali

Laskelmiemme mukaan Evlin pitäisi kyetä normaalissa markkinaympäristössä keskimäärin yli miljardin euron nettomerkintöihin. Tästä pääomarahastojen osuus olisi karkeasti 300 MEUR. Mielestämme 300 MEUR:n määrän pitäisi olla hyvin saavutettavissa, kun otetaan huomioon yhtiön erittäin laaja tuotetarjonta, jolloin se ei ole riippuvainen yhden tuoteryhmän kiinnostuksesta sijoittajien keskuudessa. Periaatteessa potentiaalia voisi olla vahvempaankin myyntiin, mikäli yhtiö pääsee yhä useammassa tuotekategoriassa ns. vuosikertamalliin ja kasvattamaan näiden kokoluokkia systemaattisesti. Tämä kuitenkin vaatii aiemmilta rahastoilta todistetusti vahvoja tuottoja.

Perinteisessä varainhoidossa näemme kansainvälisen myynnin kestäväänä tasona tällä hetkellä 200-300 MEUR. Koska yhtiö tarjoaa kansainvälisesti vain yksittäisiä tuotteita ja yksittäisten sijoitusten kokoluokat ovat hyvin merkittäviä (usein kymmeniä miljoonia), tulee tämä erä heilumaan merkittävästi myös jatkossa. Mielestämme yhtiön kansainvälinen liiketoiminta on noussut jo siihen kokoluokkaan, että yhtiön tulisi vakavasti harkita oman myyntivoiman kasvattamista myös Euroopassa. Yhtiö kertoi Q3-tulosinfossa perustavansa uusia Luxemburgiin rekisteröityjä rahastoja vauhdittaakseen kv-myyntiä. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee tämän myötä myös palkkaamaan myyntihenkilöstöä Luxemburgiin. Huomautamme, että Evlin mittakaavassa panostukset olisivat hyvin pieniä, sillä kyse olisi yksittäisten ihmisten palkkaamisesta ja nämä investoinnit eivät juurikaan näkyisi yhtiön kuluissa. Tämän kautta yhtiöllä olisi mielestämme potentiaalia nostaa kansainvälinen myynti seuraavalle tasolle ja investoinnit ovat enemmän kun perusteltuja.

Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

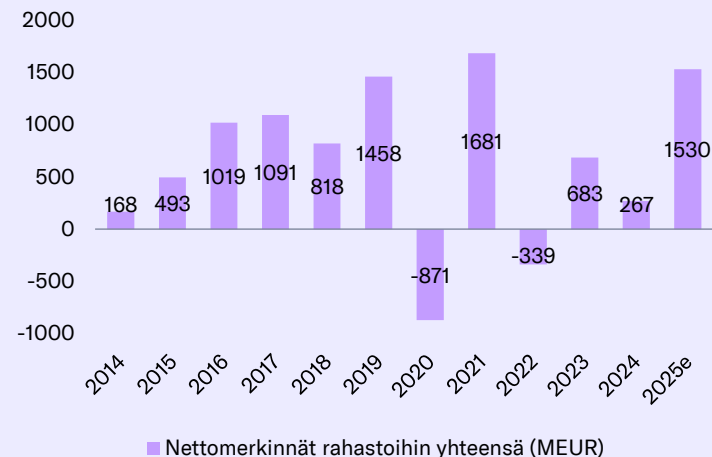
Uusmyynnin lisäksi arvomuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

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

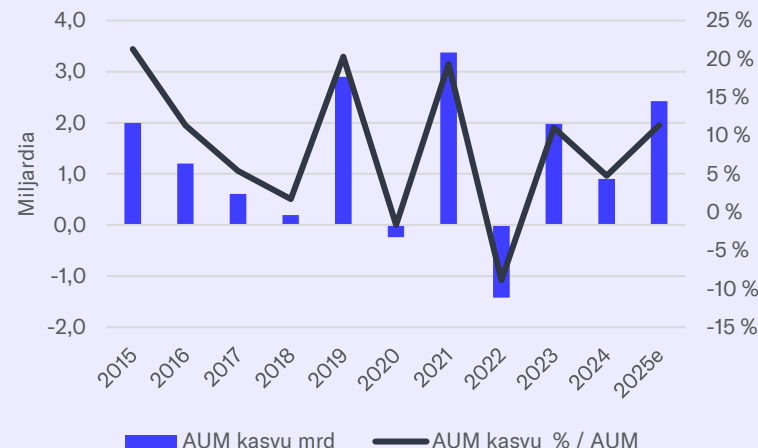
Suljetut vaihtoehtorahastot ovat toiminnassa vain tietyn aikaa (tyypillisesti 10v), eikä niistä tällöin ole mahdollista lunastaa pääomia. Useat yhtiöt kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käypiä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti sidottu rahastoon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

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

Rahastojen nettomerkinnät yhteensä (MEUR)



AUM kasvu vuodessa (sis. Nettomerkinnät ja arvomuutokset)



Varainhoito 5/6

Kokonaisuutena Evlin palkkioiden mix on mielestämme erittäin hyvä. Jatkuvien palkkioiden osuus on hyvin korkea (normaalisti yli 85 %) ja tuottopalkkiot näyttelevät vain suhteellisen pientä roolia. Huomautamme, että vaikka Välitys ja muut tuotot -erä onkin luonteeltaan ei-jatkuvaa, on Evli kyennyt ylläpitämään siellä tiettyä volyymiä myös heikommassa markkinassa. Näin ollen näemme siinä myös tiettyä jatkuvuutta.

Kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä. Varainhoidon operatiiviset kulut viimeisen 12kk aikana olivat noin 47 MEUR ja tämän lisäksi konsernin kuluista Varainhoidolle allokoitu osuus on noin 10 MEUR. Mielestämme sijoittajien tulee tarkastella Varainhoidon kulutasoa allokaatiot huomioiden, sillä osa konsernin kuluista liittyy suoraan varainhoitoon (mm. markkinointi, IT, lakitoiminnot).

Evli ei avaa operatiivisten kulujen tarkkaa suhdetta, mutta arviomme mukaan henkilöstökulut olivat noin 36 MEUR koko 47 MEUR:n kulupotista. Segmentin bonuskertymä on tällä hetkellä kohtuullisella tasolla ja heijastelee arviomme mukaan melko normaalia tasoa. Varainhoidossa työskentelee tällä hetkellä arviomme mukaan noin 200 henkilöä ja keskimääräinen henkilöstökulu oli noin ~175 TEUR. Taso on mielestämme hyvin kilpailukykyinen suhteessa toimialan yleiseen tasoon emmekä näe yhtiöllä oleellisia palkkainflaatiopaineita (tarkempi vertailu sivuilla 16-17).

Varainhoidon muut kulut ilman konsernin allokointeja ovat laskelmiemme mukaan noin 11 MEUR, josta poistojen osuus on noin 1 MEUR. Muut kulut koostuvat mm. vuokrasta,

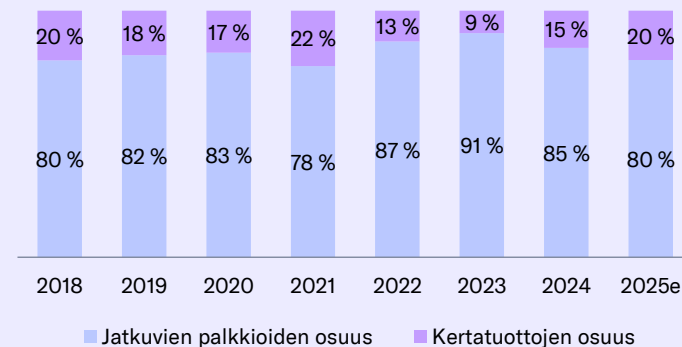
rahastojen hallintakuluista sekä muista tyypillisistä liiketoiminnan kuluista.

Kasvu on valunut tehokkaasti viivan alle

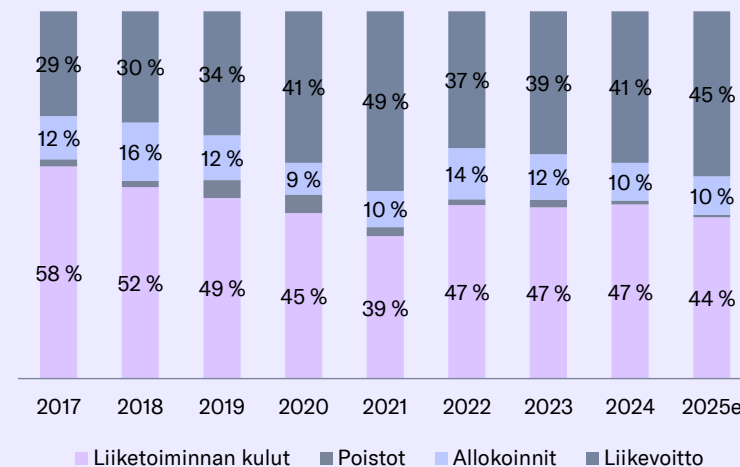
Evlin Varainhoidon kulutehokkuus oli pitkään selvästi alle yhtiön potentiaalin, mutta 2017 alkaneen strategiakauden aikana yhtiön kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen. Parantuneen kannattavuuden taustalla on ollut arviomme mukaan voimakas kasvu, toimintaprosessien yleinen tehostaminen sekä mittavan ja erityisesti Varainhoitoa koskeneen IT-investoinnin (runkojärjestelmäuudistus) läpivienti. 2017–2024 välillä Varainhoidon liikevaihto on kasvanut noin 40 MEUR:lla ja kulut noin 15 MEUR:lla. Näin ollen yhtiön kasvusta on valunut viivan alle lähes 70 %, mitä voidaan pitää toimialalla erittäin vahvana tasona. EAB-fuusio sekoittaa lukuja jonkin verran ja arviomme mukaan EAB:stä oikaistuna Evlin ”tulospipu” on ollut vielä toteutunutta 70 %:n tasoa korkeampi.

Vaikka Evlin kannattavuus onkin noussut jo erinomaiselle tasolle suhteessa verrokkeihin, näemme siinä edelleen parannuspotentiaalia. Yhtiön nykyinen koneisto mahdollistaa arviomme mukaan toiminnan selvän skaalautumisen ja kasvun pitäisikin valua tehokkaasti viivan alle. Lisäksi näemme yhtiössä edelleen tehostamispotentiaalia, etenkin konsernitoimintojen osalta. Emme kuitenkaan usko yhtiön pyrkivän erilliseen kustannusten karsimiseen, vaan tehokkuusparannus tulee nimenomaan kasvun kautta.

Varainhoidon palkkioiden jakauma (Inderes arvio)



Varainhoidon kulurakenteen kehitys



Varainhoito 6/6

Kannattavuus on hyvällä tasolla...

Evlin kannattavuutta tarkasteltaessa sijoittajien on syytä huomioida, että tuottosidonnaisten palkkioiden osuus on selvästi keskimääräistä verrokkia pienempi. Tuottosidonnaisista palkkioista oikaistuna Evlin Varainhoidon kannattavuus onkin laskelmiemme mukaan sektorin parhaimmistoa. Huomautamme, että tuottopalkkioista oikaistu vertailu on suuntaa antava, sillä emme oikaise tuloksen myötä laskevia henkilöstökuluja.

Evlin Varainhoidon konserniallokaatiot huomioiva liikevoittomarginaali oli 2024 noin 41 % ja se on ollut 40 %:n tuntumassa viimeiset 5 vuotta. Tuottosidonnaiset palkkiot oikaistuna kannattavuus on ollut keskimäärin noin 35 %. Molemmat tasot ovat absoluuttisesti ja suhteellisesti vahvoja.

Näemme kuitenkin, että Evlillä pitäisi olla edelleen merkittävää parannuspotentiaalia sen kannattavuudessa. Arviomme mukaan yhtiön pitäisi nykyisillä resursseilla kyetä hallinnoimaan selvästi suurempaa pääomamäärää ja valtaosa kulujen kasvusta tulisi bonusvarauksista

...mutta parantamisen varaa löytyy edelleen

Evlin kulurakennetta (taulukot seuraavilla sivuilla) on syytä huomioida, että kyseessä on koko konsernin kulut, eivätkä pelkän varainhoidon. Koska Varainhoidon osuus konsernin liikevaihdosta on lähes 90 %, on sen osuus kuluista myös vastaavaa tasoa. Näin ollen konsernitason luvut antavat varsin hyvän kuvan Evlin Varainhoidon kuluista. Kuten aiemmin totesimme, tulee konsernin allokaatiot huomioida osana Varainhoidon kuluja, sillä ne ovat mielestämme täysin operatiivisia kuluja. Huomautamme myös, että 2024 luvut pitävät sisällään AllSharesista syntyneen myyntivoiton (näkyi liikevoitossa Q1'24). 2022 lukuja sekoittaa

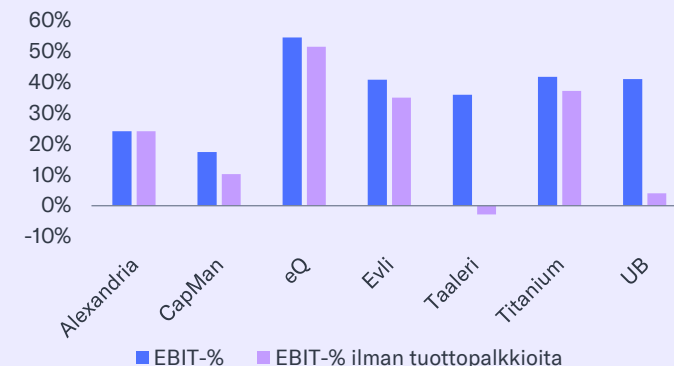
puolestaan EAB fuusio, eli parhaan kuvan kulutasosta suhteessa kilpailijoihin saa katsomalla 2023 lukuja, jotka ovat ns. "puhtaat".

Tarkasteltaessa henkilöstökuluja suhteessa liikevaihtoihin nähdään, että Evli on hyvällä tasolla ja yhtiön saavuttama taso on linjassa verrokkien keskiarvojen kanssa. Myös liikevaihto per työntekijä mittarilla tarkasteltuna Evli pärjää myös kohtuullisesti ja taso on linjassa verrokkiryhmän kanssa. Hallinnointikulujen osalta huomaamme, että Evlin taso on ollut yli verrokkiryhmän ja esim. 2023 osalta se oli verrokkiryhmän korkein.

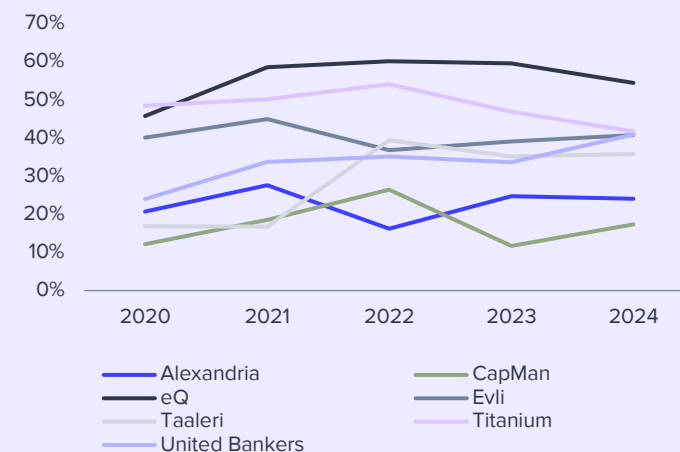
Kokonaisuutena yhtiön suhteellinen kulurakenne tarkastelu tukee näkemystämme siitä, että yhtiöllä pitäisi olla edelleen selvää tehostamispotentiaalia sen kulurakenteessa. Vaikka yhtiön erittäin laaja tuote- ja palvelutarjonta vaatiikin paljon resursseja, pitäisi yhtiön kokoluokan tarjota merkittäviä skaalaetuja ja emme lähtökohtaisesti näe esteitä sille, etteikö Evlillä olisi edellytyksiä olla verrokkiryhmän kannattavimpia yhtiöitä. Kuten olemme aiemmin todenneet, emme usko Evlin tekevän erillisiä säästöohjelmia, vaan kannattavuusparannuksen pitää tulla kasvun ja kulukontrollin kautta. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla edellytykset hilata Varainhoidon liikevoittomarginaali nykyisestä yli 40 %:sta noin 50 %:iin seuraavan 5v aikana ilman tuottopalkkioiden dramaattista nousua. Reippaammat tuottopalkkiot huomioiden pitäisi tason olla selvästi yli 50 %.

Suhteessa verrokkeihin vertailussa on syytä huomata, että useamman historiassa erittäin hyvin pärjänneen verrokin numerot tulevat 2025 osalta heikkenemään selvästi, kun taas Evlin kehitys menee vastakkaiseen suuntaan. Näin ollen Evlin suhteellinen positio paraneekin 2025 numeroilla selvästi.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2024)*



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%

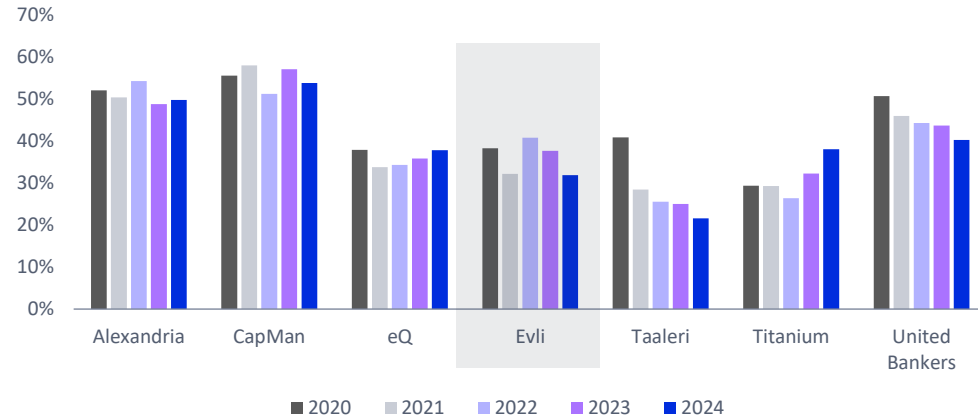


*Inderesin huomiot:

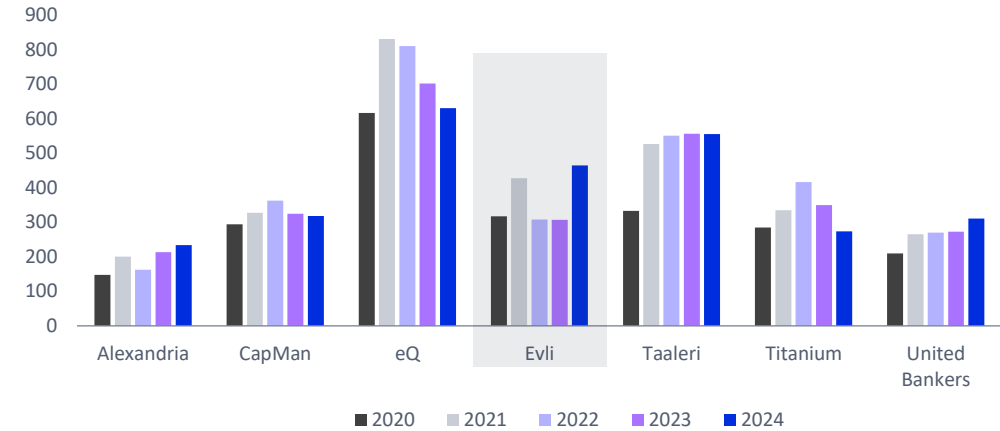
- UB:n Varainhoidon kannattavuus räsitetu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasona ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta räsitetu konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa räsitetu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot
- Taalerin kannattavuus räsitetu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

Evli suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2

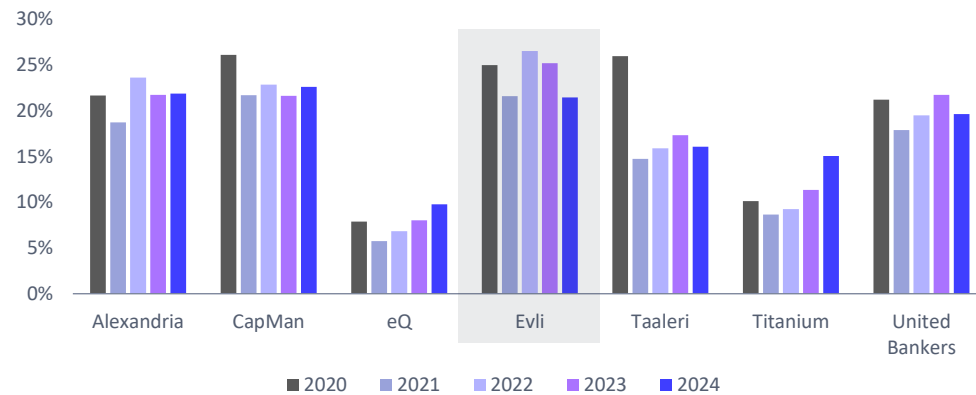
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



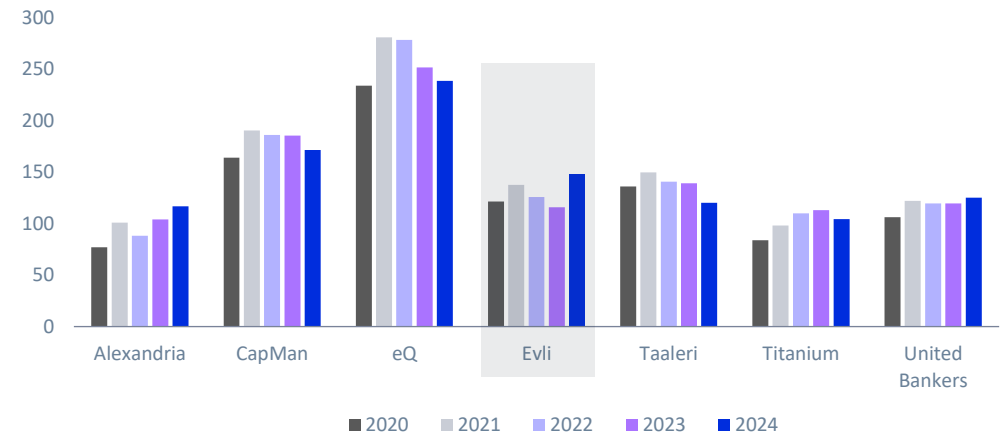
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)

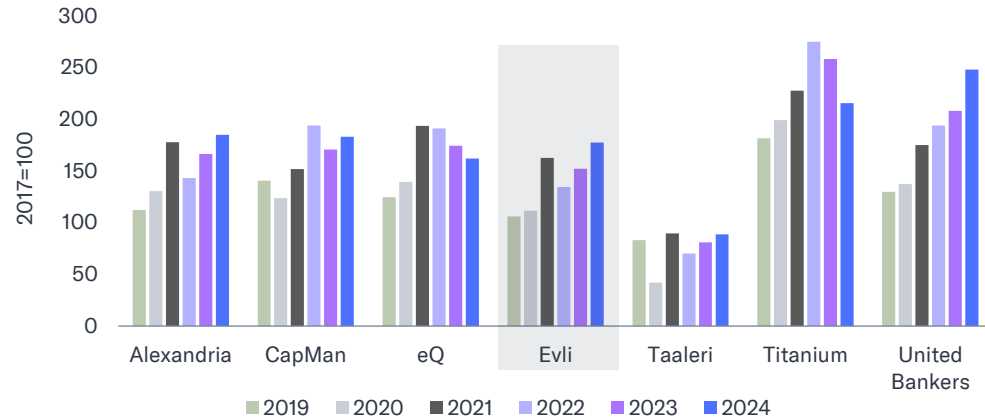


Inderesin huomiot:

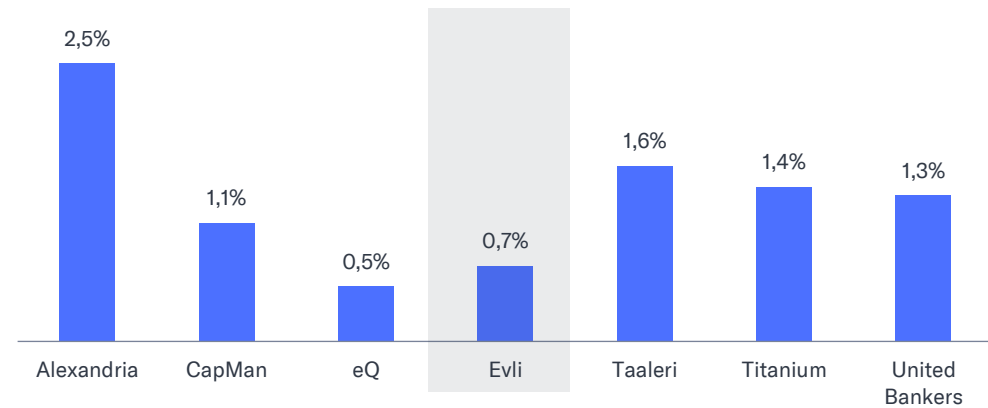
- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoito-liiketoiminta.

Evli suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2

Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna

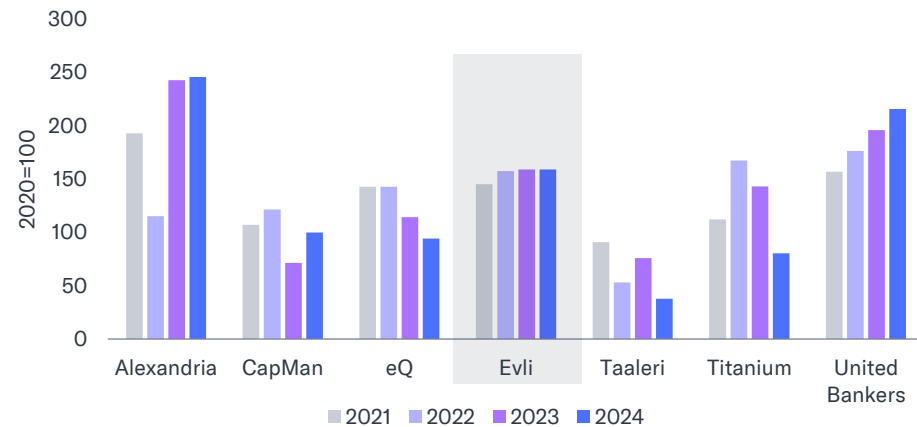


Liikevaihto/AUM-% (2024)*

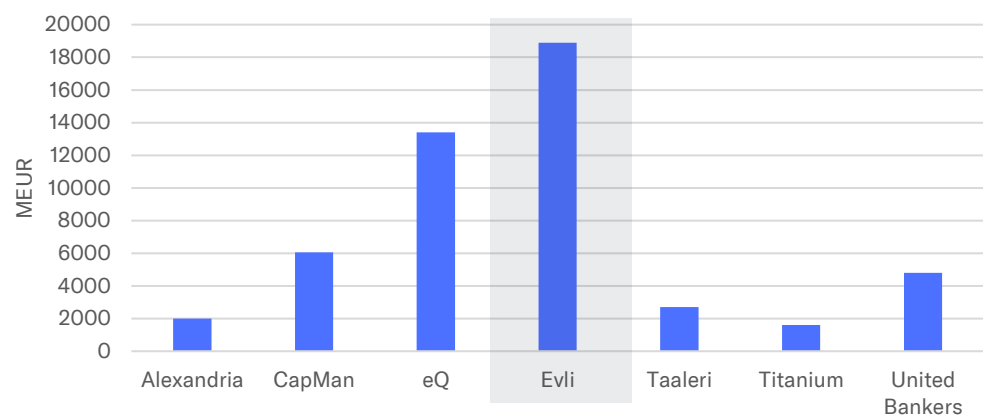


* Taalerilta mukana vain Pääomarahastot

Osinko per osake kehitys indeksoituna



Hallinnoitava varallisuus (AUM) 2024



Investointipankki ja konsernitoiminnot

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat -segmentti

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat on Evlin operatiivisista liiketoimintasegmenteistä selvästi pienempi ja kannustinliiketoiminnan myynnin jälkeen se koostuu investointipankista.

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa että Ruotsissa ja se työllistää 25 henkilöä. Evli omistaa investointipankista enemmistön, mutta vähemmistöllä on myös merkittävä omistusosuus yhtiöstä.

Investointipankin liikevaihdon heilunta on toimialalle tyypillisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut vuosina 2010–2024 noin 3–11 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3–4 MEUR ja kannattavuusvipu vastaavasti hyvin voimakas. Syklin läpi katsova normalisoitu liikevaihtotaso on ennusteissamme noin 6 MEUR. Vähemmistön huomattava omistusosuus syö kuitenkin merkittävän osan yksikön tuloksesta, joten sen merkitys on konsernille kokonaisuudessaan verrattain pieni.

Konsernitoiminnot

Evlin konsernitoiminnot kattavat yhtiön hallinnon (liiketoimintasegmenteillä ei erillisiä hallinnollisia funktioita), valuutanvaihdon (FX) sekä konsernin oman sijoitustoiminnan. Sijoitustoiminta on tällä hetkellä kohtuullisen kokoista, sillä yhtiö operoi edelleen reippaan kokoisella taseella. Viimeisen 12kk aikana oma tase on tuottanut noin 6 MEUR.

Taseen tuotot ovat laskutrendillä, sillä yhtiöllä on jo pidempään ollut tarkoitus tasettaan ja lisäksi nykyinen madaltunut korkotaso heikentää taseen tuottoja

(taseessa käytännössä vain korkosijoituksia). Huomautamme, että Evli haluaa ajaa tasettaan hyvin matalalla riskillä nyt ja jatkossa. Segmentti työllistää noin 50 henkilöä.

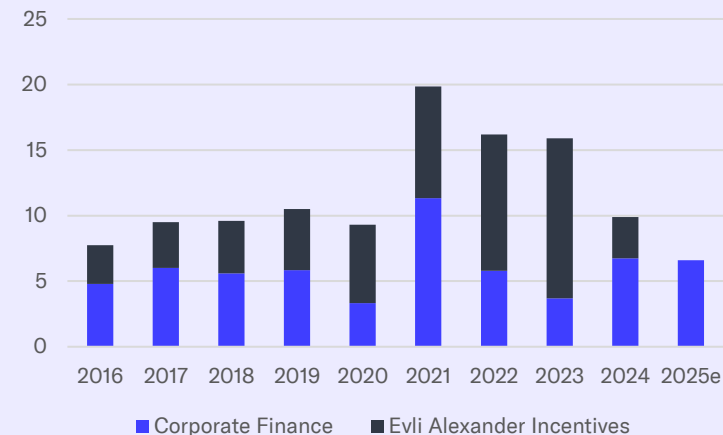
Laajasta palvelutarjonnasta johtuen segmentin kulurakenne on ollut historiassa varsin raskas (laajat tukipalvelut) ja viimeisen 12kk aikana ne olivat noin 14 MEUR. Mielestämme korkeat konsernikulut ovatkin yhtiön erittäin laajan palvelutarjonnan selkeä heikkous. Mielestämme operatiivisten segmenttien (ja etenkin Varainhoidon) kannattavuutta tulee tarkastella konsernikulut huomioiden, sillä kulut liittyvät valtaosin varainhoidon operatiiviseen toimintaan.

Näkemyksemme mukaan yhtiön konsernitoimintojen pitäisi skaalautua nykytasolta selvästi ja yhtiön kasvun pitäisikin ylittää konsernitoimintojen kulujen kasvun. Pidämme myös hyvin todennäköisenä, että konsernikuluissa olisi tehostamispotentiaalia ja yhtiön pitäisikin pyrkiä säilyttämään konsernitoiminnan kulutasonsa mahdollisimman vakaana tulevina vuosina.

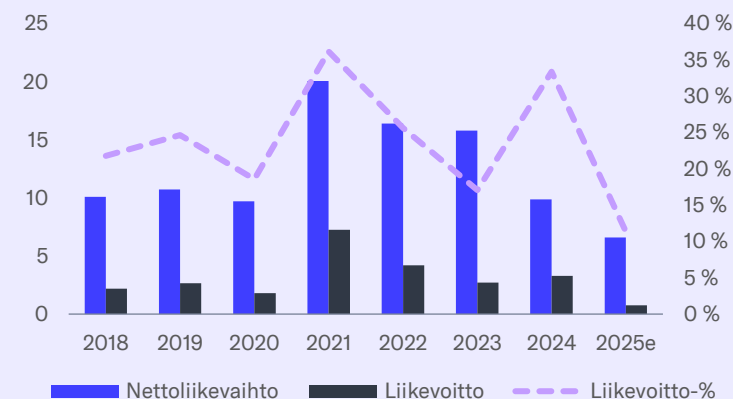
Merkitys tuloslukuihin

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

N&Y liikevaihto (MEUR)



N&Y taloudellinen kehitys (MEUR)



Strategia 1/3

Inderesin näkemys Evlin strategian keskeisistä kulmakivistä



Asiakkaat

- Markkina-aseman vahvistaminen Suomessa
- Kansainvälisillä markkinoilla keskitytään valittujen rahastojen myynnin kasvattamiseen institutionaalisille sijoittajille



Evli on johtava varainhoitaja Suomessa ja se on menestynyt erittäin hyvin eri varainhoidon laatua mittaavissa tutkimuksissa. Uusmyynti on kehittynyt vahvasti ja sitä tukee yhtiön laaja tuotetarjonta sekä palvelumalli. Yhtiön myynti jäi 23-24 selvästi alle sen potentiaalin, mutta viimeisen 12kk aikana myynti on tehnyt selvän tasokorjauksen.

Kansainvälinen myynti on lähtenyt kunnolla lentoon 2025 aikana useamman vaisun vuoden jälkeen. Näkisimme perusteltuna, että yhtiö laittaisi kv-myyntiin lisää panostuksia.



Tarjooma

- Tarjooman jatkuva laajentaminen
- Palvelumallin kehitys



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

Näemme Evlillä Suomessa selvää kasvuvaraa etenkin yksityishenkilöiden varainhoidossa ja tässä markkinassa palvelukonseptien jatkuva kehittäminen on tärkeässä roolissa.



Vastuullisuus

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



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

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



Digitalisaatio

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



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

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

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

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Hallinnoitavan varallisuuden kaksinkertaistaminen pitkällä aikavälillä (annettu 2021) heijastelee yhtiön kasvutavoitteita. Koska tavoitteella ei ole eksaktia takarajaa, heijastelee se enemmänkin yhtiön kasvuambitioita kuin eksaktia tavoitetasoa. Arviomme mukaan 30 miljardin tavoite voisi olla orgaanisesti realistinen ensi vuosikymmenen alussa, mikäli uusmyynti jatkaa vahvaa kehitystään. Vastaavasti epäorgaanisilla liikkeillä tähän olisi mahdollista yltää nopeamminkin. Huomautamme sijoittajille, että absoluuttista AUM:ia tärkeämpää on hallinnoitavan varallisuuden laatu. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään absoluuttisen AUM:n lisäksi 1) jatkuvien palkkioiden, 2) palkkioiden kokonaismäärän ja 3) AUM:n jakauman kehitykseen. Mielestämme olisi perusteltua, että yhtiö antaisi AUM kasvulle tarkemman aikataulutavoitteen, sillä se antaisi paremman indikaation yhtiön näkemyksestä sen kasvupotentiaalista ja samalla myös sen sisäinen ohjaava vaikutus olisi voimakkaampi.

Kannattavuustavoite (liikevoittomarginaali 30 %) on näkemyksemme mukaan hyvin vaatimaton suhteessa Evlin historiallisen kannattavuustasoon, joka on ollut vuosina 2018–2024 keskimäärin noin 37 % (pankkitoimintaa ei oikaistu historiallisista luvuista) ja vain kerran alle 30 %:n tason. Arviommekin, että 30 %:n tavoite on eräänlainen minimitaso, sillä Evli on ylittänyt tavoitteensa kirkkaasti viimeisen viiden vuoden aikana ja pidemmällä aikavälillä yhtiön pitäisi yltää selvästi tavoitetta parempaan. Mielestämme olisi perusteltua, että yhtiö tarkistaisi tavoitettaan ylöspäin ja yli 40 % olisi järkevämpi tavoite.

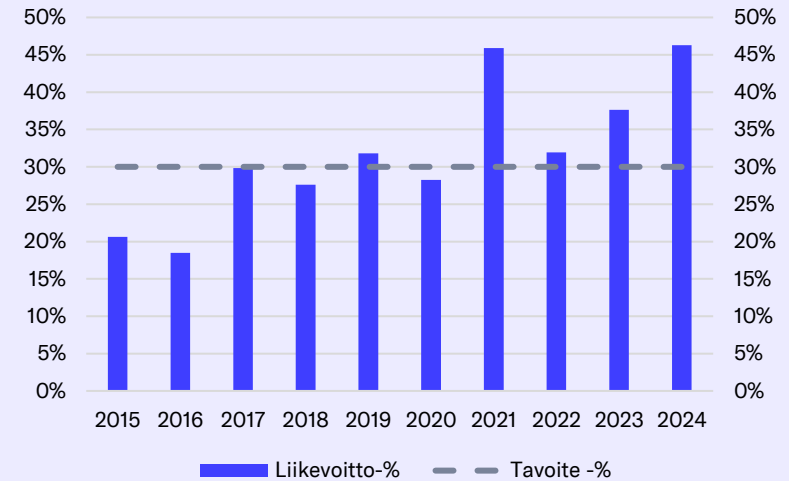
Oman pääoman tuoton tavoite (yli 25 % yli suhdanteiden)

on mielestämme varovainen. Verrokkiryhmän oman pääoman tuotto on ollut vuosina 2018–2024 keskimäärin noin 27 % ja Evlin vastaava ~25 %. Keskeinen kysymys Evlin oman pääoman tuoton osalta onkin Evlin taserakenne. Nykyinen taserakenne on mielestämme varsin raskas ja yhtiöllä olisi edellytykset supistaa tasettaan selvästi. 25 %:n tavoite on nykyisellä taserakenteella järkevä, mutta mikäli tasetta kevennettäisi, olisi yhtiöllä edellytykset merkittävästi tätä korkeampaan tasoon. Mielestämme taseen jatkuva keventäminen olisikin perusteltua.

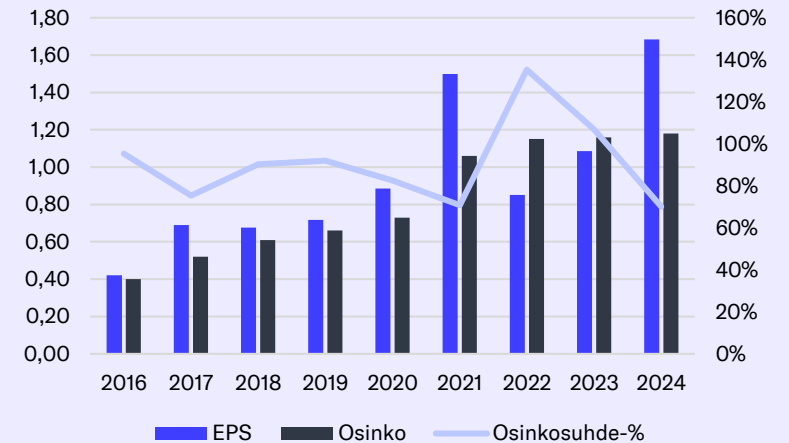
Jatkuvien tuottojen suhde operatiivisiin kuluihin (130 %) on viimeisen 12kk aikana ollut noin 130 % ja linjassa tavoitteeseen. Yhtiön yli 130 %:n keskimääräinen tavoite heijastelee sen filosofiaa ajaa toimintaa hyvin maltillisella riskillä sekä keskittyä jatkuvia palkkioita tuovaan liiketoimintaan. Lisäksi 130 %:n tavoite on myös linjassa yli 30 %:n liikevoittomarginaalin kanssa.

Osingonjakotavoite (jakaa osakkeenomistajille osinkona niin suuren osuuden tilikauden tuloksesta kuin vahva vakavaraisuus mahdollistaa). Näkemyksemme mukaan Evli haluaa kasvattaa osinkoa vuosittain ja vaikka tämä ei ole virallinen julkilausuttu tavoite, on se päätöksentekoa ohjaava ajattelu. Uskommekin, että yhtiöllä on halua tarvittaessa tukea osinkoa vahvan taseensa turvin, jos tulos jäisi yksittäisenä vuotena alle edeltävän vuoden osingon. Evlillä olisi laskelmiemme mukaan mahdollisuus jakaa myös ylimääräistä voitonjakoa taseestaan, mikäli se päätyisi keventämään tasettaan. Huomautamme kuitenkin, että Evli haluaa ajaa liiketoimintaansa hyvin matalalla riskillä ja osana tätä taseessa halutaan olevan liikkumavaraa sen sijaan, että jokainen lantti puristettaisiin taseesta omistajille. Käsitlemme osinkoennusteita tarkemmin sivulla 32.

Kannattavuuden kehitys



Voitonjaon kehitys



Strategia 3/3

Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Evli on aktivoitunut yritysjärjestelymarkkinoilla merkittävästi pörssilistautumisensa jälkeen. 2018 yhtiö laajensi PE-rahastoihin ostamalla Kelonian. Vaikka kauppa oli pieni, oli se strategisesti merkittävä. 2020 yhtiö laajensi palkitsemispalveluitaan yhdistämällä Evli Awards Managementin Alexander Incentivesin kanssa.

2021 yhtiö viimein irtaantui pankkiliiketoiminnasta jakautumalla ja 2022 oli vuorossa EAB yritysosto. 2024 alussa yhtiö myi enemmistön palkitsemisliiketoiminnastaan pääomasijoittajalle. Kaikki nämä kolme suuremaa järjestelyä on kuvattu tarkemmin aiemmin raportissa.

Yritysjärjestelyissä on tutka päällä

Uskomme Evlin etsivän aktiivisesti yritysostomahdollisuuksia ja olevan avoin erilaisille vaihtoehtoillemme. Mielestämme tämä on loogista, sillä yhtiön kehitysvaihe on hyvin selkeä ja yhtiön viimevuosien epäorgaaniset liikkeet ovat olleet pääosin onnistuneita.

Mielestämme ylivoimaisesti todennäköisin vaihtoehto yrityskaupoissa on, että Evli jatkaa pienempien toimijoiden ostoja. Esimerkkinä tästä on 2023 lopussa toteutettu Zeniton hankinta, missä Evli täydensi rahastovalikoimaansa muutamalla täsmätuotteella. Näihin järjestelyihin liittyy hyvin vähän riskiä ja ne tarjoavat selvää skaalautumispotentiaalia. Huomautamme kuitenkin, että näillä pienillä ostoilla on vaikea luoda Evlin kannalta merkittävää arvoa, sillä niiden kokoluokka jää väistämättä pieneksi.

Toinen varsin todennäköinen vaihtoehto on mielestämme se, että yhtiö laajentaisi vahvemmin kansainvälistä toimintaansa. Käytännössä tämä tarkoittaisi jonkun pienen

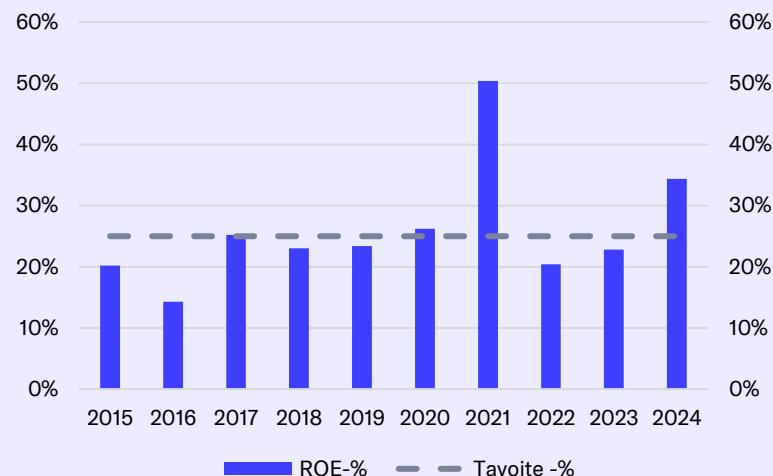
varainhoitajan ostamista toisesta Pohjoismaasta. Mielestämme vahvempi läsnäolo Pohjoismaissa olisi strategian kannalta jopa erittäin toivottavaa ja onnistunut yrityskauppa voisi vauhdittaa tätä kehitystä merkittävästi. Luonnollisesti kansainvälisiin järjestelyihin liittyy selvästi enemmän riskiä kuin kotimaassa.

Emme myöskään poissulje vaihtoehtoa siitä, että Evli toteuttaisi tulevana vuosina suuremman, esimerkiksi EAB-kokoluokan järjestelyn. Tässä ylivoimaisesti todennäköisin vaihtoehto olisi mielestämme vaihtoehtojen tuotteiden tarjonnan vahvistaminen ostamalla joku olemassa oleva tuotetalo (vrt. Dasos/CapMan). Perinteisen varainhoidon puolella emme usko yhtiön olevan kiinnostuneita uudesta EAB:n kaltaisesta harjoituksesta, sen hyötyjen jäädessä lopulta kyseenalaiseksi.

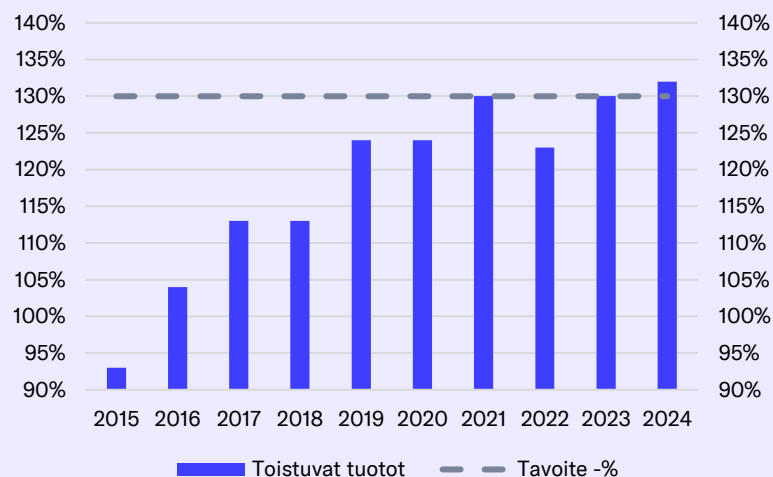
Suurempia järjestelyjä (esim. tasapäinen fuusio) emme pidä todennäköisenä, sillä yhtiön omistajarakenne sekä kaksi osakesarjaa toimivat tässä selkeänä jarruna. Mikäli yhtiö olisi kiinnostunut suuremmasta järjestelystä, olisi se relevantti tanssipari lähes kaikkien kotimaisten suurempien varainhoitajien kanssa.

Koska näemme Evlillä useita vaihtoehtoja yrityskauppoihin ja olemme varsin vakuuttuneita yhtiön omasta kiinnostuksesta tutkia eri vaihtoehtoja, pidämme varsin todennäköisenä, että tulemme näkemään Evliltä yritysjärjestelyitä tulevana vuosina.

Pääoman tuoton kehitys



Jatkuvien tuottojen kehitys



Sijoitusprofiili

1 Varainhoidossa erinomaiset kasvunäkymät

2 Kannattavuudessa edelleen skaalautumispotentiaalia

3 Verrokkeja herkempi pääomamarkkinan heilahteluille

4 Vahva tuloskehitys ja taseasema mahdollistavat kasvavan osingon maksamisen

5 Yhtiö kiinnostunut jatkamaan aktiivisena toimijana yritysjärjestelymarkkinoilla

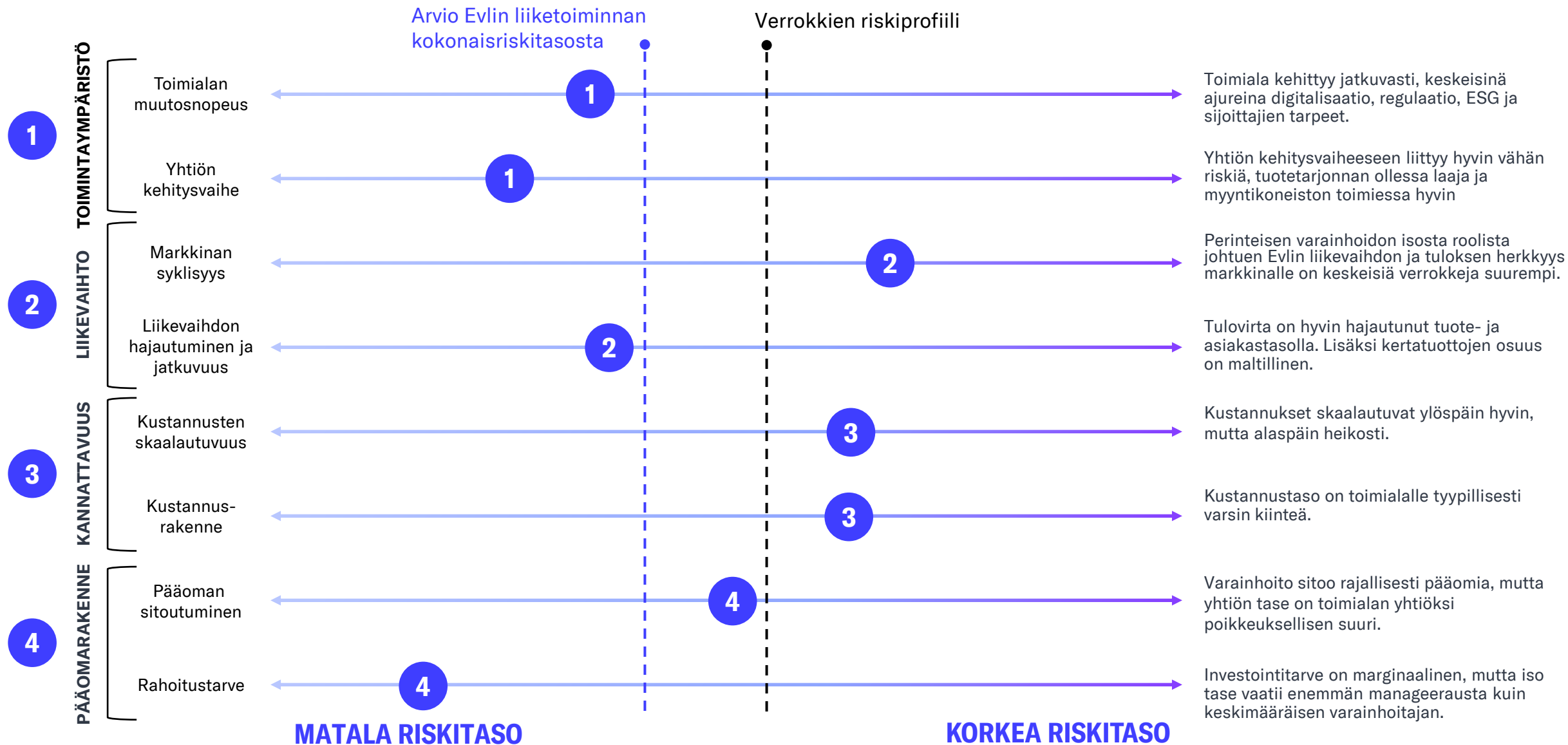
Potentiaali

- Kasvu Suomen varainhoidossa
- Kansainvälinen myynti
- Kannattavuuden jatkuva skaalautuminen
- Tuottopalkkiot
- Yritysjärjestelyt
- Allsharesin kasvu ja irtaantuminen vuosikymmenen loppupuolella

Riskit

- Markkinariskit ja tuloksen volatiliteetti
- Perinteisen varainhoidon hintapaine
- Rahastojen tuottokehitys, etenkin vaihtoehtoisissa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötiliellä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2024 lopussa arviomme mukaan noin 250 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Huomautamme, että kasvu on merkittävästi kansantalouden aneemista kasvua korkeampaa, sillä pääomamarkkinoiden korrelaatio ja mielestämme Suomen talouskasvulla onkin vain rajallista merkitystä varainhoitomarkkinalle.

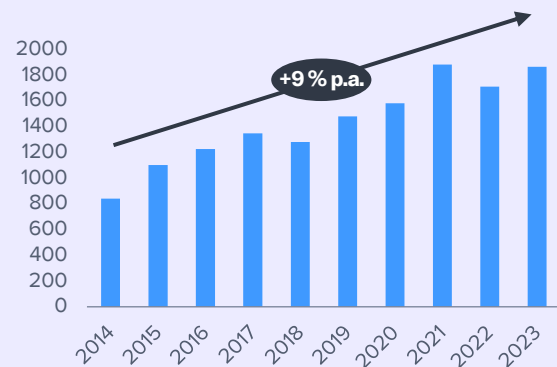
Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomista on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa. Markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on hankalaa, sillä se riippuu

pitkälti siitä mitkä omaisuusluokat ja asiakas-segmentit siihen lasketaan mukaan. Arvioimamme kokoluokka on kuitenkin suuntaa-antava.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämislle. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat kaikki kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

OP eQ Nordea

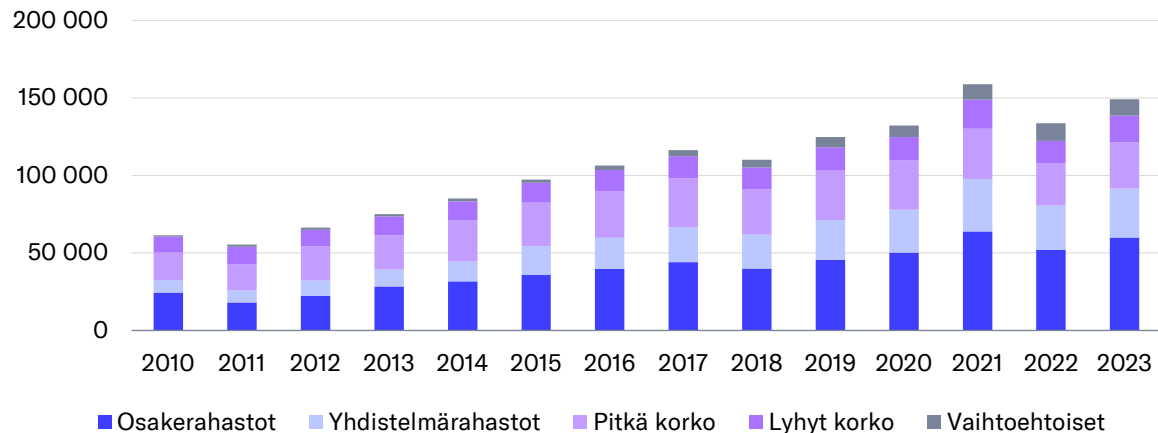
TITANIUM

UB
UNITED BANKERS

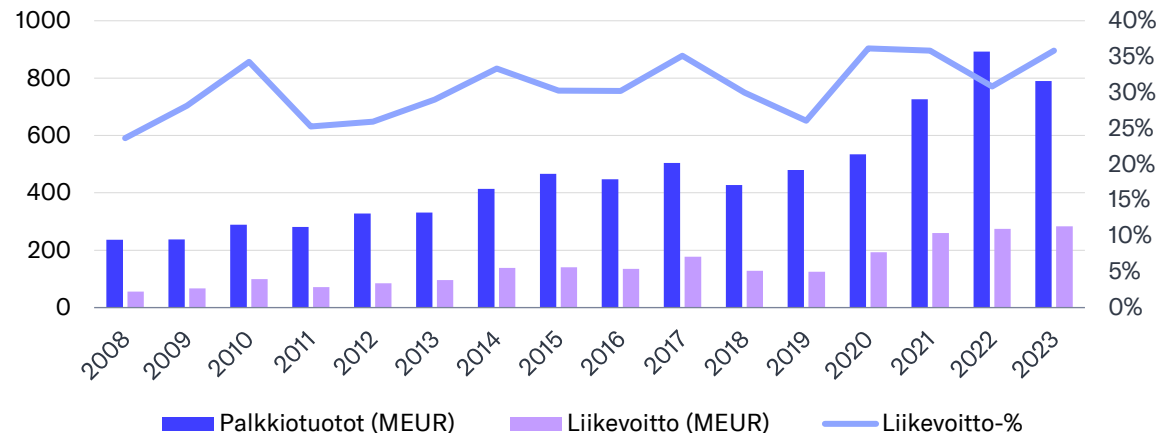
EVLI TAALERI

Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

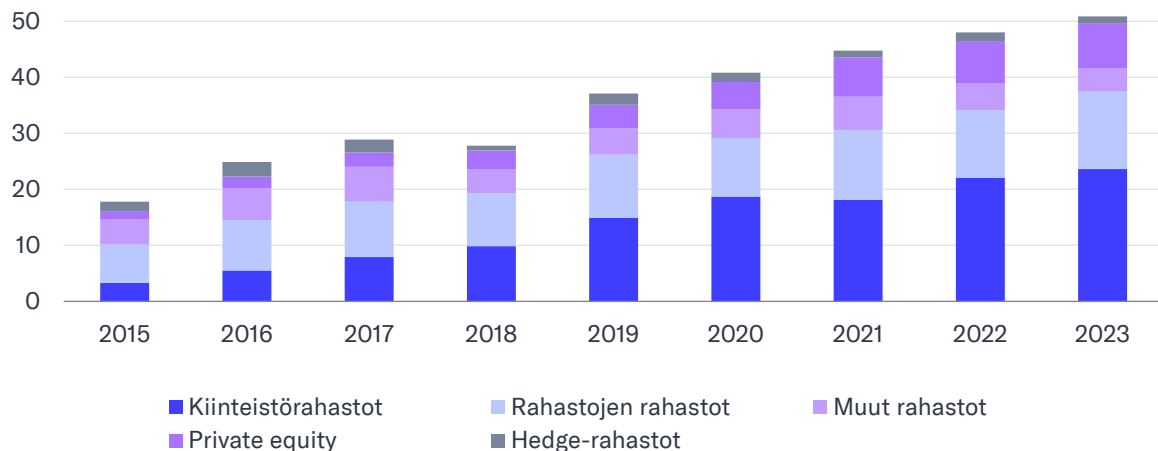
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



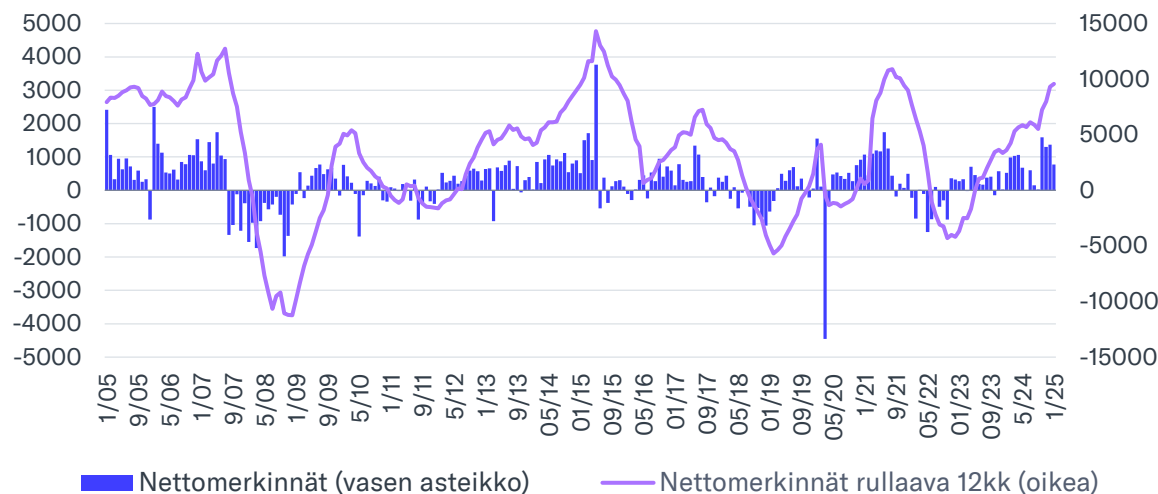
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



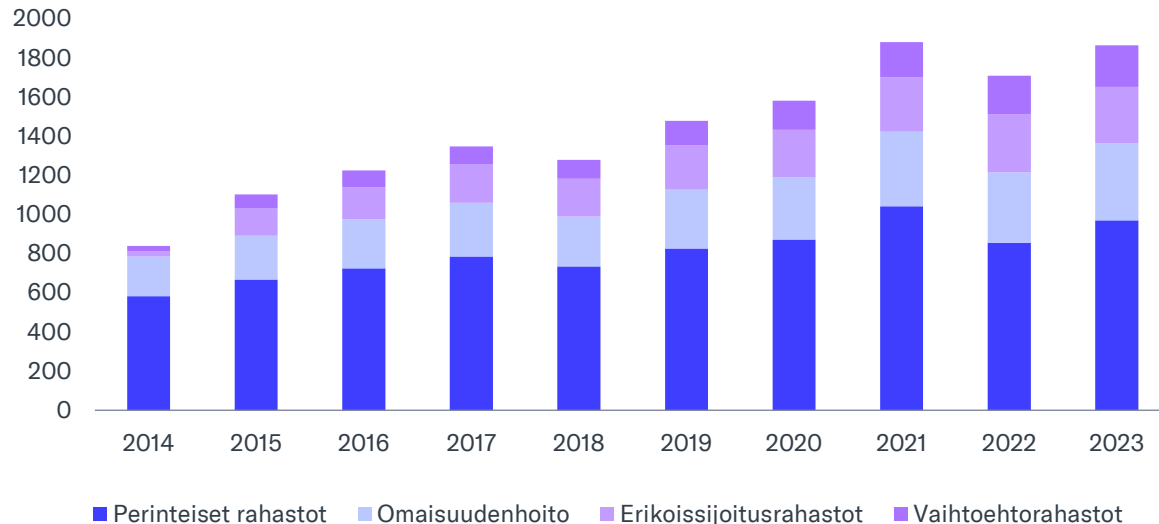
Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Suomen varainhoitomarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisen 10 vuoden aikana. Kasvua ovat ajaneet hyvä pääomamarkkinan kehitys sekä Suomen markkinan rakenteelliset kasvutrendit. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut merkittävästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi. Korkojen nousu on ainakin väliaikaisesti hillinnyt vaihtoehtoisten voittokulkua, kun allokaatioita on päästy normalisoimaan korkojen ollessa jälleen laajasti relevantti omaisuusluokka. Vaihtoehtoista on kuitenkin tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita ja myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy niihin.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

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

Toteutuneita järjestelyjä



Taloudellinen tilanne

Tase on kokenut ison muodonmuutoksen

Evlin tase koki merkittävän muodonmuutoksen, kun yhtiö luopui pankkiliiketoiminnastaan 2022 ja tase supistui ~760 MEUR:sta ~350 MEUR:oon. Järjestelyn jälkeenkin tase on yhä merkittävästi suurempi kuin monilla yhtiön verrokeilla johtuen etenkin välitykseen sekä strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvistä eristä.

Taseen varat

Taseen varoista (361 MEUR) 2024 lopussa suurimman erän muodosti käteinen 131 MEUR. Yhtiön käteispaino on siten poikkeuksellisen korkea, ja tavanomaisen liiketoiminnan vaatima käteispuskuri on selvästi tätä matalampi.

Taseen toiseksi suurimman erän muodostivat muut varat (noin 80 MEUR), ja käsityksemme mukaan tämä liittyy pitkälti yhtiön välitystoimintaan (avoimet kaupat). Taso heiluu kvartaalien välillä huomattavasti, mutta normaalitilanteessa sen tulisi käsityksemme mukaan olla noin 100 MEUR:n luokkaa. Erän tulisi myös liikkua pitkällä aikavälillä käsi kädessä vastaavat puolelta löytyvän Muut velat -erän kanssa (2024: 65 MEUR).

Kolmanneksi suurin erä oli aineettomat hyödykkeet (49 MEUR) mitkä koostuvat pääosin EAB-fuusiossa syntyneessä liikearvossa. Taseen varoista neljänneksi suurin erä oli osakkeet ja osuudet, jonka osuus oli 43 MEUR sisältäen sijoituksia yhtiön omiin tuotteisiin.

Sijoitukset osakkuusyhtiöihin ovat noin 24 MEUR ja se koostuu valtaosin Allsharesin omistuksesta. Allshares on kirjattu taseeseen alkuperäisellä hinnalla ja yhtiö ei tee siihen arvonorotuksia vaikka omistuksen arvo nousisi pääomasijoittajan salkussa. NHC omistuksen arvo on taseessa matala, mikä on toki perusteltua sen vaisun operatiivisen kehityksen johdosta.

Käyttöomaisuushyödykkeitä (IFRS 16) yhtiöllä oli 10 MEUR ja

muut aineellista omaisuutta vain noin 1 EUR.

Muista pienemmistä eristä yhtiön myöntämät asiakaslainat olivat noin 11 MEUR. Arviomme mukaan yhtiö tulee jatkamaan tätä toimintaa nykyisellä volyymillä myös jatkossa. Lainakanta on laadultaan matalariskistä, ja sen tarkoitus on palvella suhteellisen pientä, mutta yhtiölle tärkeää asiakasjoukkoa. Mielestämme olisi loogista, että lainakanta supistuisi edelleen ajan mittaa, sillä se ei ole yhtiön ydinliiketoimintaa.

Velat ja oma pääoma

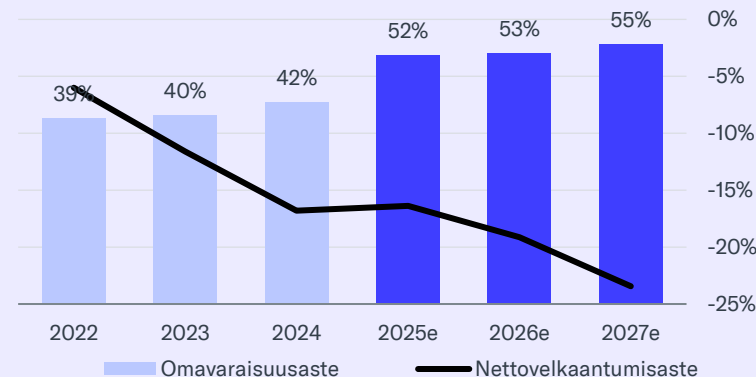
Velkapuolella yhtiöllä oli 2024 lopussa 99 MEUR strukturoitujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvää velkaa. Kyseinen erä tulee sijoittajan mieltää osana yhtiön normaalia toimintaa. Muut velat -erä oli 65 MEUR (välitystoimintaan liitännäistä). Muita liiketoiminnan pyörittämiseen liittyviä velkoja yhtiöllä oli yhteensä noin 30 MEUR.

Omaa pääomaa Evlillä oli Q2'25 lopussa 135 MEUR, josta 2,6 MEUR oli määräysvallattomien omistajien osuutta.

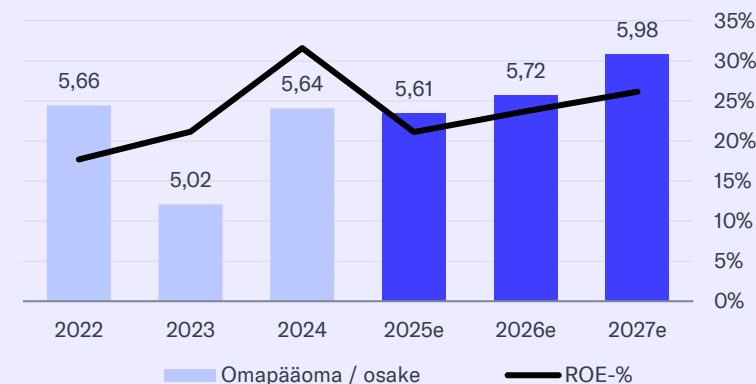
Kokonaisuutena yhtiön tase oli 2024 lopussa noin 361 MEUR. Mielestämme taseen määrätietoinen supistaminen olisi enemmän kuin perusteltua, sillä se parantaisi pääomatehokkuutta. Tase tulee kuitenkin jäämään selvästi verrokkiyhtiöitä suuremmaksi johtuen liiketoiminnan rakenteellisista eroista sekä hyvin konservatiivisesti riskienhallinnasta.

Evlin vakavaraisuus on vahvalla tasolla ja Q3'25 CET1% oli 2421 %. Ylimääräistä vakavaraisuus pääomaa oli noin 24 MEUR. Ottaen huomioon Evlin konservatiivinen suhtautuminen vakavaraisuuteen, emme odota yhtiön oleellisesti purkavan nykyistä vakavaraisuuspuskuria. Samalla meidän on kuitenkin vaikea nähdä, että yhtiö kasvattaisi puskureita enää nykyisestä, vaan voitonjakosuhteen tulisi olla lähellä 100 %.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Pääomamarkkinoiden tila on Suomessa piristynyt merkittävästi 2025 aikana ja maailmalla jo pidempään jatkunut nousumarkkina on viimein tarttunut myös Helsingin pörssiin. Lisäksi pitkää ja reipasta krapulaa potenut kotimainen kiinteistösektori on alkanut osoittaa ensimmäisiä varovaisia elpymisen merkkejä. Näiden seurauksena myös sijoittajien sentimentti Suomessa on piristynyt. Näemmekin realistiset edellytykset kotimaisen varainhoitomarkkinan selkeälle piristymiselle seuraavan 6kk aikana. Pitkän aikavälin näkymä kotimaisella varainhoitomarkkinalla on mielestämme edelleen erittäin hyvä ja näemme markkinalla vahvat rakenteelliset kasvuajurit pitkälle tulevaisuuteen.

Korkojen paluu relevantiksi omaisuusluokaksi on tervehdyttänyt markkinaa selvästi ja sijoittajat ovat voineet normalisoida korkoalokaatioitaan. Tämä on heijastunut etenkin vaihtoehtoihin sijoituksiin, joiden kohdalla tulikuuma markkina on normalisoitunut. Vaihtoehtoisista tuotteista on

kuitenkin tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua ja niiden rooli tulee säilymään merkittävänä niin sijoittajille kuin varainhoitajille myös jatkossa. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen nousua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään ja tuotteiden laadun merkitys korostuu tässä ympäristössä.

Evliille korkotilanteen normalisoituminen luonnollisesti sopii erinomaisesti, sillä se hyötyy siitä merkittävästi vahvana korkotalona. Kokonaisuutena pidämme Evliä selkeänä voittajana kotimaisella varainhoitomarkkinalla johtuen sen laajasta tuotetarjonnasta ja vahvasta palvelumallista.

Ennustemuutokset ja ennusteiden yhteenveto

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme ylöspäin etenkin uusmyynnin osalta. Viimeisen 12kk aikana nähty selkeä myynnin tasokorjaus on kasvattanut luottamusta yhtiön kykyyn ylläpitää vahvaa myyntitasoa.

Huomautamme, että uusmyyntiennusteemme ovat edelleen alle yhtiön potentiaalin ja yhtiöllä pitäisi olla edellytykset myös tätä parempaan tasoon. Olemme myös kuluennusteidemme kanssa konservatiivisia, sillä näkemyksemme mukaan Evlillä olisi edellytykset vielä ennusteitamme maltillisempaan kulujen kasvuun. Tämä kuitenkin vaatisi todennäköisesti aktiivisempia toimenpiteitä kulujen kanssa. Toinen vaihtoehto olisi, että myynti lähtisi vielä odotuksia reippaampaan kasvuun, jonka seurauksena tulosvipu olisi automaattisesti kovempi. Ennustamamme noin 50 %:n tulosvipu Varainhoito-segmentille on samalla tasolla viimevuosien kanssa, mutta selvästi alle 2017-2022 tason. Lisäksi sektorin kontekstissa 50 %:n taso on hyvä, mutta kaukana sektorin kärkipaikoista, joihin Evlillä on kiistatta edellytykset.

Kokonaisuutena ennustamme 2026-28 ~11 %:n EPS kasvua. Taso on hyvä, mutta uskomme Evlin kykenevän parempaan mikäli se saa koneestaan kaikki tehot irti.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	110	120	9 %	118	122	3 %	124	129	3 %
Liikevoitto	44,8	50,2	12 %	50,5	53,1	5 %	55,4	58,0	5 %
Tulos ennen veroja	44,8	50,2	12 %	50,5	53,1	5 %	55,4	58,0	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,18	1,26	7 %	1,34	1,42	6 %	1,53	1,59	4 %
Osakekohtainen osinko	1,19	1,20	1 %	1,23	1,30	6 %	1,25	1,40	12 %

Lähde: Inderes



Ennusteet 2/4

2025: tulossa ennätysvuosi

Vuosi 2025 on sujunut Evliltä erinomaisesti ja uusmyynti on lähtenyt vetämään erittäin hyvin laajalla rintamalla parin haastavamman vuoden jälkeen. Yhtiön myynti toimii tällä hetkellä kaikilla rintamilla ja kaikki kolme linjaa (kotimaa, kv ja pääomarahastot) vetävät hyvin. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden jälkeen nettomerkinnot ovat lähes 1,3 miljardia plussalla joka on absoluuttisesti ja suhteellisesti erinomainen suoritus.

Yhtiön kannustinliiketoiminnan myynnistä oikaistu liikevaihto sekä oikaistu tulos kasvavat selvästi tänä vuonna. Tärkein yksittäinen ajuri ovat tuottopalkkiot, joiden määrä nousee ennätystasolle. Jatkuvat palkkiot kasvavat ennusteissamme 6 %:lla, joka on kohtuullinen taso. Vuoden viimeisen kvartaalin osalta tulos on jo varsin hyvin tiedossa ja suurin epävarmuus kohdistuu tuottopalkkioihin. Vaikka näiden merkitys kvartaalitasen numeroihin voi olla huomattava, on niiden merkitys yhtiön arvolle rajallisempi.

Kokonaisuutena odotamme 2025 Evlin liikevaihdon olevan noin 120 MEUR ja liikevoiton 50 MEUR. Laskelmiemme mukaan noin jatkuvien tuottojen osuus Evlin liikevaihdosta on noin 73 % 2025 (laskenta poikkeaa Evlin omasta laskutavasta). Taso on hieman Evlin normaalitasoa matalampi, sillä hurjat tuottopalkkiot ja välityksen vahva volyyymi laskevat sitä selvästi. Normaalisissa tilanteissa arvioimme tason olevan hieman alle 80 %, joka on suhteellisesti erittäin hyvä.

Osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 1,26 euroa (2024e oik: 1,16e). Yhtiö on viime vuosina painottanut voitonjaossaan kasvavan osingon merkitystä ja yhtiö tulee varmuudella kasvattamaan osinkoaan. Lopullinen määrä riippuu Q4-tuloksesta. Yhtiön tase ja vakavaraisuus ovat erittäin vahvalla tasolla ja mielestämme 100 %:n voitonjakosuhde on enemmän kun perusteltu.

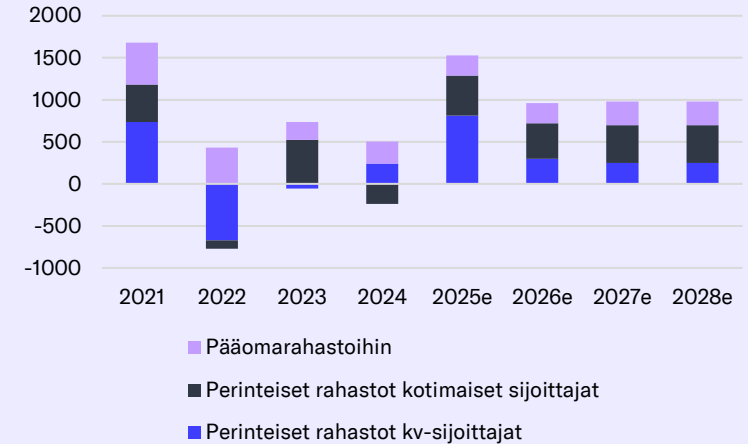
2026-2028: tuloskasvu jatkuu tasaisena

2026 ennustamme tuloskasvun jatkuvan. Keskeiset ajurit kasvun taustalla ovat ennätyskorkealla olevat hallinnoivat varat sekä hyvin vetävä uusmyynti. Uusmyynnin osalta odotamme lähivuosilta noin miljardin euron uusmyyntiä. Taso on hyvä, mutta kuten olemme useasti aiemmin todenneet, niin yhtiöllä on edellytyksiä myös parempaan. Kokonaisuutena ennustamme jatkuvien palkkioiden kasvavan 2026-2028 noin 8 %:lla per vuosi.

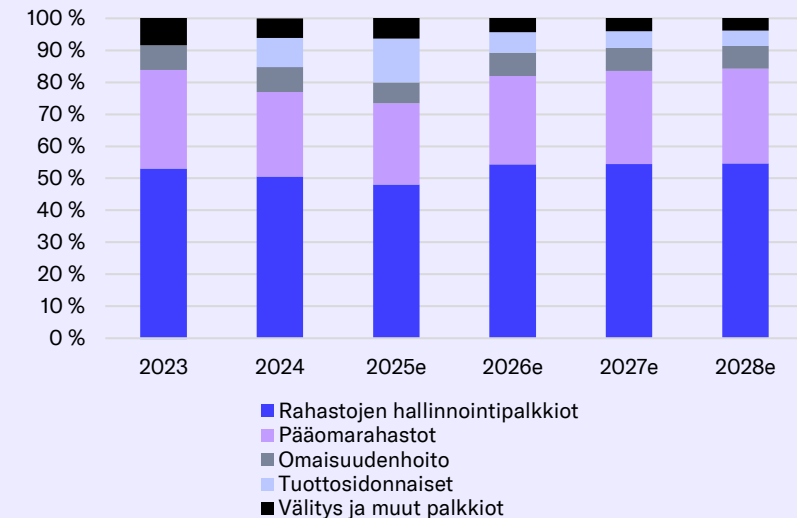
Tuottopalkkioiden osalta odotamme lähivuosilta 5-6 MEUR:n tuottopalkkioita. Tuottopalkkiot ovat historiassa näytelleet varsin pientä roolia ja tuottopalkkioiden määrä on 2014-2024 on keskimäärin ollut vain 2-3 MEUR tai 0,02 % AUM:sta. Näkemyksemme mukaan yhtiön tuottopalkkiopotentiali on kuitenkin kasvanut tästä merkittävästi johtuen etenkin pääomarahastoista, missä valtaosassa yhtiöllä on mukana myös tuottopalkkiokomponentti. Ennusteemme heijastelevat vain historiallisella tasolla (0,02%/AUM) olevaa tuottopalkkioiden tasoa ja yhtiöllä pitäisi myös tässä olla potentiaalia selvästi korkeampiin tasoihin. Näkyvyys tuottopalkkioihin on kuitenkin heikko ja hyvässä syklissä kerättyjen pääomarahastojen tuottotasoihin liittyy luonnollisesti epävarmuutta. Näin ollen pidämme varovaisuutta perusteltuna. Investointipankin liikevaihdon ennustamme historiallisen keskiarvon tasolla ja taseen omien tuottojen odotamme laskevan asteittain.

Kulujen osalta odotamme vain vaatimatonta 3-4 %:n kasvua lähivuosina. Lähtökohtaisesti Evlin pitäisi kyetä kasvamaan merkittävästi nykyisestä ilman oleellista kulujen kasvua, sillä yhtiö on kautta linjan erittäin hyvin resursoitu. Lisäksi näemme yhtiön kulutasossa edelleen selvää tehostamisvaraa ja näin ollen kulupaineiden pitäisi olla varsin rajallisia.

Rahastojen myynti (MEUR)



Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma



Ennusteet 3/4

Kokonaisuutena odotamme Evlin liikevaihdon kasvavan 2026-2028 välillä keskimäärin noin 4 %:lla. Kasvu tulee täysin Varainhoidosta, missä liikevaihto kasvaa 5 %:lla. Varainhoidon kasvuvauhti näyttää vaatimattomalta, sillä yhtiön 2025 pohjataso on erinomainen hurjien tuottopalkkioiden johdosta. Kulujen liikevaihdon kasvua hitaammasta kehityksestä johtuen kannattavuus jatkaa skaalautumistaan ja liikevoitto kasvaa keskimäärin 11 %:lla. Taso on hyvä, etenkin kun huomioidaan sen tulevan pääosin jatkuvista palkkioista. Konsernin liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme tasaisesti kohti 50 %:n tasoa. Mielestämme Evlin skaalaedut ja nykyinen rakenne huomioiden, 50 %:n tason pitäisi olla saavutettavissa. Ennusteemme myös alleviivaavat yhtiön 30 %:n tavoitetason mielekkyyttä.

Yksi keskeinen epävarmuus ennusteissamme liittyy vähemmistöille kuuluvan tulososuuden kehitykseen. Evli on viimeisen reilun 5v aikana rakentanut laajan pääomarahastotarjonnan ja tämän seurauksena vähemmistöjen määrä on kasvanut merkittävästi, kun lähes kaikissa pääomarahastoissa on mukana vähemmistöomistajia. Kannustinliiketoiminnasta (EAI) oikaistuna vähemmistöjen tulososuudet ovat nousseet viime vuosina, kun pääomarahastot ovat kasvaneet. Näemme edelleen jonkinlaisen riskin sille, että vähemmistöjen tulososuudet nousevat odotuksiamme suuremmiksi, kun pääomarahastot kasvavat ja hyvässä syklissä solmitut sopimukset osoittautuvat varsin suotuisiksi vähemmistöomistajien kannalta. 2025 vähemmistöjen tulososuus käy poikkeuksellisella 15 %:n tasolla suhteessa nettotulokseen johtuen merkittävästä tuottopalkkioista, jotka tulevat pääosin rahastoista missä on iso vähemmistöomistus (Zenito ja Frontier). Odotamme vähemmistöjen tulososuuden suhteessa nettotulokseen

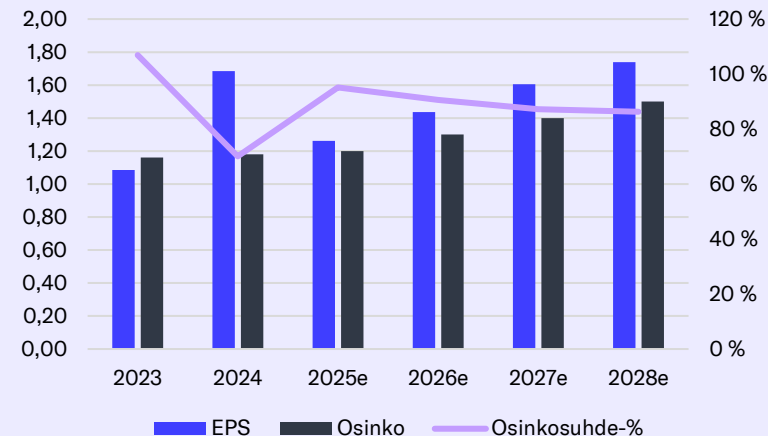
laskevan selvästi 2025 tasolta 8-9 %/nettotulos tuntumaan joka on laskelmiemme mukaan normaalitaso.

Pitkällä aikavälillä vähemmistöjen tulososuuksien käyrän tulisi olla laskeva, sillä nykyisten pääomarahastoja rakentaneiden yrittäjien lopettaessa ei Evlillä ole tarvetta siirtää vastaavaa omistusta eteenpäin johtuen pääosin rahastojen rahastoihin perustuvaan malliin. Tämä on mielestämme yksi rahastojen rahasto -mallin vahvuuksia.

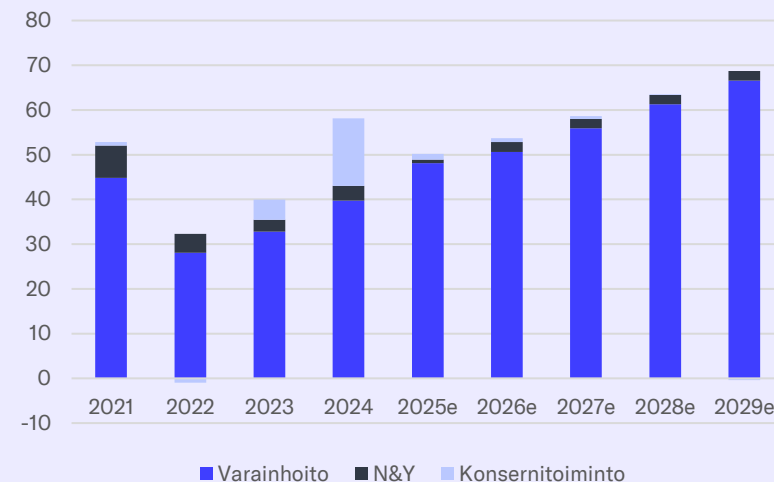
Osinkoennusteet

Evli on viime vuosina painottanut osinkopolitiikassaan kasvavan osingon merkitystä. Yhtiön tase on myös erittäin vahva ja meidän on vaikea keksiä syitä taseen vahvistamiselle nykytasolta. Näin ollen yhtiö tuleeekin suurella todennäköisyydellä jakamaan valtaosan tuloksensa ulos osinkoina tulevina vuosina. Tarvittaessa uskomme yhtiön olevan valmis pitämään osingon symbolisessa kasvussa myös tasettaan käyttämällä, mutta suurempiin vakavaraisuuspuskurien purkamisiin emme usko. Ennustammekin osingonjakosuhteen olevan lähivuosina 90 %:n tuntumassa ja osingon kasvavan keskimäärin noin 10 %:lla. Ennusteemme eivät huomioi Allsharesin mahdollista myyntiä vuosikymmenen loppupuolella. Irtaantumisen tapahtuessa Evli saa arviomme mukaan 1-2e per osake käteistä (riippuen sijoituksen arvon kehityksestä) ja myös tämä raha tullaan suurella todennäköisyydellä jakamaan lisäosinkona omistajille.

Voitonjaon kehitys



Segmenttien liikevoiton jakauma (MEUR)

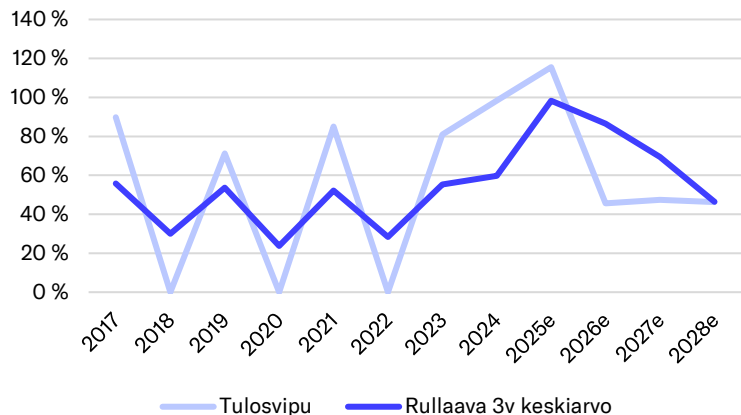


Ennusteet 4/4

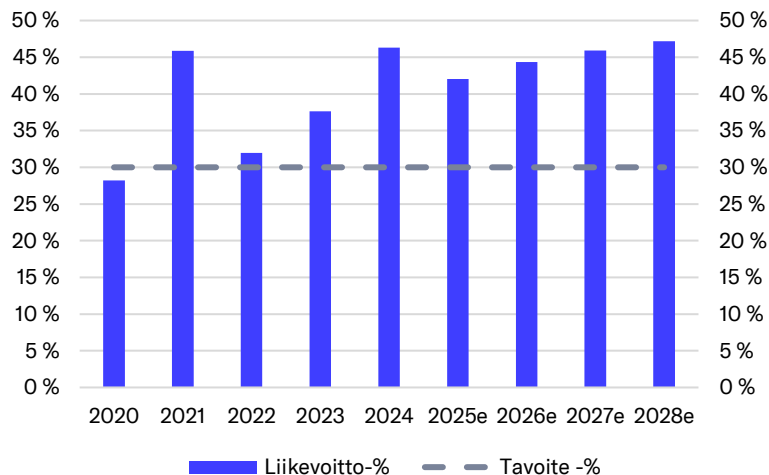
MEUR	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	115,6	96,1	108,7	126,8	119,7	122,4	129,2	136,2	141,6
Liikevaihdon kasvu-%	44,9 %	-16,8 %	13,1 %	16,6 %	-5,6 %	2,3 %	5,5 %	5,5 %	4,0 %
Varainhoito	91,4	75,4	83,5	96,5	107,2	109,0	116,1	123,2	130,3
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	20,1	16,4	15,8	9,9	6,6	8,0	8,1	8,2	8,3
Konsernitoiminnot	3,8	4,0	8,7	20,5	5,7	5,4	5,0	4,8	4,8
Liikevoitto	53,0	30,6	40,2	58,1	50,2	53,7	58,6	63,5	60,9
Varainhoito	44,8	28,1	32,8	39,8	48,1	50,6	55,9	61,3	66,6
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,3	4,2	2,7	3,3	0,8	2,2	2,1	2,1	2,1
Konsernitoiminnot	0,8	-1,0	4,5	15,0	1,3	0,9	0,6	0,1	-0,4
Osakkuusyhtiöt	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistö	-6,7	-4,3	-3,3	-5,3	-6,1	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7
Nettotulos	36,1	20,8	28,7	44,6	33,7	38,6	43,5	47,3	44,9
EPS (EUR)	1,50	0,85	1,09	1,16	1,26	1,44	1,61	1,74	1,65
Osinko (EUR)	1,06	1,15	1,16	1,18	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM netto (mrd)	17,4	16,0	18,0	18,9	21,3	22,7	24,1	25,5	26,9
Rahastot ja omaisuudenhoito	13,6	11,5	12,9	13,7	15,5	16,6	17,7	18,8	19,9
Perinteiset rahastot	10,5	8,6	9,9	10,8	12,6	13,6	14,5	15,4	16,3
Osake	3,4	2,8	3,5	3,7	4,2	4,6	4,9	5,2	5,5
Korko	7,0	5,6	6,3	6,9	8,2	8,8	9,4	10,0	10,6
Yhdistelmä	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muu omaisuudenhoito	3,1	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6
Pääomarahastot	1,5	2,4	2,7	2,8	3,2	3,4	3,7	4,0	4,3
Muut pääomat	2,3	2,1	2,4	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

Tulosvipu konsernitasolla



Kannattavuuden kehitys



Arvonmääritys 1/3

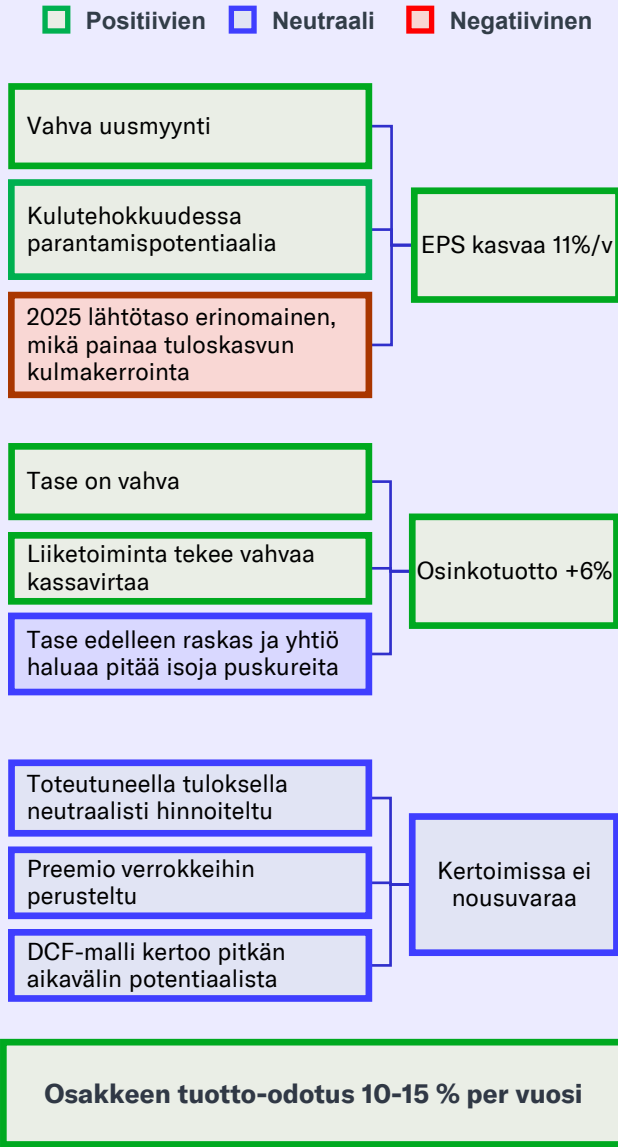
Yhteenveto arvostuksesta

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

Eri arvonmääritysmenetelmämme antavat hyvin samankaltaisia tuloksia. Osake ei ole millään mittarilla edullinen, mutta nykyinen preemioarvostus suhteessa verrokkeihin on enemmän kun perusteltu.

Toteutuneella tuloksella osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta ja ilman tuloskasvua osakkeessa on vaikea nähdä nousuvaraa. Vastaavasti mikäli ennustamamme tuloskasvu jatkuu, pitäisi sijoittajan tuotto-odotuksen olla 10-15 %:n välillä koostuen suunnilleen puoliksi tuloskasvusta sekä tasaisesti kasvavasta osingosta. Mielestämme tämä 10-15 %:n tuottotaso on vielä riittävän houkutteleva, kun se suhteutetaan yhtiön hyvin maltilliseen riskiprofiiliin. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmä

Evlillä on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia sisältäen myös Mandatumin ja Aktian. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimille sekä osinkotuotolle. Evlin tapauksessa EV/EBIT-tunnusluvun käyttöä heikentää oleellisesti vähemmistöjen tulososuus, sekä yhtiön poikkeuksellisen iso kassa, joka on todellisuudessa sitoutunut liiketoimintaan (välitys ja oman taseen toiminta). Näin ollen emme suosi EV/EBIT-kerrointa Evliä arvioitaessa. Näkemyksemme mukaan Evliä tulisi kokonaisuudessaan hinnoitella preemiolla suhteessa sen verrokkiryhmään, sillä yhtiö on sektorin laadukkaimpia yhtiöitä ja sen tulospotentialiin liittyy maltillisesti riskejä. Tarkan preemion määrittäminen on mahdotonta, mutta pidämme järkevänä tasona noin 20 %.

P/E-kertoimilla Evliä hinnoitellaan vuosien 2025 ja 2026 ennusteilla noin 20 %:n preemiolla suhteessa

verrokkiryhmään. Verrokkiryhmää hinnoitellaan tällä hetkellä suunnilleen historiallisilla tasoilla ja pidämme hinnoittelua järkevänä.

Osinkotuotto on puolestaan noin 30 % alle sektorin keskiarvojen ja preemio alkaa olla huomattava.

Yleisesti ottaen pidämme sektorin yhtiöitä varsin oikein hinnoiteltuna ja meidän on vaikea havaita sektorin laajuista ali-/yliarvostusta.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Olemme pitäneet Evlille hyväksyttävänä neutraalina arvostustasona P/E 16–18x haarukkaa. Historiallisesti Evlin P/E-kerroin on ollut noin 13-14x, mutta pidämme selvää preemiota tähän perusteltuna, sillä Evli on nykyään merkittävästi parempi yhtiö kuin esimerkiksi 5v tai 10v sitten. Keskeisiä muutoksia ovat merkittävästi noussut kannattavuus, laajentunut tuotetarjonta sekä vahvistunut markkinaposition. Toteutuneella tuloksella tai 2025 tuloksella arvostus on

neutraali (P/E 17-18x) ja mielestämme on selvää, että kurssinousu vaatii taakseen tuloskasvua. Ennustamallamme noin 11 %:n tuloskasvulla kertoimet sulavat asteittain ja näkemyksemme mukaan jo parin vuoden tähtäimellä arvostus näyttää hyvinkin houkuttelevalta.

Osinkotuotto on lähivuodet hyvällä noin 6 %:n tasolla ja se antaa selkeää tukea osakkeen kokonaistuotolle. Osinko myös kasvaa tasaisesti ja siihen liittyvä riski on verrattain pieni. Osinkotuotto on alle historiallisten tasojen (7-8 %), mutta tämä on perusteltua johtuen kohonneesta hyväksymästämme arvostustasosta.

Kokonaisuutena verrokkiryhmä sekä absoluuttiset kertoimet tukevat näkemystämme osakkeen hinnoittelusta. Osake ei missään tapauksessa ole edullinen, mutta toisaalta yhtiön korkeaan laatuun nähden nykyinen hinnoittelu on enemmän kuin perusteltu. Tulospotentialin toteutuessa osakkeen tuotto-odotus on edelleen riittävä, mutta ilman tuloskasvua se rajoittuu pelkkään osinkotuottoon.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Alexandria	106	102	9,4	7,7	7,6	6,6	2,0	1,8	13,5	10,8	8,1	8,9	3,2
Aktia	763								9,1	9,6	8,0	8,5	1,1
CapMan	323	316	10,3	7,5	9,9	7,2	5,0	4,2	15,9	11,6	8,2	8,8	1,7
eQ	475	464	16,9	11,7	16,2	11,3	7,8	6,1	21,8	16,1	4,6	6,2	6,3
Taaleri	193	189	9,8	4,2	9,4	4,2	3,5	2,3	16,7	7,5	3,6	8,0	0,9
Titanium	65	53	8,3	8,7	7,5	8,0	2,6	2,6	12,8	13,1	7,4	7,4	4,0
United Bankers	193	175	9,9	9,1	8,7	8,1	3,1	2,8	14,2	13,5	6,5	6,8	3,0
Mandatum	3051	2650	15,4	17,2	15,4	17,2	16,2	16,7	21,8	21,6	16,5	11,5	2,9
Evli (Inderes)	592	589	11,7	10,9	10,9	10,2	4,9	4,8	17,6	15,5	5,4	5,9	3,9
Keskiarvo			11,4	9,4	10,6	8,9	5,7	5,2	15,7	13,0	7,9	8,3	2,9
Mediaani			9,9	8,7	9,4	8,0	3,5	2,8	15,1	12,4	7,7	8,3	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			19 %	26 %	17 %	28 %	40 %	69 %	17 %	25 %	-30 %	-29 %	32 %

Arvonmääritys 3/3

Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme (s. 41) indikoi Evlin osakkeen käyväksi arvoksi noin 25 euroa. DCF-malli ei huomioi Allsharesin osakkeiden arvoa ja tämä noin 1 euro per osake huomioiden arvo olisi 26 euroa. Odotamme Evliltä selvää tuloskasvua vuoteen 2028 asti, jonka jälkeen se pysyy suunnilleen paikallaan varovaisuusperiaatteen johdosta. Terminaalijakson kannattavuutena olemme soveltaneet 40 %:n liikevoittomarginaalia, joka on yli yhtiön historiallisen tason, mutta linjassa nykyisen suorittamisen kanssa. Mielestämme taso on hyvin perusteltavissa, sillä Evlillä on mielestämme kaikki edellytykset nostaa liikevoitto% kestävästi 50 %:n tuntumaan tulevana vuosina. Soveltamamme 9,0 % keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on verrokkiryhmän alhaisimpia, mikä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan yhtiön vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja korkea laatu.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo

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

Perinteisissä sijoitusrahastoissa (Q3'25: ~12,2 mrd.) olemme soveltaneet osakerahastoille 3 %:n arvokerrointa ja korkorahastoille 1,5 %:n kerrointa. Tasot ovat linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa.

Yhtiön rahastojen laatu on suhteellisen hyvä, mutta palkkiotasot ovat varsin matalia (korkovetoisuus + instituutioasiakkaat) eikä tuottosidonnaisia komponentteja juuri ole.

Pääomarahastoja (Q3'25: ~3,1 mrd.) olemme hinnoittelleet 5 %:n kertoimella, joka on linjassa sektorin keskimääräisten tasojen kanssa. Yhtiön pääomarahastoista valtaosa on suljetuissa rahastoissa ja niiden palkkiotasot ovat terveitä (hallinnointipalkkiot + tuottopalkkiot). Suljetuista rakenteista ja hajautuneesta tuoteportfoliosta johtuen pääoman pysyvyys on erittäin korkea. Lisäksi huomautamme, että pääoma on iältään varsin nuorta mikä nostaa sen arvoa. Pääoma on isoilta osin kuitenkin rahastojen rahastoja, joissa palkkiotaso on alle itse hoidettujen rahastojen.

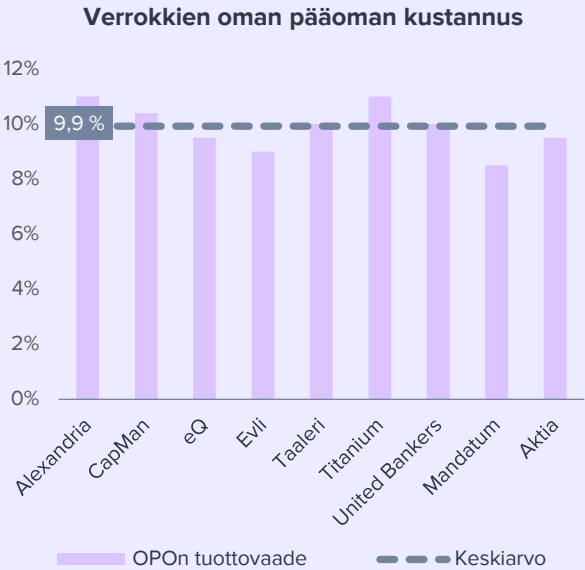
Varainhoidon hallinnoitavat pääomat (Q3'25: ~2,8 mrd.) olemme hinnoittelleet 2,0 %:n kertoimella. Varainhoidon tuottamien pääomien palkkiotaso on historiallisesti ollut noin 0,4% (0,3–0,5%), eli jonkin verran alle perinteisten rahastojen. Lisäksi Varainhoidon palkkioista kaikki eivät ole jatkuvia, mikä laskee niiden arvoa.

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

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi noin 18 euroa osakkeelta. Laskelma ei huomioi Allsharesiä, AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja välitys). Nämä huomioiden olisi osakkeen AUM-pohjainen arvo olisi noin 22e osake.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	22,2	22,2	22,2
Osakemäärä, milj. kpl	26,7	26,9	27,1
Markkina-arvo	592	597	601
Yritysarvo (EV)	589	587	583
P/E (oik.)	17,6	15,7	14,0
P/E	17,6	15,7	14,0
P/B	3,9	3,8	3,6
P/S	5,0	4,9	4,7
EV/Liikevaihto	4,9	4,8	4,5
EV/EBIT (oik.)	11,7	11,1	10,1
Osinko/tulos (%)	95,1 %	91,6 %	88,2 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,9 %	6,3 %

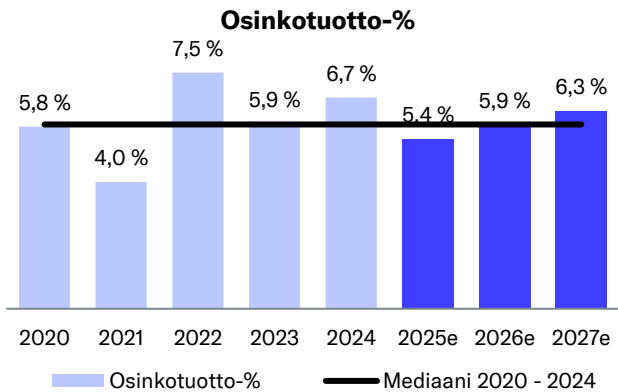
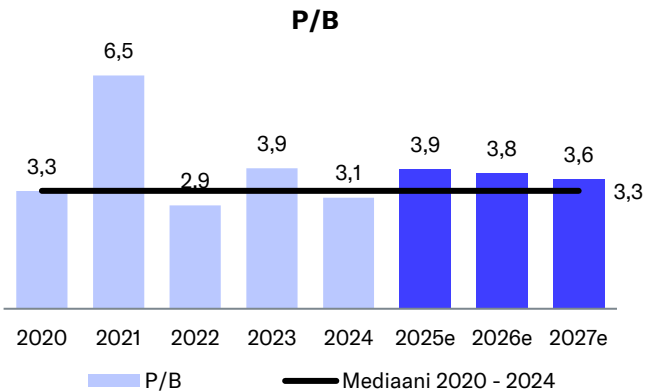
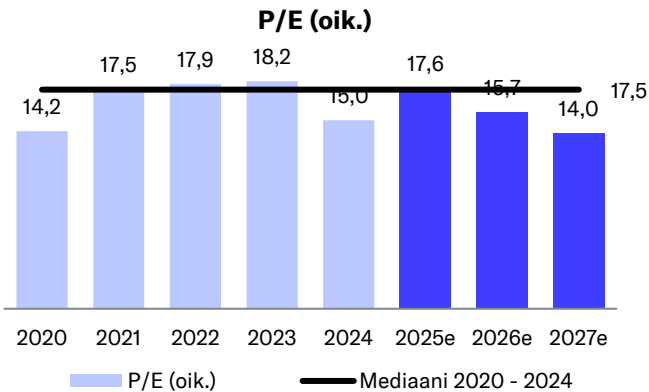
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,6	26,2	15,3	19,7	17,5	22,2	22,2	22,2	22,2
Osakemäärä, milj. kpl	24,1	24,1	24,5	26,5	26,5	26,7	26,9	27,1	27,2
Markkina-arvo	303	632	401	522	463	592	597	601	604
Yritysarvo (EV)	320	713	400	516	463	589	587	583	576
P/E (oik.)	14,2	17,5	17,9	18,2	15,0	17,6	15,7	14,0	12,9
P/E	14,2	17,5	17,9	18,2	10,4	17,6	15,7	14,0	12,9
P/B	3,3	6,5	2,9	3,9	3,1	3,9	3,8	3,6	3,5
P/S	3,8	5,5	4,2	4,8	3,7	5,0	4,9	4,7	4,5
EV/Liikevaihto	4,0	6,2	4,2	4,7	3,7	4,9	4,8	4,5	4,2
EV/EBIT (oik.)	11,0	13,4	13,1	12,8	10,4	11,7	11,1	10,1	9,2
Osinko/tulos (%)	82,5 %	70,8 %	145,1 %	106,9 %	70,1 %	95,1 %	91,6 %	88,2 %	87,2 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	4,0 %	7,5 %	5,9 %	6,7 %	5,4 %	5,9 %	6,3 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	106	102	9,4	7,7	7,6	6,6	2,0	1,8	13,5	10,8	8,1	8,9	3,2
Aktia	763								9,1	9,6	8,0	8,5	1,1
CapMan	323	316	10,3	7,5	9,9	7,2	5,0	4,2	15,9	11,6	8,2	8,8	1,7
eQ	475	464	16,9	11,7	16,2	11,3	7,8	6,1	21,8	16,1	4,6	6,2	6,3
Taaleri	193	189	9,8	4,2	9,4	4,2	3,5	2,3	16,7	7,5	3,6	8,0	0,9
Titanium	65	53	8,3	8,7	7,5	8,0	2,6	2,6	12,8	13,1	7,4	7,4	4,0
United Bankers	193	175	9,9	9,1	8,7	8,1	3,1	2,8	14,2	13,5	6,5	6,8	3,0
Mandatum	3051	2650	15,4	17,2	15,4	17,2	16,2	16,7	21,8	21,6	16,5	11,5	2,9
Evli (Inderes)	592	589	11,7	11,1	10,9	10,4	4,9	4,8	17,6	15,7	5,4	5,9	3,9
Keskiarvo			11,4	9,4	10,6	8,9	5,7	5,2	15,7	13,0	7,9	8,3	2,9
Mediaani			9,9	8,7	9,4	8,0	3,5	2,8	15,1	12,4	7,7	8,3	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			19 %	27 %	17 %	29 %	40 %	70 %	17 %	26 %	-30 %	-29 %	32 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	109	42,9	29,3	24,5	30,0	127	27,7	27,5	35,3	29,3	119,7	121,8	128,6	135,6
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	84,2	23,3	24,1	22,4	26,6	96,4	22,8	23,8	34,6	26,0	107	108	115	123
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	15,8	5,0	2,0	1,0	1,9	9,9	2,8	1,7	0,2	2,0	6,7	8,0	8,1	8,2
Konsernitoiminnot	8,7	14,6	3,2	1,1	1,5	20,5	2,0	2,0	0,5	1,3	5,8	5,4	5,0	4,8
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	45,7	26,1	13,1	11,5	11,2	61,9	12,2	11,9	19,1	10,7	53,9	56,7	61,5	66,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,5	-1,1	-1,0	-0,8	-0,9	-3,8	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-3,7	-3,6	-3,5	-3,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,2	11,2	12,1	10,7	10,3	44,3	11,3	11,1	18,1	9,7	50,2	53,1	58,0	62,9
Liikevoitto	40,2	25,0	12,1	10,7	10,3	58,1	11,3	11,1	18,1	9,7	50,2	53,1	58,0	62,9
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	33,0	9,6	8,7	11,3	10,4	39,8	10,1	9,9	19,2	8,9	48,1	50,0	55,3	60,7
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	2,7	1,1	1,1	0,5	0,7	3,3	1,3	0,1	-1,2	0,7	0,8	2,2	2,1	2,1
Konsernitoiminnot	4,5	14,4	2,4	-1,0	-0,7	15,0	0,0	1,1	0,1	0,2	1,4	0,9	0,6	0,1
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	40,2	25,0	12,1	10,7	10,3	58,1	11,3	11,1	18,1	9,7	50,2	53,1	58,0	62,9
Verot	-8,2	-1,9	-2,4	-2,2	-1,7	-8,2	-2,4	-2,6	-3,5	-1,9	-10,5	-10,9	-10,7	-11,6
Vähemmistöosuudet	-3,3	-1,5	-1,2	-0,7	-2,0	-5,3	-1,6	0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-4,1	-4,3	-4,5
Nettotulos	28,7	21,6	8,6	7,8	6,6	44,6	7,3	9,1	10,4	6,9	33,7	38,1	43,0	46,8
EPS (oikaistu)	1,09	0,29	0,32	0,29	0,25	1,16	0,27	0,34	0,39	0,26	1,26	1,42	1,59	1,72
EPS (raportoitu)	1,09	0,81	0,32	0,29	0,25	1,68	0,27	0,34	0,39	0,26	1,26	1,42	1,59	1,72

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	13,1 %	66,7 %	11,1 %	-5,3 %	-2,2 %	16,6 %	-35,5 %	-6,3 %	43,9 %	-2,5 %	-5,6 %	1,8 %	5,5 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	31,4 %	19,8 %	23,7 %	4,8 %	-5,2 %	10,2 %	1,1 %	-8,0 %	68,7 %	-5,8 %	13,3 %	5,8 %	9,2 %	8,5 %
Käyttökate-%	42,0 %	60,8 %	44,6 %	47,0 %	37,3 %	48,8 %	44,2 %	43,5 %	54,0 %	36,6 %	45,0 %	46,6 %	47,9 %	49,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	37,0 %	26,1 %	41,3 %	43,6 %	34,3 %	35,0 %	40,9 %	40,5 %	51,1 %	33,2 %	42,0 %	43,6 %	45,1 %	46,4 %
Nettotulos-%	26,4 %	50,3 %	29,3 %	31,8 %	22,1 %	35,2 %	26,3 %	33,1 %	29,4 %	23,6 %	28,1 %	31,3 %	33,4 %	34,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	120	134	132	132	132
Liikearvo	41,8	37,7	37,7	37,7	37,7
Aineettomat hyödykkeet	6,9	6,9	6,4	6,0	5,8
Käyttöomaisuus	12,4	10,7	10,7	10,8	10,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5,2	24,0	24,0	24,0	24,0
Muut sijoitukset	48,4	49,1	49,1	49,1	49,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,0	5,3	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	225	228	169	171	176
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	74,4	79,3	79,3	79,3	79,3
Myyntisaamiset	24,6	17,4	17,9	18,3	19,3
Likvidit varat	126	131	71,8	73,1	77,1
Taseen loppusumma	345	362	301	302	307

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	137	154	156	162	170
Osakepääoma	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Kertyneet voittovarot	67,5	83,8	86,2	92,3	100
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7
Muu oma pääoma	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
Vähemmistöosuus	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2
Pitkäaikaiset velat	5,8	9,0	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verovelat	2,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	3,4	6,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	202	199	142	137	134
Korolliset velat	107	99,4	43,8	38,6	34,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	27,3	27,8	26,3	26,8	28,3
Muut lyhytaikaiset velat	67,8	71,9	71,9	72	72
Taseen loppusumma	345	362	301	302	307

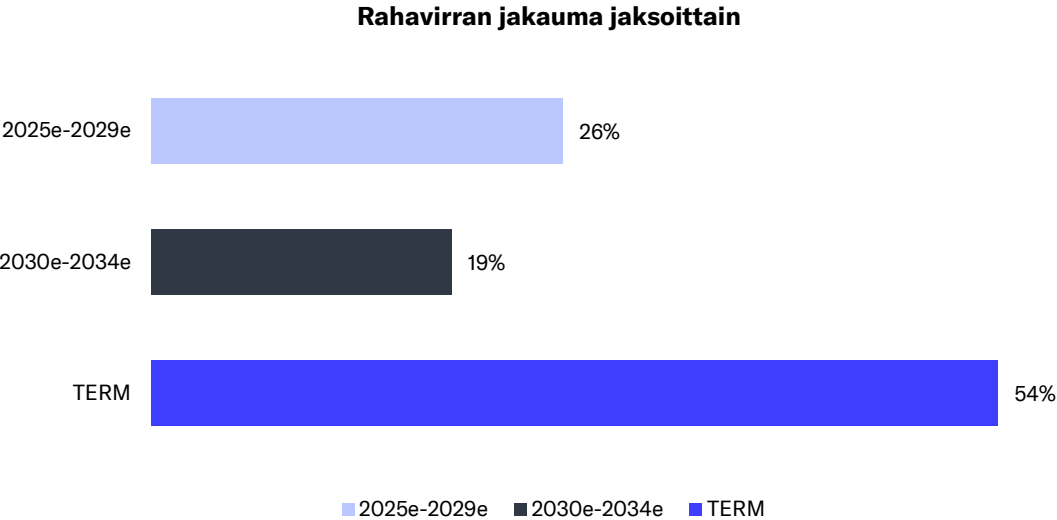
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,6 %	-5,6 %	1,8 %	5,5 %	5,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	45,8 %	42,0 %	43,6 %	45,1 %	46,4 %	43,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Liikevoitto	58,1	50,2	53,1	58,0	62,9	60,6	58,7	60,7	62,5	64,4	66,0	
+ Kokonaispoistot	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	
- Maksetut verot	-7,9	-9,2	-10,9	-10,7	-11,6	-11,2	-10,9	-11,2	-11,6	-11,9	-12,2	
- 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	6,9	-2,0	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	60,9	42,7	46,0	51,3	55,3	53,4	51,8	53,5	55,1	56,7	58,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	1,3	-3,2	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	62,2	39,5	42,6	47,8	51,6	49,6	47,9	49,4	50,8	52,3	53,7	
+/- Muut	-13,2	-2,5	-2,4	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
Vapaa kassavirta	49,0	37,0	40,2	46,1	49,9	47,9	46,2	47,7	49,1	50,6	52,0	824
Diskontattu vapaa kassavirta		36,4	36,3	38,2	38,0	33,4	29,6	28,1	26,5	25,1	23,6	375
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		690	654	617	579	541	508	478	450	424	398	375
Velaton arvo DCF		690										
- Korolliset velat		-105,4										
+ Rahavarat		131										
-Vähemmistöosuus		-25,0										
-Osinko/pääomapalautus		-31,3										
Oman pääoman arvo DCF		660										
Oman pääoman arvo DCF per osake		24,7										

Pääoman kustannus (WACC)

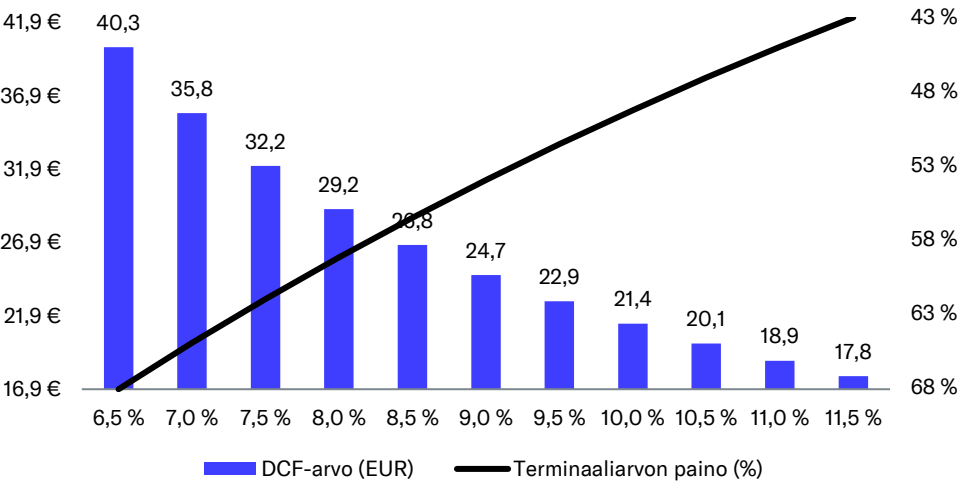
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

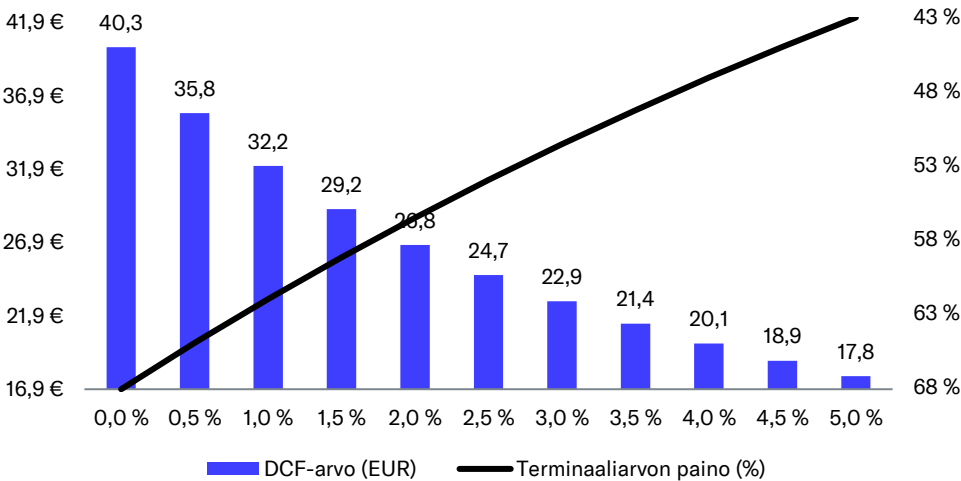


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

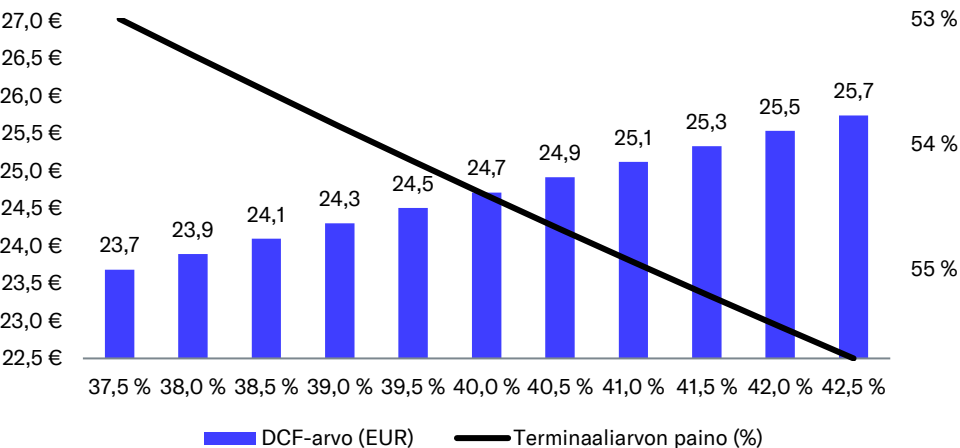
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



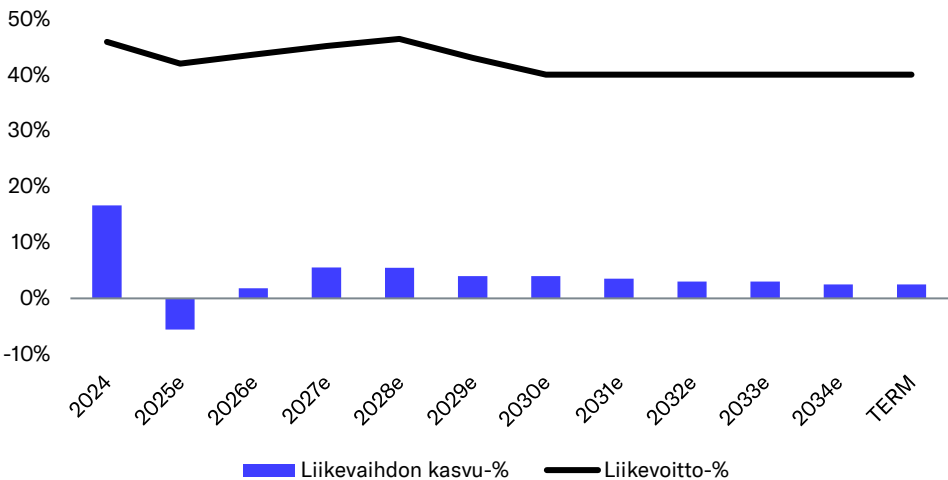
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	96,1	108,7	126,8	119,7	121,8
Käyttökate	35,7	45,7	61,9	53,9	56,7
Liikevoitto	30,6	40,2	58,1	50,2	53,1
Voitto ennen veroja	30,9	40,2	58,1	50,2	53,1
Nettovoitto	20,8	28,7	44,6	33,7	38,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	13,8	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	366,6	344,7	361,6	300,9	302,3
Oma pääoma	143,3	137,1	153,5	155,9	162,0
Liikearvo	42,0	41,8	37,7	37,7	37,7
Nettovelat	-8,6	-15,9	-25,8	-28,0	-34,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	35,7	45,7	61,9	53,9	56,7
Nettokäyttöpääoman muutos	61,0	18,0	6,9	-2,0	0,2
Operatiivinen kassavirta	83,3	55,2	60,9	42,7	46,0
Investoinnit	-37,8	-10,1	1,3	-3,2	-3,4
Vapaa kassavirta	45,5	45,1	49,0	37,0	40,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	4,2	4,7	3,7	4,9	4,8
EV/EBITDA	11,2	11,3	7,5	10,9	10,4
EV/EBIT (oik.)	13,1	12,8	10,4	11,7	11,1
P/E (oik.)	17,9	18,2	15,0	17,6	15,7
P/B	2,9	3,9	3,1	3,9	3,8
Osinkotuotto-%	7,5 %	5,9 %	6,7 %	5,4 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,85	1,09	1,68	1,26	1,42
EPS (oikaistu)	0,85	1,09	1,16	1,26	1,42
Operat. Kassavirta / osake	3,40	2,09	2,30	1,60	1,71
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,86	1,70	1,85	1,39	1,50
Omapääoma / osake	5,66	5,02	5,64	5,69	5,87
Osinko / osake	1,15	1,16	1,18	1,20	1,30

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	13 %	17 %	-6 %	2 %
Käyttökatteen kasvu-%	-38 %	28 %	35 %	-13 %	5 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-42 %	31 %	10 %	13 %	6 %
EPS oik. kasvu-%	-43 %	28 %	7 %	8 %	12 %
Käyttökate-%	37,1 %	42,0 %	48,8 %	45,0 %	46,6 %
Oik. Liikevoitto-%	31,8 %	37,0 %	35,0 %	42,0 %	43,6 %
Liikevoitto-%	31,8 %	37,0 %	45,8 %	42,0 %	43,6 %
ROE-%	17,7 %	21,2 %	31,6 %	22,4 %	24,6 %
ROI-%	13,7 %	16,2 %	23,0 %	21,9 %	26,5 %
Omavaraisuusaste	39,1 %	39,8 %	42,5 %	51,8 %	53,6 %
Nettovelkaantumisaste	-6,0 %	-11,6 %	-16,8 %	-17,9 %	-21,3 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 tulevast. 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.3.2020	Vähennä	11,50 €	11,80 €
13.3.2020	Lisää	9,00 €	7,56 €
9.4.2020	Vähennä	8,50 €	8,56 €
17.4.2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
5.6.2020	Vähennä	9,00 €	9,68 €
15.7.2020	Lisää	10,00 €	9,18 €
18.9.2020	Lisää	10,50 €	9,70 €
26.10.2020	Lisää	11,50 €	10,80 €
29.12.2020	Vähennä	12,00 €	12,55 €
25.1.2021	Lisää	16,50 €	14,85 €
16.4.2021	Lisää	21,00 €	19,10 €
15.7.2021	Lisää	24,50 €	23,80 €
21.10.2021	Lisää	24,50 €	23,60 €
7.1.2022	Vähennä	24,50 €	26,90 €
26.1.2022	Vähennä	22,00 €	22,10 €
14.3.2022	Vähennä	20,00 €	19,35 €
25.4.2022	Vähennä	20,00 €	18,60 €
20.5.2022	Lisää	18,00 €	16,38 €
13.6.2022	Vähennä	18,00 €	18,15 €
18.7.2022	Vähennä	18,00 €	17,55 €
3.10.2022	Vähennä	17,00 €	16,30 €
21.10.2022	Vähennä	16,00 €	15,60 €
27.1.2023	Lisää	19,00 €	17,90 €
26.4.2023	Lisää	20,00 €	18,95 €
19.7.2023	Lisää	21,00 €	20,40 €
30.10.2023	Lisää	21,00 €	18,60 €
26.1.2024	Vähennä	20,00 €	20,30 €
26.2.2024	Vähennä	20,00 €	19,40 €
7.3.2024	Vähennä	21,00 €	20,10 €
23.4.2024	Lisää	22,00 €	19,50 €
16.7.2024	Lisää	22,00 €	19,40 €
28.10.2024	Lisää	22,00 €	18,75 €
30.1.2025	Lisää	21,00 €	18,80 €
28.4.2025	Lisää	20,00 €	17,77 €
15.7.2025	Osta	21,00 €	18,30 €
27.10.2025	Lisää	24,00 €	22,20 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**