

Fellow Pankki

Seurannan aloitus

22.4.2022 19:26



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Digitaalisuutta ja kovia kasvuodotuksia

Odotamme Fellow Pankin liiketoiminnan kasvavan tulevina vuosina voimakkaasti ja ennustamme tulostason parantuvan kasvun mukana selvästi. Osakekurssi kuitenkin hinnoittelee mielestämme nykyisellä arvostustasolla (2022e: P/B 1,3x ja 2024e: P/E 9x) jo täysimääräisesti sisäänsä lähivuosien voimakkaan tulosparannuksen ja tuotto-odotus jää neutraaliksi. Aloitamme yhtiön seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella.

Digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki

Fellow Pankki on digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki, joka tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita kuluttajille, pk-yrityksille ja korkotuottoa hakeville säästäjille. Yhtiö syntyi Fellow Financen ja Evlin pankkitoiminnan fuusiosta ja sen liiketoiminta käynnistyi 4/2022. Yhtiön ansainta perustuu korkokatteeseen sekä antolainaukseen liitännäisiin palkkioihin. Yhtiön tase oli toiminnan käynnistyessä +280 MEUR ja sen palveluksessa on noin 80 työntekijää.

Yhtiöllä kovat kasvu- ja kannattavuustavoitteet

Fellow Pankin vuosille 2022-2026 asettamat taloudelliset tavoitteet koskevat kasvua, kannattavuutta ja vakavaraisuutta. Kasvun osalta yhtiö tavoittelee luottokannan yli 25 % vuosittaista kasvua ja kannattavuuden suhteen tavoitteena on saavuttaa tavoitejakson loppuun mennessä yli 15 % oman pääoman tuottotaso. Pidämme luottokannan kasvutavoitetta yhtiön kehitysvaihe huomioiden realistisena ja tavoite on myös linjassa relevanttien verrokkien viime vuosien kehityksien kanssa. Sen sijaan oman pääoman tuottotasoa koskevat ambitiot ovat pääomarakennetavoite (T1-vakavaraisuus vähintään 18 %) huomioiden kunnianhimoisia ja tavoitteen saavuttaminen vaatisikin näkemyksemme mukaan vahvan operatiivisen kehityksen ohella myös vakavaraisuustavoitteessa joustamista. Osinkoa emme lähivuosina odota ja pidämme todennäköisenä, että luottosalkun voimakas kasvu tulee vaatimaan lähivuosina myös lisäpääomaa.

Odotamme liiketoiminnan kasvavan lähivuosina voimakkaasti ja kannattavuuden parantuvan sen mukana

Fellow Pankin liiketoiminta saa edeltäjä Fellow Financen vertaislainakannan (~140 MEUR) omaan taseeseen konvertoimisen ja merkittävän talletuskannan (+230 MEUR) johdosta nopean liikkeellelähdon. Ensimmäisenä toimintavuonna tulos tulee ohjeistuksen mukaan jäämään selvästi tappiolliseksi (2022e: -3,4 MEUR) pankin ylösajokustannuksista johtuen. Odotamme kuitenkin yhtiön tuloksen parantuvan lähivuosina merkittävästi luottokannan voimakkaan kasvun (2023 ja 2024e: 225 MEUR ja 302 MEUR) sekä kulurakenteen skaalautumisen seurauksena (kulu/tuotto-suhde 2023-24e: 55-60 %) ja ennustamme yhtiön yltävän 2023-2024 noin 2,8-5,1 MEUR:n nettotulokseen. Vakavaraisuus painuu ennusteissamme selvästi tavoitetason alapuolelle (~13 %) ja se heijastelee kasvun vaatimaa lisäpääoman tarvetta.

Kovat tuloskasvuodotukset ovat mielestämme jo täysimääräisesti hinnassa

Olemme tarkastelleet Fellow Pankin arvostusta absoluuttisten tulos- ja tasepohjaisten arvostuskertoimien sekä verrokkiryhmän tarjoaman viitekehityksen kautta. Lisäksi olemme hahmotelleet osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotusta. Näkemyksemme mukaan osakekurssi hinnoittelee nykyisellä arvostustasolla (2022e: P/B 1,3x ja 2024e: P/E 9x) jo täysimääräisesti sisäänsä lähivuosien voimakkaan tulosparannuksen ja mielestämme tuotto-odotus jää nykyisellä arvostuksella neutraaliksi.

Suositus

Vähennä

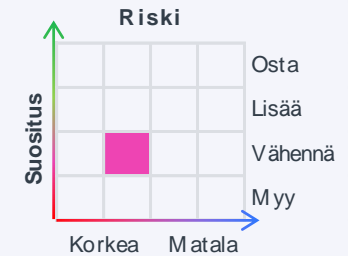
(aik. -)

0,45 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

0,49 EUR



Avainluvut

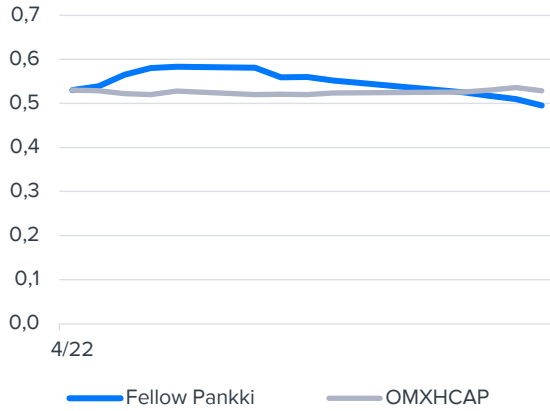
	2022e	2023e	2024e
Liiketoiminnan tuotot	8,6	22,2	29,8
Liiketoiminnan kulut	-10,1	-13,3	-16,3
Kulu/tuotto-suhde	118 %	60 %	55 %
EBIT oik.	-3,7	3,5	6,3
EBIT-% oik.	-43 %	16 %	21 %
Nettotulos	-3,4	2,8	5,1
EPS (oik.)	-0,03	0,03	0,06
Osinko	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	neg.	15,2	8,5
P/B	1,3	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

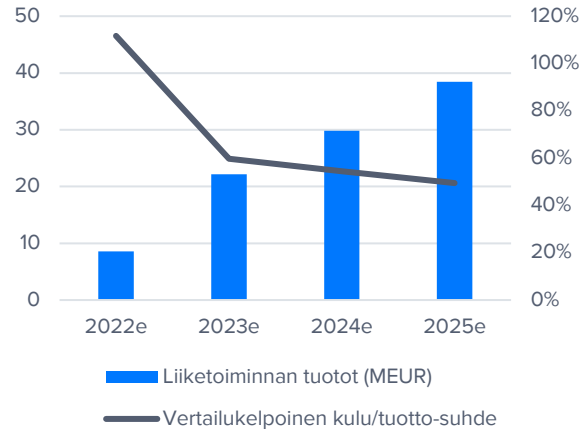
Vuoden 2022 tuloksen arvioidaan olevan selvästi tappiollinen johtuen toteutettuun yritysjärjestelyyn liittyvistä kertaluonteisista kustannuksista, luottolaitostoiminnan edellyttämistä panostuksista organisaatioon sekä luottokannan voimakkaan kasvun aiheuttamista etupainotteisista kustannuksista liittyen uusasiakashankintaan ja luottotappiovarauksiin.

Osakekurssi

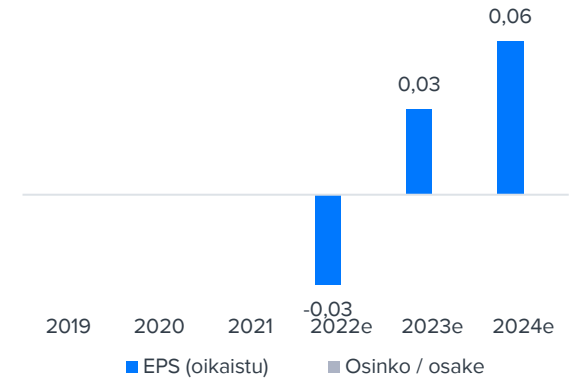


Lähde: Thomson Reuters

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



EPS ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Antolainauskannan ja tuottojen voimakas kasvu
- Tuotevalikoiman laajentaminen ja yhtiön tunnettuuden parantuminen
- Uusille markkinoille laajentuminen ja kansainvälistyminen
- Kulurakenteen skaalautuminen



Riskitekijät

- Nykymuotoisena toimintahistoria lyhyt, mikä nostaa riskiprofiilia
- Kasvun hallitseminen ja riskienhallinnassa onnistuminen
- Kilpailun kiristyminen
- Suhdanvaihteluihin liittyvät riskit
- Mahdolliseen kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Toimialaan liittyvät regulaatio- ja maineriskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,49	0,49	0,49
Markkina-arvo	43	43	43
P/E (oik.)	neg.	15,2	8,5
P/E	neg.	15,2	8,5
P/B	1,3	1,2	1,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Liiketoimintamallin riskiprofiili	11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-13
Toiminta- ja kilpailuympäristö	14-21
Sijoitusprofiili	22-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-30
Taulukot ja liitteet	31-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Fellow Pankki lyhyesti

Fellow Pankki on digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki, joka tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita kuluttajille, pk-yrityksille ja korkotuottoa hakeville säästäjille.

7/2021

Fellow Financen ja Evlin pankkitoiminnan fuusiosta tiedotetaan

4/2022

Fuusion täytäntöönpano

~20 MEUR

Antolainauskanta 4/2022 avaava tase (Inderesin arvio)

+230 MEUR

Talletuskanta 4/2022 avaava tase

8,6 MEUR

Liiketoiminnan tuotot 2022e

-3,4 MEUR

Nettotulos 2022e

80

Henkilöstö 4/2022 (Inderes arvio)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki

Fellow Pankki on huhtikuussa 2022 liiketoimintansa käynnistänyt digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki, joka tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita kuluttajille, pk-yrityksille ja korkotuottoa hakeville säästäjille. Fellow Pankin ansainta perustuu antolainauskannan korkokatteeseen sekä antolainaukseen liitännäisiin palkkiotuottoihin. Yhtiön palveluksessa on noin 80 henkilöä.

Fellow Pankki syntyi Fellow Financen ja Evlin pankkiliiketoiminnan fuusiosta

Fellow Pankin nykymuotoinen liiketoiminta sai alkusysäyksensä kesällä 2021, kun Fellow Finance [tiedotti](#) sulautuvansa Evli Pankin pankkitoimintaa jatkavan yhtiön kanssa. Järjestelylle saatiin hyväksyntä Fellow Financen ja Evlin ylimääräisiltä yhtiökokouksilta [joulukuussa 2021](#) ja osittaisjakautuminen sekä sulautuminen täytäntöönpantiin huhtikuussa 2022.

Fellow Finance oli vertais- ja joukkolaina-alusta, jonka ansainta perustui alustan transaktio- ja volyymipohjaisiin tulovirtoihin sekä tytäryhtiö Lainaamon korkokatteeseen. Vaikka yhtiön alustaliiketoimintaan liittyi selkeää skaalautumispotentiaalia, oli yhtiön liiketoiminta kokenut viime vuosina haasteita muun muassa kasvaneen sääntelyn ja vertaislainamarkkinan kiristyneen kilpailutilanteen johdosta.

Evlillä pankkiliiketoiminta oli koko konsernin mittakaavassa pientä ja se oli selvästi yhtiön

ydinliiketoiminnan (Varainhoito) ulkopuolella. Pienestä kokoluokasta johtuen pankkitoiminnan kannattavuus oli käsityksemme mukaan myös vaatimattomalla tasolla ja sen parantaminen olisi vaatinut Evliltä asiakaskunnan sekä palveluvalikoiman merkittävää kasvattamista.

Fuusiosta syntyneen Fellow Pankin liiketoiminta pohjautuu Fellow Financen ja Evlin laajoille asiakaskunnille ja yhtiöiden olemassaoleville liiketoiminnoille. Fellow Financellalla oli laaja asiakaskunta kuluttaja- sekä pk-yritysrahoituksessa ja Evlillä puolestaan laaja asiakaspohja talletusasiakkuuksissa. Uusi yhtiö pyrki liiketoiminnassaan yhdistämään digipankkien, kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneiden pankkien ja liikepankkien parhaat ominaisuudet.

Fellow Pankin mukaan huhtikuussa maaliin mennyt fuusio vahvistaa yhdistyneiden yhtiöiden kilpailukykyä myös alentuneiden rahoituskustannusten ansiosta. Rahoituskustannuksia laskee etenkin talletusrahoitukseen pohjautuva liiketoimintamalli sekä digitaalisen liiketoimintamallin mahdollistama skaalautuvuus ja kustannustehokkuus. Yhtiö näkee rahoituskustannusten laskun luovan sille myös edellytykset asiakkaiden kokonaisvaltaisemmalle palvelemiselle ja uusiin asiaksegmentteihin sekä tuotealueisiin laajentumiselle. Fellow Pankkia pääomitetiin huhtikuussa toteutetun järjestelyn yhteydessä 11,7 MEUR:n suunnatulla osakeannilla ja toiminnan käynnistyttyä yhtiöllä oli omaa pääoma yli 30 MEUR mahdollistaen antolainauskannan huomattavan kasvattamisen.



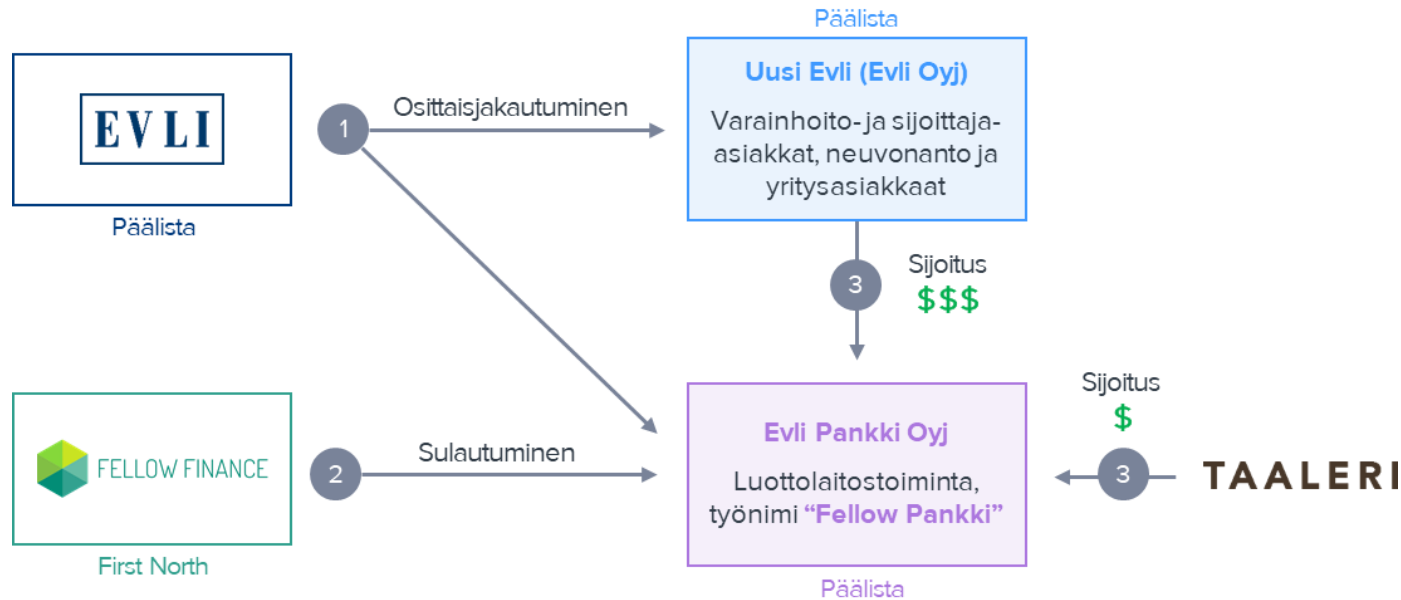
- Fellow Pankki on vuonna 2022 liiketoimintansa käynnistänyt digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki
- Tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita kuluttajille, pk-yrityksille ja korkotuottoa hakeville säästäjille
- Pankki syntyi Fellow Financen ja Evlin pankkiliiketoiminnan fuusiosta

Suurimmat osakkeenomistajat 4/2022	%
Evli Oyj	17,8 %
Taaleri Oyj	17,5 %
TN Ventures Oy	6,3 %
Oy Prandium Ab	5,5 %
Oy Scripo Ab	5,5 %
Oy T&T Nordcap Ab	4,5 %
Oy Fincorp Ab	3,1 %
Ingman Group Oy Ab	2,9 %
OP Suomi Mikroyhtiöt	2,1 %
OP Suomi Pienyhtiöt	1,9 %
10 suurinta yhteensä	66,9 %
Muut	33,1 %

Lähde: Fellow Pankki

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Evlin osittaisjakautuminen ja Fellow Financen sulautuminen Evli Pankkiin



Järjestely pääpiirteissään:

1. Evli toteutti huhtikuussa osittaisjakautumisen, jossa yhtiö jakautui kahdeksi uudeksi yhtiöksi: pörssilistalle jääneeksi Evli Pankki Oyj:ksi sekä Uudeksi Evliksi. Evli Pankille jäi järjestelyn myötä vain konsernin pankkiliiketoiminta.
2. Fellow Finance sulautui Evli Pankkiin ja yhdessä nämä muodostivat uuden Fellow Pankin. Evlin pankkitoiminnan arvoksi määriteltiin järjestelyssä 13,9 MEUR (0,5856 euroa per Evlin osake). Fellow Financen osakkeenomistajat saivat sulautumisvastikkeena kuusi järjestelyssä muodostuvan Fellow Pankin uutta osaketta. Evli Pankin A-osakkeet muutettiin B-osakkeiksi vaihtosuhteella 1:1, minkä jälkeen yhtiössä on vain yksi osakesarja.
3. Järjestelyn yhteydessä Taaleri, TN Ventures Oy ja Evli pääomittivat Fellow Pankkia 11,7 MEUR:n suunnatulla osakeannilla. Toiminnan käynnistyttyä huhtikuussa 2022 Fellow Pankin oma pääoma oli yli 30 MEUR, mikä mahdollistaa antolainauskannan huomattavan kasvattamisen.
4. Sulautuminen täytäntönpantiin 2.4.2022.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoimintamalli

Asiakassegmentit ja palvelutarjoama

Fellow Pankin asiakaskunta koostuu henkilö- ja yritysasiakkaista. **Henkilöasiakkaille** yhtiö pyrkii tarjoamaan helppoja ja ymmärrettäviä peruspankkipalveluita sekä joustavia rahoituspalveluita. Tuotetasolla tämä tarkoittaa mm. käyttelytilejä, luottokortteja, kulutusluottoja ja verkkokaupan osamaksupalveluita. Henkilöasiakkaiden palvelu keskittyy digikanavaan, jonka kautta yhtiö tarjoaa asiakkaille työkalut oman talouden hallintaan, raha-asioiden hoitamiseen ja maksamiseen.

Yritysasiakkaille yhtiö tarjoaa kokonaisvaltaisia palveluita yrityksen pankkiasioiden ja rahoituksen hoitamiseen. Palvelut käsittävät käyttötilit, maksuliikenteen, myynti- ja ostolaskurahoituksen, yrityslainat, luottokortit, laskutus- ja maksumuistutuspalvelut sekä automaattisen integroinnin tilitoimistopalveluihin. Yritysasiakkaissa Fellow Pankki näkee kohderyhmänensä etenkin vakiintuneet ja terveen liiketoiminnan pk-yritykset, jotka haluavat pankki-, rahoitus- ja taloushallinnon palvelut kokonaisvaltaisesti ja helposti integroituna yhdestä paikasta.

Talletusasiakkaiden kohdalla kohderyhmänä ovat erityisesti turvallista ja tasaista tuottoa hakevat säästäjät, jotka arvostavat kilpailukykyistä korkotasoa, sijoituskohteen turvallisuutta ja ymmärrettyvyyttä sekä helppoa asiakkuuden avaamista.

Antolainaus

Fellow Pankin päätulonlähde muodostuu antolainauksen korkokatteesta sekä

antolainaukseen liitännäisistä palkkioista. Yhtiön 4/2022 avaavan taseen antolainauskanta oli arviomme mukaan noin 20 MEUR ja se koostuu pääosin edeltäjä Fellow Financen tytäryhtiö Lainaamo Oy:n lainakannasta.

Kuluttajarahoituksessa Fellow Pankki on arvioinut kulutusluottojen palkkiotuotot sisältävien efektiivisten vuotuisten korkojen olevan 8-15 %-yksikköä sovellettavaa viitekorkoa korkeammat. Verkkokaupan maksamisessa ja korttiluotoissa palkkiotuotot sisältävien efektiivisten vuotuisten korkojen arvioidaan vastaavasti olevan 16-21 %-yksikköä sovellettavaa viitekorkoa korkeammat.

Yritysrahoituksessa Fellow Pankki odottaa efektiivisen korkotason olevan laskurahoituksessa palkkiotuotot huomioiden noin 7-17 %-yksikköä sovellettavaa viitekorkoa korkeampi ja yritysluotoissa korkotason arvioidaan olevan 8-17 %-yksikköä yli sovellettavan viitekoron (sis. palkkiotuotot).

Kokonaisuudessaan yhtiö arvioi lainakannan keskimääräisen efektiivisen vuotuisen koron olevan palkkiotuotot huomioiden noin 13-15 %-yksikköä sovellettavaa viitekorkoa korkeampi.

Vertaislainakantaa konvertoidaan omaan taseeseen

Fellow Pankin ulkona oleva, joukkorahoitus- ja vertaislaina-asiakkaille välitetty luottokanta oli huhtikuussa käsityksemme mukaan noin 140 MEUR ja yhtiön on tarkoitus konvertoida tätä liiketoiminnan käynnistyttyä omaan taseeseensa. Käytännön tasolla konvertointi tapahtuu joko suoraan velallista lähestymällä (vastaavan luoton tarjoaminen matalammalla korolla) tai ostamalla lainasaatavia vertaislainsijoittajilta.

Fellow Pankin palveluvalikoima

Arjen pankkipalvelut	
Käyttötilit ja maksuliikenne	Säästötili
Luottokortti	Kulutusluotot
Verkkokaupan maksaminen	Ajoneuvolainat
Työkalut oman talouden hallintaan	
Kokonaisvaltaiset palvelut pk-yrityksille	
Käyttötilit ja maksuliikenne	Tililuotto
Laskurahoitus	Verkkokaupan maksaminen
Luottokortti	Yrityslainat
Integraatiot taloushallinnon palveluihin	
Kilpailukykyistä korkoa turvatusi ja helposti	
Säästötili	Määräaikaistalletukset

Lähde: Fellow Pankki Strategiaesitys 20.12.2021

Luottojen keskimääräiset vuotuiset nimelliskorot*	Keskimääräinen efektiivinen vuosikorko ml. palkkiotuotot*
---	---

Suomen kuluttajarahoituis		
Kulutusluotot	6-12%	8-15%
Luottokortit	14-20%	16-21%
Verkkokaupan maksaminen	14-20%	16-21%
Suomen yritysrahoitus		
Laskurahoitus	6-16%	7-17%
Yritysluotot	6-15%	8-17%

Lähde: Sulautumis- ja listalleottoesite

*Ilman sovellettavaa viitekorkoa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Fellow Finance kertoi [maaliskuussa](#) myös lopettavansa uusien vertaislainojen välittämisen alustallaan. Lopettamis päätös on looginen, sillä kaksoisrooli (omasta taseesta tehtävä luotonanto ja vertaislainojen välittäminen sijoittajille) olisi ollut varsin erikoinen ja jopa kyseenalainen.

Antolainaus rahoitetaan valtaosin talletuksilla

Fellow Pankki rahoittaa antolainauksen valtaosin lyhytaikaisilla asiakastalletuksilla sekä muulla pitkäaikaisella rahoituksella, kuten määräaikaistalletuksilla tai jvk-lainoilla. Varainhankinta voi käsittää tulevaisuudessa myös omiin varoihin luettavia AT1- ja T2-instrumentteja. Pankin 4/2022 avaavan taseen talletuskanta oli yli 230 MEUR ja muita rahoitusvelkoja yhtiöllä oli arviomme mukaan noin 8 MEUR. Muut rahoitusvelat pitävät sisällään toukokuussa erääntyvän Fellow Financen [jvk-lainan](#).

Arviomme mukaan yhtiön talletuksille maksama vuotuinen keskiporkko on noin 0,7 % ja muiden rahoitusvelkojen korot huomioiden arviomme ottolainauskoron asettuvan tulevina vuosina noin 1,1 %:iin.

Tavoitteena 8-11 % korkokate luottotappioiden jälkeen

Fellow Pankki arvioi sen luottotappioiden olevan vuosittain keskimäärin 2,0-3,5 % antolainauskannasta. Arvio perustuu historiatietoon Fellow Financen luottotappioista sekä siihen, että luotonannoksen odotetaan keskittyvän matalamman luottoriskiluokan asiakkaisiin. Käytännössä tämä tarkoittaa käsityksemme mukaan fokuusoitumista sellaisiin lainoihin, jotka vastaavat riskiprofiililtaan vanhan FF:n markkinapaikan 3-5 tähden luottoluokituksia.

Edellä esitettyihin anto- ja ottolainauskorkoihin sekä luottotappiotasoihin perustuen yhtiö odottaa saavuttavansa antolainauskannalle vuositasolla 8-11 % korkokatteen luottotappioiden jälkeen.

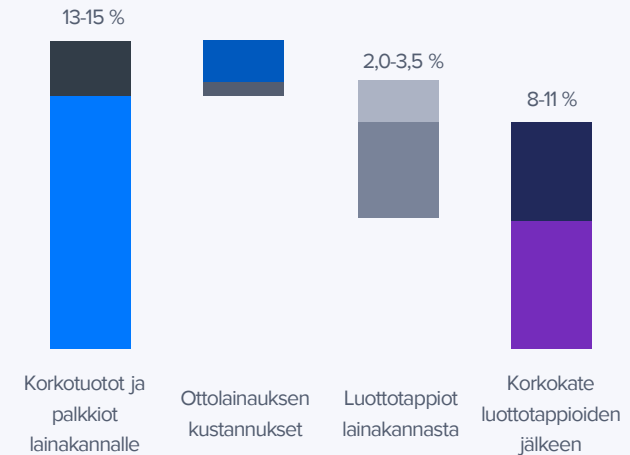
Henkilöstö- ja hallintokulut sekä asiakashankinta suurimmat kuluerät

Fellow Pankin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja sen tulisi pitkällä aikavälillä skaalautua kohtuullisesti kasvun mukana. Yhtiön liiketoiminnan kulut koostuvat henkilöstö- ja hallintokuluista, asiakashankinta- ja markkinointikuluista sekä poistoista.

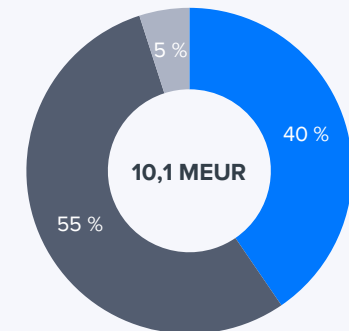
Arviomme mukaan vuotuinen lähtötaso Fellow Pankin henkilöstökuluille on noin 4 MEUR. Arvio perustuu pankin henkilöstömäärään (noin 80 hlö) sekä keskimääräiseen henkilöstökuluun (~50 TEUR/vuosi). Odotamme pankin henkilöstömäärän kasvavan tulevina vuosina noin muutaman työntekijän vuosivauhtia. Pankin hallintokulujen arviomme olevan kuluvana vuonna noin 2,5 MEUR ja odotamme kulujen pitävän sisällään noin 0,5 MEUR:n kertaerät fuusioon liittyen. Poistotason arviomme olevan kuluvana vuonna noin 0,5 MEUR ja poistot koostuvat valtaosin Fellow Financen aktivoitujen IT-kulujen poistoista.

Kulupohjaa arvioidessa suurin epävarmuus liittyy asiakashankintakustannuksiin eli lainavälittäjille maksettaviin palkkioihin. Yhtiön kommenttien perusteella etupainotteiset asiakashankintakustannukset tulevat rasittamaan kannattavuutta ensimmäisenä toimintavuonna, mutta pidemmällä aikavälillä arviomme niiden asettuvan vuositasolla noin 2,6 %:iin antolainauskannasta.

Havainnollistus Fellow Pankin nettokorkokatteen (%) muodostumisesta



Kulurakenne 2022e

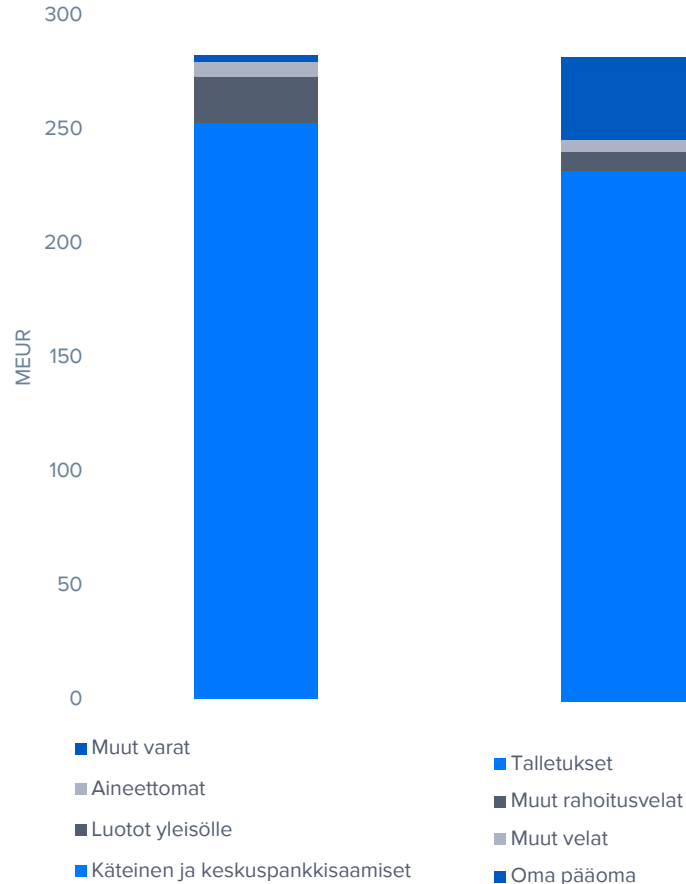


■ Henkilöstökulut ■ Muut kulut ■ Poistot ja arvonalentumiset

Huom. Muut kulut sisältävät liiketoiminnan muut kulut ja asiakashankintakustannukset.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

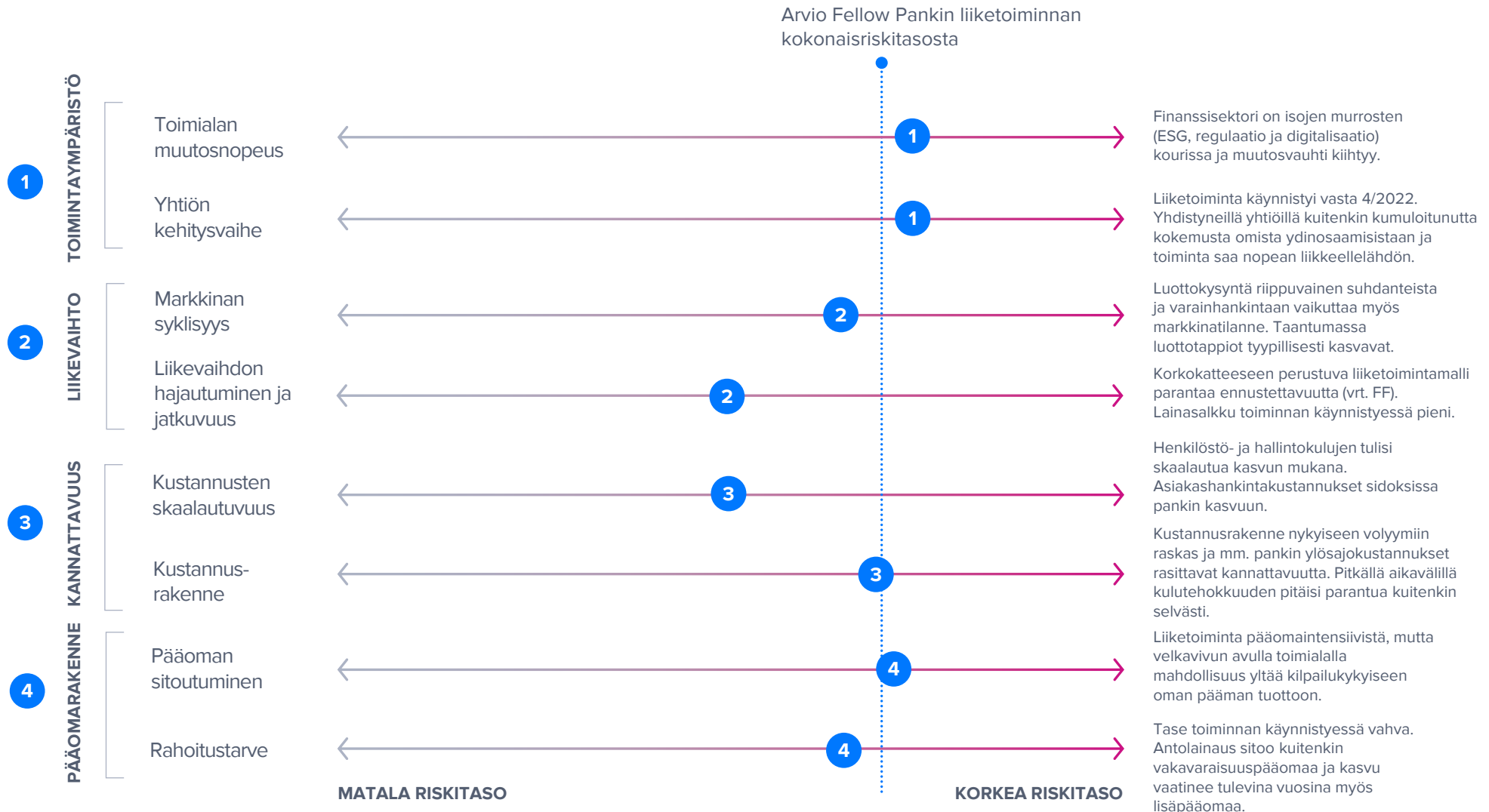
Hahmotelma Fellow Pankin avaavasta taseesta (4/22, +280 MEUR)



Inderesin kommentit avaavasta taseesta

- Fellow Pankki on kertonut sen taseen loppusumman olleen huhtikuussa toiminnan käynnistyessä yli 280 MEUR
- Fellow Pankin taseen vastattavaa-puoli koostuu valtaosin talletuskannasta (+230 MEUR) sekä omasta pääomasta (+30 MEUR).
- Tämän lisäksi vastattavaa-puoli pitää sisällään toukokuussa 2022 erääntyvän Fellow Financen jvk-lainan (~8 MEUR)
- Taseen vastaavaa-puolella pankin antolainauskanta on toiminnan käynnistyessä pieni (~20 MEUR) ja se koostuu valtaosin Lainaamo Oy:n lainakannasta.
- Fellow Pankin asiakkaiden tekemät talletukset olivat toiminnan käynnistyttyä taseessa käytännössä valtaosin käteisenä ja keskuspankkisaamisina.
- Tase menee töihin vertaislainakannan konvertoinnin ja uusluotonannon myötä. Yhtiö arvioi luottokannan kasvavan ensimmäisen toimintavuoden aikana vähintään 150 MEUR:oon.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia

Fellow Pankki esitteli yhtiön strategian joulukuussa 2021 julkaistussa sulautumis- ja listalleottoesitteessä. Strategiassaan yhtiö pyrkii ennen kaikkea yhdistämään digipankkien, kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneiden pankkien ja yleispankkien parhaista ominaisuuksista. Keskeiset teemat strategiassa koskevat näkemyssegmentteihin mukaan 1) alipalveluihin asiakassegmentteihin, 2) Fellow Financen ja Evli Pankin vahvuuksien hyödyntämistä, 3) korkeaa operatiivista tehokkuutta sekä 4) kilpailukykyisiä ja innovatiivisia tuoteratkaisuja.

Digitaalisia ja helppoja palveluita alipalveluille asiakassegmenteille

Fellow Pankin strategiana on keskittyä liiketoiminnassa perinteisten pankkien toimesta alipalveluihin asiakassegmentteihin. Tällaisiksi yhtiö näkee muun muassa pk-yritykset, helppokäyttöistä ja joustavaa rahoitusta arvostavat yksityishenkilöt sekä säästäjät, jotka eivät tällä hetkellä saa talletusvaroihinsa korkotuottoa nykyisissä pankeissaan. Näille asiakaskohderyhmille Fellow Pankki pyrkii tuottamaan asiakaskokemukseltaan parhaat digitaaliset pankkipalvelut, joihin yhdistyy helppo tavoitettavissa oleva, asiantunteva ja mutkaton henkilökohtainen palvelu. Fellow Pankki ei tavoittele asemaa asiakkaan pääpankkina vaan pyrkii palvelemaan asiakkaita joustavasti ja täydentämään heidän pankkipalveluita sellaisissa tuoteryhmissä, mitkä ovat jääneet asiakkaan

pääpankissa katvealueeseen.

Molempien yhtiöiden vahvuuksien hyödyntäminen

Fellow Pankki pyrkii hyödyntämään liiketoiminnassaan Fellow Financen ja Evli Pankin vahvuuksia. Fellow Financen kohdalla tämä tarkoittaa etenkin yhtiön kokemusta luotonannosta ja luottokelpoisuuden arvioinnista (+200 000 myönnettyyn luottoon ja koneoppimiseen perustuva luottoriskimalli) sekä digitaalisista palveluista. Evli Pankin osaamista yhtiö pyrkii hyödyntämään puolestaan talletusvarainhankinnassa, riskienhallinnassa sekä taseen hallinnassa. Talletusvarainhankinnassa Fellow Pankki pyrkii hyödyntämään erityisesti Evlin olemassaolevaa asiakaskuntaa ja yhtiö on kertonut toteuttavansa talletusvaroilta Uuden Evlin kanssa myös integroidun palvelumallin.

Korkea operatiivinen tehokkuus

Fellow Pankki strategisena tavoitteena on saavuttaa liiketoiminnassaan korkea operatiivinen tehokkuus, joka perustuu yhtiön digitaaliseen palvelumalliin, kohdennettuun palveluvalikoimaan, teknologiseen kyvykkyyteen ja moderneihin tietojärjestelmiin. Teknologisista kyvykkyyksistä yhtiö on nostanut esiin esimerkiksi Fellow Financen osaamisen koneoppivien luottoriskimallien kehittämisestä, mikä mahdollistaa tehokkaan uusluotonmyöntöprosessin ja kilpailukykyisen riskiperusteisen hinnoittelun asiakkaille. Yhtiö ei myöskään odota pankkitoiminnan käynnistämisen vaativan merkittäviä investointeja.

Strategian painopistealueet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Uusiasiakashankinnan keihäänkärkenä innovatiiviset ja kilpailukykyiset tuotteet

Fellow Pankin strategiassa uusiasiakashankinnan nähdään perustuvan etenkin sellaisten innovatiivisten ja kilpailukykyisten tuotteiden tarjoamiseen sellaisissa muodoissa ja kanavissa, joissa asiakkaat kulloinkin rahoitusta tarvitsevat. Esimerkeiksi tällaisista kanavista ja tuotteista yhtiö on nostanut muun muassa verkkokaupan maksuratkaisut, innovatiiviset luottokortit ja integroidut rahoitusratkaisut taloushallinnon toimijoiden palveluissa.

Yhtiö näkee edellä mainittujen tuotteiden ja kanavien tarjoavan sille tehokkaan uusiasiakashankintamallin ja tuovan tasaista ja merkittävää asiakasvirtaa. Tästä asiakasvirrasta yhtiö pyrkii edelleen jalostamaan kokonaisvaltaisempia asiakkuuksia muun muassa asiakas- ja käyttäjäkokemuksen sekä tehokkaan ristiinmyynnin avulla.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet koskevat kasvua, kannattavuutta ja vakavaraisuutta

Fellow Pankin vuosille 2022-2026 [asettamat](#) pitkän aikavälin tavoitteet koskevat kasvua, kannattavuutta sekä vakavaraisuutta ja ovat seuraavat:

- Kasvu: yli 25 % luottokannan vuotuinen kasvu
- Kannattavuus: yli 15 % oman pääoman tuotto tavoitejakson loppuun mennessä
- Vakavaraisuus: vähintään 18 % T1-

vakavaraisuussuhde

Kasvutavoite on mielestämme realistinen

Pidämme Fellow Pankin luottokannan kasvutavoitetta yhtiön kehitysvaihe huomioiden realistisena ja kasvutavoite on myös hyvin linjassa relevanttien verrokkien viime vuosien kehityksien kanssa. Kasvua Fellow Pankki pyrkii hakemaan etenkin tarjoamalla kokonaisvaltaisempia pankkipalveluita yhä suuremmalle asiakasjoukolle samalla, kun alenevat rahoituskustannukset parantavat yhtiön kilpailukykyä. Toiminnan käynnistyttyä liiketoiminnan ylösajoa vauhdittaa oleellisesti myös yhdistyneiden yhtiöiden olemassa oleva asiakaskunta eli vanhan Fellow Financen ulkona oleva vertaislainakanta sekä Evlin pankkitoiminnan talletusvarat.

ROE-tavoite varsin kunnianhimoinen

Näemme Fellow Pankin yli 15 % oman pääoman tuottoa koskevan kannattavuustavoitteen sen sijaan varsin kunnianhimoisena etenkin, kun huomioidaan pankin T1-vakavaraisuutta koskeva 18 % vähimmäistavoite. Yhtiön relevantit verrokkit ovat viime vuosina yltäneet keskimäärin noin 15 % oman pääoman tuottoon, mutta toimialalla oman pääoman tuoton trendi on ollut laskeva.

Nykyisillä ennusteillamme Fellow Pankki yltää asettamaansa oman pääoman tuottotavoitteeseensa vuonna 2025 (ROE ~18 %), mutta huomionarvoista on, että lainakannan voimakkaan kasvun myötä vakavaraisuus painuu ennustemallissamme selvästi 18 % tavoitetason alapuolelle noin 13 %:iin. Pidämmekin yli 15 %

oman pääoman tuottotasoa yhdessä nykyisen vakavaraisuustavoitteen kanssa haastavana yhtälönä ainakin keskipitkällä aikavälillä. Näemme kuitenkin mahdollisena, että yhtiö voisi operoida noin 2-3 %-yksikköä vähimmäistavoitetta matalammalla vakavaraisuussuhteella ja tällöin ROE-tavoitteeseen yltäminen voisi lähtökohtaisesti olla realistista.

Emme odota osinkoa lähivuosina

Koska Fellow Pankin vakavaraisuus painuu voimakkaan kasvun myötä ennusteissamme selvästi taloudellisten tavoitteiden alapuolelle, pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee lisäpääomituksella vahvistamaan tasetta seuraavan 1-2 vuoden aikana. Kasvun vaatimasta pääomatarpeesta johtuen emme odota Fellow Pankin jakavan lähivuosina osinkoa. Pidemmällä aikavälillä odotamme tulorahoituksen kattavan pääomavaateen kasvun ja pidämme osingonjakoon siirtymistä tällöin myös todennäköisenä.

Toiminta- ja kilpailuympäristö 1/8

Suomalaiset velkaantuvat

Suomalaisten kotitalouksien velkaantumistasite suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin on ollut tasaisessa kasvussa jo pidemmän aikaa ja velkaantumistasite on yli kaksinkertaistunut 2000-luvun alusta. Syyskuussa 2021 suomalaisten kotitalouksien velka oli noin 1,36-kertainen suhteessa käytettäviin tuloihin. Velkaantumistasite tarkastellessa on hyvä huomata, että suomalaisten kotitalouksien lainakannasta noin 3/4 koostuu asuntolainoista.

Maksuhäiriöisten henkilöiden määrä kasvoi Suomessa voimakkaasti finanssikriisin jälkeisinä vuosina aina vuoteen 2014 saakka. Viime vuosina maksuhäiriöisten henkilöiden määrän kasvu on kuitenkin selvästi hidastunut ja vuonna 2021 maksuhäiriöisten määrä väheni ensimmäistä kertaa 13 vuoteen. Arviomme mukaan kehitys selittyi viime vuosien kohtuullisen hyvällä työllisyystilanteella ja osaltaan myös kuluttajien rahankäyttötaitojen kehittymisellä. Kehitykseen on arviomme mukaan vaikuttanut myös vuonna 2013 voimaan astunut pienlainojen korkokatto ja syksyllä 2019 voimaan tullut laki kulutusluottojen 20 % korkokatosta. Vuoden 2021 lopussa maksuhäiriöisiä henkilöitä oli Suomessa Asiakastiedon mukaan 389 300 henkilöä.

Kulutusluottojen määrä kasvussa

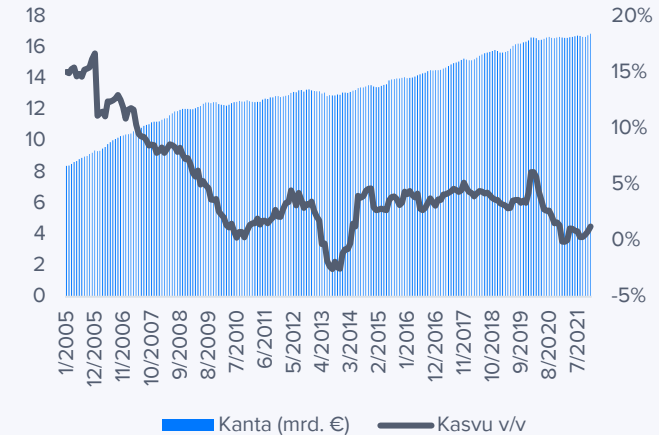
Vaikka suomalaisten kotitalouksien velasta valtaosa on edelleen asuntolainoja, ovat kulutusluotot kasvaneet viime vuosina asuntolainojen määrää nopeammin. Finanssiala

ry:n vuonna 2021 julkistaman kyselytutkimuksen mukaan 26 % suomalaisista on jokin kulutusluotto. Tavallisin kulutusluottomuoto on tutkimuksen mukaan pankista otettu kulutusluotto, jota on 21 %:lla suomalaisista. Muuta kuin pankki myöntämää osamaksuluottoa on kyselytutkimuksen mukaan 7 % suomalaisista.

Yhteensä kotitalouksien kulutusluottokanta oli kesäkuussa 2021 Suomen Pankin arvion mukaan noin 23,6 miljardia euroa. Tästä Suomessa toimivien luottolaitosten myöntämiä luottoja oli noin 2/3, mutta yhä useammin luotonmyöntäjänä toimii muu kuin Suomeen rekisteröity luottolaitos. Joulukuussa 2021 suomalaisten rahalaitosten kotitalouksille myöntämien kulutusluottojen kanta oli kokonaisuudessaan 16,7 miljardia euroa.

Vakuudettomien kulutusluottojen osuus koko kulutusluottokannasta on noin 6,8 miljardia euroa ja kanta on käytännössä kaksinkertaistunut vuoden 2010 tasolta. Vakuudettomien kulutusluottojen kesikorko oli Suomen Pankin mukaan lokakuussa 2021 noin 6,7 %:n tasolla. Muiden uusien vakuudettomien kulutusluottojen kuin autolainojen kesikorko oli vastaavasti 8,3 %. Vuoden 2020 kesällä voimaan asetettu väliaikainen kulutusluottojen 10 % korkokatto päättyi lokakuussa 2021.

Kulutusluotot suomalaisilta rahoituslaitoksilta



Kotitalouksien velkaantumistasite ja korkorasitus



Toiminta- ja kilpailuympäristö 2/8

Yrityslainat

Suomalaisten rahalaitosten myöntämien lainojen yhteenlaskettu määrä on viime vuosina kasvanut (2011-2021: CAGR-% 5 %) ja kasvu on painottunut erityisesti vakuudellisiin yrityslainoihin. Vuoden 2021 lopussa suomalaisten rahalaitosten euroalueen yrityksille myöntämien lainojen kanta oli 99,8 miljardia euroa, josta arviomme mukaan noin puolet oli vakuudellista lainaa (vakuutena asunto- tai kiinteistövakuus tai muu vakuus).

Suomen Pankin mukaan yritysluotoissa kasvu on kohdistunut viime vuosina erityisesti pieniin ja keskisuurisiin (alle 1 MEUR) lainoihin. Fellow Pankin edeltäjä Fellow Finance on aiemmin välittänyt lainamuotoista joukkorahoitusta suomalaisille yrityksille aina miljoonaan euroon asti ja Fellow Pankki pyrkii jatkossa kasvattamaan yritysluototusta etenkin pk-yritysassiakaskentässä.

Suomessa sekä muualla Euroopassa pankit ovat historiallisesti vastaneet pääosin etenkä pienten ja keskisuurten yritysten vieraan pääoman ehtoisesta rahoituksesta. Pankkisektorin rakennemuutoksista johtuva pankkien toiminnan supistuminen on kuitenkin luonut tilaa muille uusille rahoitussektorin toimijoille. Suomen Pankin mukaan perinteisen pankkisektorin ulkopuolisilla uusilla toimijoilla on tärkeä merkitys rahoitusmarkkinoilla, sillä ne laajentavat rahoituksen lähteitä, tukevat markkinalikviditeettiä ja hajauttavat riskejä.

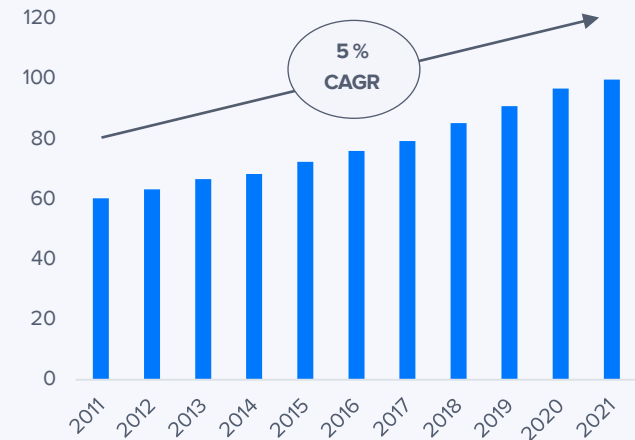
Pankkisektorin ulkopuoliset toimijat saattavat myös olla merkittäviä toimijoita tietyillä pienillä ja erikoistuneilla markkinoilla, joissa perinteisellä

pankkisektorilla ei ole halua tai kykyä toimia, minkä lisäksi ne ovat toimineet myös merkittävänä lähteenä erilaisille rahoitusnovaatioille.

Factoring-markkina kasvaa

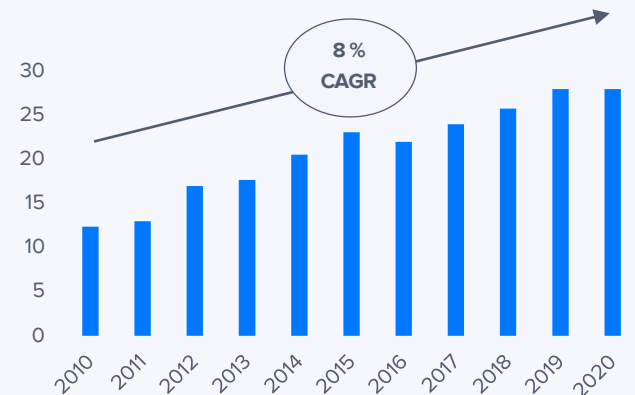
Factoring-palvelujen eli laskurahoituksen suosio Suomessa on ollut selvässä kasvussa 2010-luvulla. Suosion kasvua on ajannut mm. Factoring-palveluiden liikevaihto, eli rahoitusyhtiöiden rahoittamien ja ostamien myyntisaatavien määrä, oli Suomessa arviolta noin 28 miljardia euroa vuonna 2020. Factoring-palveluiden liikevaihto Suomessa on kasvanut FCI:n tilastojen mukaan keskimäärin noin 8 % vuodessa vuosien 2010-2020 välillä (CAGR-%). Factoring-palveluiden markkinan koko Suomessa on jonkin verran suurempi kuin esimerkiksi Ruotsissa (20,6 miljardia euroa). Tarkasteltaessa koko Eurooppaa, on Suomen osuus factoring-markkinasta vain noin 1,5 %. Fellow Pankki tarjoaa tällä hetkellä laskurahoitusta Suomessa sekä Puolassa.

Suomalaisten rahalaitosten yritysluottokanta (mrd. €)*



Lähde: Suomen Pankki *euroalueelle myönnettyt lainat

Factoring-rahoituksen (liikevaihto) kehitys Suomessa (mrd. €)



Lähde: FCI

Toiminta- ja kilpailuympäristö 3/8

Kilpailuympäristö

Fellow Pankki näkee sen kilpailukentän koostuvan kansainvälisistä digipankeista, kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneista pankeista ja rahoitusyhtiöistä sekä perinteisistä yleispankeista.

Digipankeista Fellow Pankin kilpailijoiksi lukeutuvat muun muassa kansainväliset N26, Revolut ja Lunar. Digipankit eli ns. neopankit ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti ja ovat onnistuneet keräämään lyhyessä ajassa merkittäviä asiakasmääriä. Toimijat ovat valtaosin listaamattomia ja ne ovat keränneet teknologiasijoittajilta viime vuosina merkittävän määrän VC-rahoitusta hyvin korkeilla valuaatioilla. Digipankkien kilpailuvahvuusiksi lukeutuvat muun muassa erinomaisen käyttäjäkokemuksen mobiilisovellukset ja asiakkuuden helppo avaaminen. Fellow Pankki pyrkii kilpailemaan digipankkien kanssa tarjoamalla helppokäyttöisiä digitaalisia palveluita yhdistettynä henkilökohtaiseen ja tehokkaaseen asiakaspalveluun. Suomessa yhtiö pyrkii erottautumaan kansainvälisistä digipankeista myös kotimaisuudellaan.

Kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneista pankeista ja rahoituslaitoksista Fellow Pankin kilpailijoita ovat muun muassa Bank Norwegian, ResursBank, Collector, Nordax, Svea ja TF Bank. Kyseiset toimijat ovat erikoistuneet lähtökohtaisesti kannattaviin tuotealueisiin (mm. vakuudettomat kulutusluotot, luottokortit, yrityslainat ja laskurahoitus) ja ovat kasvaneet

viime vuodet kannattavasti sekä selvästi yleistä markkinaa nopeammin. Yhtiöiden asiakashankinta perustuu digitaalisiin kanaviin. Valtaosa yhtiöistä toimii useassa Pohjoismaassa ja osa myös Baltiassa sekä valikoiduilla Keski-Euroopan markkinoilla.

Yleispankit tarjoavat nimensä mukaisesti pankkipalveluita laajalla skaalalla sekä henkilö- että yritysasiakkaille. Yleispankkien vahvuuksiin lukeutuu muun muassa luotettavuus, henkilökohtainen palvelu ja kokonaisvaltaiset palvelumallit. Yleispankeista keskeisiä kilpailijoita Fellow Pankille ovat Suomessa esimerkiksi markkinajohtajat OP-ryhmä ja Nordea sekä Danske Bank, Säästöpankkiryhmä ja Aktia.

Yleispankit kilpailevat Fellow Pankin kanssa vakuudettomissa kuluttajaluotoissa, yritysrahoituksessa sekä talletuksissa. Vakuudettomissa kuluttajaluotoissa Fellow Pankki pyrkii erottautumaan yleispankeista (sekä kuluttajarahoitukseen erikoistuneista yhtiöistä) muun muassa kilpailukykyisellä hinnoittelulla ja rahoituksen joustavuudella. Yritysrahoituksessa Fellow Pankki näkee olevansa kilpailukykyinen yleispankkeihin nähden kokonaisvaltaisen ja joustavan palvelumallinsa ansiosta. Talletusasiakkuuksista yhtiö pyrkii kilpailemaan tarjoamalla kilpailukykyistä talletuskorkoa sekä digitaalista ja helppoa prosessia asiakkuuden avaamiseksi ja talletusten tekemiselle.



Fellow Pankin kilpailukenttä

LUNAR°
N26
Revolut

Digipankit









Kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneet pankit



Yleispankit

Toiminta- ja kilpailuympäristö 4/8

	 Fellow Pankin verrokkeja	 banknorwegian	 Resurs Bank	 collector bank	 Nordax Bank	 SVEA
Perustettu		2007	1977	1999	2003	1981
Toimintamaat		Pohjoismaat	Pohjoismaat	Norja, Ruotsi, Suomi	Norja, Ruotsi, Suomi, Saksa	Pohjoismaat, Viro, Hollanti, Unkari, Sveitsi, Itävalta, Saksa
Kuluttajarahhoitus		✓	✓	✓	✓	✓
Yritysrahoitus		✗	✓	✓	✗	✓
Tarjoama		Luottokortit, kulutusluotot, talletukset, vakuutukset	Luottokortit, kulutusluotot, yritysluotot, factoring, maksuratkaisut	Luottokortit, kulutusluotot, lasku- ja osamaksupalvelut, yritysluotot, kiinteistölainat, factoring	Kulutusluotot, talletukset ja käänteiset asuntolainat	Kulutusluotot, talletukset, asuntolaina, maksuratkaisut, yritysluotot, factoring, perintä
Liiketoiminnan tuotot (MEUR)		465	302	261	259	310
Luotot yleisölle (MEUR)		3369	3253	3533	6896	1766

Huom. Nordax Bank osti Bank Norwegianin vuonna 2021. Svean osalta luvut tilikaudelta 2020, muilla 2021.

Toiminta- ja kilpailuympäristö 5/8

Fellow Pankin verrokkeja



BRABANK

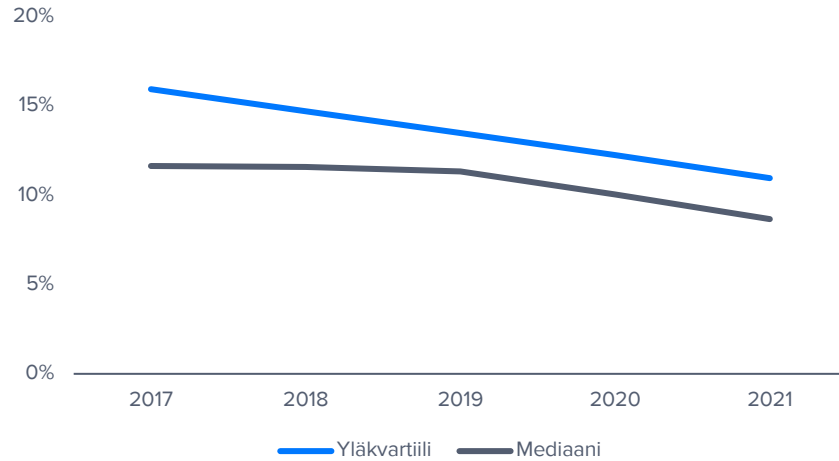


	KOMPLETT bank	TFBank	Bigbank	BRABANK	Instabank
Perustettu	2014	1987	1992	2003	2016
Toimintamaat	Norja, Ruotsi, Suomi	Pohjoismaat, Viro, Latvia, Liettua, Puola, Saksa, Itävalta	Suomi, Ruotsi, Viro, Latvia, Liettua, Saksa, Itävala, Hollanti	Suomi, Ruotsi, Norja	Suomi, Norja
Kuluttajarahhoitus	✓	✓	✓	✓	✓
Yritysrahoitus	✗	✗	✗	✓	✗
Tarjoama	Luottokortit, kulutusluotot, vakuutukset	Luottokortit, kulutusluotot, verkkokaupan maksuratkaisut, talletukset	Kulutusluotot, ajoneuvorahoitus, talletukset	Kulutusluotot, pk-yritysluotot, factoring, talletukset	Kulutusluotot, talletukset
Liiketoiminnan tuotot (MEUR)	86	104	69	48	32
Luotot yleisölle (MEUR)	741	1061	578	504	384

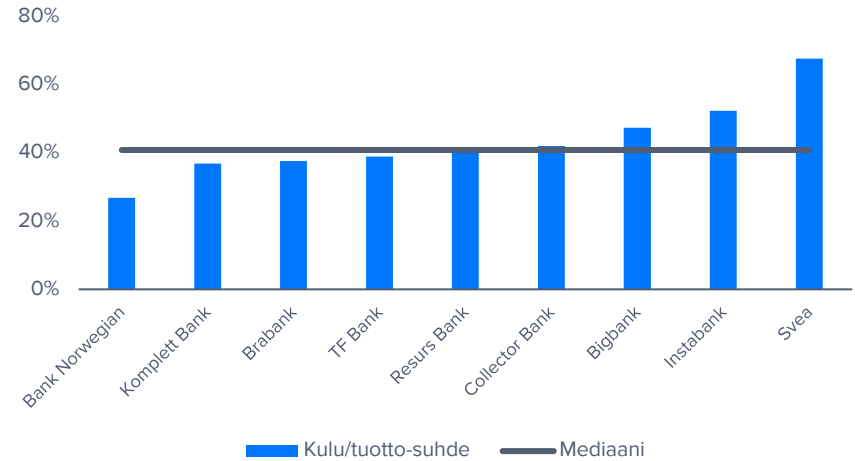
Huom. Brabank fuusioitui EasyBankin kanssa vuonna 2020. Bigbankin osalta luvut tilikaudelta 2020, muilla 2021.

Toiminta- ja kilpailuympäristö 6/8

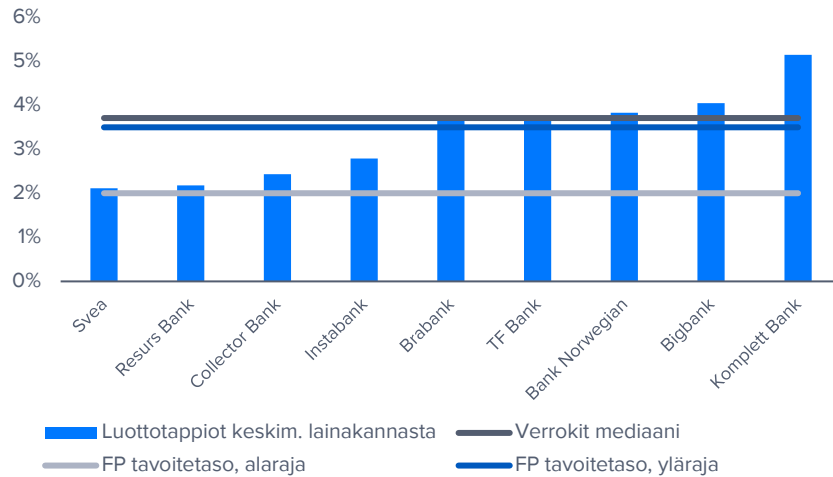
Verrokkien nettokorkokate-%



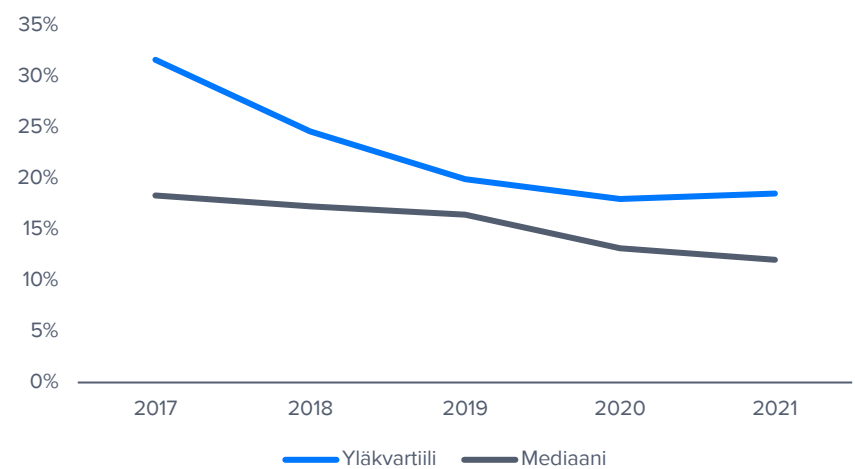
Verrokkien kulu/tuotto-suhde (5 vuoden keskiarvo)



Verrokkien luottotappiotaso-% (5 vuoden keskiarvo)

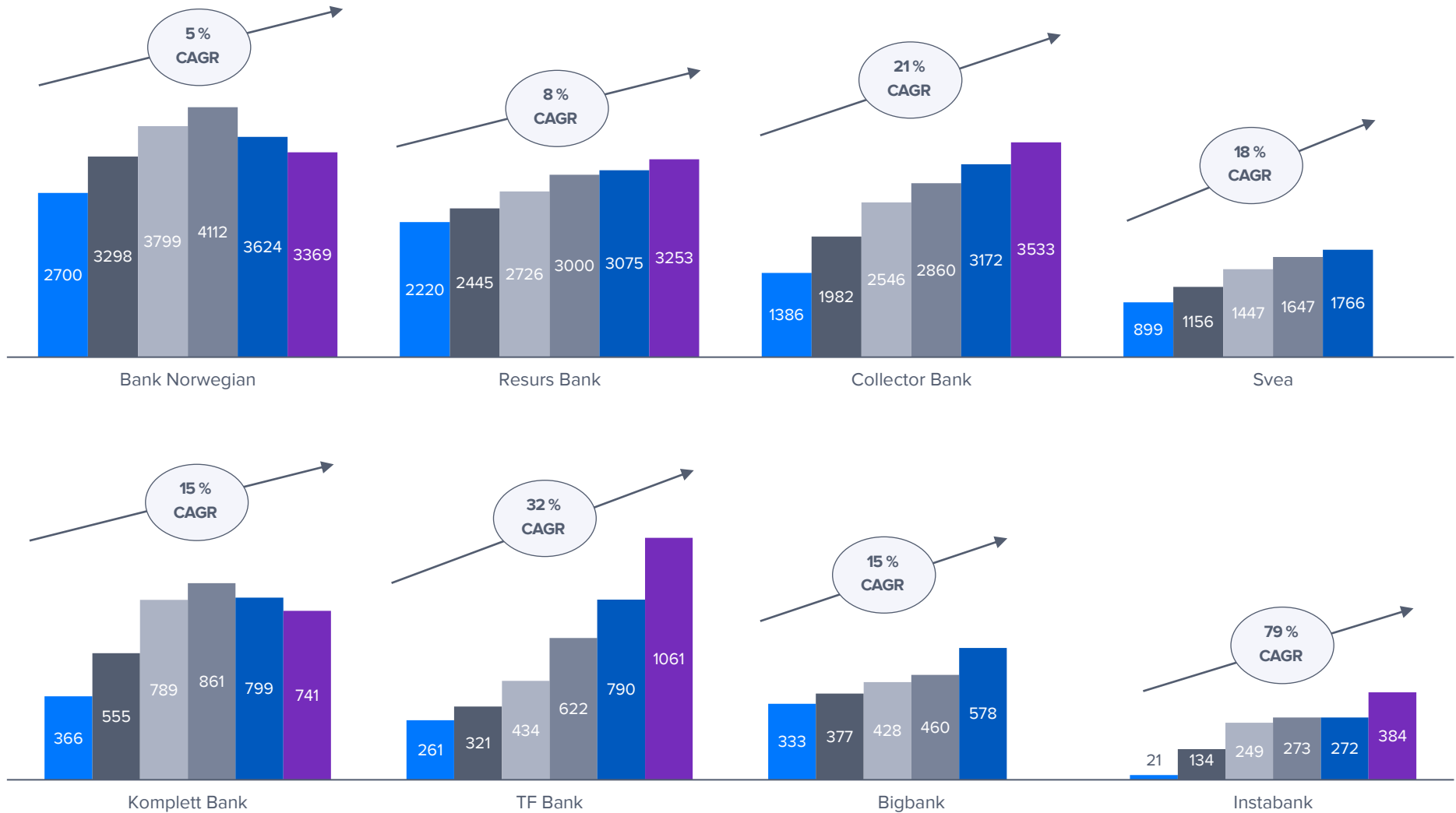


Verrokkien ROE%



Toiminta- ja kilpailuympäristö 7/8

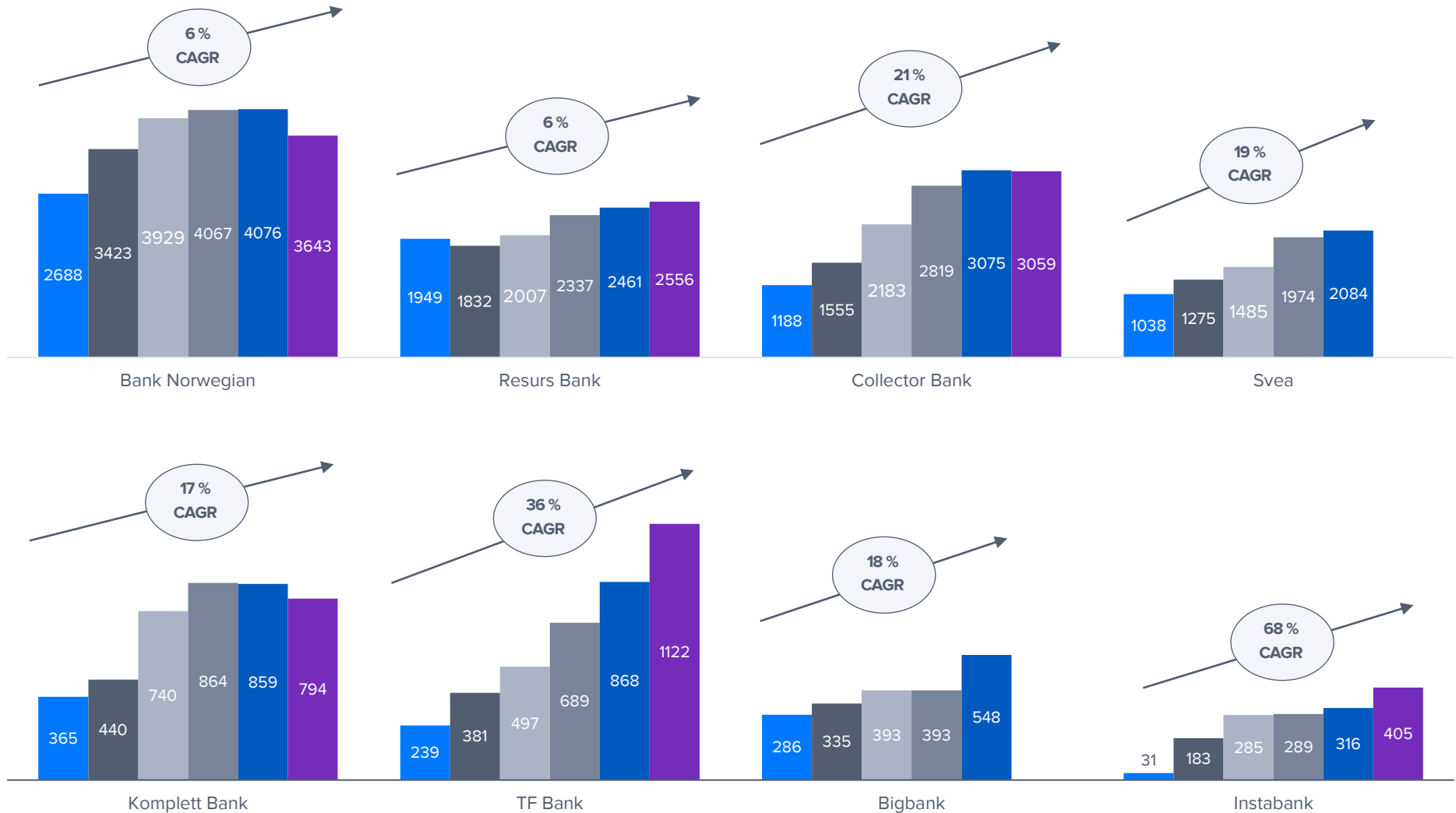
Luottokannan kehitys 2016-2021 (MEUR) ja CAGR-kasvu



Lähde: Inderes, yhtiöt. Luottokannat konvertoitu EUR-määräiseksi kunkin vuoden lopun EUR/SEK- ja EUR/NOK-päätöskursseilla

Toiminta- ja kilpailuympäristö 8/8

Talletuskannan kehitys 2016-2021 (MEUR) ja CAGR-kasvu



Lähde: Inderes, yhtiöt. Talletuskannat konvertoitu EUR-määräisiksi kunkin vuoden lopun EUR/SEK- ja EUR/NOK-päätöskursseilla

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiilista kasvuyhtiö

Fellow Pankki profiloituu näkemyksemme mukaan vahvasti kasvuyhtiöksi. Yhtiö on määritelmällisesti varhaisessa kehitysvaiheessa, mutta yhdistyneillä yhtiöillä on kumuluoitunutta kokemusta omista liiketoiminnoistaan ja olemassa olevien asiakaskuntien johdosta uuden pankin liiketoiminta saa ripeän liikkeellelähdon. Vaikka varhainen kehitysvaihe nostaakin yhtiön riskiprofiilia, ovat relevantit verrokkit osoittaneet, että toimialalla edellytykset kannattavan liiketoiminnan harjoittamiselle ovat hyvät.

Sektorilla kilpailu toimijoiden välillä on tiukkaa ja homogeenisestä tuote- ja palvelutarjoamasta johtuen differoituminen on toimialalla mielestämme hyvin vaikeaa. Näkemyksemme mukaan Fellow Pankki voi pyrkiä erottautumaan kilpailijoista lähinnä asiakas- ja käyttäjäkokemuksen sekä kotimaisuuden avulla, mikä tukee yhtiön luotettavuusmielikuvaa muihin palvelutarjoajiin nähden.

Asiat, joita sijoittajan kannattaa Fellow Pankissa mielestämme seurata

Mielestämme sijoittajien kannattaa keskittyä Fellow Pankin lähivuosien kehityksessä muun muassa seuraaviin asioihin:

Asiakasvolyymien ja lainakannan kasvu. Koska Fellow Pankin antolainaustoiminta ja ansainta käynnistyi vasta 4/2022, on liiketoiminta nykyisillä volyymeillä ja kustannusrakenteella arviomme mukaan tappiollista. Fellow Pankin lähivuosien tulospotentiaalin ulosmittaamisen kannalta onkin

kriittistä, että yhtiö saa asiakasmäärät ja antolainauskannan nopeasti kasvuun. Toiminnan alussa keskeistä on, että yhtiö onnistuu konvertoimaan edeltäjä Fellow Financen vertaislainakantaa mahdollisimman hyvällä suhteella omaan taseeseensa.

Uudet tuotelanseerukset. Fellow Pankin ansainnan ja asiakasmäärien kasvattamisen kannalta keskeistä on, että yhtiö kykenee toiminnan käynnistyttyä tuomaan markkinoille nopealla syklillä kaikki relevantit pankkipalvelut. Yhtiö on [lanseerannut](#) verkkokaupan maksuratkaisun (Fellow Lasku) Visma Pay -verkkomaksupalvelua käyttäviin kotimaisiin verkkokauppoihin ja pidämme todennäköisenä, että palvelua tullaan laajentamaan myös uusiin kanaviin, mikä tukee uusasiakashankintaa ja ristiinmyyntiä. Odotamme yhtiön lanseeraavan kevään 2022 aikana myös luottokortit. Yritysiasiakaspuolella odotamme yhtiön julkaisevan myös varsin nopealla aikataululla pienasiakkaiden pankkipalvelut (ns. PAS-pankkipalvelut).

Markkinointipanostukset ja yhtiön tunnettuuden parantaminen. Fellow Pankin tunnettuus on toiminnan käynnistyttyä vielä heikko ja sen parantaminen tulee arviomme mukaan edellyttämään yhtiöltä huomattavia panostuksia markkinointiin. Fellow Pankki onkin kertonut toteuttavansa laajemman markkinoinnillisen lanseerauksen kuluvan vuoden aikana. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan sitä, minkälaisen vastaanoton markkinointipanostukset saavat ja sitä, miten ne heijastuvat yhtiön

asiakasmäärien kehitykseen.

Kulurakenteen skaalautuminen. Fellow Pankin lähivuosien tulospotentiaalin ulosmittaamisen kannalta keskeistä on, miten yhtiö onnistuu tuottojen kasvun ohella kulutehokkuudessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön kulurakenteen tulisi tarjota etenkin henkilöstö- ja hallintokulujen osalta selvää skaalautumispotentiaalia. Vastaavasti suurempi epävarmuus liittyy siihen, kuinka paljon yhtiö joutuu pitkässä juoksussa panostamaan asiakashankintaan.

Kansainvälistyminen. Fellow Pankilla on liiketoimintaa Suomen lisäksi myös Puolassa, Saksassa ja Tanskassa, mutta arviomme mukaan yhtiön fokus on ensimmäisinä toimintavuosina hyvin vahvasti Suomen toimintojen ylösajossa. Näemme kuitenkin kv-markkinoiden tarjoavan yhtiölle pidemmällä aikavälillä selkeää kasvupotentiaalia ja uskomme, että yhtiö tulee tulevaisuudessa hakemaan kasvua myös Suomen ulkopuolelta. Nykyisten kv-markkinoiden ohella pidämme laajentumista myös muihin Pohjoismaihin mahdollisena.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Antolainauskannan ja tuottojen voimakas kasvu

2.

Kulurakenteen skaalautuminen

3.

Pidemmällä aikavälillä mahdollisuudet ylittää kilpailukykyiseen oman pääoman tuottoon

4.

Kasvu sitoo vakavaraisuuspääomaa ja vaatii tulevina vuosina todennäköisesti myös lisäpääomia

5.

Nykymuotoisena yhtiön toimintahistoria on lyhyt, mikä nostaa riskiprofiilia

Potentiaali



- Antolainauskannan ja tuottojen voimakas kasvu
- Tuotevalikoiman laajentaminen ja yhtiön tunnettuuden parantuminen
- Uusille markkinoille laajentuminen ja kansainvälistyminen
- Kulutehokkuus ja kulurakenteen skaalautuminen
- Pidemmällä aikavälillä edellytykset ylittää kilpailukykyiseen oman pääoman tuottoon

Riskit



- Nykymuotoisena yhtiön toimintahistoria on lyhyt, mikä nostaa riskiprofiilia
- Kasvun hallitseminen ja riskienhallinnassa onnistuminen
- Kilpailun kiristyminen
- Suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Mahdolliseen kansainvälistymiseen liittyvät riskit

Ennusteet 1/4

Keskeiset oletukset ennusteiden taustalla

Mallinamme Fellow Pankin liiketoiminnan tuottoja lainakannan kasvun sekä arvioimamme antolainauskoron perusteella. Arvioimme lainakannan generoivan yhtiölle lähivuosina antolainauksen palkkiot huomioiden noin 13 % vuotuiset efektiiviset korkotuotot. Yhtiön maksamien palkkiokulujen (mm. korttiyhtiölle ja muille kumppaneille maksettavat palkkiot) odotamme kasvavan volyymin mukana ja olevan keskimäärin noin 0,4 % lainakannasta. Arvio palkkiokulujen tasosta perustuu puhtaasti relevanttien verrokkien keskimääräiseen tasoon.

Odotamme Fellow Pankin rahoittavan antolainauksen valtaosin talletuksilla. Talletusten lisäksi odotamme yhtiön hyödyntävän varainhankinnassa lähivuosina vähäisemässä määrin myös muuta markkinaehtoista rahoitusta (~10 % antolainauskannasta). Fellow Pankilla erääntyy toukokuussa noin 8 MEUR:n edestä jvk-lainoja ja odotamme muiden rahoitusvelkojen keskikoron olevan lähivuosina linjassa erääntyvien jvk-lainojen korkotason (5,75 % p.a.) kanssa. Kokonaisuudessaan ennustamme pankin ottolainauskoron asettuvan lähivuosina noin 1,1 %:iin.

Kulurakenteen osalta mallinamme henkilöstökuluja ennustetun henkilöstömäärän kasvun ja keskimääräisen työntekijäkulun kautta. Hallintokuluja koskevat ennusteet pohjautuvat arvioimaamme kulujen skaalautumispotentiaaliin. Muista kuluista asiakashankintakustannukset (lainavälittäjille maksettavat palkkot) ovat

riippuvaisia pankin kasvuvauhdista ja mallinamme niitä suhteessa antolainauskantaan. Ennustamme näiden kulujen olevan toiminnan käynnistyessä ensimmäisinä vuosina koholla ja asettuvan pidemmällä aikavälillä keskimäärin 2,6 %:iin lainakannasta.

Luottotappioiden ennustamme asettuvan tulevana vuosina yhtiön esittämän 2,0-3,5 % tavoitehaarukan keskikohtaan ja olevan näin ollen keskimäärin noin 2,8 % lainakannasta.

2022: Tulos jää pankin ylösajokustannuksista johtuen tappiolle

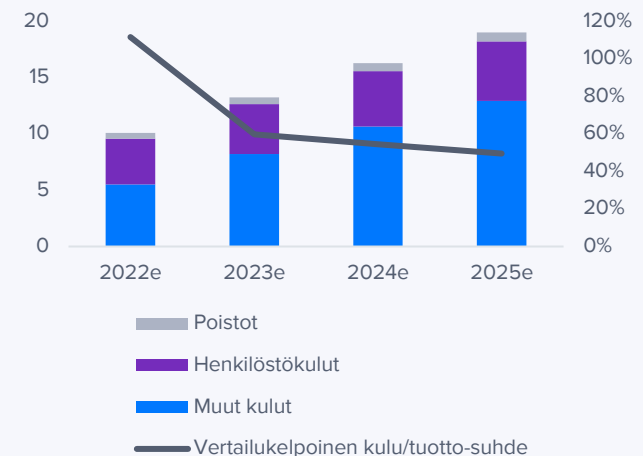
Vuoden 2022 ennusteidemme pohjana toimii Fellow Pankin antamat kommentit kuluvan vuoden näkymistä. Fellow Pankki arvioi alun perin sulautumisesitteessä, että yhtiön tulos jää ensimmäisenä toimintavuonna selvästi tappiolliseksi pankin ylösajosta johtuen. Yhtiö myös toisti tappiollista tulosta koskevan ohjeistuksen [huhtikuussa](#). Samassa yhteydessä yhtiö arvioi luottokannan saavuttavan vähintään 150 MEUR kuluvan vuoden loppuun mennessä.

Ennustamme Fellow Pankin liiketoiminnan tuottojen asettuvan koko vuoden 2022 osalta 8,6 MEUR:oon. Yhtiön antolainaus käynnistyi vasta 4/2022 ja näin ollen tuottokertymä painottuu kuluvana vuonna vahvasti vuoden jälkipuoliskolle. Odotamme yhtiön saavaan antolainauksen toiminnan käynnistyttyä ripeään kasvuun ja vertaislainakannan konvertointiin sekä uusluotonannon myötä ennustamme lainakannan kasvavan yhtiön arvioiden mukaisesti noin 150 MEUR:oon.

Liiketoiminnan tuottojen ja lainakannan kehitys



Kulurakenteen kehitys (MEUR) ja kulu/tuotto-suhde



Ennusteet 2/4

Fellow Pankin ulkona oleva ja konvertoimaton vertaislainakanta tuottaa yhtiölle edelleen korkotuottoja (ns. talon korko) sekä tilinhoitopalkkioita ja ennustamme näiden olevan vuonna 2022 noin 2,1 MEUR eli noin 25 % kaikista tuotoista. Olemme sisällyttäneet konvertoimattoman vertaislainakannan tuotot ennusteissamme palkkiotuotot-riville, mutta huomautamme, että yhtiö voi kirjata tuotot (tai osan niistä) myös korkokatteeseensa.

Ennustamme Fellow Pankin kulutason olevan kuluvana vuonna toiminnan volyymin nähden korkea ja ennustamme liiketoiminnan kulujen asettuvan koko vuoden osalta 10,1 MEUR:oon. Kulutasoa nostaa etenkin ennakoimamme uudet rekrytoinnit, tuntuvat markkinointipanostukset ja asiakashankintakustannukset sekä etupainotteiset luottotappiovaraukset. Näiden lisäksi odotamme pankin kirjaavaan vielä H1:lle noin 0,5 MEUR:n edestä fuusioon liittyviä kertakuluja. Kokonaisuudessaan odotamme Fellow Pankin nettotuloksen jäävän luottotappioiden ja positiivisten verojen jälkeen vuonna 2022 noin 3,4 MEUR tappiolliseksi.

2023: Tulostaso kääntyy selvästi positiiviseksi

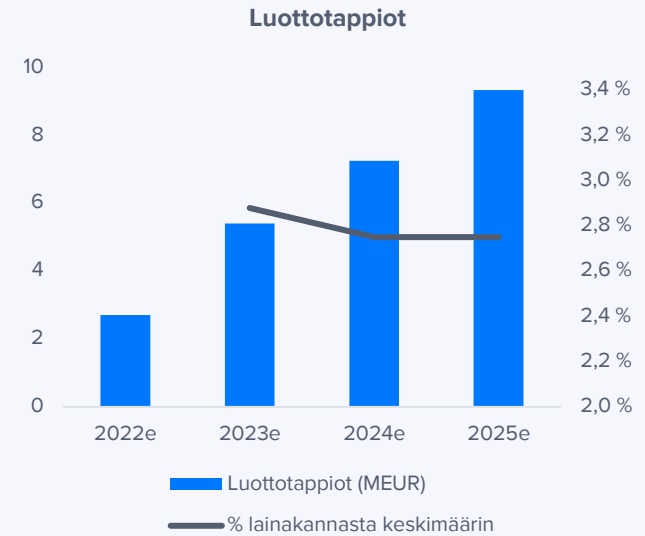
Vuonna 2023 odotamme Fellow Pankin tuottoihin voimakasta kasvua antolainauskannan merkittävän kasvun seurauksena. Ennustamme yhtiön lainakannan kohoavan kasvavien asiakasvolyymin ja uusluotonannon vetämänä 225 MEUR:oon. Odotamme myös ulkona olevan vertaislainakannan konvertoinnin tapahtuvan

vaiheittain vuosien 2022-2023 aikana, mikä tukee lainakasvua ennusteissamme vielä vuonna 2023.

Lainakannan merkittävän kasvun myötä ennustamme Fellow Pankin tuottojen kasvavan vuonna 2023 noin 22,2 MEUR:oon. Tuottojen kasvua ajaa etenkin korkokatteen voimakas kasvu 17,8 MEUR:oon (2022e: 5,0 MEUR). Nettopalkkiotuottojen ennustamme kasvavan noin 24 %:lla 4,4 MEUR:oon.

Odotamme yhtiön kulurakenteen olevan vuonna 2023 puhtas kertakuluista ja ennustamme henkilöstö- ja hallintokulujen skaalautuvan selvästi tuottojen kasvun mukana. Asiakashankintakustannusten ennustamme kasvavan toiminnan volyymin mukana ja olevan noin 5,5 MEUR. Luottotappioiden ennustamme asettuvan 5,4 MEUR:oon (2022e: 2,7 MEUR) eli 2,9 %:iin keskimääräisestä lainakannasta.

Kokonaisuudessaan ennustamme Fellow Pankin 2023 tuloksen olevan selvästi positiivinen ja ennustamme liikevoiton asettuvan 3,5 MEUR:oon, mikä vastaa noin 16 % liikevoittomarginaalia. Osakekohtaisen tuloksen ennustamme asettuvan 0,03 euroon.



Ennusteet 3/4

2024-2025: Odotamme kannattavuuden parantuvan ripeän kasvun mukana

Ennustamme Fellow Pankin jatkavan vuoden 2023 jälkeen vahvaa kasvuaan ja ennustamme yhtiön antolainauskannan kasvavan vuosina 2024-2025 noin 25-30 % vauhtia. Pidämme eväitä ripeän kasvun ylläpitämiseksi yhtiön kokoluokka huomioiden realistisinä ja esimerkiksi yhtiön pienemmät verrokkit (mm. Instabank) ovat historiassa kyenneet kasvattamaan luottokantaa toiminnan ensimmäisinä vuosina karkeasti samalla kulmakertoimella.

Luottokannan vahvan kasvun ajamana Fellow Pankin liiketoiminnan tuotot kohoavat vuosina 2024-2025 ennusteissamme noin 29,8-38,5 MEUR:oon. Ennustamme yhtiön henkilöstö- ja hallintokulujen kasvavan tuottoja hitaammin, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiön kulurakenne jatkaa skaalautumistaan. Suurin kasvuajuri kuluissa on asiakashankintakustannukset, joiden odotamme kasvavan yhtiön antolainauksen mukana ja asettuvan vuonna 2025 noin 2,6 %:iin luottokannasta. Kokonaisuudessaan odotamme Fellow Pankin kulu/tuotto-suhteen parantuvan vuonna 2024 noin 55 %:iin (2023e: 60 %) ja edelleen vuonna 2025 noin 49 %:iin.

Tuottojen vahvan kasvun ja parantuvan kulutehokkuuden myötä Fellow Pankin tulos kasvaa ennusteissamme voimakkaasti. Ennustamme yhtiön yltävän vuosina 2024-2025 noin 6,3-10,1 MEUR:on liikevoittoon, mikä vastaa noin 21-26 % liikevoittomarginaalia. Ennusteidemme mukaisen kannattavuuden saavuttaminen edellyttää yhtiöltä tuottojen vahvaa kasvua, kasvun mukana parantuvaa

kulutehokkuutta sekä riskienhallinnassa (luottotappiot) onnistumista.

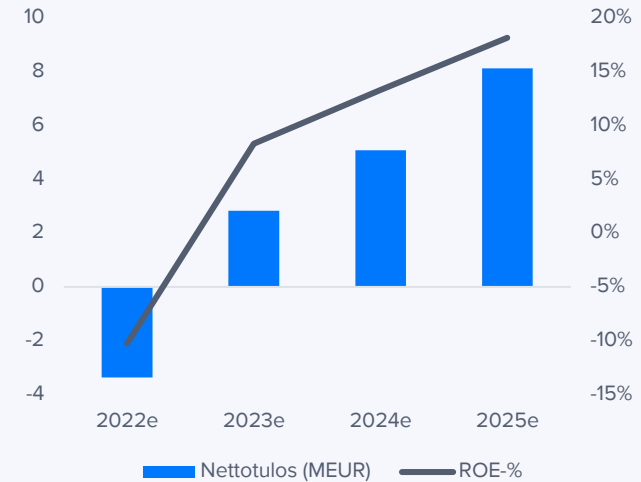
Ennusteidemme mukainen 2024-2025 liikevoittotaso vastaa verojen jälkeen noin 0,06-0,09 euron osakekohtaista tulosta.

Antolainauskannan kasvu edellyttää lähivuosina taseen vahvistamista

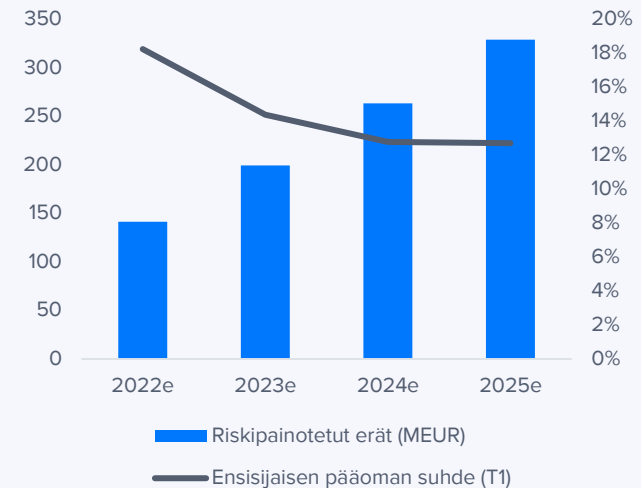
Voimakkaan tuloskasvun myötä Fellow Pankin oman pääoman tuotto parantuu ennusteissamme lähivuosina selvästi ja nousee 2024-2025 noin 13-18 % tasolle. Merkille pantavaa kuitenkin on, että yhtiön T1-vakavaraisuus laskee luottosalkun voimakkaan kasvun seurauksena ennustejaksollamme noin 13-14 % tasolle ja selvästi yhtiön vähimmäistavoitteen alapuolelle. Yhtiön asettama vakavaraisuustavoite huomioiden oman pääoman tuotto jäisi ennusteissamme vuosina 2024-2025 noin 10-13 %:iin eli yhtiön pitkän aikavälin (+15 %) tavoitteen alapuolelle. ROE-tavoitteen saavuttaminen vuonna 2025 edellyttäisi arviomme mukaan vakavaraisuustavoitteessa joustamista noin 15-16 % tasolle.

Selvästi tavoitetason alapuolelle putoavan T1-vakavaraisuussuhteen myötä on mielestämme ilmeistä, että yhtiö tulee vahvistamaan tasettaan. Tavoitetason (vähintään 18 %) mukainen T1-vakavaraisuus tarkoittaisi ennusteilla ja oletuksillamme karkeasti noin 14-17 MEUR:n lisäpääomaa. Mikäli yhtiö olisi vaihtoehtoisesti valmis menemään vakavaraisuustavoitteessa 15-16 %:n väliin, jäisi pääomatarve arviomme mukaan noin 6-11 MEUR:oon. Pidämme todennäköisenä, että osa pääomatarpeesta tullaan kattamaan AT1-instrumentein.

Nettotulos ja ROE-%



Riskipainotetut erät ja T1-vakavaraisuus



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	-	0,8	4,2	5,0	17,8	24,3	31,3
Nettopalkkiotuotot	-	1,7	1,9	3,5	4,4	5,5	7,1
Muut tuotot	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	-	2,5	6,1	8,6	22,2	29,8	38,5
Kertaluonteiset tuotot	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	-	2,5	6,1	8,6	22,2	29,8	38,5
Henkilöstökulut	-	-2,0	-2,1	-4,1	-4,5	-4,9	-5,3
Muut kulut	-	-3,0	-2,5	-5,5	-8,2	-10,6	-12,9
Poistot ja arvonalentumiset	-	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-	-5,3	-4,8	-10,1	-13,3	-16,3	-19,0
Kertaluonteiset kulut	-	-0,5	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-	-4,8	-4,8	-9,6	-13,3	-16,3	-19,0
Arvonalentumiset luotoista ja muista saamisista	-	-0,7	-2,0	-2,7	-5,4	-7,2	-9,3
Liikevoitto	-	-3,4	-0,8	-4,2	3,5	6,3	10,1
Tuloverot	-	0,7	0,2	0,8	-0,7	-1,3	-2,0
Tilikauden tulos	-	-2,8	-0,6	-3,4	2,8	5,1	8,1
Vähemmistöt	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	-	-2,8	-0,6	-3,4	2,8	5,1	8,1
EPS	-	-0,03	-0,01	-0,04	0,03	0,06	0,09
EPS ilman kertaeriä	-	-0,03	-0,01	-0,03	0,03	0,06	0,09

Tunnusluvut	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Vertailuelpoisten tuottojen kasvu-%	-	-	-	-	159 %	35 %	29 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	-	190 %	80 %	112 %	60 %	55 %	49 %
Arvonalentumiset, % keskim. lainakannasta	-	-	-	3,2 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto-%	-	-137,6 %	-12,5 %	-49,0 %	15,9 %	21,2 %	26,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Fellow Pankin arvostusta absoluuttisten tulos- ja tasepohjaisten arvostuskertoimien sekä verrokkiryhmän tarjoaman viitekehysten kautta. Lisäksi olemme hahmotelleet osakkeen lähivuosisien kokonaistuotto-odotusta. Näkemyksemme mukaan Fellow Pankin osakekurssi hinnoittelee nykyisellä arvostustasolla (2022e: P/B 1,3x ja 2024e: P/E 9x) jo täysimääräisesti sisään lähivuosisien voimakkaat tulos- ja kannattavuusparannusodotukset ja tuotto-odotus jää mielestämme nykykurssilla neutraaliksi. Aloitamme yhtiön seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella.

Tulospohjaisessa hinnoittelussa pitää katsoa lähivuosia pidemmälle

Fellow Pankin arvostusta on vaikea rakentaa lähivuosisien tulostason varaan. Tappiollisella 2022 tuloksella osakkeen tulospohjainen arvostus on luonnollisesti negatiivinen ja myös vaisulla 2023 kannattavuustasolla arvostustaso (P/E 15x) on edelleen korkea ja merkittävästi verrokkiryhmän mediaanitasoa yläpuolella (2023e: P/E ~9x).

2024 tulostason peilattuna arvostus ja tuotto-odotus neutraali

Koska arvioimme Fellow Pankin tulostason jäävän vuosina 2022-2023 liiketoiminnan ylösjosta johtuen selvästi alle potentiaalin, joudutaan tuotto-odotukselle hakemaan perspektiiviä vuodesta 2024. Vuonna 2024 ennustamme yhtiön yltävän noin 0,06 euron osakekohtaiseen tulokseen, mikä

vastaisi nykykurssilla noin 9x P/E-kerrointa. Tulospohjainen arvostus olisi tällöin toteutuessaan mielestämme neutraali ja myös linjassa sektorin viimeisen viiden vuoden mediaanitasoa kanssa.

Nykyisillä ennusteilla arvostuksessa on kuitenkin vaikea nähdä oleellista lyhyen aikavälin nousuvaraa ja kun huomioidaan, ettei yhtiöltä ole odotettavissa lähivuosina osinkoa, vaatisi mielekäs tuotto-odotus taakseen joko nykyistä korkeampia tulosennusteita tai vaihtoehtoisesti matalampaa arvostustasoa.

Verrokkit hinnoitellaan keskimäärin 1,1x P/B-kertoimella, mutta yhtiöiden välillä isoa hajontaa

Pankkien arvostusta tarkastellaan toimialan pääomaintensiivisyydestä johtuen tyypillisesti tasepohjaisen P/B-kertoimen kautta. Fellow Pankin listattuja verrokkeja hinnoitellaan tällä hetkellä keskimäärin noin 1,1x P/B-kertoimella ja sektorin mediaaniarvostus on näin ollen varsin selvästi Fellow Pankin (2022e: P/B 1,3x) alapuolella. Tasepohjaista arvostusta tarkastellessa on kuitenkin hyvä huomata suuri vaihtelu (P/B 0,8x-2,7x) verrokkiryhmän sisällä.

Huomionarvoista myös on, että verrokkiryhmän P/B-perusteiset arvostustasot ovat madaltuneet viimeisen viiden vuoden aikana selvästi laskeneiden oman pääoman tuottotasojen johdosta. Listattujen verrokkien kohdalla oman pääoman tuottotasoa on ajanut alaspäin yhtiöiden heikentynyt operatiivinen kannattavuus (2017: ROA-% keskimäärin 2,7 % vs. 2021: 1,3 %).

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,49	0,49	0,49
Markkina-arvo	43	43	43
P/E (oik.)	neg.	15,2	8,5
P/E	neg.	15,2	8,5
P/B	1,3	1,2	1,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Nykyinen tasepohjainen arvostus edellyttäisi noin 14 % ROE-tasoa

Olemme oikeanpuoleisen sivupalkin regressiomallissa suhteuttaneet verrokkiyhtiöiden P/B-arvostustason 2022e konsensusennusteiden mukaiseen oman pääoman tuottoon (ROE). Tarkastelun ulkopuolelle olemme jättäneet Komplet Bankin, joka on muusta otoksesta selvästi poikkeava havainto (2022e: ROE 31 % ja P/B 0,8x).

Regressiomallin perusteella Fellow Pankin tämänhetkinen P/B-arvostus (2022e: 1,3x) edellyttäisi verrokkien kontekstissa noin 14 % ROE-tasoa. Kun huomoidaan, että tavoitteiden mukaisen kannattavuustason saavuttaminen tulee viemään yhtiöltä parhaassakin tapauksessa useamman vuoden, voidaan nykyistä tasepohjaista arvostusta pitää mielestämme suhteellisen korkeana.

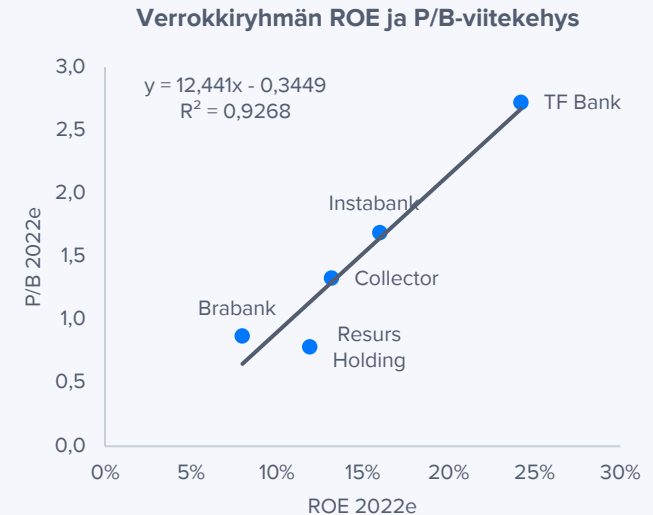
Bank Norwegianista maksettiin kovat kertoimet

Ruotsalainen Nordax teki Oslon pörssiin listatusta, Bank Norwegian emoyhtiö Norwegian Finans Holdingista (NFH) julkisen ostotarjouksen maaliskuussa 2021. Nordax tarjosi NFH:sta 95 NOK per osake, mutta tarjous ei saannut taakseen riittävää kannatusta. Heinäkuussa 2021 Nordax korotti tarjousvastikkeen 105 NOK:iin ja kauppa toteutui lopulta loppuvuodesta 2021.

Nordax maksoi kaupassa pankin osakekannasta noin 19,6 miljardia Norjan kruunua eli noin 1,9 mrd. euroa. Kauppahinta vastasi Bank Norwegianin

2021 oikaistusta tuloksesta laskettuna noin 14x P/E-kerrointa ja tasepohjaisesti yhtiöstä maksettiin puolestaan noin 1,8x P/B-kerroin. Kertoimet ovat sekä absoluuttisesti että verrokkiryhmän mediaanitasoon nähden korkeat ja ne heijastelevat näkemyksemme mukaan Bank Norwegianin vahvaa markkina-asemaa ja järjestelystä haettavia synergioita.

Yrityskauppakertoimien suora soveltaminen Fellow Pankille ei näkemyksemme mukaan ole mielekästä yhtiön nykyinen kehitysvaihe huomioiden, emmekä myöskään yleisesti ottaen pidä pankkia kovin todennäköisenä M&A-kohteena.



Lähde: Refinitiv

Nordax Bank Norwegian -yrityskauppa (7/2021)



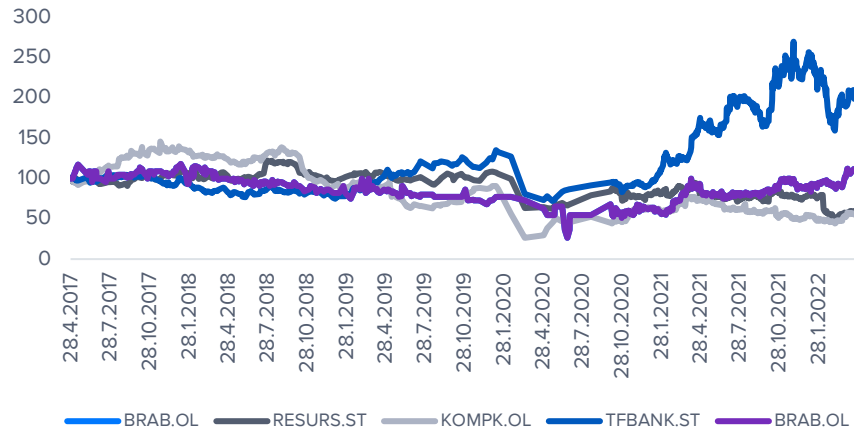
Ruotsalainen Nordax teki Oslon pörssiin listatusta Bank Norwegian emoyhtiö Norwegian Finans Holdingista (NFH) ostotarjouksen heinäkuussa 2021. Kaupassa Bank Norwegianin arvoksi muodostui 19,6 mrd. NOK eli noin 1,9 mrd. EUR.

Kauppan arvostuskertoimet

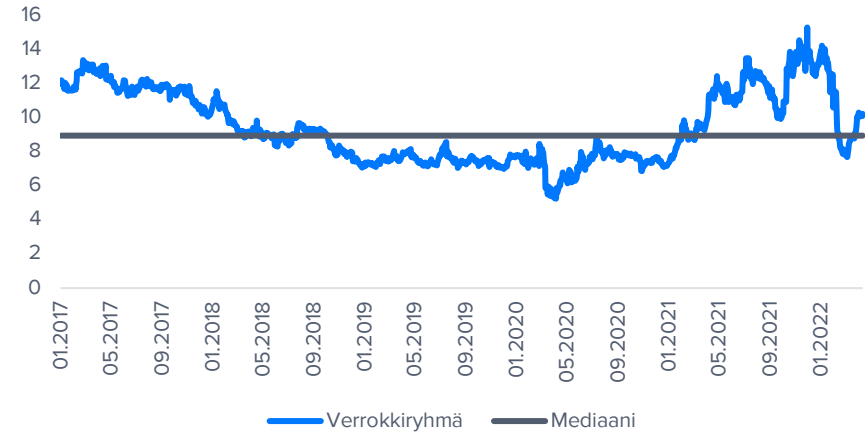
- 2021 oikaistusta tuloksesta laskettu P/E noin 14x
- P/B noin 1,8x

Arvonmääritys 3/3

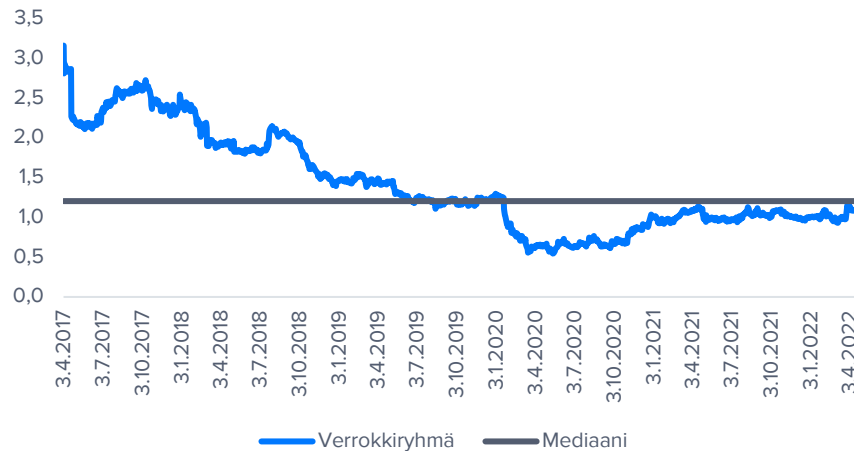
Verrokkien kurssikehitys indeksoituna (4/2017=100)



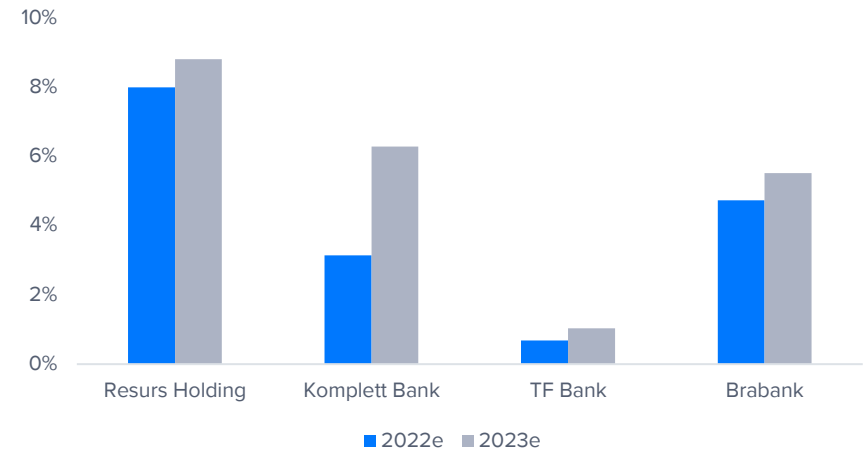
Verrokkiryhmän P/E (12kk fwd)



Verrokkiryhmän P/BV



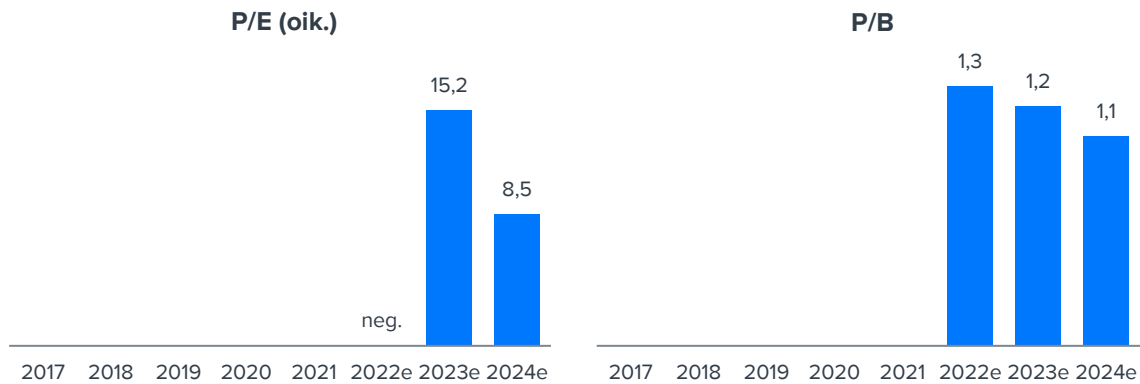
Verrokkien osinkotuotot



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi						0,49	0,49	0,49	0,49
Markkina-arvo						43	43	43	43
P/E (oik.)						neg.	15,2	8,5	5,3
P/E						neg.	15,2	8,5	5,3
P/B						1,3	1,2	1,1	0,9
Osinko/tulos (%)						0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%						0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
			2022e	2023e	2022e	2023e	
Resurs Holding		567	7,0	6,5	8,0	8,8	0,8
Collector	41,68	832	10,6	9,5			1,3
Komplett Bank	7,66	151	8,6	9,1	3,1	6,3	0,8
TF Bank	187,80	393	11,9	9,1	0,7	1,0	2,7
Brabank	12,00	121	11,2	10,3	4,7	5,5	0,9
Instabank		129	11,6	10,6			1,7
Fellow Pankki (Inderes)	0,49	43	neg.	15,2	0,0	0,0	1,3
Keskiarvo			10,1	9,2	4,1	5,4	1,4
Mediaani			10,9	9,3	3,9	5,9	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				63 %	-100 %	-100 %	19 %

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

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Käteiset, keskuspankkisaamiset ja muut rahoitusvarat			132	72	65
Saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä			150	225	302
Aineettomat hyödykkeet			7	7	7
Muut varat			3	3	3
Varat yhteensä			292	307	376

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Velat luottolaitoksille ja keskuspankeille			4	4	4
Velat yleisölle ja julkisyhteisölle			240	248	302
Muut rahoitusvelat			15	20	30
Muut velat			0	0	0
Velat yhteensä			259	272	336
Emoyhtiön omistajien oma pääoma			33	36	41
Vähemmistöt			0	0	0
Oma pääoma yhteensä			33	36	41
Velat ja oma pääoma yhteensä			292	307	376

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.4.2022	Vähennä	0,45 €	0,49 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**