

Evli Pankki

Yhtiöraportti

11/2018

**inde
res.**

Osake painettu jo liian alas

Tarkistamme Evlin tavoitehintamme 8,1 euroon (aik. 8,5 euroa), mutta nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Yhtiön kurssi on reagoinut voimakkaasti markkinan heikentymiseen ja laskenut yli 20 % lyhyessä ajassa. Vaikka lyhyen aikavälin markkinariskit ovat edelleen koholla ja ennustamme tuloskasvun hyittyvän, on konservatiivisilla tulosennusteillamme laskettu 10-11x tasolla oleva P/E jo varsin matala. Emme näe kertoimissa oleellista nousuvaraa ilman markkinariskien hälventymistä, mutta korkea lähes 8 %:n suhteellisen turvallinen osinkotuotto tarjoaa mielestämme jo riittävän tuotto-odotuksen. Pidemmällä aikavälillä yhtiön käypä arvo on mielestämme selvästi nykykurssia korkeampi, mutta lyhyellä aikavälillä korkeat markkinariskit ja tuloskasvun hyittyminen hautaavat tämän potentiaalin alle.

Sijoittamiseen erikoistunut pankki

Evli on sijoittamiseen erikoistunut pankki, joka tarjoaa asiakkailleen kaikki keskeiset sijoittamiseen liittyvät palvelut. Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä, joille yhtiö tarjoaa varainhoito- sekä neuvonantopalveluita. Yhtiö työllistää noin 250 henkilöä ja sen toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin loppuvuodesta 2015. Evlillä on kolme segmenttiä: Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat, Neuvonanto- ja yritysasiakkaat sekä Konsernitoiminnot. Varainhoito on segmenteistä ylivoimaisesti suurin ja sen kehitys on sijoittajan kannalta täysin ratkaisevassa roolissa. Konsernitoiminnot on tukifunktio, mikä tarjoaa pääasiassa palveluita konsernin kahdelle muulle segmentille. Evli on panostanut strategiassaan voimakkaasti Varainhoidon kasvattamiseen ja viime vuosina myös kulutehokkuus on parantunut selvästi historiallisesti heikolta tasolta.

Tuloskasvu hyitty, mutta pitkän aikavälin näkymä on valoisa

Evlin tulostaso on tehnyt selvän tasokorotuksen viimevuosien aikana. Tulosparrannuksen taustalla on Varainhoidon voimakas kasvu ja tämän myötä parantunut kulutehokkuus. Tulosparrannus on kestäväällä pohjalla, sillä se perustuu jatkuviin tuottoihin. Markkinatilanteen selvän heikentymisen seurauksena ennustamme Evlin 2018 tuloksen säilyvän vertailukauden vahvalla tasolla. Vaikka ennustamme markkinatilanteen jatkuvan haastavana, on yhtiölle edellytykset säilyttää tuloksensa vahvalla tasolla. Näkemyksemme mukaan tuloksen selkeä parantaminen nykytasolta ilman markkinatilanteen muutoksia nojaa etenkin kulujen leikkauksiin eli alueeseen, jossa Evli ei ole historiassa ollut parhaimmillaan. Pitkällä aikavälillä Evli kuuluu mielestämme ehdottomasti kotimaisen varainhoitomarkkinan voittajiin ja sen strategia keskittyy oikeisiin asioihin. Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät ovatkin mielestämme edelleen hyvät lyhyen aikavälin heikkoudesta huolimatta. Yhtiön tase on vahva ja näkemyksemme mukaan yhtiön pitäisi lähivuosina pystyä maksamaan koko tulos ulos osinkoina, mikä yhdessä hyvällä tasolla säilyvän tuloksen kanssa pitää osinkovirran vuolaana.

Aliarvostus ei perusteltu

Arvonmääritysmenetelmiemme mukainen arvo Evlille on 8,1-10,3 euroa per osake. Tavoitehintamme on haarukan alalaidassa johtuen lyhyen aikavälin vaisuista tuloskasvunäkymistä sekä selvästi koholla olevista markkinariskeistä. Absoluuttisesti osakkeen arvostus on matala, mutta linjassa verrokkiryhmän kanssa. Emme näe kertoimissa oleellista nousuvaraa ilman markkinariskien hälventymistä, mutta korkea lähes 8 %:n suhteellisen turvallinen osinkotuotto tarjoaa mielestämme jo riittävän tuotto-odotuksen. Pidemmällä aikavälillä yhtiön käypä arvo on mielestämme selvästi nykykurssia korkeampi, mutta lyhyellä aikavälillä korkeat markkinariskit ja tuloskasvun hyittyminen hautaavat tämän potentiaalin alle.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehint

Lisää

Edellinen: Vähennä



8,1 euroa

Edellinen: 8,5 euroa

Osakekurssi: 7,58 euroa
Potentiaali: 6 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Markkina-arvo	227	181	181
P/E	13,5	10,3	11,1
P/B	3,2	2,4	2,3
P/S	3,2	2,6	2,6
EV/EBITDA*	9,6	8,6	8,2
Osinkotuotto-%	5,4 %	7,9 %	8,1 %
Liikevaihto	71,4	68,3	68,9
-kasvu%	19 %	-4 %	1 %
EBITDA	23,6	20,1	22,2
-EBITDA-%	33 %	29 %	32 %
EPS (oik.)	0,71	0,70	0,69
Osinko	0,52	0,60	0,62

Lähde: Inderes

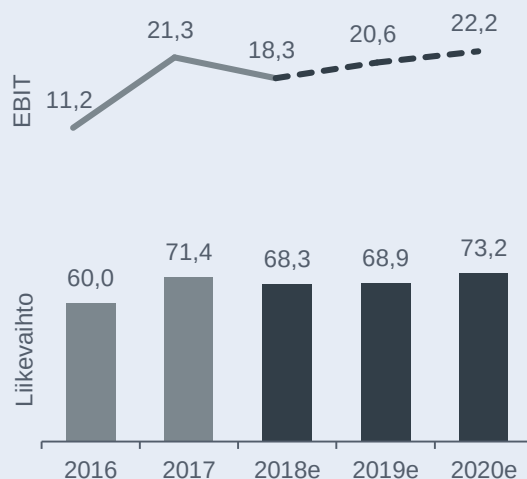
*EV ei huomioi laskennallista nettovelkaa

Kurssigraafi

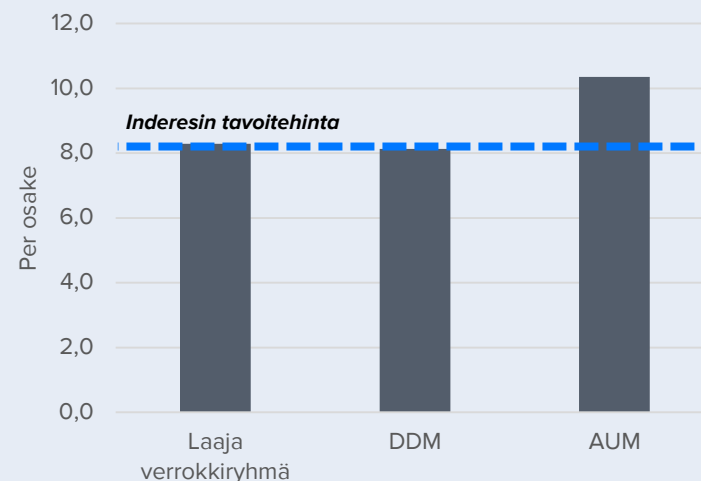


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Yhteenveto arvonmäärittämisestä



P/E (oik.)

10,3x

2018e

EV/EBIT

9,4x

2018e

P/B

2,4x

2018e

Osinko-%

7,9%

2018e

EV-kertoimet laskettu nettovelka=0 MEUR oletuksella



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kulutason pitävyys
- Markkinatilanteen kestävyys
- Jatkuvasti lisääntyvä regulaatio



Arvostus

- Yhtiö riskitaso on verrokkeja maltillisempi
- Arvostus linjassa verrokkien kanssa
- Korkea ja varsin turvallinen osinko
- Pitkällä aikavälillä selkeää nousupotentiaalia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-10
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	s. 11-16
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	s. 17
Konsernitoiminnot	s. 18-19
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 20-27
Taloudellinen tilanne	s. 28-29
Ennusteet	s. 30-33
Arvonmääritys	s. 34-38
Liitteet	s. 39-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 43

Yhtiökuvaus

Sijoittamiseen erikoistunut pankki

Evli Pankki (Evli) on suomalainen vuonna 1985 perustettu sijoittamiseen erikoistunut pankki. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen kaikki keskeiset sijoittamiseen liittyvät palvelut. Konsernin asiakaskunta koostuu pääosin instituutioista, yrityksistä sekä varakkaista yksityishenkilöistä, joille yhtiö tarjoaa varainhoito- sekä neuvonantopalveluita. Yhtiö työllistää noin 260 henkilöä ja sen toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. Evli listautui Helsingin pörssiin loppuvuodesta 2015.

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat (Varainhoito) segmentti on konsernin segmenteistä selvästi suurin ja sen hallinnoitavat varat olivat Q3'18:n lopussa 12,3 miljardia euroa. Tästä noin 8,6 miljardia euroa oli sijoitettuna yhtiön omiin rahastoihin. Neuvonanto- ja yritysasiakas-segmentti on keskittynyt palvelemaan asiakkaita investointipankin, palkitsemisjärjestelmien sekä osaketutkimuksen saralla. Konsernitoiminnot-segmentti kattaa konsernin omasta taseesta tehtävät sijoitukset ja pankkiliiketoiminnan. Lisäksi Konsernitoiminnot toimii tukifunktiona kahdelle muulle segmentille.

Välittäjästä varainhoitajaksi

Yhtiön alkuvuosina Evlin liiketoiminnan ytimenä oli pörssikaupankäynti ja yhtiö oli puhdas pankkiiriliike. Vuonna 2001 yhtiö sai pankkitoimiluvan ja siitä muodostui varainhoito- ja investointipankki. Vuosien 2005 ja 2006 aikana yhtiö siirsi fokuksensa strategiapäivityksen yhteydessä varainhoitoon. Tavoitteena oli parantaa konsernin tuloksen

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

Taloudelliset tavoitteet

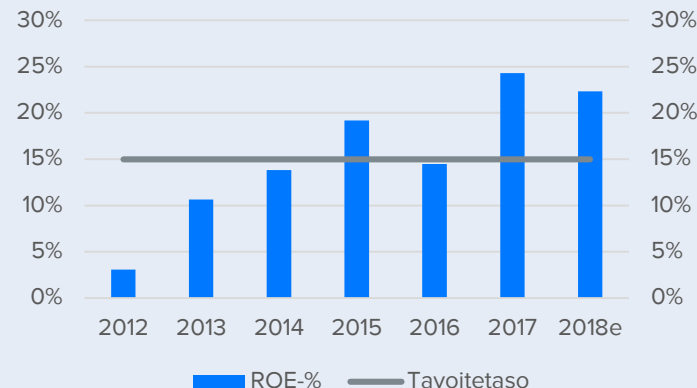
Evli on julkistanut seuraavat taloudelliset tavoitteet:

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

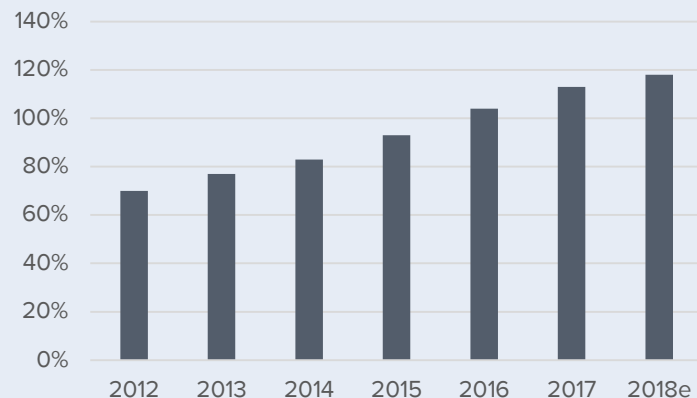
Jatkuvien tuottojen osuus suhteessa yhtiön kuluihin oli 2018 alkuvuoden aikana 118 %. 100 %:n tavoite on mielestämme hyvä, sillä toteutuessaan se pienentää tuloksen volatilitteettia ja laskee konsernin riskiprofiilia. Oman pääoman 15 %:n tuottotavoite on mielestämme varsin varovainen ja pääomaa sitovasta pankkitoiminnasta huolimatta oman pääoman tuoton pitäisi ylittää 15 %:n tavoite selvällä marginaalilla.

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

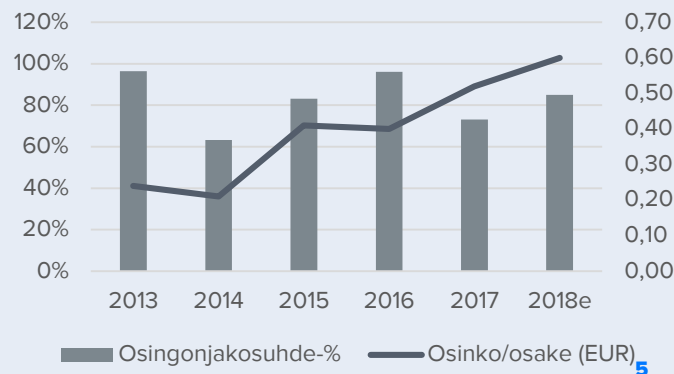
Oman pääoman tuotto-%



Jatkuvien tuottojen suhde kuluihin -%



Voitonjako



Strategia

Strategiana hallittu kasvu

Evlin pitkän aikavälin tavoitteena on kasvaa kannattavasti ja kasvua haetaan etenkin Varainhoito-liiketoiminnassa. Kasvua haetaan maltillisella riskillä ja konservatiivinen riskinotto sekä tiukka riskienhallinta ovat yhtiön strategian ja kulttuurin keskiössä.

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

Yhtiön strategian keskiössä on tällä hetkellä arviomme mukaan seuraavat teemat:

- **Kasvu kotimaassa.** Yhtiö on onnistunut kotimaan kasvussa erittäin hyvin viime vuosina. Yhtiön kotimainen varallisuus (rahastot+omaisuudenhoito) on kasvanut vuoden 2010 jälkeen noin 10 %:n vuosivauhtia. Kasvun ajureina ovat olleet yhtiön vahva suoriutuminen varainhoitomandaateissa sekä tiettyjen rahastojen vahva myynti. Molemmissa tekijöissä taustalla ovat arviomme mukaan Varainhoidon onnistunut sijoitustoiminta, kilpailukykyinen hintataso sekä yhtiön asiakaspalvelu. Odotamme Evlin jatkavan kasvuaan kotimaassa yllämainittujen tekijöiden turvin. Kasvua kuitenkin hidastaa yhtiön varsin iso markkinaosuus instituutiovarainhoidossa.
- **Laajentuminen pääomarahastoihin.** Historiallisesti Evli on hoitanut

pääomarahastot osakkuusyhtiö NHC:n kautta ja arviomme mukaan NHC on ollut yksi keskeinen syy miksei Evli ole itse laajentunut kiinteistörahostoihin kilpailijoiden tapaan selvästi aiemmin. 2016 yhtiö lanseerasi pienen kiinteistörahoston ja vasta 2018 aikana yhtiö on laajentunut kunnolla kiinteistörahostoihin lanseerattuaan Hoiva- sekä Liikekiinteistörahostot. Yhtiöllä on pääomarahastoissa nyt noin 240 MEUR ja ennustamme tämän kasvavan merkittävästi lähivuosina nykyisten tuotteiden kasvun sekä uusien tuotelanseerausten myötä.

- **Kansainvälisen jakelun voimakas kasvattaminen.** Evli hoitaa kansainvälisen jakelunsa kumppanien kautta. Malli on yhtiölle varsin kustannustehokas, sillä kumppanien palkkio määräytyy pitkälti myynnin perusteella. Yhtiöllä on kokoonsa nähden varsin laaja jakelupeitto ja se kattaa Euroopan keskeiset markkinat, Lähi-idän sekä Latinalaisen Amerikan. Kansainvälisillä markkinoilla Evli myy vain sen parhaiten menestyneitä rahastoja. Yhtiön kansainvälinen myynti on onnistunut hyvin ja viimeisen kolmen vuoden aikana Evli on kerännyt kansainvälisiltä sijoittajilta yli miljardi euroa pääomaa. Tämän AUM:n tuottoaso on suhteellisen hyvä, sillä yksittäisiä tuotteita myydessä yhtiön hinnoitteluvoima on kohtuullisen hyvä. Odotamme yhtiön jatkavan voimakasta kansainvälistä kasvuaan lähivuosina laajentuvan jakelupeiton sekä asteittain lisääntyvän tuotetarjonnan seurauksena.
- **Kulutehokkuuden parantaminen digitalisaation kautta.** Evlin kulutehokkuus on viime vuosina parantunut merkittävästi, kun yhtiön hallinnoitava varallisuus on

kasvanut voimakkaasti ja yhtiö on tehostanut toimintaansa. Tämän seurauksena marginaalit ovat nousseet uudelle tasolle. Arviomme mukaan yhtiöllä on edelleen parantamisen varaa kulutasossaan ja keskeisessä roolissa tässä parannuksessa ovat yhtiön IT-projektit ja niiden tarjoamat kulusäästöt. IT-kuluissa pitäisi tapahtua selkeä tasokorjaus 2019 aikana, kun yhtiö saa isot IT-projektinsa maaliin. Kulutehokkuuden jatkuva parantaminen on yhtiön kannalta edelleen kriittistä, sillä vaikka kannattavuus onkin noussut keskeisten verrokkien tasolle, näemme siinä edelleen parantamisen varaa toiminnan skaalautuvuudesta johtuen.

Kommentit strategiasta

Näkemyksemme mukaan Evlin tulisi strategiassaan keskittyä seuraaviin asioihin:

- Tehokkuuden jatkuva parantaminen
- Pääomamarkkinasta riippumattomien tuottojen osuuden voimakas kasvattaminen
- Olla hinnoittelussaan aiempaa aggressiivisempi etenkin yhtiön parhaiden tuotteiden sekä tuottoisidonnaisten palkkioiden osalta
- Tuotteiden ja sijoitustoiminnan korkean laadun varmistaminen
- Lisäksi yhtiön tulisi jatkuvasti kriittisesti arvioida pankin roolia osana konsernia

Mielestämme Evli keskittyy strategiassaan pääosin oikeisiin asioihin ja strategia vie yhtiötä oikeaan suuntaan. Yhtiö on myös selvästi tiedostanut nykyisen markkinatilanteen kestävytyteen liittyvän epävarmuuden, mitä pidämme positiivisena.

Strategia

Fokus Varainhoidossa

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

Tulos uudelle tasolle

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

Hallittu kasvu

- Lyhyen tähtäimen fokus vahvan kannattavuuden ylläpidossa aiempaa hankalammassa markkinassa
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen
- Kansainvälisen myynnin voimakas kasvu
- Isot IT-projektit maaliin
- Kannattavan hallitun kasvun jatkaminen

2011-2014

2015-2017

2018 –

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Pääomarahastoliiketoiminnan avaus
- Jatkuvien tuottojen osuuden selkeä kasvu
- Kansainvälisen jakeluverkoston rakennus
- Sijoitustoiminnan erinomainen suoritus
- Kulurakenteen saneeraus ja kulutehokkuuden selkeä parannus

Lähitulevaisuus 1-2v

- Isojen IT-projektien onnistunut implementointi
- Kansainvälisen myynnin kasvun kiihdytys
- Uusien pääomarahastojen lanseeraukset ja nykyisten selkeä kasvu
- Sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Operointi selvästi aiempaa heikommassa markkinatilanteessa

Seuraavat 5 vuotta

- Kasvu merkittävästi nykyistä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi
- Kansainvälisen myynnin suhteellisen osuuden selkeä kasvu
- Tuotetarjonnan laajentaminen etenkin pääomarahastoissa
- Sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Tuottopalkkioiden kasvu pääomarahastoliiketoiminnan kasvun seurauksena

Rahastot

29 omaa sijoitusrahastoa

- 8,6 mrd. euroa pääomaa
- Keskiarvo Morningstar-luokituksessa 3,5 tähteä
- Suomen 4. suurin rahastopääoma
- Neljännes pääomista kansainvälisiltä sijoittajilta

Varainhoito

Varainhoito perustuu varainhoitomalleihin, joissa hyödynnetään omia rahastoja.

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

EVLI

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

Strategia

Hallinnoitavan varallisuuden kasvattaminen

Kansainvälisen myyntiverkoston vahvistaminen

Tuotevalikoiman laajentaminen pääomarahastoihin

Kulutehokkuuden parantaminen digitalisaation kautta

Tavoitteet

Oman pääoman tuotto yli 15 %

Jatkuvien tuottojen suhde kuluihin yli 100 %

Tukipalvelut

Varainhoitoa tukevia palveluita asiakkaille:

Välitys

Palkitseminen

Investointipankki

Tutkimus

Pankki

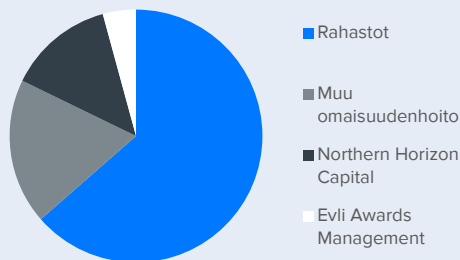
Resurssit

Noin 260 sijoittamisen ammattilaista



Hallinnoitava varallisuus

12,3 mrd. euroa



Jakeluverkosto

Toimipisteet Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa.

Omien myyjien lisäksi Suomessa myös pieni asiamiesverkosto ja kansainvälisillä markkinoilla jakelukumppaneita.

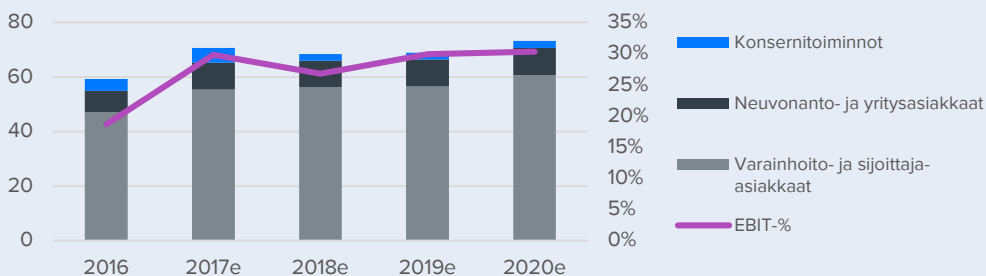
Asiakkaat



Pääosa palkkiotuotoista tulee instituutioilta

Rahasto-omistajien lukumäärä nostaa asiakasmäärää

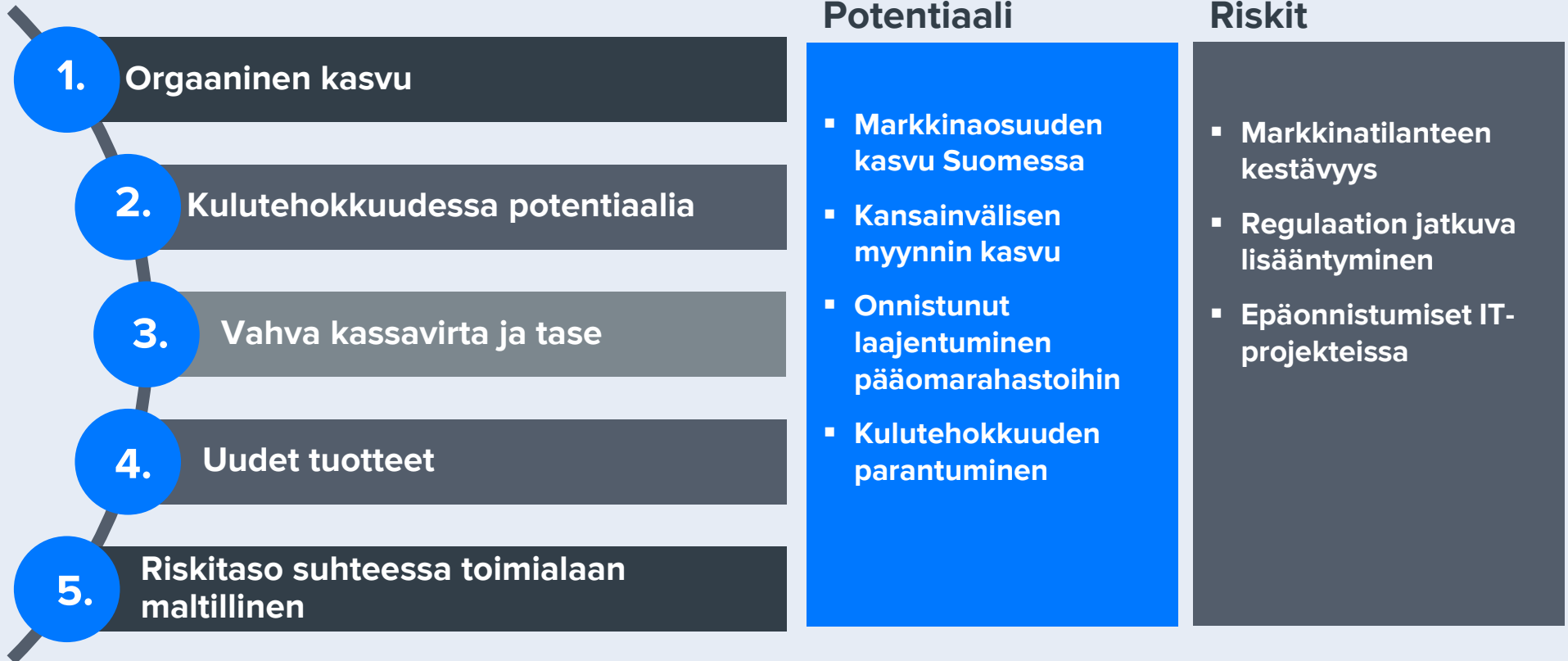
Evlin tulot ja kannattavuus



Toimialan trendejä

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

Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys

1

Yhtiön palkkioista valtaosa tulee perinteisestä varainhoidosta

Liiketoiminnan jatkuvuus

1

Jatkuvat palkkiot merkittävässä roolissa

Liikevaihdon hajautuminen

1

Liikevaihto erittäin hajautunut tuotteiden ja asiakkaiden kesken

2 Kannattavuus

Kulurakenteen joustavuus

2

Kustannusrakenne joustaa alaspäin vain rajallisesti

Kustannustaso

2

Kulurakenne on varsin raskas (pankki)

3 Pääoman sitoutuminen

Käyttöpääoma / CAPEX

3

Operatiivinen toiminta ei sido pääomia tai vaadi investointeja

Pääomatarve

3

Pääomavaatimukset verrokkeja korkeammat pankkitoiminnasta johtuen

Arvio Evlin liiketoiminnan riskitasosta

Listattujen finanssipalveluyhtiöiden riskitaso keskimäärin

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat

Konsernin ydin

Evli on Suomen johtavia instituutiovainhoitajia ja rahastopääomalla mitattuna Suomen neljänneksi suurin varainhoitaja. Yhtiö on viime vuosina menestynyt erinomaisesti varainhoitajia mittaavissa tutkimuksissa ja yhtiö on ollut Suomen paras yhteisövarainhoitaja viimeiset neljä vuotta TNS Sifon ja SFR:n vuotuisissa tutkimuksissa. Arviomme mukaan yhtiön keskeiset vahvuudet liittyvät hyvään asiakaspalvelukokemukseen, onnistuneeseen sijoitustoimintaan sekä hyvin kilpailukykyiseen ja läpinäkyvään kulutukseen. Segmentti työllistää noin 160 henkilöä pääosin Suomessa.

Evlin hallinnoitava varallisuus oli Q3'18:n lopussa 12,3 miljardia euroa. Yhtiön varainhoitomallin ytimessä on sijoittaminen omien rahastojen kautta ja yhtiö toteuttaa täyden valtakirjan mandaattinsa pääosin omien rahastojen kautta. Yhtiön omat rahastot ovat merkittävässä roolissa koko hallinnoitavassa varallisuudessa ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta 8,6 miljardia oli Q3'18:n lopussa omissa rahastoissa. Tästä 8,6 miljardista yli 70 % oli korkorahastoissa ja noin 30 % osakerahastoissa. Yhdistelmärahastojen osuus on häviävän pieni niiden menetettyä viime vuonna selvästi jalansijaa rahastomarkkinalla. Evlillä oli 29 rahastoa Q3'18:n lopussa ja keskimääräinen eri rahastoja vertailevan Morningstarin Evlin rahastoille antama arvosana oli kohtuullinen 3,5 tähteä. Rahastojen keskimääräinen koko on varsin korkea ja tuotekohtainen kannattavuus on erittäin hyvä.

Arviomme mukaan yhtiö ansaitsee rahastopääomallaan keskimäärin 0,4-0,5 %:n vuosipalkkion riippuen varallisuuden mixistä (huomioi asiakasalennukset). Osakerahastoissa palkkiotaso on arviomme mukaan noin 0,6 %, kun taas korkorahastoissa taso on keskimäärin noin 0,4 %. Pääomarahastojen osuus yhtiön

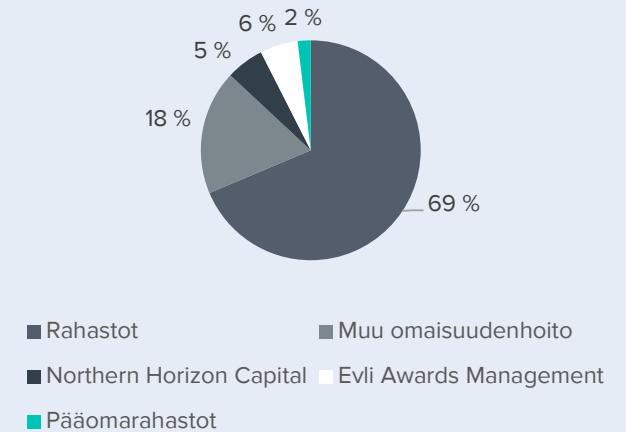
rahastopääomasta on vielä varsin pieni ja sen vaikutus toteutuneisiin numeroihin rajallinen.

Yhtiö on viime vuosina panostanut voimakkaasti kansainväliseen myyntiin ja Q3'18:n lopussa yhtiön rahastopääomista 25 % tuli ulkomailta. Yhtiöllä on Ruotsissa oma myyntikonttori, joka hoitaa myynnin muihin Pohjoismaihin. Muun kansainvälisen myynnin osalta yhtiö käyttää yhteistyökumppaneita, jotka saattavat Evlin ja mahdollisen asiakkaan saman pöydän ääreen. Evli hoitaa itse myyntityön ja yhteistyökumppani saa rahaston palkkioista provisiota. Arviomme mukaan Evlin saama palkkiotaso ei oleellisesti poikkea kansainvälisen tai kotimaisen pääoman osalta. Kansainvälisessä myynnissä yhtiö keskittyy yksittäisiin rahastoihin. Yhtiöllä on tällä hetkellä yhteistyökumppanit kattamassa Euroopan keskeiset maat (Italia, Espanja ja Ranska), Latinalaisen Amerikan sekä Lähi-Idän.

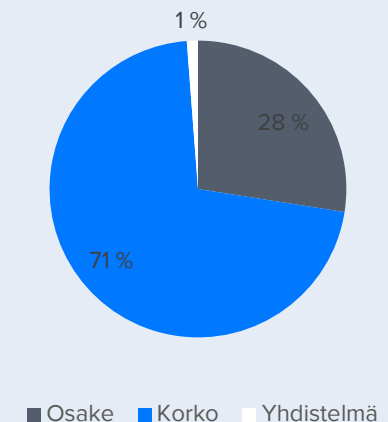
Q3'18:n lopussa 2,3 miljardia yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta oli arviomme mukaan rahastojen ulkopuolisessa omaisuudenhoidossa. Käytännössä tämä tarkoittaa mm. ETF-sijoituksia, suoria osake- ja korkosalkkuja sekä muita muiden toimijoiden hallinnoimia tuotteita. Pääoma ei sisällä käsityksemme mukaan raportointipalveluja ja valtaosa tästä 2,3 miljardista on ns. tuottavaa varallisuutta. Omaisuudenhoidon alla olevan pääoman palkkiotaso Evlille on laskelmiemme mukaan 0,2-0,4 %, riippuen alla olevien tuotteiden mixistä sekä niihin liittyvien transaktiopalkkioiden tasoista.

Loput hallinnoitavasta varallisuudesta ovat osakkuusyhtiö Northern Horizon Capitalin kiinteistösalkuissa oleva 0,7 miljardia sekä Evli Awards Managementin 0,7 miljardia euroa. Tämä pääoma ei tuota Varainhoidolle palkkioita.

Hallinnoitava varallisuus Q3'18 (12,3 mrd)



Rahastopääoma Q3'18 (8,4 mrd)



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat

Varainhoidon palkkiotuotot

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

Rahastojen hallinnointipalkkiot ovat Evlin keskeinen tulovirta ja arvioimme mukaan vuonna 2017 ne olivat noin 35 MEUR. Tästä osakerahastojen osuus on hieman alle puolet ja korkorahastojen hieman yli puolet. Johtuen merkittävästä korkopainosta yhtiön allokaatiossa, on Evlin rahastopääoman volatiliiteetti keskeisiä kilpailijoita pienempi. Alan hintapaine perinteisten rahastotuotteiden osalta on kireää ja erottautuminen hankalaa. Evlin hintataso on toimialalla kuitenkin erittäin hyvä ja tämän seurauksena yhtiön hintakilpailukyky on erinomainen. Rahastojen hallinnointipalkkiot tulevat jatkamaan lähivuosina kasvuaan hallinnoitavien pääomien kasvun myötä.

Muu omaisuudenhoito sisältää omaisuudenhoidossa olevan omien rahastojen ulkopuolisen varallisuuden. Laskelmiemme mukaan sen palkkiot olivat vuonna 2017 noin 9 MEUR. Taso on pysynyt viimevuosina vakaana, sillä Evlin fokus on ollut omissa rahastoissa. Uskomme saman trendin jatkuvan myös jatkossa ja emme odota oleellista kasvua Muuhun omaisuudenhoitoon.

Tuottosidonnaisten palkkioiden merkitys Evlille on sen keskeisiä kilpailijoita pienempi. Yhtiöllä on tuottosidonnaisiin palkkioihin oikeuttavat

sopimukset vain osassa varainhoitosalkuista ja vain yksittäisissä rahastoissa. Arviomme mukaan yhtiön tuottosidonnaiset palkkiot olivat vuodelta 2017 noin 2 MEUR. Tämä on yhtiölle suhteellisen hyvä taso ja 2018 osalta tuottosidonnaiset palkkiot jäävät alle 0,5 MEUR:n tasolle. Arvioimme tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoidun tason olevan noin 1,5 MEUR. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi potentiaalia kasvattaa tuottosidonnaisten palkkioiden määrää selvästi johtuen sen valmiiksi matalasta palkkiorakenteesta ja sijoitustoiminnan hyvästä menestyksestä.

Muut tuotteet sisältävät yhtiön strukturoidut tuotteet sekä välityksen. Arviomme mukaan muiden tuotteiden liikevaihto oli vuonna 2017 noin 8 MEUR. Tästä selkeä enemmistö on välitystä ja strukturoitujen tuotteiden osuus on muutaman miljoonan. Yhtiö on kyennyt kasvattamaan strukturoitujen tuotteiden myyntiä ja tämä on osaltaan kompensoinut välityksen laskevia volyymejä (etenkin osakevälitys). Yhtiö on säännöllisin väliajoin saneerannut välitystoimintaansa ja käsityksemme mukaan toiminta on tällä hetkellä kannattavaa.

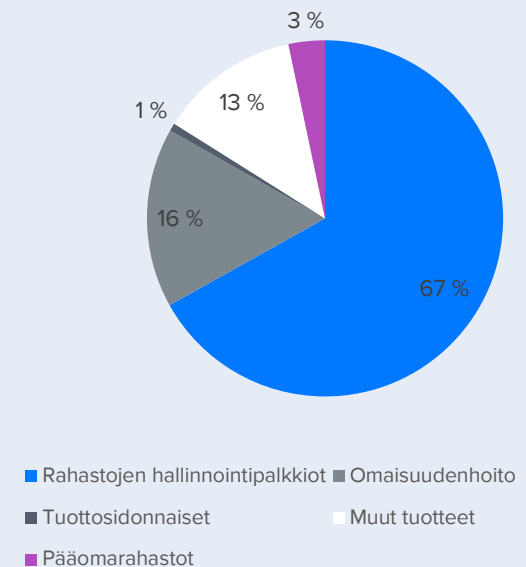
Pääomarahastot: Evlillä on pitkään ollut strategisena tavoitteena laajentua pääomarahastojen puolelle. Yhtiön eteneminen on kuitenkin ollut hidasta ja yhtiö ei ole onnistunut lanseeraamaan tuotteita alun perin indikoidulla tahdilla. Yhtiö on saanut pääomarahastoliiketoiminnan kunnolla käyntiin vasta 2018 aikana yhtiön perustaessa Hoiva- ja Liikekiinteistörahastot. Odotamme pääomarahastojen kasvavan voimakkaasti lähivuosina uusien tuotteiden sekä nykyisten tuotteiden kasvaessa. Pääomarahastot eivät

vielä juurikaan näy segmentin numeroissa, mutta 2019 alkaen niillä alkaa olla kohtuullista merkitystä segmentin numeroihin. Lisäksi osakkuusyhtiö Northern Horizon Capital hallinnoi merkittävää kiinteistömassaa (tarkemmat kommentit sivulla 23).

Yhteenveto

Kokonaisuutena Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma on hyvin ennustettava ja sen riskitaso on keskeisiä verrokkeja matalampi. Tämä johtuu jatkuvien tuottojen isosta roolista ja suhteellisen matalasta palkkiotasosta mikä pienentää palkkioihin liittyvää eroosioriskiä.

Palkkiotuottojen jakauma 2018e



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat kulurakenne

Kulutehokkuus parantunut, mutta tehostamisvaraa on edelleen

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja historiallisesti Varainhoidon kulutaso on ollut melko korkea suhteessa keskeisiin kilpailijoihin. Yhtiön kulutehokkuus on parantunut viimeisen kahden vuoden aikana, kun liikevaihto on kasvanut ja kulut ovat pysyneet ennallaan. Segmentin kulut olivat vuonna 2017 noin 32 MEUR ilman konsernin allokointeja jotka olivat samana vuonna 6,5 MEUR.

Yhtiö ei erittele kulurakennetta, mutta arviomme mukaan tästä 32 MEUR:sta hieman yli 20 MEUR on henkilöstökuluja. Keksimääräinen henkilöstökulu on laskelmiemme mukaan noin 130-140 TEUR/v, jossa bonusten osuus on varsin maltillinen. Henkilöstökulutaso suhteessa liikevaihtoon on linjassa keskeisten verrokkien kanssa, mutta ottaen huomioon Evlin liiketoiminnan suurempi kokoluokka ja hyvin skaalautuva hallinnoitava varallisuus, olisi yhtiöllä potentiaalia olla kilpailijoitaan tehokkaampi tällä saralla. Varainhoidon henkilöstömäärä 162 kpl (Q3'18) on varsin suuri suhteessa yhtiön toiminnan kokoluokkaan ja etenkin tukifunktioiden osalta mielestämme edelleen tehostamisvaraa digitalisaation tuomia mahdollisuuksia hyödyntämällä.

Muut kulut ilman konsernin allokointeja ovat laskelmiemme mukaan jonkin verran yli 10 MEUR. Myös näiden kulujen tehokkuudessa olisi mielestämme tehostamisvaraa, kun huomioidaan yhtiön kokoluokka. Keskeinen ajuri tehokkuuden parantamiselle on yhtiön meneillään oleva iso IT-

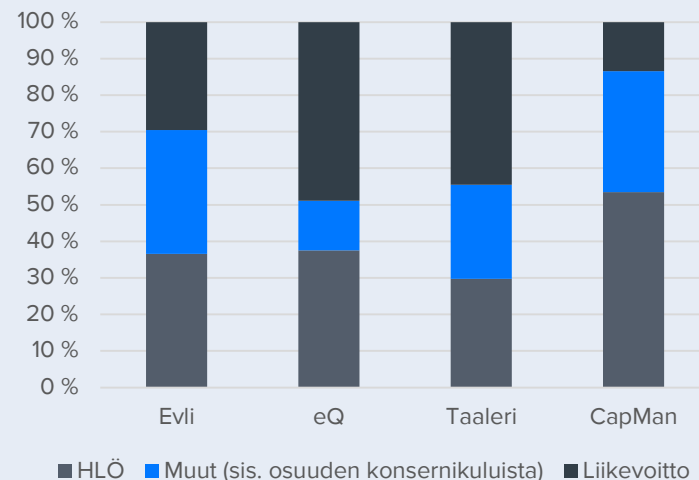
hanke, jonka tarkoituksena on yksinkertaistaa ja tehostaa prosesseja etenkin tukifunktioiden osalta. Segmentin poistot olivat 2017 noin 1,1 MEUR ja odotamme niiden laskevan noin 0,5 MEUR:oon johtuen vanhoihin IT-investointeihin liittyvien poistojen supistumisesta.

Konsernin kulujen allokoinnit olivat 2017 noin 6,5 MEUR. Arviomme mukaan normalisoitu taso nykyisillä konsernin trading-tuotoilla on noin 8 MEUR ja odotamme tämän tason olevan varsin vakaa lähivuosina. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan konserniallokoinnin huomioivaa kannattavuutta johtuen niiden jatkuvasta luonteesta. Konsernin kulut huomioituna yhtiön muiden kulujen osuus nousee merkittävästi, mikä korostaa entisestään tarvetta kulutehokkuuden jatkuvalle parantamiselle.

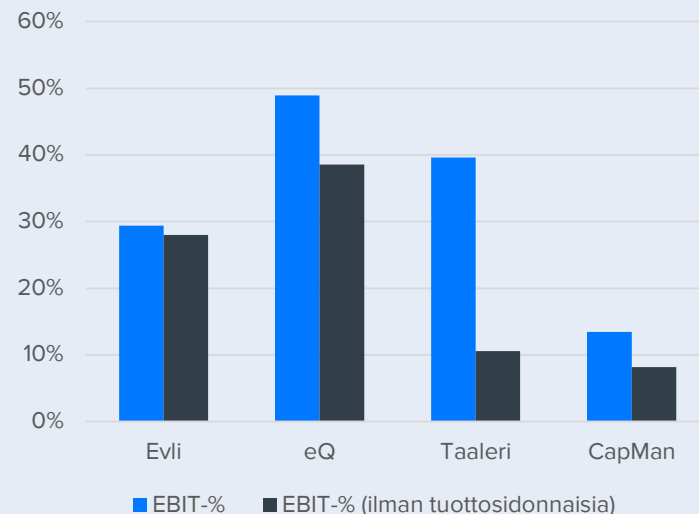
Ei enää alisuorittaja

Vaikka näemmekin Varainhoidon kulutehokkuudessa edelleen selvää potentiaalia, on hyvä huomata, että segmentin kulutehokkuus on parantunut selvästi viimeisen 24kk aikana liikevaihdon kasvun ansiosta. Kannattavuus on edelleen alle keskeisten verrokkien, mutta on hyvä huomioda, että pääverrokeilla (Taaleri ja eQ) tuottosidonnaiset palkkiot ovat merkittävät vuoden 2018 ennusteilla. Tuottosidonnaisista oikaistuna Evlin kannattavuus olisi laskelmiemme mukaan varsin hyvin linjassa verrokkien kanssa ja näin ollen Evliä ei voida enää Varainhoidon osalta pitää missään nimessä alisuorittajana. Tarkastelemme lisää Evlin positioitumista suhteessa sen verrokkeihin sivulta 20 alkaen.

Verrokkien kulurakenne ja kannattavuus 2018e



Verrokkien kannattavuus**



*Jokaisen yhtiön varainhoito-segmentit. eQ:n konserniallokointi laskettiin oletus.

**Minkään yhtiön henkilöstöbonuksia ei oikaistu tulosenusteen laskun jälkeen.

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat tulosenusteet

Hyvät edellytykset tuloskasvulle

Varainhoidon tulevaisuuden ennusteiden osalta keskiössä ovat palkkiotuottojen kasvu sekä kulukurin pysyminen. Palkkiotuottojen kasvun osalta lyhyen aikavälin näkymä on heikentynyt selvästi yleisen markkinatilanteen heikentymisen johdosta. Koska yhtiön asiakaskunta koostuu instituutioista ja yhtiö on profiloitunut etenkin korkovarainhoitajana, on segmentillä mielestämme hyvät edellytykset pitää uusmyynti kasvussa myös heikommassa markkinatilanteessa. Heikentyneen markkinatilanteen johdosta kulutason merkitys segmentille korostuu ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää pystyä tehostamaan kulurakennettaan seuraavan 12kk aikana. Näkemyksemme mukaan segmentillä olisi edelleen mahdollisuuksia laskea kulutason nykyisestä, mutta olemme kuluennusteidemme suhteen edelleen varovaisia.

2018 - tulos on vahva

Varainhoidon tulos on Q1-Q3'18 aikana kehittynyt erittäin hyvin ja segmentin liikevoitto on kohonnut 20 %:lla 13,6 MEUR:oon. Tuloskasvun taustalla on ollut liikevaihdon positiivinen kehitys ja kulujen pysyminen edellisvuoden tasolla. Yhtiön hallinnoitava varallisuus on jatkanut vahvaa kasvuaan läpi vuoden, kun yhtiön uusmyynti on onnistunut erinomaisesti kotimaan varainhoitomandaateissa sekä kansainvälisesti yksittäisten rahastojen osalta. Yhtiö on myös vihdoin saanut lanseerattua uusia pääomarahastoja (hoiva ja liikekiinteistö) ja näiden kasvu on alkuvuonna ollut vahvaa. Hallinnoitavan varallisuuden mix on heikentynyt hieman vuodentakaisesta

nettomerkintöjen painottuessa korkorahastoihin sekä yhtiön varainhoidon tekemistä allokaatiopäätöksistä laskea osakepainoa alkuvuonna.

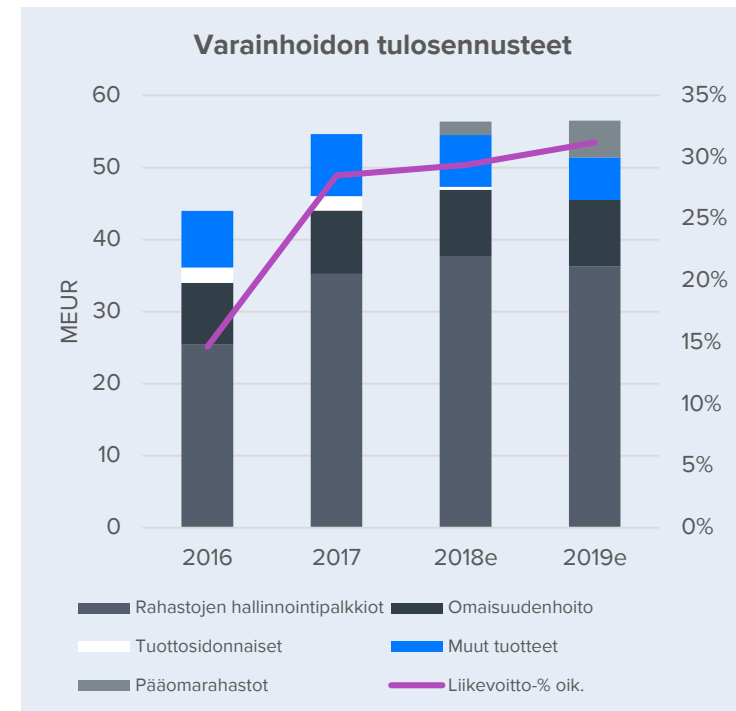
Yhtiön Q3:lla päivittämän ohjeistuksen perusteella Varainhoito-segmentin kannattavuus tulee Q4:llä heikentymään selvästi viimevuodesta johtuen Q4:n aikana heikentyneestä markkinatilanteesta. Suurin selittävä tekijä suhteessa vuodentakaiseen on tuottosidonnaisten palkkioiden selkeä lasku, joka on seurausta markkinatilanteen heikentymisestä. Tuottosidonnaiset palkkiot jäivät ennusteissamme lähelle nollaa kuluvalta vuodelta. Kokonaisuutena ennustamme Evliitä vahvaa tulosta kuluvalta vuodelta ja liikevoitto kohoaa 16,6 MEUR:oon (2017: 15,8 MEUR).

2019 - markkinatilanne herättää huolia

Vuoden 2019 osalta odotamme segmentin liikevaihdon säilyvän 2018 tasolla. Oletuksemme taustalla on näkemys siitä, että markkinatilanne tulee säilymään haastavana ja epävarmuus pysyy korkealla. On selvää, että mikäli markkinatilanteen kehitys poikkeaisi oleellisesti ennusteistamme, olisi tällä selkeä vaikutus ennusteisiimme. Yhtiön uusmyynti kehittyi edelleen ennusteissamme suotuisasti (kotimaan mandaatit, KV rahastot ja pääomarahastot kotimaassa), mutta tämä kasvu hautautuu heikentyvän mixin ja välityksen laskevien volyymien alle.

Yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset laskea kulutason hieman 2019 johtuen 2018 lopulla toteutetusta saneerauksesta välitystoiminnassa sekä laskevista bonuksista.

Laskevien kulujen ansiosta ennustamme segmentin yltävän pieneen tulosparannukseen 2019 aikana ja liikevoittoennusteemme on 17,6 MEUR. Sijoittajien on syytä huomioida, että tämä ennuste ei sisällä lainkaan tuottopalkkioita ja ilman markkinatilanteen jatkuvaa heikentymistä nykytasolta, emme näe ennusteessa painetta alaspäin.



Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat tulosenusteet

Pitkän aikavälin näkymä on valoisa

Pidemmällä aikavälillä Evlin Varainhoidolla on mielestämme erinomaiset edellytykset jatkaa kasvuaan. Yhtiön positio Suomen varainhoitomarkkinalla on erittäin hyvä ja mielestämme on selvää, että Evli kuuluu varainhoitomarkkinan voittajiin pitkällä aikavälillä.

Yhtiön sijoitustoiminnan jatkaessa nykyistä erinomaista performanssiaan, tulee yhtiö säilyttämään johtavan asemansa Suomen instituutiovarainhoitomarkkinalla. Kotimaan toinen keskeinen kasvuajuri yhtiölle tulevat olemaan pääomarahastot. Uskomme yhtiön lanseeraavan useamman pääomarahaston vuodessa lähivuosina ja näiden terveiden palkkiotasojen ansiosta, tulee näiden rahastojen merkitys konsernille olemaan merkittävä muutaman vuoden tähtäimellä. Kolmas keskeinen kasvuajuri yhtiölle on kansainvälinen myynti. Yhtiön kansainvälinen myyntistrategia on 2015-2018 aikana osoittanut toimivuutensa ja kasvaneen myyntiverkoston ansiosta yhtiöllä on hyvät edellytykset kiihdyttää KV-myyntiään nykytasolta.

Kulujen osalta katseet kohdistuvat etenkin vuosiin 2019-2020, kun yhtiön iso IT-uudistus valmistuu. Tämän pitäisi laskea kulutasoa ja samalla tarjota alustan tehostaa yhtiön toimintaa myös pitkällä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan tämä tehostaminen ei tarkoita kulujen laskua, vaan ennemminkin kulujen uudelleenkohdentamista tuottamattomista tukifunktioista tuottaviin töihin (mm. myynti ja asiakaspalvelu).

Yhtiön myynnin jatkaessa odottamaamme tervettä kasvua ja kulutehokkuuden parantua, on yhtiöllä edellytykset nostaa kannattavuuttaan seuraavalle tasolle nykyisestä.

Varainhoidon pitkän aikavälin kasvuajurit

Kotimaan perinteinen varainhoito

- Uudet mandaatit
- Varakkaat yksityishenkilöt
- Tuotemyynti Suomessa

Pääomarahastot kotimaassa

- Nykyisten tuotteiden kasvu
- Uudet tuotteet
- Pääomarahastojen yleistyminen instituutioiden allokaatioissa

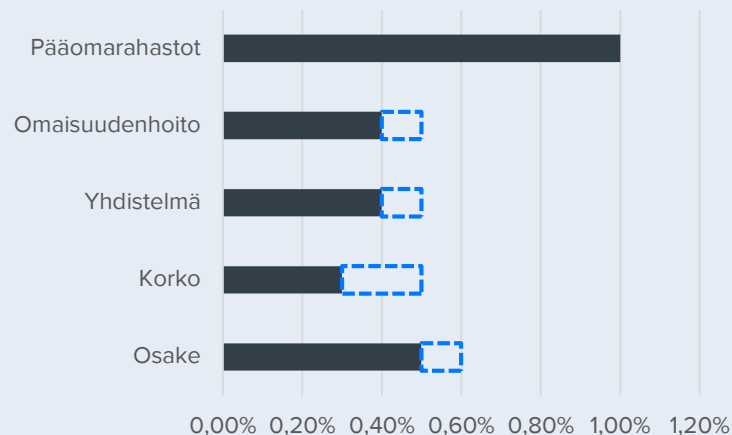
Kansainvälinen myynti

- Uusmyynti nykyisille asiakkaille
- Tuotetarjonnan kasvu
- Jakeluverkoston laajentuminen

Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat yhteenveto

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Palkkiotuotot	42,8	47,1	55,4	56,4	56,5	60,7
Kasvu-%	14,4 %	10,0 %	17,6 %	1,7 %	0,3 %	7,4 %
Rahastojen hallinnointipalkkiot	24,1	25,4	35,2	37,7	36,3	38,3
Omaisuu denhoito	9,2	8,6	8,8	9,2	9,2	9,0
Tuottosidonnaiset	2,9	2,1	2,0	0,4	0,0	1,0
Muut tuotteet	7,4	7,9	8,6	7,2	5,9	5,5
Pääomarahastot	0,0	0,0	0,0	1,9	5,1	7,0
Liikevoitto	11,3	6,9	15,8	16,6	17,6	19,4
Liikevoitto-% oik.	26 %	15 %	29 %	29 %	31 %	32 %
Liikevoitto-% ilman allokaatio	48 %	33 %	40 %	44 %	45 %	45 %
AUM netto (mrd)	9,4	10,6	11,2	12,3	12,7	13,7
Rahastot ja omaisuudenhoito	7,6	8,7	9,8	10,9	11,3	11,9
Rahastot	5,2	6,5	7,7	8,6	9	9,6
Osake	1,7	2,1	2,6	2,2	2,2	2,3
Korko	3,3	4,2	5,0	6,3	6,7	7,2
Yhdistelmä	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu omaisuudenhoito	2,4	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3
Northern Horizon Capital	1,4	1,4	0,8	0,7	0,7	0,9
Evli Awards Management	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9
Kotimainen AUM	4,3	5,4	6,0	6,4	6,3	6,4
Ulkomainen AUM	0,9	1,1	1,7	2,2	2,7	3,2

Oletukset AUM tuottotasosta*



Lähde: Inderes, Evli

Kursivoidut rivit Inderesin ennusteita myös historiatietojen osalta

2015 numerot vanhan segmenttirakeen mukaiset, eivätkä täysin vertailukelpoiset

*Katkoviiva kuvastaa aluetta, jolla ennuste liikkuu alla olevasta mixistä riippuen

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat

Liiketoimintakuvaus

Neuvonanto- ja yritysasiakkaat on Evlin pienempi segmentti ja se perustettiin vuoden 2017 alussa. Segmentti koostuu investointipankista, kannustinjärjestelmiä tuottavasta Evli Awards Managementista sekä osaketutkimusta tuottavasta Evli Research Partnersista. Segmentin fokuksena on palvella pieniä ja keskisuuria yritysasiakkaita laajalla tarjonnalla (palkitseminen, investointipankki ja analyysi). Segmentti työllistää 41 henkilöä.

Segmentin vuoden 2017 liikevaihto oli 9,9 MEUR, josta investointipankin osuus oli arviomme mukaan 6,0 MEUR, Evli Awards Managementin (EAM) osuus noin 3,5 MEUR ja analyysipalvelun osuus 0,4 MEUR. Segmentti teki vuonna 2017 2,4 MEUR:n liikevoiton, joka jakaantuu arviomme mukaan tasan investointipankin ja Evli Awards Managementin kesken. Segmentti käyttää varsin vähän konsernin palveluita ja sen osuus konsernin allokoimista kuluista on pieni (2017 1,3 MEUR).

Kokonaisuutena segmentin merkitys Evlille on varsin pieni ja sen synergiat Varainhoidon kanssa ovat hyvin rajalliset. Sijoittajan näkökulmasta Varainhoidon tulokasvu on keskeisessä roolissa ja Neuvonanto- ja yritysasiakas (N&Y) -segmentin vaikutus jää väistämättä pieneksi. Historiallisesti Evlin pääomamarkkinayksikkö (välitys, tutkimus, investointipankki ja trading) on tehnyt heikkoa tulosta johtuen korkeista kuluista ja välitystoimialan rakenteellisista muutoksista. Näkemyksemme mukaan segmentillä on lähivuosina hyvät edellytykset kohtuulliseen kannattavuuteen ja meidän on vaikea nähdä skenaariota, jossa segmentin tulos painuisi tappiolliseksi. Segmentin tuloksen selkeä kasvu

nykytasolta vaatisi näkemyksemme mukaan uusia liiketoiminta-avauksia (esim. aiempaa voimakkaampi laajentuminen Ruotsiin), sillä nykyisien toimintojen puitteissa kasvuvara on rajallinen.

Investointipankki

Evlin investointipankki toimii sekä Suomessa että Ruotsissa ja se työllistää hieman yli 20 henkilöä. Evli omistaa investointipankista 67 % ja loput on yhtiön avainhenkilöillä. Sen liikevaihdon heilunta on toimialalle tyypillisesti merkittävää ja liikevaihto on vaihdellut viime vuosina 3-9 MEUR:n välillä. Laskelmiemme mukaan investointipankin break-even taso on noin 3 MEUR ja kannattavuusvipu on hyvin voimakas. Normalisoitu liikevaihtotaso on noin 5 MEUR.

Evli Awards Management (EAM)

EAM tarjoaa asiakkailleen kannustinjärjestelmiä. Evli omistaa liiketoiminnasta 97 % ja loput on yhtiön avainhenkilöillä. Liiketoiminta on hyvin ennustettavaa ja näkemyksemme mukaan nykyisessä kokoluokassa (2018e: 4,0 MEUR) jo hyvin kannattavaa (arvioitu liikevoittomarginaali noin 25 %). Liiketoiminnalla on hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvuaan lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä Suomessa liiketoiminnan kasvupotentiaali on rajallinen nykyliiketoiminnan puitteissa.

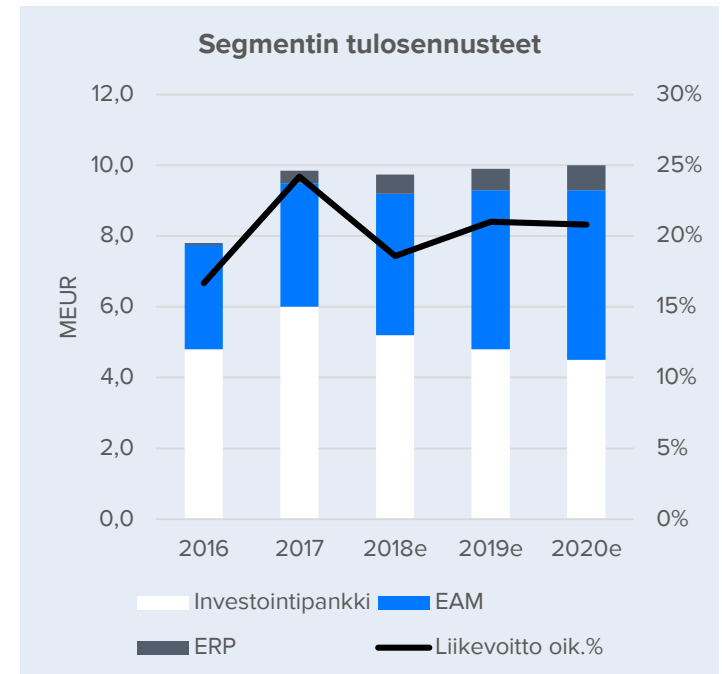
Evli Research Partners (ERP)

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

Segmentin tuloseennusteet

Odotamme N&Y-segmentin vuoden 2018 tuloksen olevan kohtuullisella 1,8 MEUR:n tasolla. Tulos laskee edellisvuodesta johtuen konsernin kasvaneista allokoineista.

2019 odotamme segmentin liikevaihdon pysyvän ennallaan. Investointipankin liikevaihto laskee hieman markkinan viilentymisen johdosta, mutta EAM:n sekä ERP:n kasvu kompensoi tämän. Liikevoitto säilyy noin 2 MEUR:n tasolla, jota pidämme segmentin normaalitasona.



Konsernitoiminnot

Liiketoimintakuvaus

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

Johtuen laajoista toiminnoista on segmentin kulurakenne varsin korkea ja 2017 se oli noin 10,3 MEUR ilman poistoja. Segmentti työllistää 50 henkilöä ja arviomme mukaan tästä hieman yli 10 MEUR:n kulumassasta hieman yli 4 MEUR on henkilöstökuluja ja loput muita kiinteitä kuluja (IT, vuokrat, IR, laki yms.). Kulutaso on laskenut selvästi, sillä vielä vuosina 2014 ja 2015 segmentin kulut olivat 12-13 MEUR. Kulujen laskusta huolimatta kulutaso on näkemyksemme mukaan edelleen varsin korkea sekä absoluuttisesti että suhteellisesti. On selvää, että pankki rasittaa kulurakennetta selvästi keskeisiä verrokkeja enemmän, mutta tästä huolimatta kulutasossa olisi arviomme mukaan tehostamisen varaa.

Keskiössä kulutehokkuuden parantamisen kannalta ovat yhtiön keskeiset IT-hankkeet, jotka onnistuessaan tehostavat tukifunktioita selvästi. Yhtiö on saanut IT-hankkeessaan toteutettua tärkeän runkojärjestelmän. IT-infrastruktuuri on edelleen käsityksemme mukaan varsin pirstaleinen ja siinä on edelleen merkittävästi kehitettävää. Yhtiön pitäisi saada IT-projekteissa seuraavat isot hankkeet maaliin 2019 aikana ja tämän pitäisi mahdollistaa pirstaleisen IT-infran yhtenäistäminen.

Arviomme mukaan yhtiön IT-kuluissa on laskuvaraa 2019-2020 aikana, kun isoimmat uudistukset saadaan maaliin ja yhtiö pääsee

keskittymään pienempiin hankkeisiin. Olemme IT-kulujen laskun suhteen kuitenkin varovaisia, sillä historiallisesti yhtiöllä on ollut haasteita IT-projektien kulujen sekä aikataulujen kanssa.

Pankki on tukitoiminto

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

Evli on ollut pankkitoimintansa kanssa erittäin konservatiivinen ja yhtiö on halunnut minimoida siihen liittyvät riskit. Käytännössä tämä on tarkoittanut lainakannan pitämistä suhteellisen pienenä (Q3'18:n lopussa 108 MEUR) ja tähän liittyvän duraation pitämistä lyhyenä (noin 12 kuukautta). Pienen lainakannan takia siitä saatava tulovirta jää kuitenkin varsin vähäiseksi ja kokonaisuutena arvioimme pankin pääoman tuoton jäävän vaisuksi. Arviomme mukaan pankin täysimääräiseksi hyödyntämiseksi sekä pääoman tuoton parantamiseksi lainakantaa pitäisi kasvattaa selvästi nykyisestä.

Tulosennusteet

Konsernitoiminnot laskuttaa valtaosan kuluistaan muilta segmenteiltä niiden käyttämien palveluiden perusteella ja arviomme mukaan segmenteiltä vuosittain laskutettava summa on hieman yli 9 MEUR. Näin ollen Konsernitoiminnot-segmentin tulos on lähtökohtaisesti aina positiivinen ja sen määrä riippuu segmentin liikevaihdosta. Historiallisesti

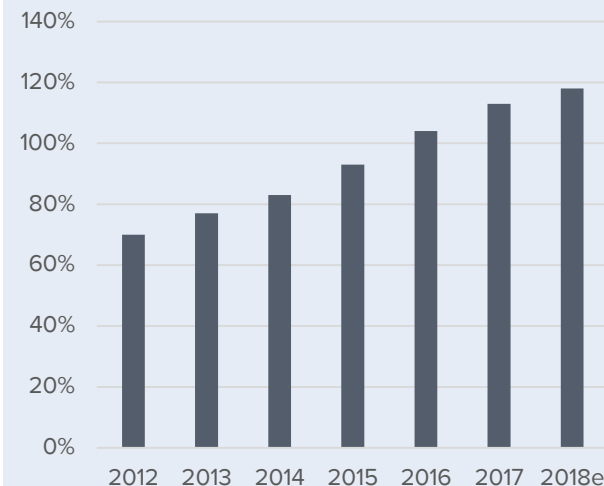
segmentin liikevaihto on ollut 4-6 MEUR:n tuntumassa ja tästä korkokatteen osuus on ollut noin kolmannes ja loput tulevat FX- ja trading-toiminnosta. Johtuen matalan korkotason luomasta paineesta, on korkokate paineessa myös lähivuosina. FX ja trading-toiminnot ovat myös kärsineet regulaation muutoksista ja niiden liikevaihto on romahtanut viimeisen 12kk aikana noin puoleen aiemmin totutusta. Käsityksemme mukaan segmentin muutokset ovat pääosin rakenteellisia ja ilman korkojen selkeää nousua, tulee segmentin liikevaihto jäämään matalaksi. Tulos pysyy positiivisena johtuen segmenteiltä tulevista allokaatioista.

Mielestämme segmentin tuottojen rakenteellinen heikentyminen alleviivaa edelleen tarvetta tarkastella kriittisesti pankkitoimintaa osana konsernia sekä konsernihallinnon kulurakennetta.

Segmentit yhteenveto

MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,0	71,4	68,3	68,9	73,2
Kasvu-%	-6,5 %	19,0 %	-4,3 %	0,9 %	6,2 %
Varainhoito	46,1	54,6	56,4	56,5	60,7
<i>Rahastojen hall.palkkiot</i>	25,4	35,2	37,7	36,3	38,3
<i>Omaisuuksienhoito</i>	8,6	8,8	9,2	9,2	9,0
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,1	2,0	0,4	0,0	1,0
<i>Muut</i>	7,9	8,6	7,2	5,9	5,5
<i>Alternatiivit</i>	0,0	0,0	1,9	5,1	7,0
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,8	9,9	9,7	9,9	10,0
<i>Corporate Finance</i>	4,8	6,0	5,2	4,8	4,5
<i>EAM</i>	3,0	3,5	4,0	4,5	4,8
<i>ERP</i>	0,1	0,4	0,5	0,6	0,7
Konsernitoiminnot	4,4	5,5	2,4	2,5	2,5
Liikevoitto	11,2	21,3	18,3	20,6	22,2
<i>Varainhoito</i>	6,9	15,8	16,6	17,6	19,4
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,3	2,4	1,8	2,1	2,1
<i>Konsernitoiminnot</i>	3,1	2,2	0,7	0,9	0,7

Jatkuvien tuottojen osuus-%



Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2018 kesällä arviomme mukaan noin 220 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 220 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden

valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

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

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

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

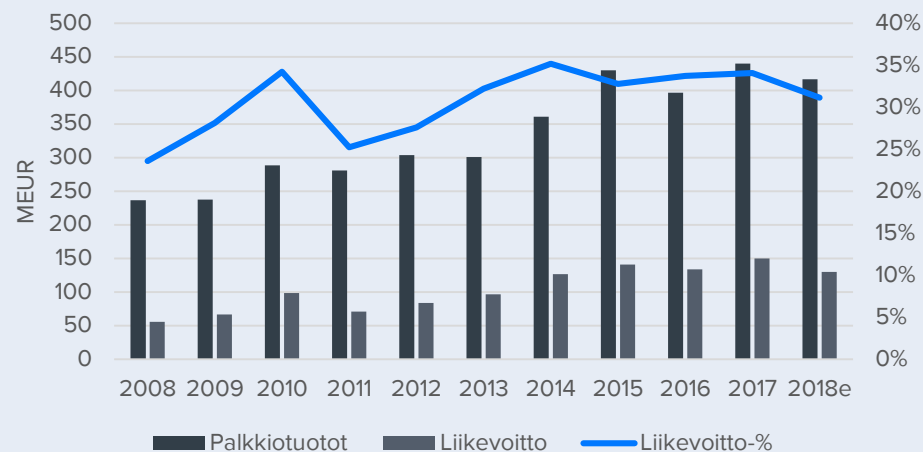
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahasotot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa talousdatan H2'18 aikana nähty selkeä heikentyminen sekä tämän myötä kohonneet huolet syklin kestävydestä.

Toimialan yhteenveto

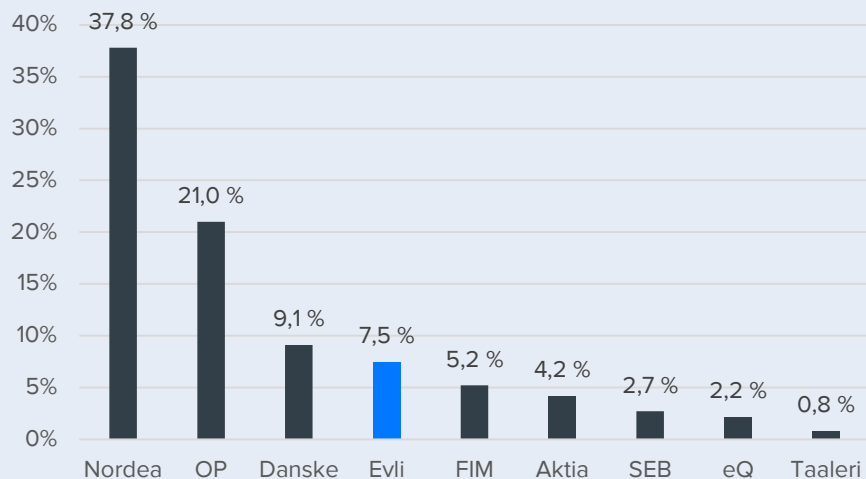
Omaisuuksienhoitomarkkinan kehitys



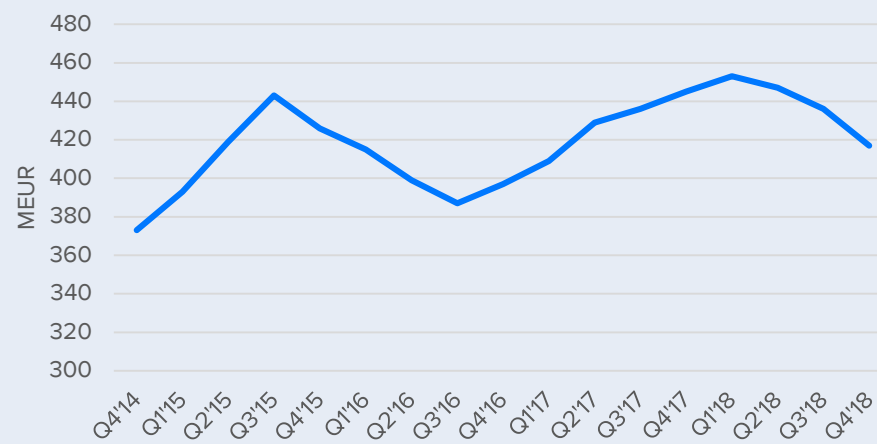
Sijoituspalveluyhtiöiden palkkio- ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta 10/18



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkio- ja kannattavuudet rullaava 12kk



Toimialan trendit

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

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

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

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

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalveluista segmentistä (matalammat

varallisuusluokat) on tullut houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

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

Pysyvästi matala korkotaso. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan riskiprofiiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahasot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiemarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa lähellä nollaa, myös keskinkertainen järjestely voi alkaa näyttää houkuttelevalta.

Vastuullisuus. Vastuullisuus on noussut rahoitusalan merkittäväksi trendiksi viimevuosien aikana, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG (environment, social & governance) teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin. Näkemyksemme mukaan tämä tulee johtamaan sijoittajien vaatimustason nousuun ja esimerkiksi ESG-raportointiin liittyvistä asioista tulee itsestäänselvyys ja minimivaatimuksia.

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

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

Evlin positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Evlin asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓✓	Evli on pankkina kärsinyt regulaation muutoksista sen keskeisiä kilpailijoita enemmän. Yhtiö on kuitenkin selvinnyt tästä hyvin ja regulaation aiheuttama kulurasitus on jäänyt maltilliseksi. Evli on positioitunut hyvin vastaamaan regulaation mahdollisiin muutoksiin järjestelmiensä ja vakavaraisuutensa osalta.
Vaatimustason nousu	✓✓	Yhtiön allokatiovarainhoito on tehnyt erinomaista työtä viime vuosina. Rahastoista hieman yli puolet on voittanut indeksin pitkällä aikavälillä, jota voidaan pitää keskinkertaisena suorituksena.
Matala korkotaso	✓	Evli on korkovarainhoitajana kärsinyt matalasta korkotasosta useita sen verrokkeja enemmän ja yhtiö ei ole kyennyt täysimääräisesti hyödyntämään matalan korkotason tuomia mahdollisuuksia (pääomarahastot ja muut riskisemmät omaisuusluokat).
Digitalisaatio	✓✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja yhtiön järjestelmät ovat toimivia, eivätkä aiheuta ylimääristä taakkaa. Yhtiöllä olisi järjestelmissään kuitenkin edelleen paljon tehostamisvaraa ja pitkittyneet IT-projektit ovat lykänneet IT:hen liittyvän potentiaalin realisoitumista.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓	Yhtiön eteneminen vaihtoehtoisissa omaisuusluokissa on ollut hidasta (pois lukien osakkuusyhtiö NHC) ja oikeastaan vasta 2018 yhtiö sai kiinteistörahastoliiketoimintansa kunnolla käyntiin. Näkemyksemme mukaan yhtiö on jättänyt paljon potentiaalia hyödyntämättä tällä saralla.
Hintatason jatkuva paine	✓✓✓	Yhtiön hintataso instituutiovarainhoidossa on erittäin kilpailukykyinen ja vahvan track-recordinsa ansiosta yhtiön hinta-/laatusuhde on perinteisessä instituutiovarainhoidossa Suomen parhaimmistoa, jollei paras.
Vastuullisuus	✓✓✓	Vastuullisuudessa Evli on ollut kotimaisista toimijoista edelläkävijä ja yhtiö on integroinut ESG:n osaksi päivittäistä toimintaansa (mm. raportointi & salkunhoito).

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi Q2'18 lopussa 62 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2017 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa markkinatilanne. Rajusti lisääntynyt regulaatio on viime vuosina vauhdittanut alan konsolidaatiota. Toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallintoarvojen varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventure-liiketoimintakauppa, eQ:n Iccapital-osto, Eliten Alfred Bergin hankinta, Taalerin Garanti-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: Valtaosalla tämän ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan,

Seligson, Elite Alfred Berg ja United Bankers.

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

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Pankit ovat viime vuosina voimakkaasti kasvattaneet perinteisen pankkiliiketoiminnan ulkopuolisia tulovirtoja ja etenkin varainhoito on ollut strategiassa lähes kaikilla keskeisessä roolissa.

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista käytännössä kaikki ovat ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja valtaosa on toteuttaneet järjestelyjä. Arviomme mukaan myös pienissä toimijoissa iso joukko etsii aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle toimialan trendien asettaessa paineita tuloskehitykselle.

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

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

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi (2018 aikana arvostustasot hieman laskeneet markkinan epävarmuuden kasvun johdosta). Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

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

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Evli on kokoluokaltaan suurin pörssilistattu sijoituspalveluyhtiö

Näkemyksemme mukaan Evlin keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: eQ, Taaleri, United Bankers, Elite, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 12 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 9 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija lähes 9 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 68 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

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

liiketoimintarakenne.

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

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja kulusaneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet suhteellisen hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2018e kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

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

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviöinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana, etenkin instituutiopuolella. Yksityissijoittajien osalta pankeilla on edelleen selkeä kilpailuetu johtuen niiden suvereenista jakeluverkostosta, mutta digitalisaation myötä myös tämä asetelma tulee asteittain muuttumaan.

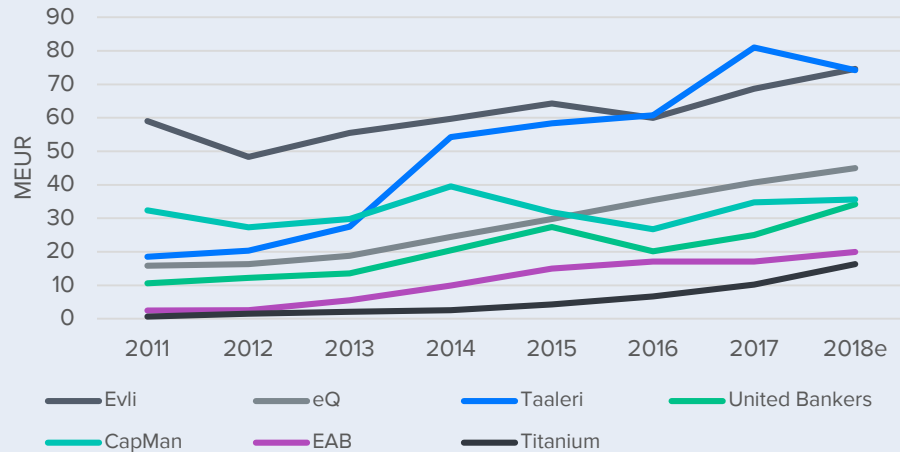
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden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

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

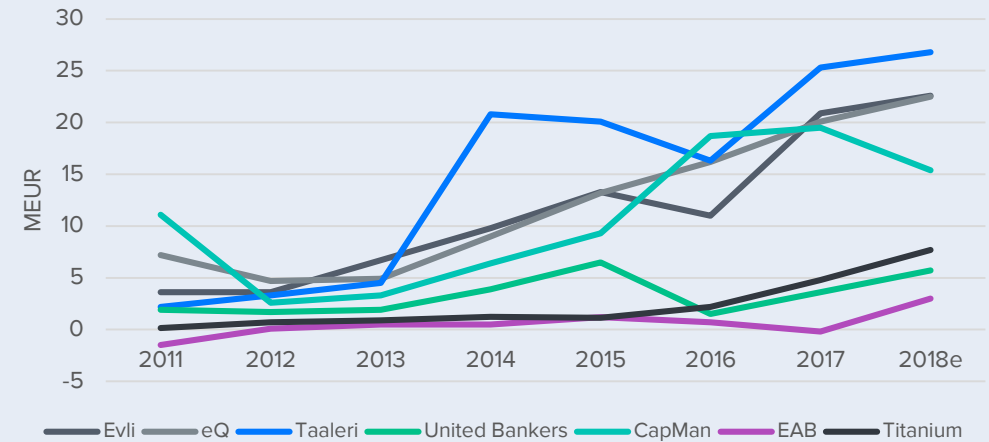
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Privanet
MCAP (MEUR)	300	220	70	182	47	230	70	17
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1000%. IRR 35%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto 300%. Anneista oikaistuna IRR +22%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +15%. IRR 15%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +35%. IRR 10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -25 %, vuositasolla noin -9 %.	2013 alkaen kokonaistuotto noin 100%. IRR 15%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR < 10%.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -65 %, vuositasolla noin -25 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT 30%. Kannattavuus vahva, mutta tuottopalkkioiden merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto& transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +30%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	Käyttökate nousi H1'18 yli 20 %:n tason, mutta track-record on kannattavuuden osalta heikko	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus parantunut, mutta vaatimaton (EBIT ~15%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Tulos painui H1'18 rumasti tappiolle myös käyttökate tasolla.
Track-record	2014-2018e EPS CAGR-% 20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2018e EPS 5,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tulokehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta	2015-2018 EBIT CAGR 25%. Tulos kasvanut voimakkaasti kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Strateginen fokus on ollut epäselvä ja kehitys heikkoa ainakin Alfred Berg-järjestelyyn asti. Heikolta lähtötasolta EPS on kuitenkin kasvanut 2015-2018e noin 22 % (CAGR).	2013-2018 EBIT CAGR 25% (lähtötaso surkea). Yhtiö edistynyt strategiansa selvästi, mutta kulutehokkuudessa edelleen parantamisen varaa.	Tulokehitys jäänyt viime vuosina odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin. IPO:n jälkeen EPS CAGR 14%.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoituksien ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen erinomainen track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Ratkaisuihin korkeat kulut eivätkä tuotteet pääosin ole pärjänneet vertailuissa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena rahastojen vaisu kehitys finanssikriisin jälkeen sekä korkea kulutaso.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Heikkoutena myynnin tehokkuus ja tuotteiden vaihteleva laatu.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omissa sijoituksissa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yrityssostot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Alfred Berg fuusion myötä painopiste siirtyy yhä enemmän Varainhoitoon. Integraatio ja tuotteiden kokoluokkien kasvu fokuksessa. Yrityssostot todennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitusalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yrityssostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Kilpailijamatriisi

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

Taloudellinen tilanne

Tase on iso johtuen pankista

Evlin tase poikkeaa merkittävästi muista listatuista sijoituspalveluyhtiöistä johtuen pankkitoiminnasta. Yhtiön tase on muista toimijoista poiketen hyvin raskas ja taseen loppusumma vaihtelee kvartaalista riippuen noin 500-1500 MEUR:n välillä. Yhtiön taseen analysoinnissa sijoittajien tulee näkemyksemme mukaan keskittyä lainakannan kehitykseen sekä etenkin vakavaraisuuteen. Yhtiö operoi pankkitoimintaansa erittäin konservatiivisella riskitasolla ja näin ollen yhtiön taseeseen liittyvät riskit ovat taseen suuresta kokoluokasta huolimatta varsin pieniä. Q3'18 lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 909 MEUR. Lainakanta oli Q3'18:n lopussa hieman yli 100 MEUR.

Yhtiön taseessa olevat velat ovat luonnollisesti linjassa saatavien kanssa ja pankkitoiminnasta oikaistuna yhtiön tase on nettovelaton. Laskelmiemme mukaan yhtiön käteispositio olisi pankkitoiminnasta oikaistuna noin 15-20 MEUR. Tätä pääomaa ei muiden finanssiyhtiöiden tapaan voi kuitenkaan ajatella ylimääräisenä pääomana johtuen pankkitoiminnasta ja sen vakavaraisuusvaatimuksista. Emme huomioi tätä laskennallista ylimääräistä pääomaa arvonmäärityksessämme myöhemmin.

Yhtiön oma pääoma oli Q3'18:n lopussa 74 MEUR. Aineettomia oikeuksia sillä oli noin 11 MEUR ja odotamme tämän supistuvan asteittain yhtiön poistaessa vanhoja isoja IT-investointejaan. Osakkuusyhtiöt (Q3'18: 5 MEUR) käsittää Evlin 50 %:n omistuksen kiinteistö-sijoitusyhtiö Northern Horizon Capitalista. Näkemyksemme mukaan 5 MEUR:n kirja-arvo ei kuvasta liiketoiminnan käypää arvoa ja sen todellinen arvo olisi todennäköisesti selvästi tätä suurempi. Vaikka NHC onkin kamppaillut

jatkuvien kannattavuusongelmien kanssa, olisi sen hallinnoiman 0,7 miljardin euron arvo varovaisillakin ennusteilla selvästi tasearvoa suurempi. Evlin äänivalta yhtiössä on kuitenkin alle 50 % ja näkyvyys yhtiön toimintaan on heikko. Siten emme anna todennäköiselle väärinhinnoittelulle painoarvoa analyysissämme ja suhtaudumme siihen positiivisena optiona. Itse Evlin ydinliiketoiminta (varainhoito) ei sido oleellisesti pääomia ja mikäli yhtiö lopettaisi pankkina toimimisen, olisi tase hyvin samankaltainen kuin muilla verrokeilla.

Vakavaraisuus on hyvällä tasolla

Sijoittajan kannalta Evlin taseen analysointi kannattaa tehdä vakavaraisuuslaskelmien kautta. Yhtiö soveltaa vakavaraisuuslaskennassaan standardimenetelmää ja perusmenetelmää. Yhtiön vakavaraisuussuhdeluku oli Q3'18 lopussa 15,3 % ja se ylitti selvästi viranomaisten asettaman 10,5 %:n minimirajan. Yhtiön omana tavoitteena on säilyttää vakavaraisuus yli 13 %:n tasolla. Sijoittajien on hyvä huomioda, että Evlin tase sitoo muita verrokkeja enemmän pääomaa pankkitoiminnasta johtuen ja yhtiön vakavaraisuusvaatimukset ovat muita korkeampia (pl. Taaleri). Laskelmiemme mukaan yhtiön vakavaraisuus tulee lähivuosina parantumaan entisestään, kun aineettomien oikeuksien määrä taseessa pienenee (poistot) ja tulos paranee selvästi. Pääomavaatimusten korotukset ovat edelleen mahdollisia (edellinen korotus H1'18), mutta isossa kuvassa emme näe niiden vaikuttavan oleellisesti Evlin vakavaraisuuteen.

Vahva tase mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Evlin tase on erittäin hyvässä kunnossa ja

ennusteemme mukaan konsernin vakavaraisuus tulee vuoden lopussa olemaan 15,5 %. Tämä ylittää selvällä marginaalilla yhtiön oman tavoitteen ja regulaattorin minimivaatimuksen. Näkemyksemme mukaan taseen vahvistaminen nykytasolta ei ole järkevää ja se heikentää turhaan pääoman tuottoa. Yhtiön kannalta järkevintä olisikin jakaa koko tulos ulos osinkoina. Odotamme osingonjakosuhteen olevan lähivuosina 80-90 % ja tätä matalampi voitonjakosuhte vaatisi mielestämme pääomalle selkeän käyttökohteen (esim. yrittyskaupat).

Yrittyskaupat mahdollisia, mutta eivät todennäköisiä

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

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

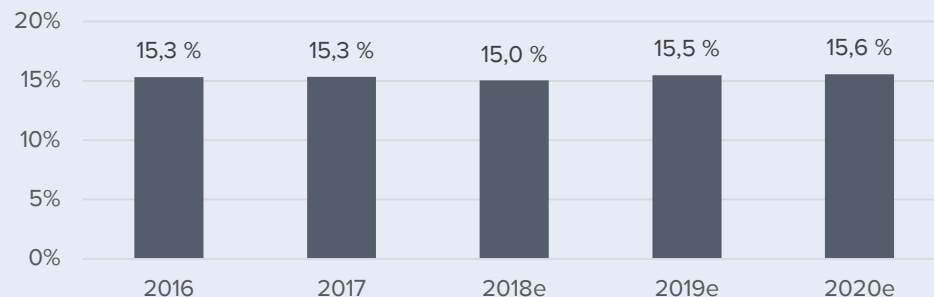
Taserakenne

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	17,2	15,2	16,1	18,7	19,1
Liikearvo	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Aineettomat oikeudet	7,0	7,0	7,1	8,2	8,5
Käyttöomaisuus	1,9	1,9	1,8	1,9	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5,0	3,0	3,6	5,0	5,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	615	740	945	913	920
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	78	81	78	78	78
Myyntisaamiset	178	140	156	156	156
Likvidit varat	359	519	711	680	686
Taseen loppusumma	632	755	961	932	939

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	69	65	72	76	78
Osakepääoma	30	30	30	30	30
Kertyneet voittovarot	13	14	22	27	29
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	2	2	2	2	2
Muu oma pääoma	24	18	18	18	18
Vähemmistöosuus	1	0	1	2	2
Pitkäaikaiset velat	1	1	0	0	0
Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	562	690	888	854	859
Lainat rahoituslaitoksilta	394	507	710	680	684
Lyhytaikaiset korottomat velat	37	31	75	71	72
Muut lyhytaikaiset velat	132	152	103	103	103
Taseen loppusumma	633	756	961	932	939

Konsernin vakavaraisuussuhde-%



Tulosennusteet 1/3

Ennusteiden taustalla oletus haastavasta markkinatilanteesta

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

Pääomamarkkinan tilanne on heikentynyt selvästi 2018 aikana. Taustalla on näkemyksemme mukaan etenkin heikentynyt makrodata, korkojen jatkuva nousu sekä poliittisten riskien esiinnousu (heijastuu osin makrodataan). Pidämme ongelmia fundamenttipohjaisina ja emme näe niiden korjaantuvan nopeasti. Näin ollen oletuksemme ennusteidemme taustalla on, että markkinatilanne tulee säilymään haastavana ja epävarmuus pysyy korkealla. Emme odota tilanteen rajua heikentymistä nykyisestä, mutta samalla meidän on vaikea nähdä tilanteen äkillistä parantumista ilman makrodatan selkeää piristymistä. On selvää, että mikäli markkinatilanteen kehitys poikkeaisi oleellisesti ennusteistamme, olisi tällä selkeä vaikutus ennusteisiimme. Kokonaisuutena lyhyen aikavälin ennusteriskit ovat mielestämme enemmän alas- kuin ylöspäin ja tämä heijastuu kokonaisnäkemyksessämme.

Vuosi 2018 tulee olemaan hyvä

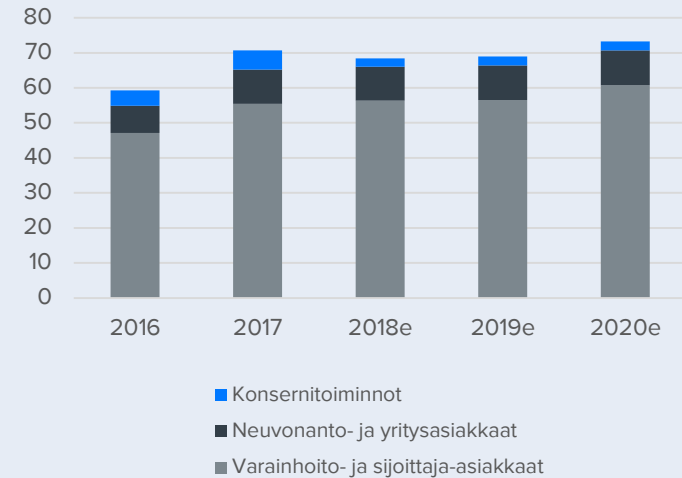
Evlin alkuvuosi 2018 on sujunut erittäin hyvin. Varainhoidon kasvu on ollut terveelle tasolla ja kannattavuus säilynyt historiallisen vahvalla tasolla. N&Y-segmentin tulos on ollut linjassa odotuksiin, kun taas konsernin omat sijoitustoiminnot ovat olleet selvästi odotuksia heikommalla rakenteellisista tekijöistä johtuen. Q1-Q3'18 aikana yhtiön tuotot kasvoivat 9 %:lla 49,4 MEUR:oon ja EPS 20 %:lla 0,61 euroon. EPS:ää nostaa osakkuusyhtiö NHC:n poikkeukselliset voitonjakotulot alkuvuonna.

Myös strategisessa mielessä yhtiön alkuvuosi on sujunut hyvin. Yhtiön kansainvälinen myynti on jatkanut vahvaa kehitystään, yhtiö on saanut pääomarahastoliiketoimintansa kunnolla käyntiin ja yhtiön varainhoito valittiin neljättä vuotta kotimaan parhaaksi instituutiovarainhoitajaksi (SIFO & SFR). IT-projektit ovat edistyneet, mutta odotuksia hitaammin.

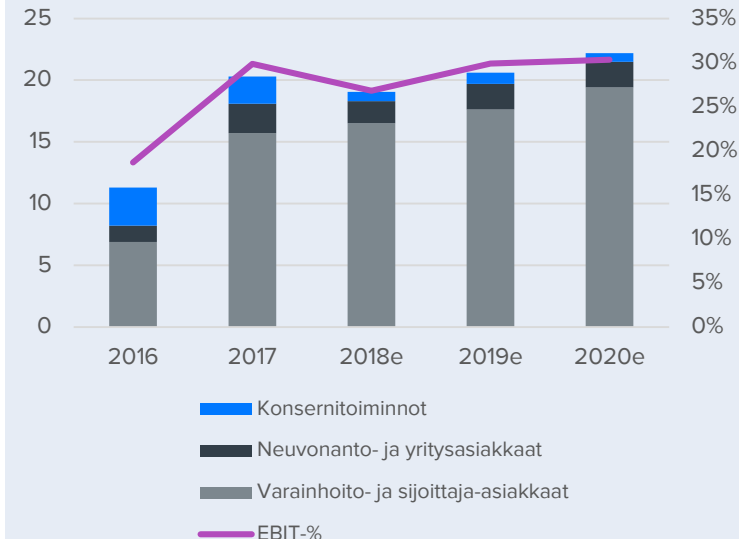
Yhtiön Q3:lla päivitetyn ohjeistuksen perusteella Q4-tulos tulee jäämään selvästi edellisvuodesta johtuen markkinatilanteen heikentymisestä syksyn aikana. Lisäksi Q4'18 tulosta tulevat rasittamaan välitystoiminnan saneeraukseen liittyvät kulut (arviolta -1 MEUR).

Vaisusta Q4-tuloksesta huolimatta koko vuoden tulos tulee olemaan vahva ja ennustamme liikevaihdon olevan 68,3 MEUR, liikevoiton ilman kertaeriä 19,3 MEUR ja EPS:n 0,74 euroa. Epävarmuuden kasvusta huolimatta odotamme yhtiön nostavan osinkoaan ja ennustamme osingon nousevan 0,60 euroon (osingonjakosuhde 85 %).

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Tulosennusteet 2/3

Markkinatilanne kysymysmerkinä

Vaikka markkinatilanne tuleeikin säilymään ennusteissamme hankalana, niin yhtiöllä pitäisi olla edellytykset säilyttää tuloksensa vahvalla tasolla. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että nykyisen kaltainen hankala markkinatilanne ei ole Evlille katastrofi johtuen sen korkopainotteisesta varainhoidosta sekä matalista tuottosidonnaisista palkkioista.

Ennustamme 2019 liikevaihdon pysyvän 2018 tasolla. Varainhoidon AUM jatkaa kasvuaan, mutta tämä hautautuu heikentyvän mixin sekä välityksen laskevan liikevaihdon alle. Pääomarahastot kasvavat selvästi, mutta niiden vaikutus konsernin numeroissa on vielä maltillinen. N&Y-segmentissä liikevaihto pysyy ennallaan ja tulos paranee hieman EAM:n vahvan kasvun ansiosta.

Liikevoiton ilman kertaeriä ennustamme parantuvan lievästi 20,6 MEUR:oon (19,3 MEUR) johtuen konsernin lievästi elpyvistä trading-tuotoista (vertailuluvuissa -0,6 MEUR alaskirjaus) sekä 2018 tehtyjen kulusäästöjen ansiosta. Oikaistu EPS laskee ennusteissamme 0,74 eurosta 0,69 euroon johtuen osakkuusyhtiö NHC:n laskevasta tulososuudesta. Aiempaa heikomman markkinatilanteen johdosta kulutehokkuuden rooli korostuu ja 2019 aikana valmistuvien isojen IT-investointien olisi kriittistä luoda pohjaa uusille IT-säästöille.

Vaikka yhtiö ei ole linjannut virallista osinkopolitiikkaa, on käsityksemme se, että yhtiö tavoittelee kasvavaa osinkoa. Ennustamme 2019 osingon kasvavan kahdella sentillä 0,62 euroon. Voitonjakosuhte p pysyy korkeana (90 %), mutta yhtiöllä on tähän hyvin varaa

vakavaraisuutensa puolesta.

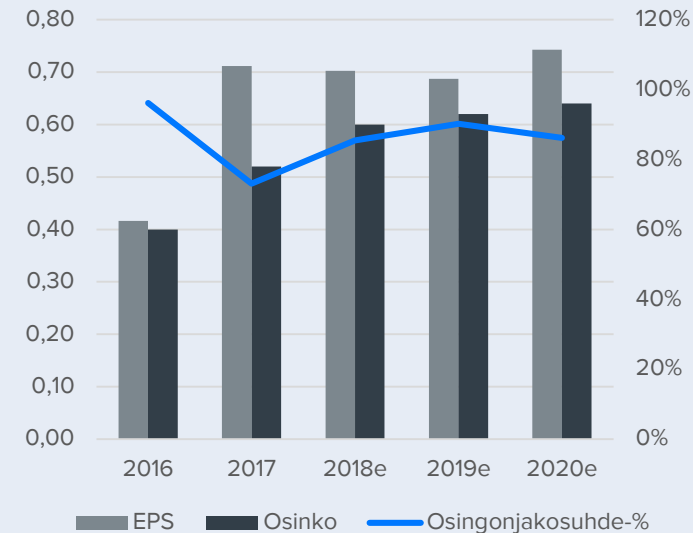
Pitkän aikavälin näkymä on valoisa

Näkemyksemme mukaan Evlillä on erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan pitkällä aikavälillä. Yhtiön positio kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on erittäin vahva ja lisäksi yhtiö on todistanut kv-myyntistrategiansa toimivuuden. Kunhan yhtiön sijoitustoiminnan performanssi säilyy hyvällä tasolla, tulee yhtiö jatkamaan vahvaa kasvuaan perinteisessä varainhoidossa. Lisäksi pääomarahastojen asteittainen kasvu (uudet tuotteet ja vanhojen kasvu) alkaa heijastua konsernin numeroihin entistä selvemmin 2020 alkaen. Odotamme yhtiön kasvun kiihtyvän 6-8 %:iin 2020-2021, kun markkinatilanne paranee hieman nykyisestä. Kannattavuuden emme oleta oleellisesti parantuvan, vaan ennustamme sen säilyvän nykyisellä noin 30 %:n tasolla 2020-2021. Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuuspotentiaali on tätä korkeampi ja käsittelemme tätä tarkemmin seuraavalla sivulla.

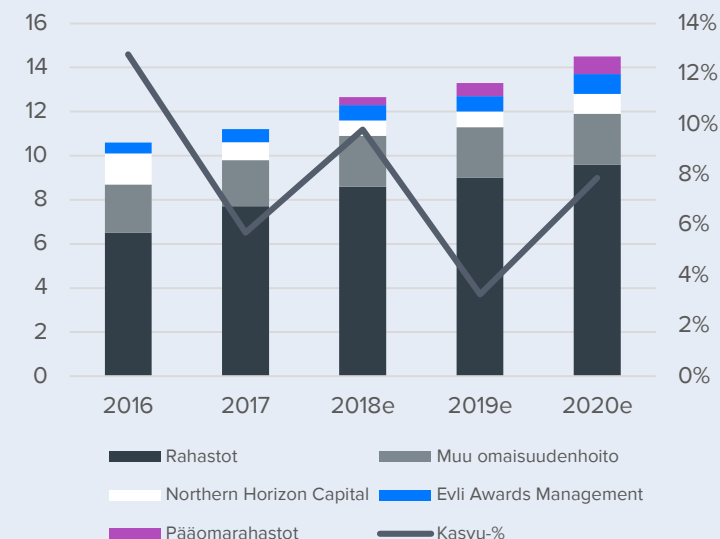
Kokonaisuutena emme ennusta mallissamme merkittävää laskumarkkinaa, mutta olemme olettaneet varallisuusarvojen kasvun jäävän lähivuosina maltillisiksi. Jos markkinat jatkavat voimakasta nousuaan, tulee Evlin AUM todennäköisesti kasvamaan selvästi nykyisiä ennusteitamme nopeammin uusmyynnin mukana. Vaikka Evlin AUM:n korkopaino onkin verrokkeja selvästi korkeampi, olemme kuitenkin pitkän aikavälin ennusteissamme varovaisia kypsästä nousumarkkinasta.

Pidemmällä aikavälillä osinkoennusteemme heijastelevat noin 85 %:n voitonjakosuhdetta mikä on mielestämme kestävä taso yhtiölle.

EPS ja osinko (EUR)



Hallinnoitavan varallisuuden kasvu (mrd)



Tulosennusteet 3/3

Tulospotentiaali nykyistä korkeammalla

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

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

Laskelmiemme perusteella Evlillä olisi edellytykset nostaa Varainhoito-segmentin kannattavuus nykyiseltä noin 30 %:n tasolta yli 40 %:n tasolle kasvun, skaalautuvuuden, parantuvan mixin (pääomarahastot) sekä aktiivisemman hinnoittelun kautta. Tämä Varainhoidon kannattavuusparannus tarkoittaisi konsernin liikevoittomarginaalin nousemista +35 %:n tasolle nykyisestä noin 30 %:sta. Nykyisellä liikevaihdolla tämä tarkoittaisi noin 1,0 euron osakekohtaista tulosta.

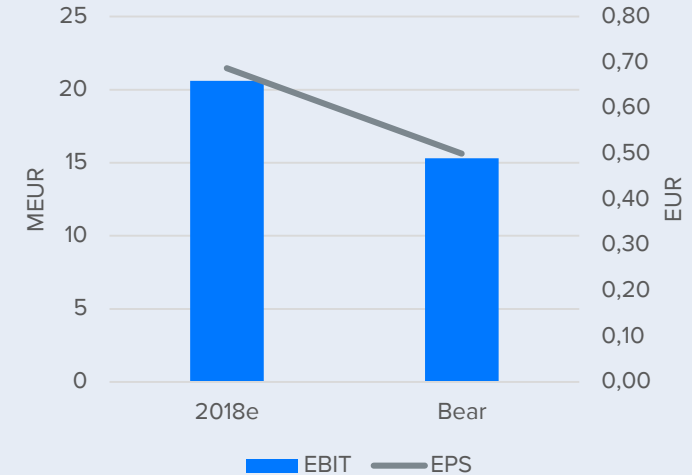
Kulurakenteen herkkyyys

Havainnollistaaksemme Evlin tuloksen herkkyyttä nykyistä jyrkemmälle markkinalaskulle olemme käyttäneet seuraavia oletuksia:

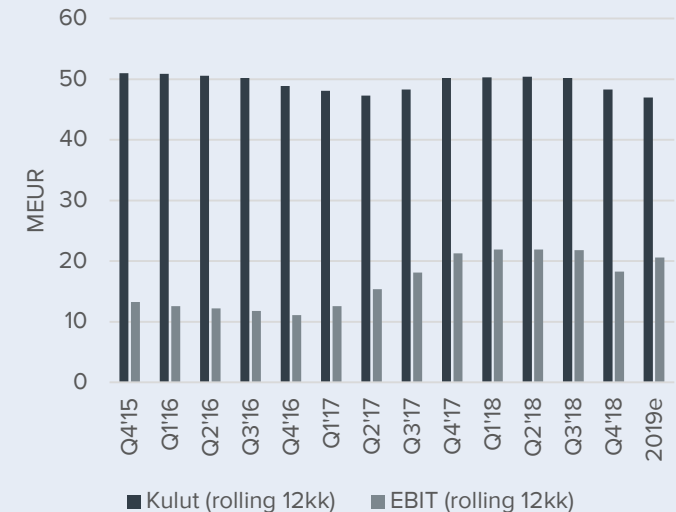
- Osakerahastojen tuotot laskevat 35 % jakautuen 25 %:n markkinalaskuun ja 10 %:n lunastuksiin
- Pääomarahastojen uusmyynti hidastuu
- Tuottopalkkiot ovat nollassa
- Välitysvolyymi laskee
- Korkorahastojen tuotot pysyvät ennallaan, koska osakerahastoista tehtävät allokaatiomuutokset hautaavat alleen korkojen heikentyvän mixin. Lunastuksia ei tehdä.
- Corporate Financen liikevaihto painuu 2010-2018 välin heikoimmalle tasolle (3 MEUR/2013)
- Kulurakenne joustaa henkilöstön bonuskulujen osalta, mutta uusia kulusopeutuksia ei tehdä. Kulutasona käytämme vuotta 2018.

Näillä oletuksilla ensi vuoden liikevoittoennustemme laskee 26 %:lla 15,3 MEUR:oon ja EPS 27 %:lla 0,50 euroon. Evli pystyisi tässäkin skenaariossa ylläpitämään tervettä osinkovirtaa, vaikka osinko todennäköisesti laskisikin. Tuloksen lasku on mielestämme suhteellisen maltillinen, kun huomioidaan ennustamamme korjausliikkeen mittakaava. Laskelmamme tukee näkemystämme siitä, että Evlin riskitaso on kohtuullinen.

Konsernin tuloksen herkkyyys



Kulujen ja liikevoiton kehitys (rolling 12kk)

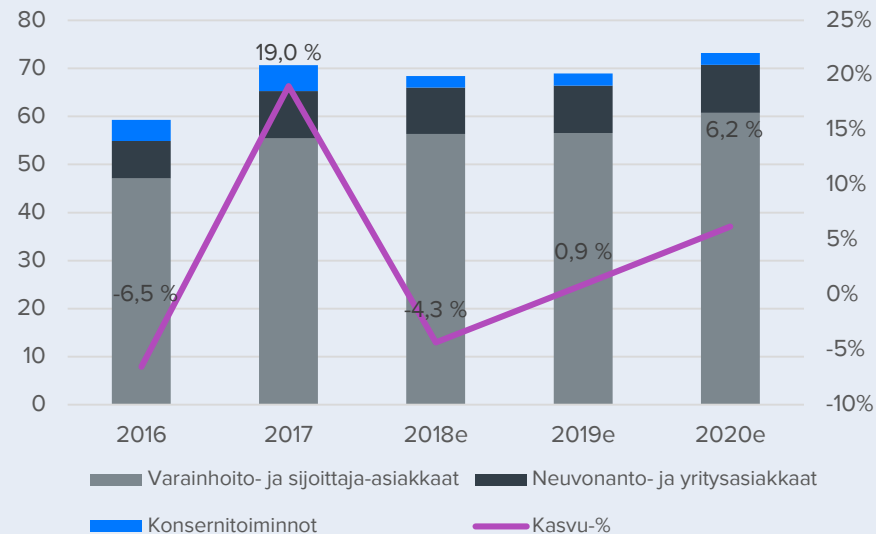


Ennusteet yhteenveto

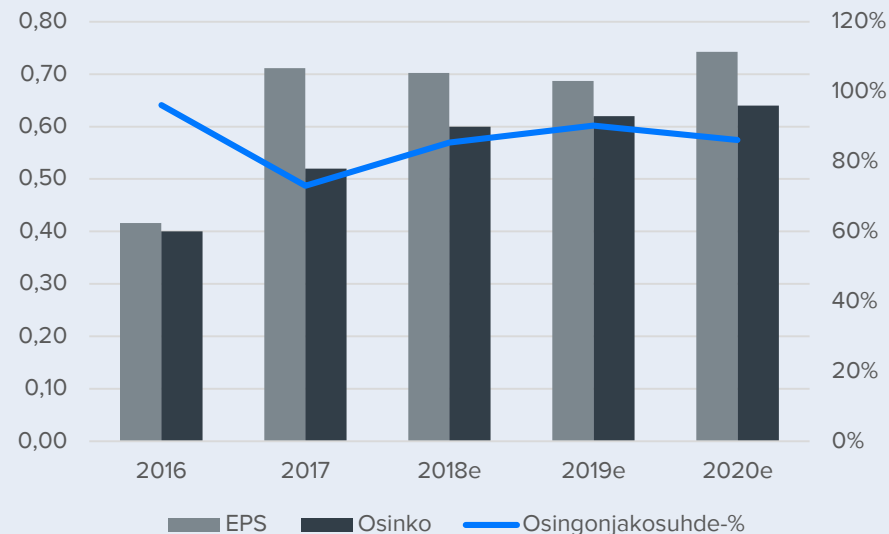
MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,0	71,4	68,3	68,9	73,2
Kasvu-%	-6,5 %	19,0 %	-4,3 %	0,9 %	6,2 %
Varainhoito	46,1	54,6	56,4	56,5	60,7
<i>Rahastojen hall.palkkiot</i>	25,4	35,2	37,7	36,3	38,3
<i>Omaisuu denhoito</i>	8,6	8,8	9,2	9,2	9,0
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,1	2,0	0,4	0,0	1,0
<i>Muut</i>	7,9	8,6	7,2	5,9	5,5
<i>Alternatiivit</i>	0,0	0,0	1,9	5,1	7,0
Neuvonanto ja yritysasiakkaat	7,8	9,9	9,7	9,9	10,0
<i>Corporate Finance</i>	4,8	6,0	5,2	4,8	4,5
<i>EAM</i>	3,0	3,5	4,0	4,5	4,8
<i>ERP</i>	0,1	0,4	0,5	0,6	0,7
Konsernitoiminnot	4,4	5,5	2,4	2,5	2,5
Liikevoitto	11,2	21,3	18,3	20,6	22,2
<i>Varainhoito</i>	6,9	15,8	16,6	17,6	19,4
<i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i>	1,3	2,4	1,8	2,1	2,1
<i>Konsernitoiminnot</i>	3,1	2,2	0,7	0,9	0,7
Osakkuusyhtiöt	1,1	0,6	2,6	0,7	1,0
Vähemmistö	-0,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8
Nettotulos	9,7	16,7	16,6	16,3	17,7
EPS (EUR)	0,42	0,71	0,70	0,69	0,74
Osinko (EUR)	0,40	0,52	0,60	0,62	0,64

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AUM netto (mrd)	10,6	11,2	12,3	12,7	13,7
Rahastot ja omaisuudenhoito	8,7	9,8	10,9	11,3	11,9
Rahastot	6,5	7,7	8,6	9	9,6
<i>Osake</i>	2,1	2,6	2,2	2,2	2,3
<i>Korko</i>	4,2	5,0	6,3	6,7	7,2
<i>Yhdistelmä</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu omaisuudenhoito	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3
Northern Horizon Capital	1,4	0,8	0,7	0,7	0,9
Evli Awards Management	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9
Pääomarahastot	0,0	0,0	0,35	0,6	0,8
 AUM Suomi	5,4	6,0	6,4	6,3	6,4
AUM KV	1,1	1,7	2,2	2,7	3,2

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



EPS ja osinko (EUR)



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 suhteellinen arvonmääritys on keskeinen tekijä haarukoidessamme yhtiön käypää arvoa. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme laskemalla käänteisesti arvon hallinnoitavalle varallisuudelle sekä käyttämällä osinkojen nykyarvomallia (DDM). Lopuksi tarkastelemme yhtiön arvostusta myös absoluuttisesti, mutta tälle emme anna oleellista painoa sen subjektiivisuuden johdosta.

Arvonmääritysmenetelmien mukainen arvo Evlille 8,1-10,3 euroa per osake. Asetamme tavoitehintamme haarukan alalaitaan 8,1 euroon (aik. 8,5 euroa) johtuen lyhyen aikavälin vaisuista tulospotentialista sekä selvästi koholla olevista markkinariskeistä.

Mielestämme arvonmäärityshaarukkamme ylälaita (10,3 euroa) kuvastaa Evlille hyväksyttävää valuaatiota skenaariossa, missä yhtiön tulos kasvaa ja markkinariskit ovat nykyistä matalammat.

Lyhyellä aikavälillä emme näe osakkeessa oleellista nousuvaraa matalista absoluuttisista kertoimista huolimatta (2018e P/E 10x) johtuen markkinan korkeasta epävarmuudesta ja tämän myötä heikosta näkyvyydestä tulospotentialiin. Noin 8 %:n varsin turvallinen osinkotuotto tarjoaa mielestämme jo kuitenkin riittävän tuotto-odotuksen ja nostammekin rajun kurssilaskun jälkeen suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Näkemyksemme mukaan kurssilaskun jatkuminen nykytasolta vaatisi markkinatilanteen

selkeää heikentymistä nykyisestä

Pidemmällä aikavälillä näemme Evlin tarjoavan nykyisellä kurssitasolla erinomaisen tuotto-odotuksen johtuen sen Varainhoitoliiketoiminnan vahvoista kasvunäkymistä sekä selvästä tulospotentialista. Lyhyellä aikavälillä markkinan epävarmuus painaa kuitenkin vaakakupissa pitkän aikavälin potentiaalia enemmän, joka heijastuu myös varovaisena tavoitehintanamme. Seuraavalla kahdella sivulla olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmien lopputuloksia.

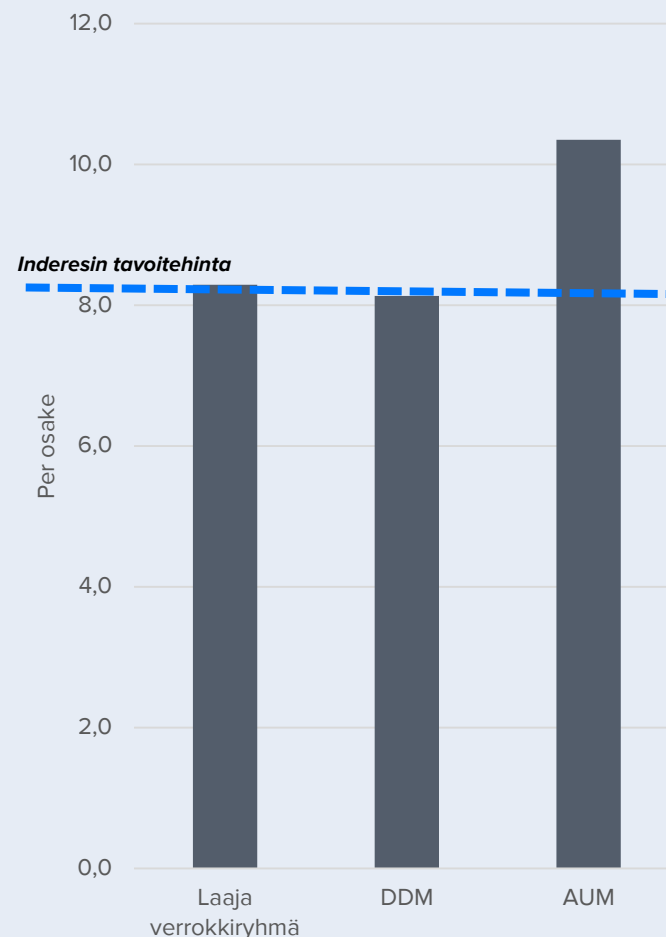
Evlin arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat pitkän aikavälin tulospotentialit
- Yhtiön verrokkeja maltillisempi riskitaso

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Verrokkeja korkeammat pääomavaatimukset
- Korkeat markkinariskit
- Lyhyen aikavälin haastava tulospotentiali

Arvonmääritys yhteenveto



Arvonmääritys 2/3

Osinkojen nykyarvomalli (DDM)

Käytämme Evlissä osinkojen nykyarvomallia, sillä pankkitoiminnasta johtuen DDM antaa mielestämme kassavirtamallia (DCF) luotettavamman arvon Evlin kassavirtojen nykyarvosta. DDM:n mukainen arvo Evlille on 193 MEUR tai 8,1 euroa. DDM-mallimme löytyy raportin liitteistä, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

Osingonjakosuhde säilyy lähivuodet noin 85 %:n tasolla. CET1-% vakavaraisuus pysyy yli 15 %:ssa. Vaikka taso on selvästi yli yhtiön tavoitetason, emme pidä realistisena, että yhtiö purkaisi ylimääräistä pääomaa konservatiivisesta riskienhallintapolitiikastaan johtuen.

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

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa olemme

käyttäneet P/E-, EV/S-, EV/EBIT- ja P/B-kertoimia sekä osinkotuottoa. EV-kertoimissa olemme oikaisseet pois yhtiön laskennallisen kassan ja lähdemme oletuksesta, että Evli on nettovelaton. Mielestämme yhtiön laskennallista nettokassaa ei tule huomioida, koska se on sidoksissa yhtiön pankkitoimintaan.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleria, eQ:ta, Titaniumia, EAB:tä, Titaniumia, United Bankersia CapMania sekä Aktiaa, joka varainhoitoon panostavana pankkina täydentää hyvin Evlin verrokkiryhmää.

Kokonaisuutena ryhmä antaa mielestämme varsin hyvän ja luotettavan kuvan Evlin hyväksyttävästä arvostustasosta. Koko verrokkiryhmän arvostus on laskenut 2018 aikana selvästi johtuen kohonneista markkinariskeistä. Sijoittajien on syytä muistaa, että sijoituspalveluyhtiöt ovat herkkiä pääomamarkkinan kehitykselle ja markkinan heikentyessä yhtiöiden tulokset ovat paineessa. Tässä mielessä markkinan tekemä selkeä tasokorjaus sektorin hyväksyttäviin

arvostustasoihin on täysin perusteltua.

Evlín arvostustaso on pääosin linjassa laajan verrokkiryhmän kanssa. 2018 ja 2019 EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla arvostusero on hyvin pieni ja EV/S- tai P/B-kertoimien merkittäviä eroja selittävät erot liiketoimintamallissa. Osinkotuotto on ennusteillamme ryhmän korkeimpia, jota emme pidä perusteltuna. Laajan verrokkiryhmän kerrointen painotetulla keskiarvolla Evlin arvo on 8,3 euroa. Näkemyksemme mukaan Evlille voitaisi perustella lievä preemio suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen verrokkeja matalammasta riskiprofiilista (korkorahastojen suuri osuus, tuottosidonnaisten palkkioiden matala taso ja matala tuoteriippuvuus) sekä hyvistä pitkän aikavälin tuloskasvunäkymistä (varainhoidon track-record sekä vahva myyntikoneisto).

	P/E (oik.)		EV/EBIT (oik.)		EV/S	P/B	Osinko	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2018e	2018e	2019e
Evli	10,3	11,1	9,4	8,8	2,6	2,4	7,9 %	8,1 %
eQ	16,7	13,9	12,3	9,9	6,1	5,0	6,6 %	7,2 %
Taaleri	11,4	10,8	9,5	8,4	3,2	1,8	3,8 %	4,2 %
United Bankers	10,4	9,7	9,7	7,9	1,6	2,3	6,3 %	7,0 %
CapMan	21,1	9,1	17,3	8,0	7,5	1,9	7,6 %	8,3 %
EAB Group	14,0	10,1	15,8	9,6	2,3	2,0	2,9 %	4,5 %
Titanium	9,3	9,4	9,0	10,7	4,2	4,4	8,5 %	8,9 %
Aktia	10,8	11,5				1,0	6,3 %	6,6 %
Mediaani	11,4	10,1	11,0	9,0	3,7	2,0	6,3 %	7,0 %
Erotus% vrt. mediaani	-10 %	10 %	-15 %	-2 %	-28 %	19 %	25 %	16 %
Evlin arvo mediaani kertoimella (EUR)	8,1	7,1	10,0	7,0	11,3	6,4	8,3	8,6

Arvonmääritys 3/3

Lähimmät verrokkit

Parhaat verrokkit Evlille ovat mielestämme Taaleri ja eQ. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiyhtiöistä lähimpänä toisiaan.

Suhteessa eQ:hun Evliä hinnoitellaan selvällä alennuksella. Tämä on mielestämme kuitenkin perusteltua, sillä ennustamme eQ:lle edelleen voimakasta tuloskasvua lähivuosille. Taalerin kertoimet ovat hyvin linjassa Evlin kanssa, joka tukee näkemystämme Evlin hinnoittelusta.

AUM:sta maksettava hinta on matala

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

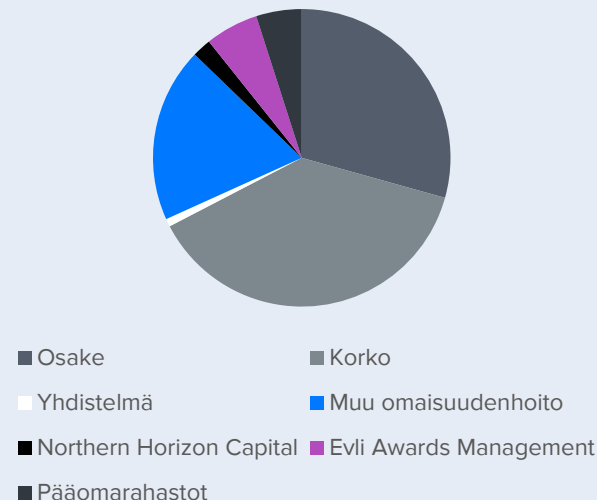
Evlin tapauksessa olemme käyttäneet hallinnoitavasta varallisuudesta Q3'18:n lopun tilannetta. Osakerahastolle olemme soveltaneet

3 %:n kerrointa ja se on näkemysmemme mukaan Evlin arvokkainta AUM:ia johtuen sen kohtuullisesta palkkiotasosta. Korkorahaston AUM:lle olemme soveltaneet 1,5 %:n kerrointa johtuen sen matalammasta palkkiotasosta. Rahastopääoman arvoa tukee niiden erittäin hyvä pysyvyys. Pääomarahastoille olemme soveltaneet 5 %:n kerrointa johtuen niiden houkuttelevasta palkkiorakenteesta. Muulle omaisuudenhoidolle olemme soveltaneet 2 %:n arvostuskerrointa.

Northern Horizon Capitalin pääomia emme ole huomioineet laskelmassamme ja annamme sen AUM:lle arvoksi tasearvon mukaisen 5 MEUR. Todellisuudessa AUM:n arvo olisi suurella todennäköisyydellä selvästi korkeampi, mutta heikosta näkyvyydestä ja Evlin ulkopuolisesta määräysvallasta johtuen haluamme olla tässä hyvin konservatiivisia. EAM:n AUM:lle annamme 2 %:n kertoimen johtuen AUM:n korkeasta pysyvyydestä, mutta matalahkosta tuottotasosta.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa Evlin AUM-pohjaiseksi arvoksi 10,3 euroa per osake. Laskelma ei huomioi AUM:sta riippumattomia liiketoimintoja (CoFi ja ERP) ja kokonaisuutena laskelma on varsin subjektiivinen. Tästä huolimatta näkemys on kuitenkin suuntaa antava ja tukee näkemystämme yhtiön selvästä potentiaalista pidemmällä aikavälillä.

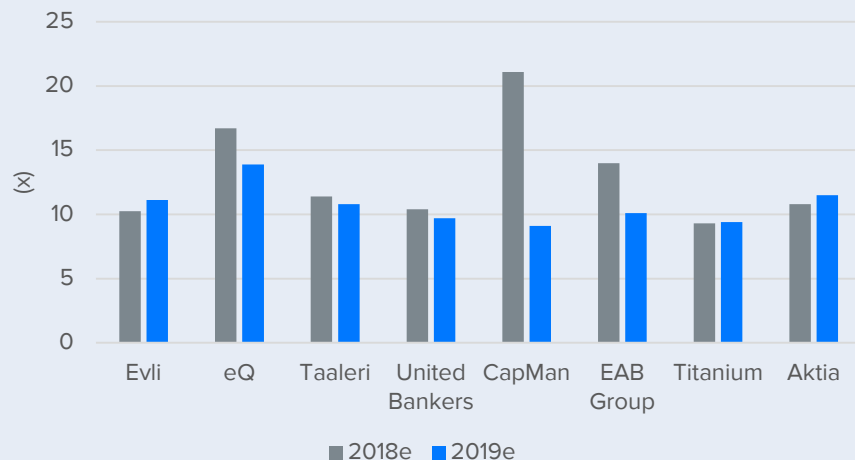
AUM-pohjaisen arvon jakauma



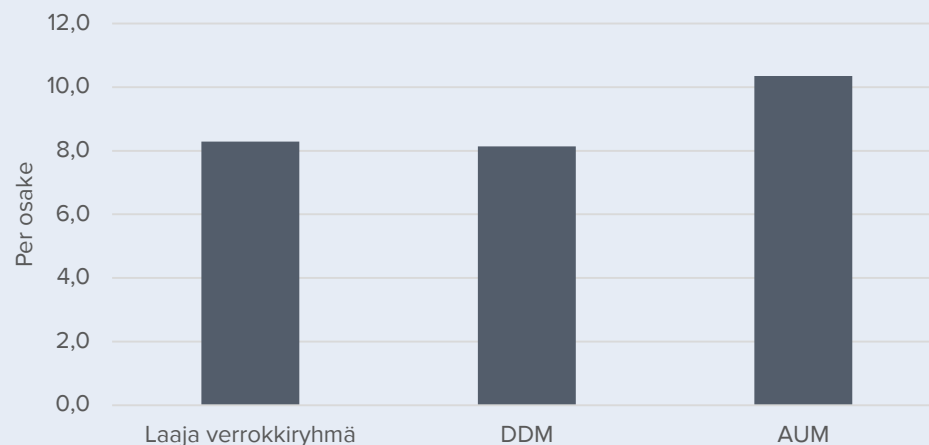
AUM	Mrd	Kerroin-%	Arvo
Osake	2,4	3,0 %	71
Korko	6,2	1,5 %	92
Yhdistelmä	0,1	2,0 %	2
Muu omaisuudenhoito	2,3	2,0 %	46
Northern Horizon Capital	0,7		5
Evli Awards Management	0,7	2,0 %	14
Pääomarahastot	0,24	5,0 %	12
Yhteensä (MEUR)			242
Per osake (EUR)			10,3

Arvostus yhteenveto

P/E-kertoimet suhteessa verrokkeihin



Arvonmääritys yhteenveto



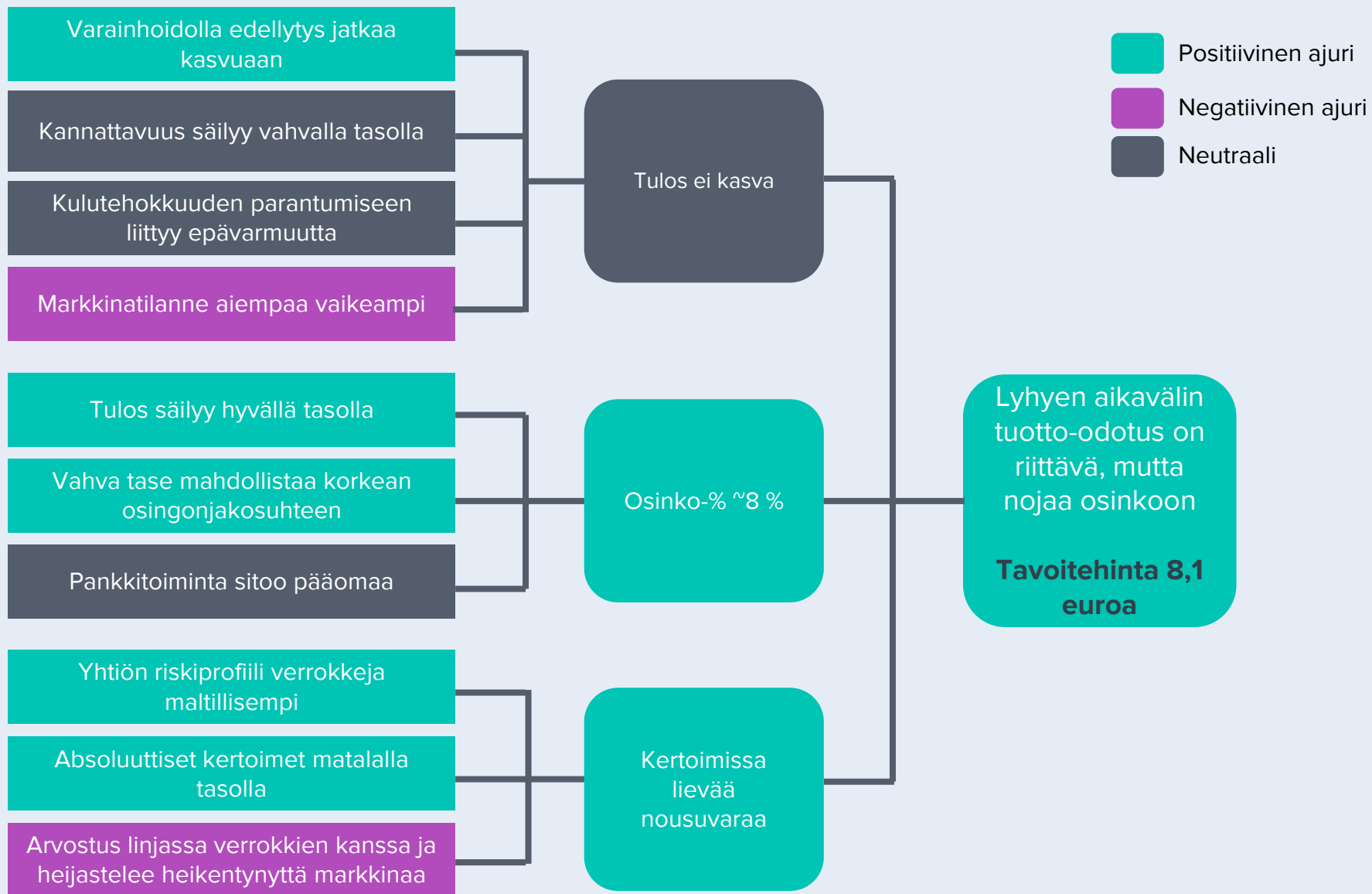
Kertoimet yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	8,19	6,75	9,60	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	191	157	227	181	181	181
Yritysarvo (EV)	229	157	227	181	181	181
P/E (oik.)	16,6	16,2	13,5	10,3	11,1	10,3
P/E	16,6	16,2	13,5	10,9	11,1	10,3
P/B	2,8	2,4	3,2	2,4	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	3,6	2,6	3,2	2,6	2,6	2,5
EV/EBITDA	13,3	11,0	9,6	8,6	8,2	7,5
EV/EBIT	17,2	14,1	10,7	9,4	8,8	8,2
Osinko/tulos (%)	83,1 %	96,1 %	73,1 %	85,4 %	90,2 %	86,2 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,9 %	5,4 %	7,9 %	8,1 %	8,4 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes, Reuters

Evlin arvoajurit 2018-2020e



Tuloslaskelma

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,0	71,4	16,9	18,0	16,1	17,3	68,3	68,9	73,2
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	47,1	55,4	14,3	15,2	13,4	13,5	56,4	56,5	60,7
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	7,8	9,9	2,3	2,3	1,9	3,2	9,7	9,9	10,0
Konsemitoiminnot	4,4	5,5	0,4	0,5	0,8	0,7	2,4	2,5	2,5
Kohdistamattomat&eliminoinnit	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Käyttökate	14,3	23,6	5,6	5,6	5,5	3,4	20,1	22,2	24,2
Poistot ja arvonalennukset	-3,1	-2,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-1,8	-1,6	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,2	21,3	5,2	5,1	5,0	4,0	19,3	20,6	22,2
Liikevoitto	11,2	21,3	5,2	5,1	5,0	3,0	18,3	20,6	22,2
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	6,9	15,7	4,3	4,9	4,4	3,0	16,5	17,6	19,4
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	1,3	2,4	0,5	0,4	0,0	1,0	1,8	2,1	2,1
Konsemitoiminnot	3,1	2,2	0,4	-0,1	0,5	0,0	0,8	0,9	0,7
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	12,3	21,9	6,9	5,5	5,3	3,2	20,9	21,3	23,2
Verot	-2,4	-4,3	-1,0	-1,2	-0,7	-0,8	-3,7	-4,3	-4,7
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,8	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,6	-0,7	-0,8
Nettotulos	9,7	16,7	5,7	4,0	4,7	2,2	16,6	16,3	17,7
EPS (oikaistu)	0,42	0,71	0,24	0,17	0,20	0,14	0,74	0,69	0,74
EPS (raportoitu)	0,42	0,71	0,24	0,17	0,20	0,09	0,70	0,69	0,74

Tunnusluvut	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,5 %	19,0 %	5,0 %	0,0 %	-1,4 %	-17,5 %	-4,3 %	0,9 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-15,8 %	90,2 %	13,5 %	-3,2 %	0,4 %	-38,2 %	-9,4 %	6,7 %	7,7 %
Käyttökate-%	23,8 %	33,1 %	33,3 %	31,0 %	34,3 %	19,6 %	29,4 %	32,2 %	33,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,7 %	29,8 %	30,9 %	28,5 %	30,9 %	23,0 %	28,3 %	29,9 %	30,3 %
Nettotulos-%	16,2 %	23,3 %	33,8 %	22,4 %	29,0 %	12,8 %	24,4 %	23,7 %	24,2 %

Lähde: Inderes

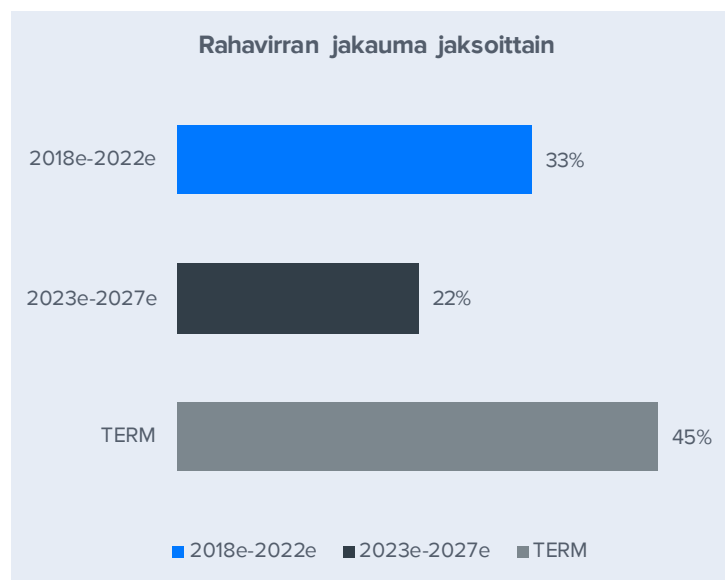
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	17,2	15,2	16,1	18,7	19,1	Oma pääoma	69	65	72	76	78
Liikearvo	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	Osakepääoma	30	30	30	30	30
Aineettomat oikeudet	7,0	7,0	7,1	8,2	8,5	Kertyneet voittovarot	13	14	22	27	29
Käyttöomaisuus	1,9	1,9	1,8	1,9	2,0	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusrytysiin	5,0	3,0	3,6	5,0	5,0	Uudelleenarvostusrahasto	2	2	2	2	2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	24	18	18	18	18
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	1	0	1	2	2
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	Pitkäaikaiset velat	1	1	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	615	740	945	913	920	Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	78	81	78	78	78	Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	178	140	156	156	156	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Likvidit varat	359	519	711	680	686	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	632	755	961	932	939	Lyhytaikaiset velat	562	690	888	854	859
						Lainat rahoituslaitoksilta	394	507	710	680	684
						Lyhytaikaiset korottomat velat	37	31	75	71	72
						Muut lyhytaikaiset velat	132	152	103	103	103
						Taseen loppusumma	633	756	961	932	939

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	21,3	18,3	20,6	22,2	24,6	21,3	20,3	20,0	20,5	20,1	20,5	
+ Kokonaispoistot	2,3	1,8	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-4,9	-3,7	-4,3	-4,7	-5,2	-4,5	-4,3	-4,2	-4,3	-4,2	-4,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-18,7	-2,9	-0,1	2,1	2,3	0,9	1,8	2,0	2,6	2,8	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	0,0	13,6	17,9	21,6	23,8	19,7	19,9	19,8	20,8	20,6	16,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,3	-3,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,3	10,6	15,9	19,6	21,8	17,7	17,9	17,8	18,8	18,6	15,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,3	10,6	15,9	19,6	21,8	17,7	17,9	17,8	18,8	18,6	15,1	212,5
Diskontattu vapaa kassavirta		10,5	14,4	16,3	16,6	12,4	11,4	10,4	10,0	9,1	6,7	95,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		213,1	202,7	188,3	171,9	155,4	143,0	131,6	121,2	111,1	102,0	95,3
Velaton arvo DCF		213,1										
- Korolliset velat		-710,4										
+ Rahavarat		710,6										
-Vähemmistöosuus		-3,6										
-Osinko/pääomapalautus		-12,2										
Oman pääoman arvo DCF		208,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,81										

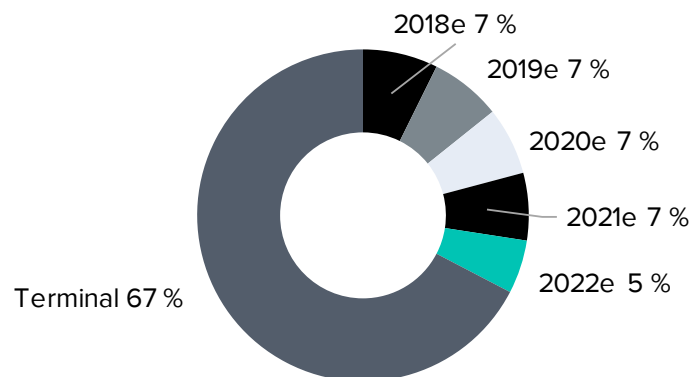
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %



Osinkojen nykyarvomalli (DDM)

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal
Nettotulos	16,6	16,3	17,7	19,5	16,9	
-Nettotuloksen kasvu-%	-0,2 %	-8,5 %	2,2 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Osinko	14,2	14,7	15,3	16,6	14,4	203,4
-Osingonjako-%	85 %	90 %	86 %	85 %	85 %	
Ydinpääoma (CET1)	50,8	52,1	54,8	57,9	59,6	
RWA	338,1	337,1	352,1	375,0	386,2	
CET1-%	15,0 %	15,5 %	15,6 %	15,4 %	15,4 %	
Disk. osinko	14,1	13,4	12,7	12,6	10,0	129,8
Disk. Kum osinko	192,7	178,6	165,2	152,4	139,8	129,8
Oman pääoman arvo, DDM	192,7					
Per osake	8,1					

Rahavirran jakauma jaksoittain



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

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on nelipolertainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13/10/2017	Osta	9,20 €	7,95 €
26/10/2017	Osta	10,40 €	9,10 €
08/01/2018	Lisää	10,40 €	9,84 €
25/01/2018	Osta	11,40 €	9,90 €
26/04/2018	Osta	12,00 €	9,86 €
16/07/2018	Lisää	11,50 €	10,20 €
14/09/2018	Osta	11,00 €	8,90 €
25/10/2018	Vähennä	9,00 €	8,95 €
31/10/2018	Vähennä	8,50 €	8,20 €
28/11/2018	Lisää	8,10 €	7,64 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018

Suosustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosustarkkuus



2017

Suosustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**