

Alisa Pankki

Laaja raportti

16.3.2024 10:45



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Täyteen potentiaaliin vielä esteitä ylitettävänä

Alisa Pankin liiketoiminta on yhä ylösajovaiheessa ja ennusteidemme mukainen voimakas tuloskasvu vaatii pääomarakenteen vahvistamista. Osakekurssi hinnoittelee mielestämme turhan paljon potentiaalia, joten tuotto-riskisuhde jää papereissamme heikoksi. Toistammekin 0,15 euron tavoitehintamme, joka on linjassa arvioomme osakkeen käyvistä arvosta (0,14–0,17e). Suosituksemme nostamme vähennä-tasolle kurssilaskun myötä (aik. myy).

Digitaalinen ja asiakaslähtöinen talletuspankki

Alisa Pankki on digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki, joka tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita kuluttajille, pk-yrityksille ja korkotuottoa hakeville säästäjille. Liiketoimintamalli on pankille varsin yksinkertainen; yhtiö kerää yleisöltä talletuksia, joita se lainaa eteenpäin rahoitusta tarvitseville asiakkailleen. Valtaosa pankin tuotoista tuleekin korkokatteesta, jota se ansaitsee myöntämästään rahoituksesta. Tämän lisäksi palveluvalikoima sisältää peruspankkipalveluita, kuten käyttötilejä, luottokortteja ja muita maksuliikennepalveluita. Pankin varainhankinta koostuu valtaosin asiakastalletuksista, joille yhtiö pyrkii maksamaan kilpailukykyistä talletuskorkoa. Liiketoiminta on vahvasti keskittynyt Suomeen ja nykyinen lainaustoiminta on painottunut erityisesti yritysasiakkaisiin.

Yhtiön kasvu- ja kannattavuustavoitteet ovat kunnianhimoiset

Alisa Pankin liiketoiminta on yhä ylösajovaiheessa ja kannattavuus on jäänyt vaatimattomaksi. Kasvun osalta yhtiö tavoittelee luottokannan yli 25 % vuosittaista kasvua ja kannattavuuden suhteen tavoitteena on saavuttaa tavoitejakson loppuun (2026) mennessä yli 15 % oman pääoman tuottotaso. Samalla pankki pyrkii ylläpitämään yli 16 %:n vakavaraisuustasoa. Pidämme luottokannan kasvutavoitetta yhtiön kehitysvaihe huomioiden realistisena ja sijaan hyvin kunnianhimoisen ja vaatii liiketoiminnan kokoluokan merkittävää kasvua sekä onnistunutta riskienhallintaa. Kasvun esteenä on tällä hetkellä yhtiön alle tavoitetason oleva vakavaraisuus, joka rajoittaa luotonantoa. Pankilla onkin käynnissä pääomarakenteen vahvistamiseen tähtäviä toimenpiteitä.

Tuloskasvupotentiaalın ulosmittaaminen vaatii lisäpääomia

Ennusteemme odottavat yhtiön lainakannan kasvavan lähivuosina voimakkaasti ja tuloksen skaalautuvan varsin hyvin kiinteästä kulurakenteesta johtuen. Arviomme yhtiön normalisoidun oman pääoman tuoton asettuvan ennustejakson (2024–2027) loppupäässä noin 11 %:iin, joka on jo lähellä verokkiryhmän keskitasoa. Tämän mahdollistamiseksi olemme sisällyttäneet ennusteisiimme 15 MEUR:n osakeannin, joka toteutuessaan laimentaisi nykyisten omistajien omistusosuutta merkittävästi. Huomautamme, että tuloskasvuennusteemme ovat täysin alisteisia lisäpääomitukselle, jota ilman yhtiöllä ei näkemyksemme mukaan ole edellytyksiä olennaiselle tulosparannukselle. Arvio on linjassa myös yhtiön voimassa olevan tulosohejituksen kanssa.

Arvostus on riskeihin nähden kireä

Nykyisillä ennusteilla arvostuksessa on vaikea nähdä oleellista nousuvaraa. Kun huomioidaan, ettei yhtiöltä ole odotettavissa lähivuosina osinkoa, vaatisi mielekäs tuotto-odotus taakseen annin onnistumisen lisäksi erinomaista operatiivista suoriutumista. Vaikka skenaario on mahdollinen, painavat pääomitukseseen liittyvä diluutoriski sekä kasvuennusteisiin liittyvä epävarmuus vaakakupissa tällä hetkellä potentiaalia enemmän. Näin ollen pidämme osakkeen riski-tuottosuhdetta nykyarvostuksella riittämättömänä.

Suositus

Vähennä

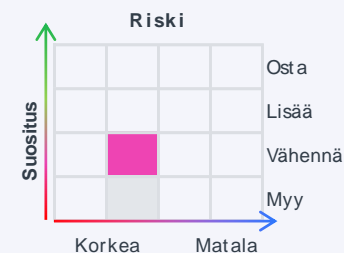
(aik. Myy)

0,15 EUR

(aik. 0,15 EUR)

Osakekurssi:

0,17



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liiketoiminnan tuotot	16,7	17,1	19,8	22,6
Liiketoiminnan kulut	-11,6	-11,4	-12,0	-12,8
Kulu/tuotto-suhde	69 %	67 %	60 %	57 %
EBIT oik.	0,3	-0,4	1,4	2,2
Nettotulos	0,3	-0,4	1,4	2,2
EPS (oik.)	0,00	0,00	0,01	0,01
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00

P/E (oik.)	49,9	neg.	24,0	14,6
P/B	0,6	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

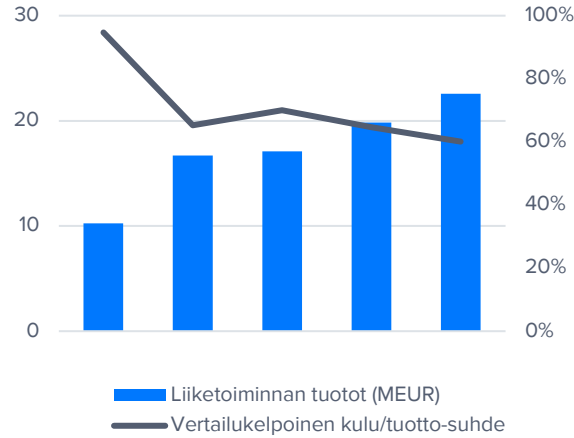
Oman pääoman vahvistamisen toteutuessa tuotot yhteensä kasvavat vuonna 2024 verrattuna vuoteen 2023 ja tuloksen ennen kertaeriä ja veroja tilikaudelta 2024 arvioidaan olevan voitollinen. Vuoden 2024 ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksen ennen kertaeriä ja veroja arvioidaan kuitenkin olevan hieman tappiollinen.

Osakekurssi

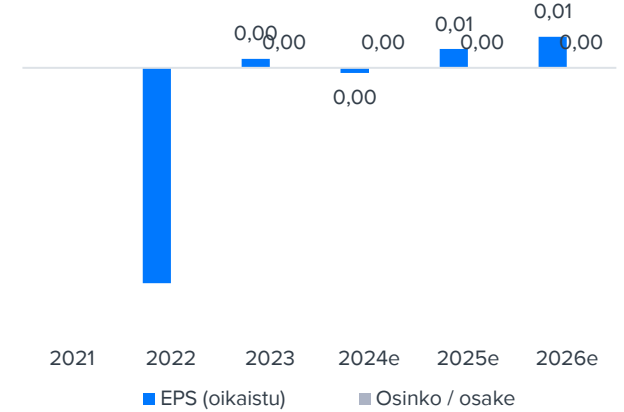


Lähde: Millistream Market Data AB

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos 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
- Toimialaan liittyvät regulaatio- ja maineriskit
- Kasvun hallitseminen ja riskienhallinnassa onnistuminen
- Kilpailun kiristyminen
- Suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Mahdolliseen kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Luottokannan kasvattaminen vaatii vakavaraisuuspääomien vahvistamista ja ulkoisen rahoituksen saatavuus sekä hinta ovat riippuvaisia yleisestä markkinatilanteesta

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,17	0,17	0,17
Markkina-arvo	33	33	33
P/E (oik.)	neg.	24,0	14,6
P/E	neg.	24,0	14,6
P/B	0,8	0,8	0,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14–15
Toiminta- ja kilpailuympäristö	16–19
Riski- ja sijoitusprofiili	20–21
Ennusteet	22–27
Arvonmääritys	28–32
Taulukot ja liitteet	33–36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Alisa Pankki lyhyesti

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

4/2022

Fellow Finance ja Evli Pankki fuusioituvat

173 MEUR

Antolainauskanta 2023 lopussa

269 MEUR

Talletuskanta 2023 lopussa

16,7 MEUR

Liiketoiminnan tuotot 2023

0,3 MEUR

Nettotulos 2023

78

Henkilöstö 2023 lopussa

Vertaislaina- ja joukkorahoituspalvelu (2013–2021)

Fellow Finance aloittaa toimintansa joukkorahoitus- ja vertaislainapalveluna.

Maantieteellinen laajentuminen uusille markkinoille (mm. Ruotsi ja Saksa).

Haasteita liiketoiminnan kääntämisessä kannattavaksi.

Fellow Finance ja Evli Oyj tiedottavat kesällä 2021 järjestelystä, jossa Fellow Finance on tarkoitus liittää osaksi Evlin pankkiliiketoimintaa.

Vertaislainoista pankkiliiketoimintaan (2022)

Fellow Finance sulautuu osaksi Evli Pankkia huhtikuussa 2022 ja yhdessä nämä muodostavat Fellow Pankin.

Vertauslainojen ja joukkorahoituksen välittäminen lakkaa.

Antolainaus käynnistyy ja vertaislainakantaa aletaan konvertoida oman taseen lainakannaksi.

Muutos Alisa Pankiksi (2023–)

Nimi muutetaan Alisa Pankiksi.

Fokus liiketoiminnan kokoluokan kasvattamisessa ja tuloksen kääntämisessä voitolliseksi.

Uusia tuotteita lanseerataan (mm. maksukortit ja maksuliikennetilit) ja pankkipalveluita laajennetaan.

Kasvun jatkaminen vaatii kuitenkin pääomarakenteen vahvistamista, ja prosessi on yhä kesken.



EVLI
PANKKI



Fellow
PANKKI



Alisa
PANKKI

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Alisa Pankin liiketoimintamalli on pankille varsin yksinkertainen. Yhtiö kerää yleisöltä talletuksia, joita se lainaa eteenpäin rahoitusta tarvitseville asiakkailleen. Tämän lisäksi palveluvalikoima sisältää peruspankkipalveluita, kuten käyttötiliä, luottokortteja ja muita maksuliikennepalveluita. Pankin varainhankinta koostuu valtaosin asiakastalletuksista, joille yhtiö pyrkii maksamaan kilpailukykyistä talletuskorkoa.



Alisa Pankki syntyi Fellow Financen ja Evlin pankkiliiketoiminnan fuusiosta vuonna 2022.



Lainakanta 173 MEUR ja talletuskanta 269 MEUR vuoden 2023 lopussa.



Korkokate 14,8 MEUR ja nettopalkkiotuotot 1,8 MEUR vuonna 2023.



Toimintamaat Suomi, Tanska ja Saksa. Valtaosa tuotoista tulee Suomesta.

Suurimmat osakkeenomistajat 1/2024	%
Evli Oyj	17,31 %
Taaleri Oyj	17,31 %
TN Ventures Oy (Teemu Nyholm, tj)	6,22 %
Oy Prandium Ab	5,38 %
Oy Scripo Ab	5,38 %
Oy T&T Nordcap Ab	4,46 %
OP Fin Small Cap	2,65 %
Rausanne Oy	1,41 %
Core Capital	1,13 %
Bure Capital	1,09 %
10 suurinta yhteensä	62,34 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Yhtiökuvaus

Digitaalinen ja asiakaslähtöinen pankki

Alisa Pankki on kotimainen digitaalinen pankki. Alisa Pankki palvelee sekä yksityishenkilöitä, pk-yrityksiä että talletusvaroilleen kilpailukykyistä korkotuottoa hakevia säästäjiä. Alisa Pankin luottokanta oli vuoden 2023 lopussa 173 MEUR ja talletuskanta 269 MEUR. Yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 57 500 aktiivista asiakasta.

Alisa Pankin liiketoiminta sai alkusysäyksensä kesällä 2021, kun vertaislainaaja Fellow Finance tiedotti sulautuvansa Evli Pankin pankkitoimintaa jatkavan yhtiön kanssa. Osittaisjakautuminen sekä sulautuminen toteutettiin huhtikuussa 2022, jolloin myös yhtiön nykytuotoinen pankkiliiketoiminta käynnistyi. Samalla lakkasi vertaislainatoiminta, jonka lainakantaa konvertoitiin oman taseen lainakannaksi. Yhtiö toimi huhtikuuhun 2023 asti nimellä Fellow Pankki, kunnes nimi vaihdettiin nykyiseksi Alisa Pankiksi.

Liiketoimintamalli

Asiakassegmentit ja palvelutarjoama

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

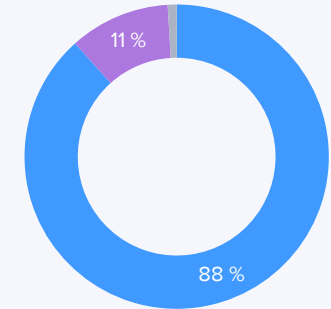
ovat lainavertailusivustot (kulutusluotot) sekä verkkokauppoihin integroitava maksuvaihtoehto Alisa Lasku.

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 Alisa Pankki näkee kohderyhmänensä etenkin vakiintuneet ja terveen liiketoiminnan pk-yritykset, jotka haluavat pankki-, rahoitus- ja taloushallinnon palvelut kokonaisvaltaisesti ja helposti integroituna yhdestä paikasta. Yritysasiakaspuolella asiakasvirtaa saadaan muun muassa tilitoimistoilta, joiden ratkaisuihin Alisa Pankin laskurahoituspalvelu integroidaan sekä yhtiö oman digimarkkinoinnin avulla.

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

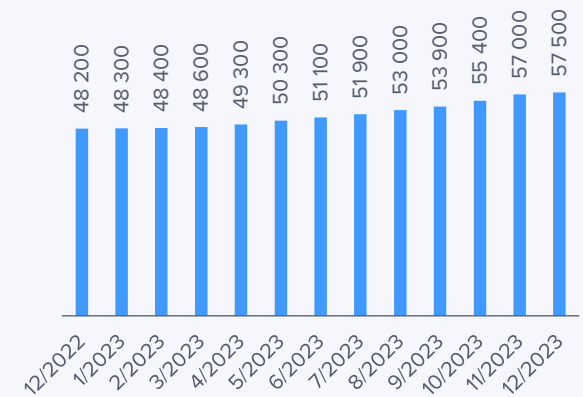
Alisa Pankin selkeä päämarkkina on Suomi, jonne yhtiö luotoksessaan keskittyy. Aiemmin luotonantoa harjoitettiin myös Tanskassa ja Saksassa, mutta näistä kohdemarkkinoista on päätetty luopua nykyisen strategian puitteissa. Suomen ulkopuolella Alisa Pankki tarjoaa kuitenkin talletustuotteita pääosin korkovertailupalveluiden kautta. Näissä asiakkuuksissa hinta on arviomme mukaan asiakkaiden päätöksiä ajava tekijä, eikä esimerkiksi palvelun laadun merkitys ole järin suurta.

Liiketoiminnan tuotot (2023)



■ Korkokate ■ Nettopalkkiot tuotot ■ Muut tuotot

Asiakasmäärän kehitys



■ Aktiivisia asiakkaita

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Korkokate on pankin tärkein tulonlähde

Korkokate on Alisa Pankin ylivoimaisesti tärkein tulonlähde, ja se muodosti vuonna 2023 lähes 90 % liiketoiminnan tuotoista. Korkokate muodostuu pankin korkotuottojen ja -kulujen erotuksesta. Korkotuottoja syntyy antolainaus toiminnasta ja likviditeetin hallinnasta eli likviditeettisalkun tuotosta (pääosin keskuspankkitalletuksia). Korkokuluja pankki puolestaan maksaa talletuksistaan ja muista veloistaan. Vuonna 2023 Alisa Pankin korkotuotot olivat 20,1 MEUR, korkokulut 5,3 ja korkokate siten 14,8 MEUR.

Lainakanta on pääosin vaihtuvakorkoista

Alisa Pankin myöntämät lainat ovat vaihtuvakorkoisia, ja ainoastaan vanha vertaislainakanta on sidottu kiinteisiin korkoihin. Luotonanto on pääasiassa vakuudetonta, joten asiakkaiden lainoistaan maksamat korot ovat selvästi korkeampia kuin esimerkiksi asuntolainoissa. Lainojen marginaalit myös vaihtelevat asiakkaan riskitason mukaan. Arviomme mukaan tyypillinen marginaali kulutusluotoissa vaihtelee 10 %:n molemmin puolin, kun taas yrityspuolen laskurahoituksessa sekä verkkokaupan osamaksusopimuksissa marginaalit ovat tyypillisesti hieman korkeampia. Marginaalin lisäksi luoton korkoon lisätään viitekorko, joka on lähes kaikissa Alisa Pankin vaihtuvakorkoisissa sopimuksissa 3kk euribor. Tässä on syytä huomioida, että pankin kirjaama korkotuotto ei välttämättä vastaa asiakkaan maksamaa korkokulua, sillä luoton suorat hankintakulut jaksotetaan osaksi korkotuottoja.

Alisa Pankki ei suurista yleispankeista poiketen ole

kovinkaan altis korkotason muutokselle, sillä sekä anto- että ottolainaus mukailevat lyhyitä viitekorkoja. Näin ollen sekä rahoituskustannukset että tuotot päivittyvät varsin ripeästi vastaamaan vallitsevaa korkotasoa. Huomionarvoista on myös, että pankkitoiminnan käynnistymisen jälkeen keskimääräinen lainakorko on nousseista markkinakoroista huolimatta laskenut, mikä selittyy korkeampikorkoisen vertaislainakannan supistumisella.

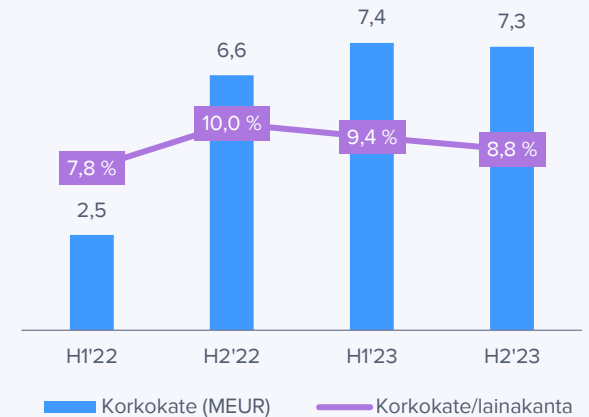
Asiakkaalleen myöntämien lainojen lisäksi pankki ansaitsee korkotuottoja likvideille varoilleen, joista valtaosa on keskuspankkitalletuksina. Likviditeettisalkun tuotto vastaa siten keskuspankin talletuskorkoa, joka on tällä hetkellä 4,0 %.

Antolainaus rahoitetaan valtaosin talletuksilla

Korkokatteen sisältämät kulut koostuvat pääosin talletuksille ja muille veloille maksettavista koroista. Pankin näkökulmasta nämä vieraan pääoman erät ovat luonteeltaan lähempänä raaka-aineita kuin korollista velkaa, joten nämä vaikuttavat kirjanpidon liikevoittoon.

Alisa Pankki rahoittaa valtaosan antolainauksesta lyhytaikaisilla talletuksilla sekä muulla talletusasiakkailta kerättävillä pidempiaikaisilla varoilla, kuten määräaikaistalletuksilla, ja markkinaehtoisen velkarahoituksen osuus on matala. Talletusten lisäksi pankki on kylläkin laskenut liikkeelle 6,1 MEUR:n debentuurilainan, mutta tämän tarkoitus on lähinnä kohentaa pankin vakavaraisuuslukuja, sillä talletusylijämmäisyydestä johtuen (talletuskanta selvästi lainakantaa suurempi) antolainauksen rahoitukseen talletukset riittäisivät nykyisellään varsin hyvin.

Korkokatteen kehitys



Lainakanta ja talletuskanta (MEUR)



Lähde: Alisa Pankki

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Talletuksilleen Alisa Pankki pyrkii maksamaan kilpailukykyistä tuottoa, ja näiden vuotuinen keskiporkko oli 2023 lopussa 2,7 %. Pienenä toimijana Alisa Pankki joutuu arviomme mukaan jonkin verran kilpailemaan talletusasiakkaista hinnalla. Näin ollen myös kilpailutilanteen kehityksellä on vaikutusta korkokuluihin markkinakorkojen ohella. Toiminnan alussa talletuskanta koostui Evli Pankin asiakkaiden varoista, mutta tämän lisäksi uusia asiakkaita on tullut muun muassa korkovertailupalveluiden sekä digimainonnan ja oma verkkopalvelun kautta.

Muiden rahoitusvelkojen korot – tärkeimpänä debentuurilaina, jonka vuosikorko on 8 % – huomioiden arviomme ottolainauskoron asettuvan lähivuosina noin 3,0–4,5 %:iin, mutta toteuma on lopulta pääosin riippuvainen lyhyiden viitekorkojen kehityksestä.

Lainakannan kehitys ajaa myös palkkiotuottoja

Korkokatteen ohella toinen merkittävä liikevaihtoerä on nettopalkkiotuotot, joka on palkkiotuottojen ja -kulujen erotus. Vuonna 2023 Alisa Pankin palkkiotuotot olivat 3,2 MEUR ja kulut 1,4 MEUR, ja nettopalkkiotuotot siten 1,8 MEUR.

Palkkiotuotot koostuvat pääosin luotonantoon liittyvistä palkkioista, kuten lainanhoitomaksuista sekä erilaisista toimenpidemaksuista, kuten maksuajan muutoksista. Yhtiö kirjaa palkkiotuottoihin myös palkkioita myymästään lainan takaisinmaksuturvatuotteesta. Palkkiotuotot ovatkin vahvasti sidoksissa pankin myöntämään lainakantaan, eikä Alisa Pankilla ole palveluvalikoimassaan esimerkiksi neuvonantopalveluita tai varainhoitoa.

Palkkiokulut sisältävät muun muassa luottotietokyselyiden kulut. Sekä palkkiotuotot että palkkiokulut sisältävät lisäksi pieniä eriä vertaislainakantaan liittyen, mutta näiden pitäisi hävitä tuloslaskelmalta viimeistään ensi vuoden aikana vertaislainakannan hiljalleen sulaessa.

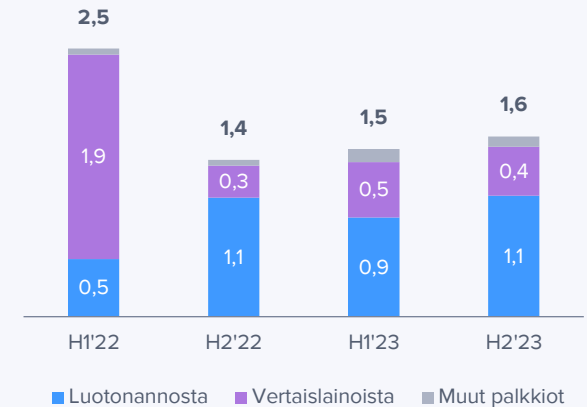
Luotonannon riskit heijastuvat luottotappioihin

Luottotappioiden ja muiden riskien hallinta on pankin keskeisiä ydintoimintoja, mutta näiden arviointi yhtiön ulkopuolelta on hyvin haastavaa. Historiallisten luottotappioiden ja järjestämättömien luottojen kehitys tarjoaa kuitenkin jonkinlaista tarttumapintaa pankin riskienhallinnan onnistumisesta.

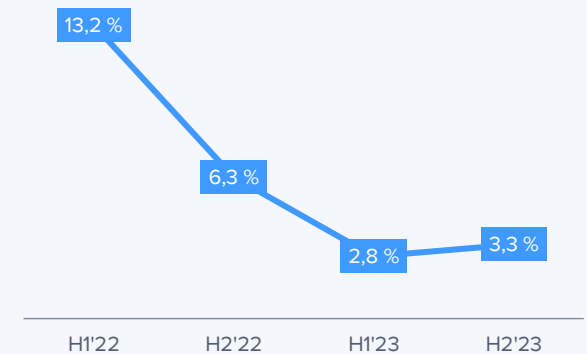
Sulautumisen yhteydessä Alisa Pankki arvio vuosittaisten luottotappioidensa olevan keskimäärin 2,0–3,5 % lainakannasta. Yleispankkeihin nähden taso on korkea, mutta linjassa yhtiön keskeisiin verrokkeihin (vertailu sivulla 19). Tämä selittyy lainakannan jakaumalla, joka ei sisällä lainkaan asuntoluottoja vaan painottuu riskisempään kulutus- ja laskurahoitukseen. Korkeampaa riskiä (ja luottotappioita) vastaan Alisa Pankki saa lainoistaan korkeaa keskimääräistä marginaalia.

Olennaista onkin tarkastella pankin korkokatemarginaalin (korkokate/keskimääräinen lainakanta) kehitystä luottotappiot huomioiden, sillä luottotappiot eivät kirjanpidossa sisälly korkokatteen laskentaan. Tämä tarkastelu tarjoaa paremman kuvan pankin hinnoittelun ja riskienhallinnan onnistumisesta, sillä raportoitua korkokatetta on mahdollista kasvattaa pelkäästään lainanannon riskitasoa nostamalla.

Palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Luottotappiot/keskimääräinen lainakanta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Pankkitoimintansa lyhyen historian aikana Alisa Pankin luottotappiot ovat olleet selvästi tavoitetason yläpuolella, ja vasta 2023 nämä laskivat tavoitehaarukkaan. Historia on kuitenkin tältä osin lyhyt eivätkä aiemmat raportointikaudet ole kovinkaan vertailukelpoisia, sillä luottokanta on kokenut muutoksia. Keskeisenä tekijänä on vertaislainauksesta luopuminen, joka arviomme mukaan selittää valtaosan luottotappiotason laskusta. Otanta on kuitenkin hyvin pieni, joten asiakaskunnan riskitasosta on vaikea tehdä varteenotettavia tulkintoja pelkästään historialukujen pohjalta. Käännymmekin tässä laajemman markkinadatan puoleen. Yhtiön keskeisillä verrokeilla luottotappiotaso on ollut keskimäärin 3,0 % vuosina 2016–2022, mitä pidämme riittävän hyvänä arviona myös Alisa Pankin keskimääräisestä tasosta pitkällä aikavälillä.

Antolainauksen korkotaso sekä tavoiteltu luottotappiotaso huomioiden Alisa Pankilla on arvioimme mukaan edellytykset saavuttaa noin 6 %:n keskimääräinen efektiivinen korkokatemarginaali luottotappioiden jälkeen (2023: 6,1%). Korkokatemarginaalin ei pitäisi olla erityisen riippuvaista korkokehityksestä, sillä pankin viitekorot ja talletuskorot mukailevat 3kk euriborin kehitystä.

Lainakanta keskittyy yksityishenkilöiden luottoihin

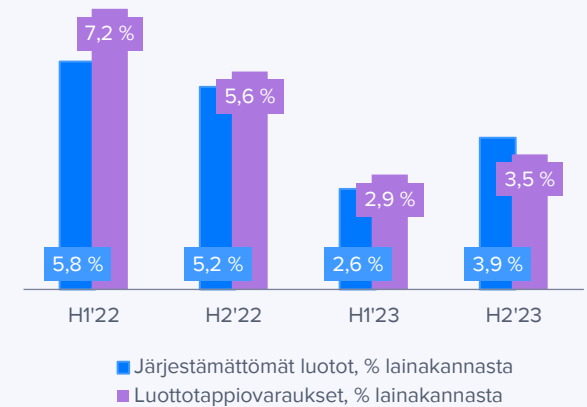
Alisa Pankin nykyinen lainakanta on vahvasti keskittynyt Suomessa asuvien yksityishenkilöiden luottoihin, joiden osuus oli 2023 lopussa noin 72 % lainakannasta. Yritysten osuus luottokannasta oli noin 23 % ja ulkomaisten yksityishenkilöiden noin 4 %. Yksityishenkilöiden luotoissa keskimääräinen maturiteetti oli 5,1 vuotta ja yritysluotoissa 2,3 vuotta. Jatkossa yhtiö pyrkii keskittymään luotonannossaan erityisesti pk-yrityksiin.

Pankin lainakannan laatua voidaan karkeasti arvioida tarkastelemalla järjestämättömien luottojen määrää ja kehitystä. Laina luokitellaan järjestämättömäksi, mikäli lainan suoritukset ovat yli 90 päivää myöhässä tai mikäli havaitaan selkeitä viitteitä siitä, että velallinen ei todennäköisesti pysty maksamaan lainaa takaisin. 2023 lopussa Alisa Pankin järjestämättömien luottojen määrä oli 7,2 MEUR ja tätä vastaava NPL-suhde (järjestämättömät luotot/lainakanta) oli 4,2 %. Alisa Pankin järjestämättömistä luotoista noin 22% muodostuu ulkomaisista kulutusluotoista, 28% yritysluotoista ja loput 50% kotimaisista kulutusluotoista.

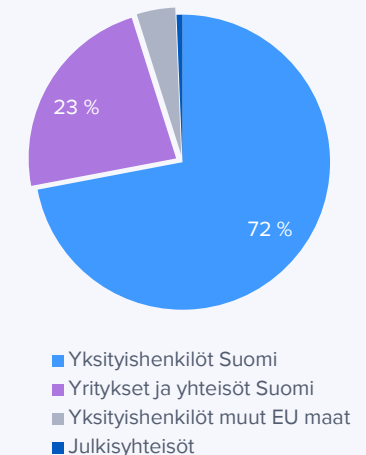
Huomionarvoista on, että Alisa Pankin taseen euromääräisten luottotappiovarauksen sekä järjestämättömien luottojen määrä on laskenut, vaikka luottokanta on kasvanut selvästi. Tämän arvelemme johtuvan vanhojen vertaislainojen alaskirjauksista. Samalla myös järjestämättömien luottojen osuus lainakannasta on laskenut noin 6 %:sta noin 4 %:iin, mikä viittaa lainakannan laadun kohentumiseen. Huomautamme kuitenkin, että luottotappiovaraukset perustuvat laskennalliseen malliin, joka sisältää useita oletuksia lainan takaisinmaksuun liittyen. Näin ollen varaukset voivat lopulta osoittautua myös riittämättömiksi. Tämän vuoksi taseen ja luottotappioiden kehitystä ja toteumaa tulee tarkastella yli ajan.

Luottotappiot ovat myös luonteeltaan varsin syklisiä, joten pankin nykyisen lainakannan keskittyessä kuluttajavastuisiin voidaan luottotappioiden olettaa kasvavan talouden laskusuhdanteessa, kun työttömyys kasvaa ja kotitalouksien (sekä yritysasiakkaiden) käytettävissä olevat tulot laskevat. Noususuhdanteessa vaikutus on luonnollisesti päinvastainen.

Lainakannan laadun kehitys



Lainakannan jakauma (2023)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Kulurakenne pääosin henkilöstö- ja hallintokuluja

Pankin suurimman yksittäisen kuluerän muodostavat henkilöstökulut, joiden määrä oli vuonna 2023 5,5 MEUR (48 % liiketoiminnan kuluista). Toisen merkittävän operatiivisen kuluerän muodostavat muut hallintokulut, joiden määrä oli edellisellä tilikaudella 4,5 MEUR (40 % liiketoiminnan kuluista). Hallintokuluista valtaosa koostuu IT-kuluista sekä ulkopuolisista palveluista.

Alisa Pankin kulurakenne on varsin kiinteä, eikä liiketoiminnan volyymien kasvu vaadi yhtiön mukaan merkittävää henkilöstömäärän lisäystä. Kannattavuuden tulisivat pitkällä aikavälillä skaalautua kohtuullisesti kasvun mukana, sillä arviomme mukaan valtaosa myös liiketoiminnan hallintokuluista sekä muista kuluista on niin ikään kiinteitä. Lisäksi yhtiö käynnisti vuoden 2022 loppupuolella kustannussäästöohjelman, joka on hillinnyt palkkainflaation vaikutusta henkilöstökuluihin sekä laskenut liiketoiminnan muiden kulujen tasoa.

Alisa Pankin poistotaso on varsin maltillinen, sillä poistojen määrä on vuositasolla noin 0,8 MEUR. Valtaosa poistoista tehdään aineettomista omaisuuseristä, jotka ovat syntyneet pankin oman ohjelmistokehityksen tuloksena. Lisäksi poistot sisältävät vuokrasopimuksiin liittyviä kuluja, joiden tulosvaikutus käsitellään IFRS 16 -standardin puitteissa poistoina.

Valituista jakelukanavista johtuen (erityisesti laina- ja talletusvertailusivustot) johtuen yhtiön kulut sisältävät myös luotonvälittäjien palkkioita, mutta IFRS-kirjanpidossa nämä jaksotetaan osaksi efektiivisiä korkotuottoja. Osa asiakashankinnan suorista kuluista vaikuttaa siis vain korkokatteen

laskentaan, eikä esiinny tuloslaskelmalla erillisinä kuluina.

Tase

Pankin liiketoiminta on tasevetoista

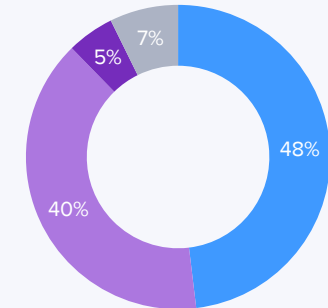
Tyypillisestä osakeyhtiöstä poiketen pankin investointi- ja rahoitusratkaisut eivät ole toisistaan irrallisia, vaan taseen eri puolet liittyvät tiiviisti toisiinsa muodostaen pankin tärkeimmän tuottokomponentin – korkokatteen. Pankin liiketoiminta onkin tasevetoista, joten taseen rakennetta on luontaisinta käsitellä osana liiketoimintamallia.

Lainakanta on taseen tärkein erä

Alisa Pankin tase on pankille varsin yksinkertainen. Varojen puolella suurimmat erät koostuvat käteisestä ja keskuspankkitalletuksista, joiden määrä oli noin 134,8 MEUR vuoden 2023 lopussa. Nämä yhdessä muodostavat pankin likviditeettisalkun. Riittävän likviditeettisalkun ylläpito on pankille tärkeää, sillä sen avulla varaudutaan muun muassa asiakastalletusten nostoihin. Alisa Pankin tapauksessa yhtiön likviditeetti on kuitenkin selvästi vaadittua korkeampi vakavaraisuuden rajoittaessa tällä hetkellä lainanantoa.

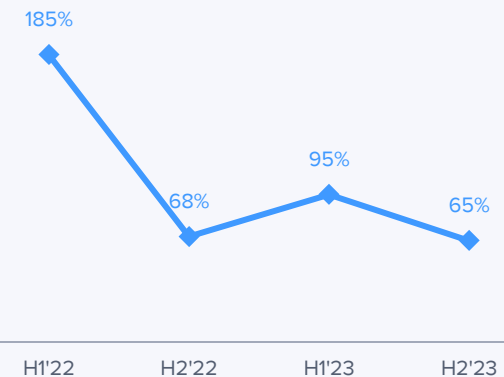
Taseen suurimman yksittäisen varallisuuserän muodostaa yhtiön lainakanta, jonka koko oli luottotappiovaraukset huomioiden 166,9 MEUR. Yhdessä likviditeettisalkku ja lainakanta muodostavat noin 96 % koko taseen loppusummasta. Nämä ovat myös pankin operatiivisen toiminnan perusta.

Kulurakenne (2023)



■ Henkilöstökulut ■ Muut hallintokulut
■ Liiketoiminnan muut kulut ■ Poistot

Kulu-tuottosuhte



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 8,2 MEUR, ja nämä koostuvat aktivoituista IT-kehitysmenoista (2,2 MEUR) sekä liikearvosta (6,0 MEUR). Valtaosa liikearvosta on peräisin Fellow Financen sulautumisesta osaksi Evli Pankkia. IFRS-kirjanpitosäännösten mukaisesti liikearvosta ei tehdä poistoja, vaan liikearvoa testataan arvonalentumisten varalta vuosittain.

Taseen muiden varallisuuserien merkitys on sijoittajan kannalta varsin rajallinen, ja nämä koostuvat muun muassa palkkiosaamisista, käyttöoikeusomaisuuseristä (vuokrasopimukset) sekä tuloverosaamisista. Alisa Pankin taserakenne on esitetty seuraavan sivun kuvaajassa.

Velat koostuvat pääosin talletuksista

Pankki voi rahoittaa lainanantoon yleisöltä kerätyillä talletuksilla, markkinaehtoisella lainarahalla tai omalla pääomalla. Sopiva yhdistelmä riippuu muun muassa pankin myöntämien lainojen riskisyydestä, riskienhallintapolitiikan tavoitteista sekä velkarahan tarjonnasta ja ehdoista.

Alisa Pankille talletukset muodostavat selvästi tärkeimmän rahoituskanavan, sillä yhtiön taseen vastuista noin 86 % (268,9 MEUR) koostui asiakkaiden talletusvaroista. Yleispankeista poiketen Alisa Pankin asiakastalletukset ovat pääsääntöisesti joko säästö- tai määräaikaistileillä. Lainojen juoksuajat ovat myös keskimäärin melko lyhyitä, mikä mahdollistaa lyhytaikaisiin talletuksiin perustuvan liiketoimintamallin.

Talletusten lisäksi Alisa Pankki on laskenut liikkeelle 6,1 MEUR:n debentuurilainan, joka erääntyy loppuvuonna 2027. Debentuurilainalla yhtiö maksaa 8 %:n vuotuista korkoa. Taseen muut velat

ovat varsin pienimuotoisia ja sisältävät vertaislainasijoittajien likvidejä varoja sekä muun muassa korko- ja siirtovelkoja.

Omaa pääomaa Alisa Pankilla oli 2023 lopussa 26,2 MEUR.

Vakavaraisuus alle tavoitetason

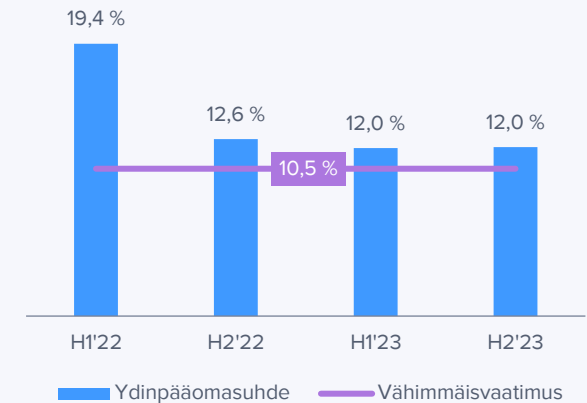
Pankkitoimintaa koskeva lainsäädäntö edellyttää, että pankilla on oltava riittävä määrä omia varoja mahdollisilta tappioilta suojautumiseksi. Vaadittu vakavaraisuuspääoma riippuu erityisesti pankin lainakannan koosta ja riskisyydestä.

Alisa Pankin ydinpääomasuhde oli 2023 lopussa 12 %, kun viranomaisvaatimus on 10,5 %. Yhtiön oma tavoite on ylittää 16 %:n kokonaisvakavaraisuussuhde.

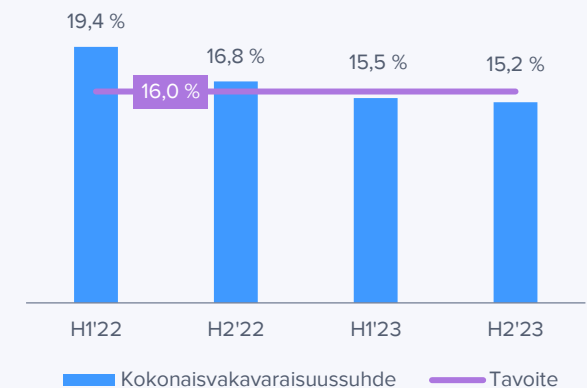
Kokonaisvakavaraisuussuhdetta laskiessa vakavaraisuuspääomiin lisätään pankin liikkeelle laskema Tier 2 -debentuurilaina, jonka määrä vakavaraisuuslaskennassa kuitenkin pienenee vuosittain sääntelystä johtuen. Tämä luonnollisesti vaikuttaa negatiivisesti pankin vakavaraisuuteen lähivuosina. Lainsäädäntö vaatii lisäksi pankilta yli 3 %:n omavaraisuusastetta, joka Alisa Pankilla oli 5,8 % 2023 lopussa.

Toiminnan alkaessa vuonna 2022 pankin vakavaraisuussuhde oli varsin korkea, mutta lainakannan kasvattaminen on syönyt vakavaraisuuspääomia tehokkaasti. Nykyinen taso onkin jo alle tavoitetason, joten yhtiö on joutunut rajoittamaan luotonmyöntöään. Huomautamme, että vakavaraisuus alittaa vasta yhtiön oman tavoitetason, eikä lakisääteinen 10,5 %:n alaraja ole tullut vastaan. Liiketoiminnan kasvattaminen vaatisi kuitenkin vakavaraisuuspääomien vahvistamista.

Ydinpääomasuhde (CET1)

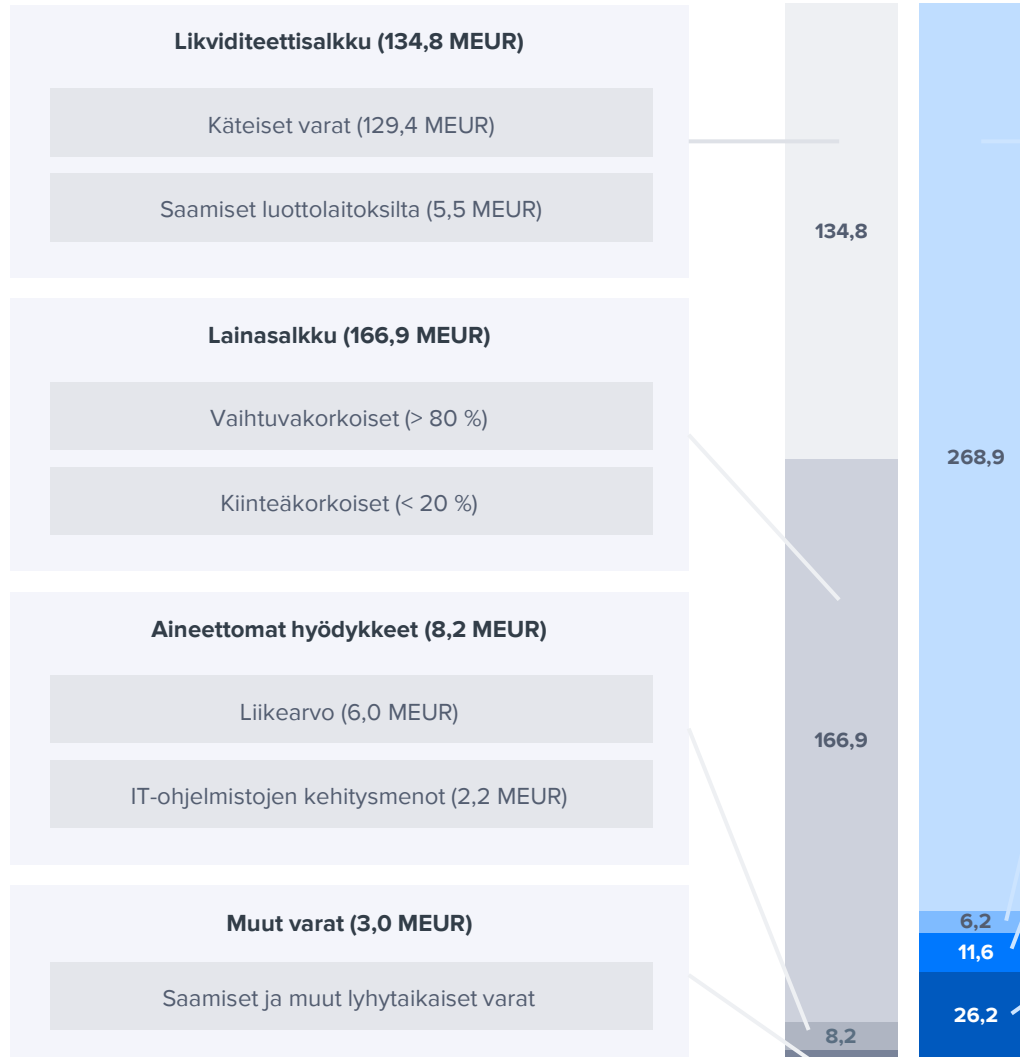


Kokonaisvakavaraisuussuhde (TC)

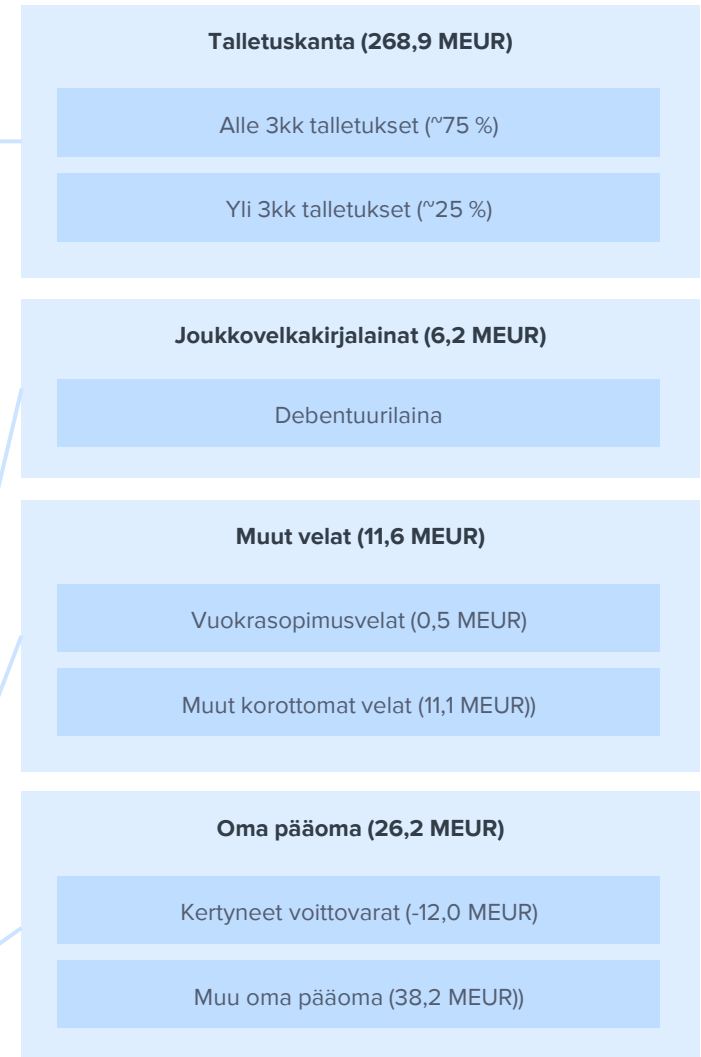


Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Taseen varat



Oma pääoma ja velat



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia

Strategiassaan Alisa Pankki pyrkii yhdistämään digipankkien, kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneiden pankkien ja yleispankkien parhaat ominaisuudet. Keskeiset teemat strategiassa koskevat näkemyksemme mukaan 1) alipalveltuihin asiakassegmentteihin fokusoitumista, 2) Fellow Financen ja Evli Pankin vahvuuksien hyödyntämistä, 3) korkeaa operatiivista tehokkuutta sekä 4) kilpailukykyisiä ja innovatiivisia tuoteratkaisuja.

Keskittyminen alipalveltuihin segmentteihin

Alisa Pankin strategiana on keskittyä liiketoiminnassa perinteisten pankkien toimesta alipalveltuihin asiakassegmentteihin. Tällaisiksi yhtiö näkee muun muassa pk-yritykset, helppokäyttöistä ja joustavaa rahoitusta arvostavat yksityishenkilöt sekä säästäjät, jotka eivät saa talletusvaroilleen kilpailukykyistä korkotuottoa nykyisissä pankeissaan. Nykyisen strategian keskiössä ovat erityisesti pk-yritykset, joita yhtiö painottaa luotonannossaan.

Näille asiakaskohderyhmille Alisa Pankki pyrkii tuottamaan asiakaskokemukseltaan parhaat digitaaliset pankkipalvelut, joihin yhdistyy helposti tavoitettavissa oleva, asiantunteva ja mutkaton henkilökohtainen palvelu. Alisa Pankki ei tavoittele asemaa asiakkaan pääpankkina vaan pyrkii palvelemaan asiakkaita joustavasti ja täydentämään heidän pankkipalveluita sellaisissa tuoteryhmissä, jotka ovat jääneet asiakkaan pääpankissa katvealueeseen. Lähestymistapa on mielestämme järkevä, sillä pienestä koosta johtuen pidämme yhtiön kilpailukykyä suuriin yleispankkeihin nähden vaatimattomana erityisesti

resursseja sitovissa laajoissa peruspankkipalveluissa. Kilpailu asiakkaista on myös käsityksemme mukaan vähäisempää vakuudettomassa kuluttajaluototuksessa sekä pk-yritysten lasku- ja käyttöpääomarahoituksessa, joihin Alisa Pankki on keskittynyt.

Korkea operatiivinen tehokkuus

Alisa Pankin tavoitteena on saavuttaa liiketoiminnassaan kustannusetua korkealla operatiivisella tehokkuudella, 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 luotonmyöntöprosessin ja kilpailukykyisen riskiperusteisen hinnoittelun. Tuotetasolla erottautuminen kilpailijoista on vaikeaa, joten mielestämme kulutehokkuuden onkin oltava strategian keskiössä.

Kilpailukykyiset tuotteet

Uusasiakashankinnan nähdään perustuvan kilpailukykyisten tuotteiden tarjoamiseen sellaisissa muodoissa ja kanavissa, joissa asiakkaat kulloinkin niitä tarvitsevat. Esimerkkejä tällaisista ovat muun muassa verkkokaupan maksuratkaisut sekä integroidut rahoitusratkaisut taloushallinnon toimijoiden palveluissa. Yhtiö näkee edellä mainittujen tuotteiden ja kanavien tarjoavan sille tehokkaan kanavan uusasiakashankintaan. Tästä asiakasvirrasta yhtiö pyrkii edelleen jalostamaan kokonaisvaltaisempia asiakkuuksia muun muassa hyvän asiakas- ja käyttäjäkokemuksen sekä tehokkaan ristiinmyynnin avulla.



Strategian painopistealueet

Fokus alipalveluissa segmenteissä

Ensiluokkainen asiakaskokemus



Korkea operatiivinen tehokkuus

Vakavaraisuus, kotimaisuus ja vastuullisuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Alisa Pankin vuosille 2022–2026 asettamat kasvua, kannattavuutta sekä vakavaraisuutta koskevat numeeriset tavoitteet ovat:

- Yli 25 % luottokannan vuotuinen kasvu
- Yli 15 % oman pääoman tuotto tavoitejakson loppuun mennessä
- Vähintään 16 % kokonaisvakavaraisuussuhde.

Lisäksi Alisa Pankki tavoittelee keskeisiä verrokkejaan vastaavaa asiakastytyväisyyttä.

Vakavaraisuus ajaa muita tavoitteita

Alisa Pankin vakavaraisuutta koskeva tavoite on yhtiön lähivuosien kehityksen kannalta keskeisessä asemassa, sillä kasvua ja kannattavuutta koskevat tavoitteet ovat käytännössä tälle alisteisia. Yhtiön kokonaisvakavaraisuussuhde on tällä hetkellä alle asetetun tavoitetason, mikä tarkoittaa yhtiön tarvitsevan lisää pääomia lainakantansa kasvattamiseksi nykytasoltaan. Yhtiö onkin joutunut jo rajoittamaan luotonantoaan.

Näin ollen tavoite yli 25 %:n luottokannan kasvusta ei ole realistinen ilman pääomarakenteen selvää vahvistamista. Arviomme mukaan tarvittava pääomaruiske olisi kokoluokaltaan noin 15 MEUR, ja tämä mahdollistaisi luottokannan merkittävän kasvun.

Alisa Pankki tiedottikin vuonna 2022 aloittavansa toimet pääomarakenteen vahvistamiseksi, mutta toistaiseksi suunnitelmien etenemisestä ei ole saatu lisätietoja. Käytännössä

rahoitusvaihtoehdot sisältävät osakeannin lisäksi erilaisia hybridi-instrumentteja, jotka vakavaraisuuslaskennassa luetaan omiksi varoiksi. Tarvittavan rahoituspaketin kohtalaisen suuresta koosta johtuen pidämme kuitenkin osakeantia todennäköisimpänä vaihtoehtona.

Vakavaraisuutta on mahdollista kohentaa myös tulorahoituksella, mutta arviomme mukaan nykyisillä rahoitusvolyyeilla liiketoiminnan kannattavuus jää liian matalaksi. Näin ollen pääomitus on käytännössä ainoa vaihtoehto kasvu- ja kannattavuustavoitteisiin yltämiseksi. Suuremmat lainavolyymit ja tämän myötä koheneva kannattavuus puolestaan mahdollistaisivat kasvun rahoittamisen jatkossa ilman ulkopuolista pääomaa.

Kunnianhimoinen oman pääoman tuottotavoite

Alisa Pankin arvon kannalta oman pääoman tuottotavoite on pitkässä juoksussa kaikista olennaisin, sillä lopulta pankin arvon määrittää sen kyky saada tuottoa liiketoiminnan sitomille pääomille.

Alisa Pankin yli 15 % oman pääoman tuottoa koskeva tavoite on kuitenkin hyvin kunnianhimoinen ja vaatii melko kiinteästä kulurakenteesta johtuen liiketoiminnan kokoluokan selvää kasvua. Pidämmekin yli 15 % oman pääoman tuottotasoa yhdessä nykyisen vakavaraisuustavoitteen kanssa epärealistisena yhtälönä ilman mainittua lisäpääomitusta. Yhtiö voisi toki joustaa hieman vakavaraisuustavoitteestaan prosenttiyksiköitä ja nostaa täten kannattavuuttaan, mutta tässä skenaariossa emme näe yli 15 %:n ROE-tasoa

realistisena ilman lisäpääomia.

Pääomituksenkin onnistuessa ei tavoitteeseen yltäminen tule olemaan helppoa, vaan vaatii kasvun lisäksi menestystä lainanannon riski-tuottosuhteen hallinnassa. Kypsemässä vaiheessa pidämme kuitenkin tavoitetason saavuttamista mahdollisena toimialan yleinen kannattavuustaso huomioiden, sillä relevantit verrokkit ovat viimeisen kahdeksan vuoden aikana yltäneet keskimäärin lähes Alisa Pankin tavoitetasolle. Huomionarvioista kuitenkin on, että toimialan tasolla trendi on ollut laskeva, mikä viittaa kiristyneeseen kilpailutilanteeseen. Kunnianhimoisen tavoitteen saavuttaminen tulee siis joka tapauksessa olemaan haasteellista ja vaatimaan aikaa.

Alan parhaiden toimijoiden oman pääoman tuottoluvut ovat kuitenkin yhä 20 %:n paremmalla puolella suurin piirtein Alisa Pankin tavoittelemalla vakavaraisuustasolla. Vaikka nämä toimijat eivät ole verokkiryhmän suurimpia yhtiöitä, on näiden kokoluokka selvästi Alisa Pankkia suurempi. Pankin kasvaessa tietyn pisteen yli suoraa riippuvuutta lainakannan koon ja oman pääoman tuoton välillä ei kuitenkaan ole havaittavissa. Näin ollen erot selittyvät muilla yhtiökohtaisilla tekijöillä kuten sisäisellä tehokkuudella ja lainojen hinnoittelulla.

Alisa Pankin lainakannan kasvua koskeva tavoite on puolestaan arviomme mukaan varsin realistinen, eikä luottojen kysyntä ole kasvun esteenä. Myös verokkien historiallinen kehitys tarjoaa näkemykselle tukea.

Toiminta- ja kilpailuympäristö 1/4

Suomalaiset velkaantuvat

Suomalaisten kotitalouksien velkamäärä suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin on ollut tasaisessa kasvussa jo pidemmän aikaa ja velkaantumisaste on lähes kaksinkertaistunut 2000-luvun alusta. Syyskuussa 2022 suomalaisten kotitalouksien velka oli noin 1,1-kertainen suhteessa käytettäviin tuloihin. Velkaantumista 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 vuosina 2021–2023 maksuhäiriöisten määrä jopa väheni. Arviomme mukaan kehitys selittyy muun muassa viime vuosien kohtuullisen hyvällä työllisyystilanteella. Kehitykseen on arviomme mukaan vaikuttanut myös vuonna 2013 voimaan astunut pienlainojen korkokatto ja syksyllä 2019 voimaan tullut laki kulutusluottojen 20 % korkokatosta. Vuoden 2022 lopussa maksuhäiriöitä oli Suomessa Asiakastiedon mukaan yli 350 000 henkilöllä.

Kulutusluottojen määrä on kasvussa

Vaikka suomalaisten kotitalouksien velasta valtaosa on edelleen asuntolainoja, ovat kulutusluotot kasvaneet viime vuosina asuntolainojen määrää nopeammin. Finanssialary:n vuonna 2023 julkistaman kyselytutkimuksen mukaan jo 34 %:lla vastaajista oli jokin kulutus-

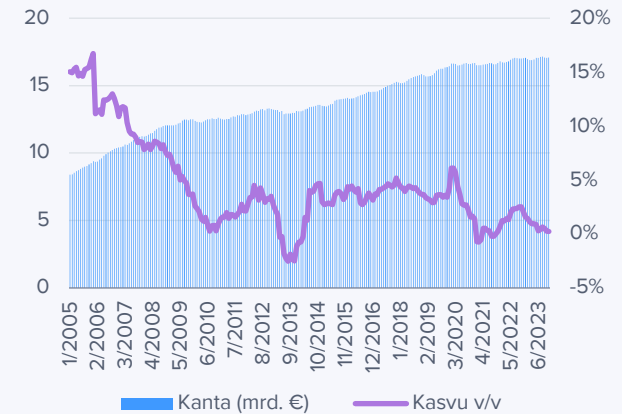
sijoitusluotto. Tavallisin kulutusluottomuoto on tutkimuksen mukaan pankista otettu kulutusluotto, jota oli 23 %:lla. Muuta kuin pankin myöntämää osamaksuluottoa on kyselytutkimuksen mukaan 12 %:lla vastaajista. Kulutusluottokannan keskimääräinen kasvuvauhti oli noin 3 % vuosina 2011–2023.

Yhteensä kotitalouksien kulutusluottokanta oli Suomen Pankin tilaston mukaan noin 25 miljardia euroa toukokuussa 2023. Tästä Suomessa toimivien luottolaitosten myöntämiä luottoja oli noin 2/3, mutta yhä useammin luotonmyöntäjänä toimii muu kuin Suomeen rekisteröity luottolaitos. Suomalaisten rahalaitosten kotitalouksille myöntämien kulutusluottojen kanta oli kokonaisuudessaan 17,1 miljardia euroa, ja tästä noin 3,6 mrd. euroa koostui luottokorttivelosta. Vakuudettomien kulutusluottojen osuus koko kulutusluottokannasta on noin puolet, ja näiden keskiporkko oli noin 12 %.

Yrityslainakanta on kasvanut muuta markkinaa nopeammin

Suomalaisten rahalaitosten myöntämien lainojen yhteenlaskettu määrä on viime vuosina kasvanut (2011–2023: CAGR-% 4 %) ja kasvu on painottunut erityisesti yrityslainoihin. Marraskuussa 2023 suomalaisten rahalaitosten euroalueen yrityksille myöntämien lainojen kanta oli 107 miljardia euroa, josta arviomme mukaan huomattava osuus oli vakuudellista (vakuutena asunto- tai kiinteistövakuus tai muu vakuus). Tuoreimpien tilastojen perusteella uusien yritysainojen keskiporkko oli noin 5,7 %.

Kulutusluotot suomalaisilta rahoituslaitoksilta



Kotitalouksien velkaantumisaste ja korkorasitus



Toiminta- ja kilpailuympäristö 2/4

Suomessa sekä muualla Euroopassa pankit ovat historiallisesti vastanneet pääosin etenkin pienten ja keskiuurten 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. Näiden toimijoiden tarjoama rahoitus painottuu erityisesti rahoitusleasingiin ja laskurahoitukseen (factoring) ja ne kilpailevat siten myös Alisa Pankin kanssa.

Myös laskurahoituksen kysyntä on kasvanut

Factoring-palvelujen eli laskurahoituksen suosio Suomessa on ollut selvässä kasvussa 2010-luvulta lähtien. Suosion kasvua on ajanut mm. palvelun yleistyminen sekä havaitut edut kassan kierron nopeuttamisessa. Lisäksi rahoitusprosessi on tyypillisesti helppo ja nopea.

Factoring-palveluiden volyyymi, eli rahoitusyhtiöiden rahoittamien ja ostamien myyntisaatavien määrä, oli Suomessa arviolta noin 28 miljardia euroa vuonna 2022, ja markkina on kasvanut FCI:n tilastojen mukaan keskimäärin noin 7 % vuodessa vuosien 2010–2022 välillä (CAGR). Viimeisen kolmen vuoden aikana kasvu on kuitenkin jäänyt olemattomaksi, mikä viittaa markkinan saturoitumiseen. Huomionarvoista on, että laskurahoituspalveluiden markkinan koko on Suomessa yhä jonkin verran esimerkiksi Ruotsia suurempi (21,5 miljardia euroa). Tarkasteltaessa

koko Eurooppaa, on Suomen osuus factoring-markkinasta kuitenkin vain noin prosentin luokkaa.

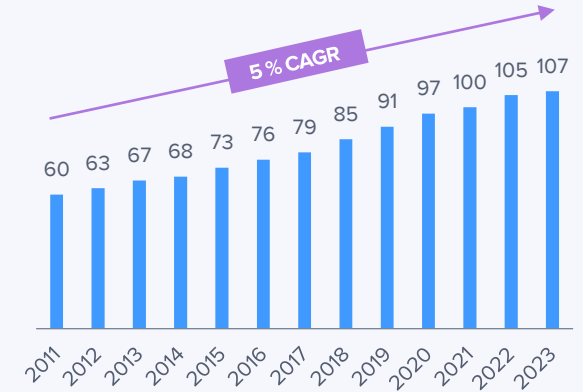
Muiden kuin pankkien myöntämän laskurahoituksen keskiporko oli Suomen Pankin tilastojen perusteella noin 16 % (9/2023). Laskurahoituksessa keskiporko onkin tyypillisesti hieman kulutusluototusta korkeampi.

Toimiala on syklinen

Kuluttajien ja yritysten luototukseen perustuva liiketoimintamalli on luonteeltaan varsin syklistä, sillä erilaisten luottojen kysyntä on riippuvaista taloustilanteen kehityksestä. Vaikka tarve rahoitukselle ei häviä laskusuhdanteessa, heijastuvat talouden matalammat liiketoimintavolyymit myös muun muassa laskurahoitukseen asiakasyritysten laskevien laskutusmäärien kautta. Myös kasvupanostuksia varten nostettavien lainojen kysyntä laskee tyypillisesti laskusuhdanteessa.

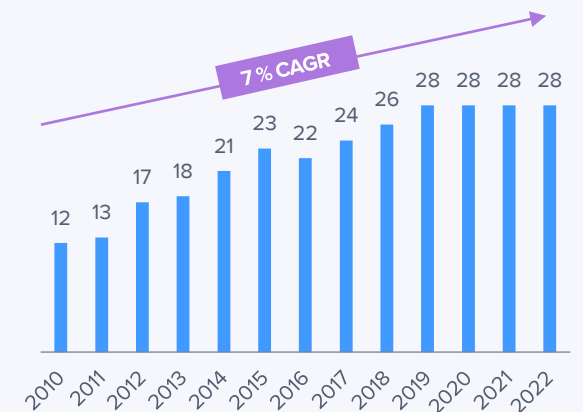
Kuluttajapuolella taas tarve erilaisille osamaksusopimuksille sekä kulutusluotoille elää kuluttajaluottamuksen ja kuluttajien yleisen ostoaktiiviteetin mukana. Näitä luottoja käytetään tavallisesti kestokulutushyödykkeiden hankintaan (esimerkiksi autot, kodinkoneet ym.), joiden kysyntään taloustilanteella on yleensä huomattava vaikutus. Myös luottotappiotasot tyypillisesti kasvavat laskusuhdanteessa. Toimialan syklisyydestä johtuen kehitystä tuleekin seurata myös pidemmällä aikajänteellä, sillä vallitsevalla taloustilanteella on kilpailutilanteen ohella olennainen vaikutus toimialan yhtiöiden kannattavuuskehitykseen.

Yritysluottokanta (mrd. €)



Lähde: Suomen Pankki *euroalueelle myönnettyt lainat

Factoring-rahituksen volyymikehitys Suomessa (mrd. €)



Lähde: FCI

Toiminta- ja kilpailuympäristö 3/4

Kilpailuympäristö

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

Yleisesti ottaen sektorilla kilpailu toimijoiden välillä on tiukkaa ja homogeenisestä tuote- ja palvelutarjoamasta johtuen erottautuminen on toimialalla mielestämme hyvin vaikeaa. Näkemyksemme mukaan Alisa Pankki voi pyrkiä erottautumaan kilpailijoista lähinnä asiakas- ja käyttäjäkokemuksellaan sekä kotimaisuudellaan, joka tukee yhtiön luotettavuusmielikuvaa moniin muihin palvelutarjoajiin nähden.

Digipankeista Alisa 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 pääomaa hyvin korkeilla valuaatioilla. Digipankkien kilpailuvahvuuksiksi lukeutuvat muun muassa erinomaisen käyttäjäkokemuksen mobiilisovellukset ja asiakkuuden helppo avaaminen. Alisa 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 Alisa Pankin

kilpailijoita ovat muun muassa Bank Norwegian (osa Nordax Groupia), Resurs Bank, Norion (aiemmin Collector), Svea ja TF Bank. Kyseiset toimijat ovat erikoistuneet lähtökohtaisesti kannattaviin tuotealueisiin (mm. vakuudettomat kulutusluotot, yrityslainat ja laskurahoitus) ja ovat kasvaneet viime vuodet kannattavasti sekä selvästi yleistä pankkimarkkinaa 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 lukeutuvat muun muassa luotettavuus, henkilökohtainen palvelu ja kokonaisvaltaiset palvelumallit. Yleispankeista keskeisiä kilpailijoita Alisa Pankille ovat Suomessa esimerkiksi markkinajohtajat OP-ryhmä ja Nordea sekä Danske Bank, Säästöpankkiryhmä ja Aktia. Yleispankit kilpailevat Alisa Pankin kanssa vakuudettomissa kuluttajaluotoissa, yritysrahoituksessa sekä talletuksissa. Vakuudettomissa kuluttajaluotoissa Alisa Pankki pyrkii erottautumaan yleispankeista (sekä kuluttajarahoitukseen erikoistuneista yhtiöistä) muun muassa kilpailukykyisellä hinnoittelulla ja rahoituksen joustavuudella. Yritysrahoituksessa Alisa 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.



Alisa Pankin kilpailukenttä

LUNAR°

N26

Revolut

Digipankit

Rēsurs

banknorwegian

SVEA

TFBank

Kuluttaja- ja yritysrahoitukseen erikoistuneet pankit

Nordea



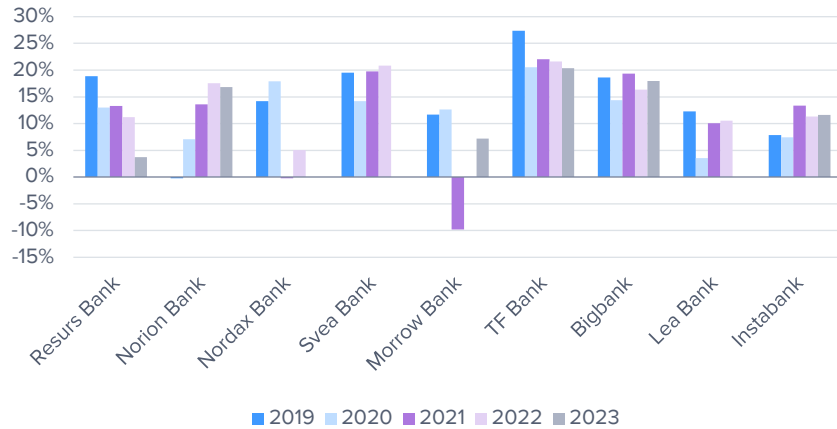
Danske Bank

Aktia

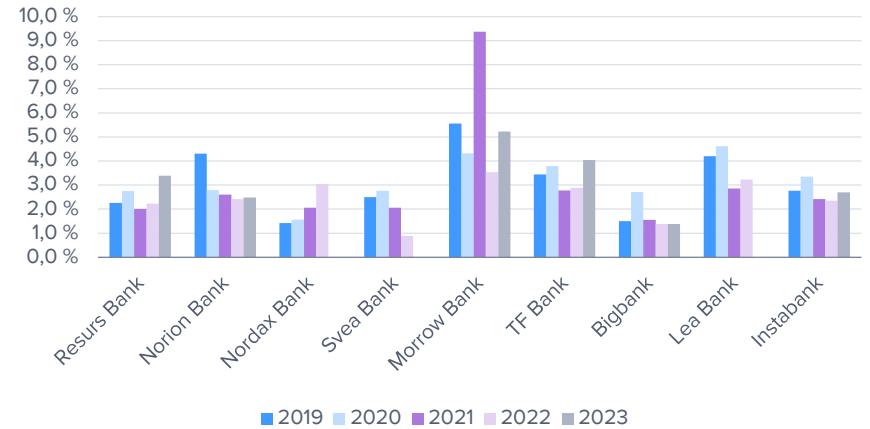
Yleispankit

Toiminta- ja kilpailuympäristö 4/4

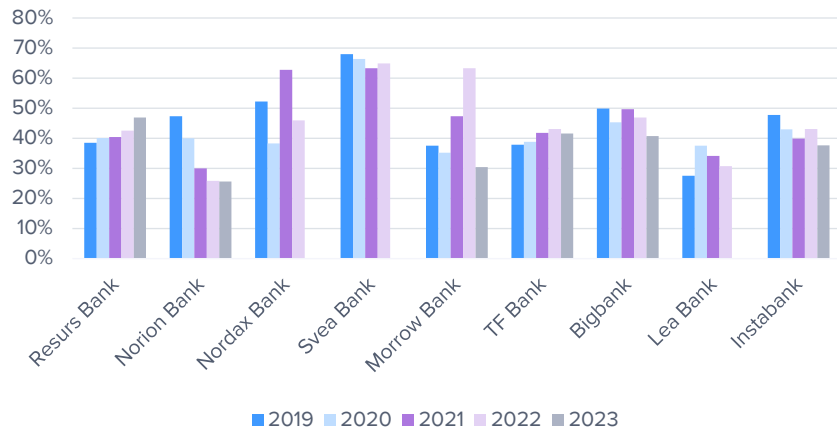
Verrokkien oman pääoman tuotto (ROE)



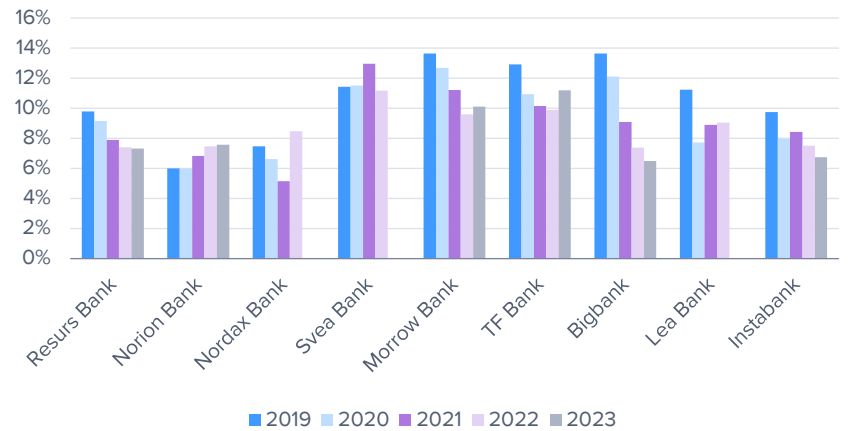
Verrokkien luottotappiot/lainakanta, %



Verrokkien kulu-tuottosuhte



Verrokkien korkokate/lainakanta, %



* Nordax Bankilta, Svea Bankilta ja Lea Bankilta ei vielä saatavilla 2023-lukuja.

Lähde: Yhtiöt / Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Matala markkinaosuus ja luottojen kasvava kysyntä mahdollistavat antolainauskannan voimakkaan kasvun

2.

Kiinteä kulurakenne mahdollistaa kannattavuuden skaalautumisen lainavolyymien kasvun mukana

3.

Pidemmällä aikavälillä mahdollisuudet ylittää kilpailukykyiseen oman pääoman tuottoon

4.

Lisäpääomitusta kuitenkin tarvitaan, sillä lainakannan kasvu sitoo pankin vakavaraisuuspääomia

5.

Nykymuotoisena toimintahistoria on lyhyt ja kannattavuus vaatimatonta, mikä nostaa yhtiön 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



- Kasvun hallitseminen ja riskienhallinnassa onnistuminen
- Kilpailun kiristyminen lainamarkkinalla
- Liiketoiminnan volyyymien kasvattaminen vaatii lisäpääomituksen onnistumista. Mahdolliseen osakeantiin liittyy myös merkittävä diluutoriski nykyomistajille.
- Suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Mahdolliseen kansainvälistymiseen liittyvät riskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet 1/5

Ennusteiden taustaoletukset

Mallinamme Alisa Pankin liiketoiminnan tuottoja lainakannan kasvun sekä arvioimamme antolainauskoron perusteella. Olemme olettaneen markkinakorkojen laskevan noin 2–3 %:iin nykyisten markkinaennusteiden mukaisesti. Alisa Pankin lainanannon ja talletuskustannusten eläessä lyhyiden viitekorkojen mukana ei yhtiön korkokate ole kuitenkaan erityisen riippuvaista korkokehityksestä, mikä hieman laskee pankin tärkeimpään tulolähteeseen eli korkokatteeseen liittyvää ennusteriskiä. Arviomme mukaan korkokehitystä tärkeämmäksi muodostuukin pankin oma riskienhallinta lainanannon kasvaessa voimakkaasti.

Kasvuennusteissamme on kuitenkin huomioitava, että viimeisen vuoden ajan pankin lainakannan kasvua on jarruttanut sen vakavaraisuus, joka on luottokannan kasvun sekä vaatimattoman kannattavuuden johdosta painunut jo alle yhtiön tavoitetilan. Omissa ennusteissamme olemme arvioineet yhtiön vahvistavan pääomistustaan kuluvan vuoden aikana, mutta huomautamme, että lainakannan kasvua koskevat ennusteemme ovat täysin alisteisia tämän onnistumiselle. Ilman lisäpääomia tulee lainakannan kasvu jäämään lähivuosina olemattomaksi. Olemme käsitelleet pääomarakenteen vahvistamiseen tähtääviä toimia tarkemmin Ennusteet-kappaleen loppupuolella. Tarkemmat tulosenusteemme löytyvät raportin sivun [26](#) taulukosta.

Talletuskannan koko ei rajoita luotonantoa

Odotamme Alisa Pankin rahoittavan antolainauksen talletuksilla myös jatkossa. Toiminnan käynnistyttyä liiketoiminnan ylösajoa

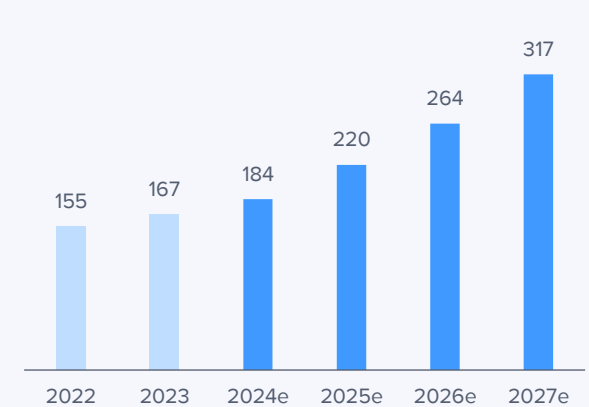
vauhdittivat oleellisesti yhdistyneiden yhtiöiden olemassa oleva asiakaskunta eli vanhan Fellow Financen ulkona oleva vertaislainakanta sekä Evlin pankkitoiminnan talletusvarat. Jatkossa talletuksia ja lainoja pitää kuitenkin saada yhä uusilta asiakkailta. Talletuskannan merkittävä kasvu on silti täysin realistista, sillä arviomme mukaan yhtiön tarjoamat talletuskorot ovat erityisesti yleispankkeihin nähden hyvin kilpailukykyisiä. Tästä saatiin esimakua kuluvan vuoden tammikuussa, kun Alisa Pankin talletuskanta kasvoi erittäin voimakkaasti (+44 %) pankin liityttyä loppuvuodesta Saksan ja Alankomaiden talletusvertailuportaaliin.

Pidämme alkuvuonna nähtyjä kasvulukuja kuitenkin poikkeuksellisen korkeina, minkä lisäksi ulkomailta tuleviin talletusvaroihin liittyy arviomme mukaan keskimääräistä korkeampi lunastusriski. Näin ollen talletuskannassa esiintyy heiluntaa lähivuosina. Vuosina 2024–2027 odotamme Alisa Pankin talletuskannan kasvavan keskimäärin noin 10 %:n vuosivauhtia, mikä vastaa suunnilleen vuoden 2023 kehitystä. Näin ollen talletuskannan koko ei ole lähivuosina kasvun esteenä, vaan yhtiöllä on merkittävästi ylimääräistä kassaa myös jatkossa.

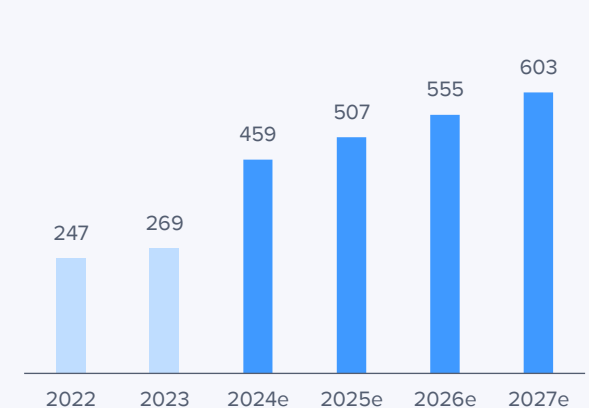
Korkokate ajaa tuottojen kasvua

Arviomme mukaan myös luottojen kysyntä ei muodostu kasvun esteeksi, joten odotamme pankin lainakannan kasvavan ennusteperiodilla noin 20 %:n keskimääräistä vuosivauhtia. Ennusteissamme lainakannan koko vuoden 2027 lopulla on siten noin 320 MEUR (2023: 167 MEUR). Lainakannan arviomme generoivan yhtiölle antolainauksen palkkiokulut huomioiden noin 9,5–10 %:n vuotuiset efektiiviset korkotuotot.

Lainakannan ennusteet (MEUR)



Talletuskannan ennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/5

Talletusten lisäksi yhtiöllä on taseessaan vuoden 2027 loppupuolella erääntyvä debenttuurilaina, jonka vuosikorko on 8 %. Talletuskorkojen odotamme mukailevan 3kk euriborin kehitystä, sillä pankin nykyisestä talletuskannasta valtaosa on luonteeltaan lyhytaikaista. Myös luotonanto on sidottu pääosin 3kk euriboriin, joten otto- ja antolainauskorkojen erotuksena arvioimme yhtiön yltävän lähivuosina 8–9 %:n korkokatteeseen keskimääräiseen lainakantaan suhteutettuna. Tämä sisältää myös pankin likviditeettisalkulle tienaamat korkotuotot keskuspankitalletuksista sekä lainavälittäjille maksettavat palkkiot, jotka jaksotetaan osaksi efektiivisiä korkotuottoja.

Ennusteidemme lopputulemana odotamme Alisa Pankin korkokatteen kasvavan keskimäärin noin 15 % vuodessa (CAGR) 2024–2027. Kasvua selittää ennen kaikkea lainakannalle ennustamamme voimakas kasvu (+17 % p.a.). Vaikka Alisa Pankki onkin yleispankkeja vähemmän riippuvainen markkinakorkojen kehityksestä, sisältävät kasvuennusteemme oletuksia mm. käynnissä olevan lisäpääomituksen onnistumisesta sekä lainamarginaalien kehityksestä. Näin ollen korkokatteen ja liiketoiminnan tuottojen kehitykseen liittyvät ennusteriskit ovat yhtiön kohdalla yhä varsin korkeita.

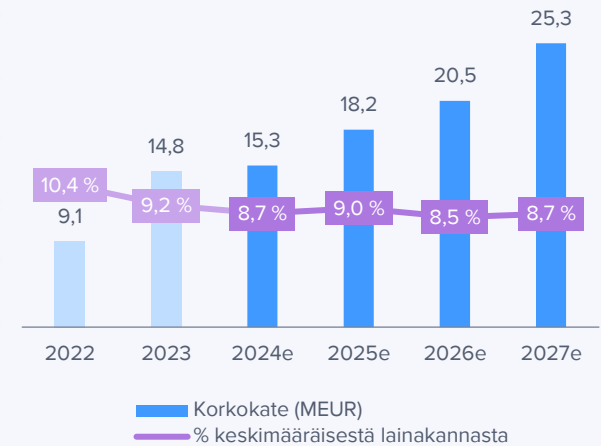
Palkkiotuotot kasvavat ennusteissamme lainakannan mukana, ja näiden oletamme olevan keskimäärin noin 1,3 % lainakannasta. Näin ollen liiketoiminnan tuottojen kasvuennusteemme mukailee varsin hyvin korkokatteen odotettua kehitystä.

Luottotappioennusteet verrokkien tasolla

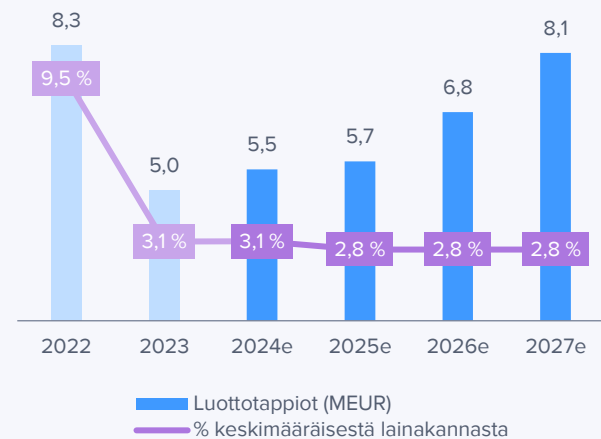
Luottotappioiden ennustamme asettuvan tulevana vuosina yhtiön esittämän 2,0-3,5 % tavoitehaarukan keskikohtaan ja olevan näin ollen keskimäärin noin 2,8 % lainakannasta. Taso on linjassa keskeisten verrokkien historiallukujen kanssa. Lyhyellä aikavälillä odotamme luottotappioiden olevan hieman koholla, sillä heikentyneen taloustilanteen pitäisi heijastua myös muun muassa työllisyyskehitykseen ja konkurssimääriin. Kuluvalle vuodelle ennustamme 3,1 %:n luottotappiotasoa keskimääräiseen lainakantaan suhteutettuna. Alisa Pankin nykyiset luottotappiovaraukset sisältävät 0,9 MEUR johdon harkinnanvaraisia puskureita, joita yhtiö voi purkaa toteutuvien luottotappioiden kattamiseksi. Tämä hieman vaimentaa kuluvalle vuodelle ennustamaamme luottotappiokirjausten kasvua.

Isossa kuvassa arvioimme pankin lainakannan laadun kuitenkin parantuneen, kun vertaislainoista siirryttiin nykyisiin yritys- ja kuluttajaluottoihin. Yhtiön lainanannon nykyinen painopiste on yritysluotoissa, joiden riskit ovat käsityksemme mukaan hieman kuluttajapuolta matalammat. Tämä osaltaan pitää luottotappioennusteemme maltillisina. Suuriin yleispankkeihin nähden taso on kuitenkin varsin korkea, mikä heijastelee eroja pankkien liiketoimintamalleissa ja lainakannan riskiprofiileissa. Joka tapauksessa luottotappioiden sekä lainakannan laadun kehitystä tulee seurata jatkossa tarkasti luotonannon volyymien kasvaessa, sillä kasvatavoitteisiin on mahdollista yltää myös riskitasoa kasvattamalla.

Korkokatteen ennusteet



Luottotappioennusteet



Ennusteet 3/5

Kulurakenteen tulisi skaalautua

Lähivuosien tulospotentiaalin ulosmittaamisen kannalta keskeistä on, miten yhtiö onnistuu tuottojen kasvun ohella kulutehokkuudessa. Kulurakenteen osalta mallinamme henkilöstökuluja ennustetun henkilöstömäärän kasvun ja keskimääräisen työntekijäkulun kautta. Nykyisen henkilöstömäärän arvioimme kantavan huomattavasti suurempaa liikevaihdon volyyymiä, ja myös hallinnointikuluissa arvioimme olevan selvää skaalautumispotentiaalia liiketoiminnan ollessa vielä ylösajovaiheessa. Näin ollen odotamme hallinnointikulujen sekä henkilöstökulujen kasvun jäävän lähivuosina selvästi liiketoiminnan tuottojen kasvuvauhdista. Kokoluokan kasvaessa kiinteiden kustannusten osuus kokonaiskustannuksista kuitenkin laskee, minkä seurauksena myös kulurakenteen tuoma skaalalyöty heikkenee. Tämä on näkynyt myös kypsempään vaiheeseen siirtyneiden verrokkien kulu-tuottosuhteen kehityksessä.

Pääomitus mahdollistaa tulokasvun

Kokonaisuudessaan nykyiset ennusteemme odottavat lähivuosilta varsin vankkaa tuloskehitystä. Kuluva vuosi 2024 on ennusteissamme vielä tappiollinen, mutta tämän jälkeen kasvavat tuotot vetävät skaalautuvasta kulurakenteesta johtuen tuloksen selvään kasvuun. Vuoden 2027 loppuun mennessä oman pääoman tuotto kipuaa ennusteissamme noin 11 %:iin, joka lähentelee jo keskeisten verrokkien viimeisen viiden vuoden mediaania. Yhtiön tavoittelemaa yli 15 %:n oman pääoman tuottoa vuoden 2026 loppuun mennessä pidämme kuitenkin turhan kunnianhimoisena. Matala veroaste tukee nettotulosta vielä jonkin aikaa, sillä vahvistetuista

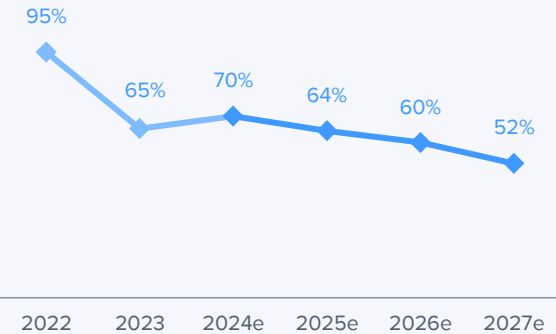
edellisten tilikausien tappioista johtuen ei veroja tarvitse lähivuosina juuri maksella. Pidämme tässä vaiheessa 11 %:n oman pääoman tuottoa myös sopivana arviona pankin normalisoidusta kannattavuustasosta pidemmällä aikavälillä. Vaikka tätä korkeampi kannattavuusoletus olisi perusteltavissa, emme ole valmiita ottamaan ennusteissamme etukenoa näyttöjen vielä puuttuessa.

Painotamme jälleen, että kasvuennusteidemme toteutuminen vaatii lisäpääomitusohjelman onnistumista. Ilman vakavaraisuuden vahvistamista ei yhtiöllä ole näkemysksemme mukaan edellytyksiä olennaiselle tulosparannukselle, sillä lainakantaa ei ole mahdollista kasvattaa nykytasoltaan eikä kulurakenteessa ole tehostamisohjelman jäljiltä juurikaan trimmattavaa. Näin ollen skenaariossa, jossa vakavaraisuutta ei saada vahvistettua, jää tulos väistämättä polkemaan nollan tuntumaan. Tämä tarkoittaa, että tulosenusteemme tulevat jatkossa elämään myös lisäpääomituksen aikataulun mukaan.

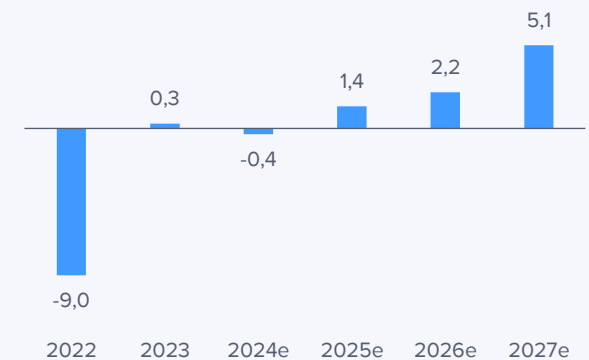
Tase kaipaa kipeästi lisäpääomia

Pankin nykyinen ydinpääomasuhdeluku (CET1) oli vuoden 2023 lopussa 12,0 %, mikä ylitti lakisääteisen 8,5 %:n vaatimuksen 3,5 %:lla. Tämän osalta on huomioitava, että Finanssivalvonta on asettanut 1.4.2024 voimaan astuvan 1,0 %:n lisäpääomavaateen, joka laskee Alisa Pankin lakisääteisiä vakavaraisuuspuskureita. Pankin nykyinen kokonaisvakavaraisuussuhde (sisältää ydinpääoman lisäksi debentuurilainan) on jo puolestaan alle pankin tavoitteleman 16 %:n vähimmäistason. Näin ollen pankin pääomat kaipaavat kipeästi vahvistusta lainakannan kasvattamiseksi.

Kulu-tuottosuhteen ennusteet



Nettotuloksen ennusteet (MEUR)



Ennusteet 4/5

Tuloskasvuennusteidemme tueksi olemmekin sisällyttäneet ennusteisiimme osakeannin vuoden 2024 loppupuolelle, vaikka huomautammekin, että lisäpääomituksen toteutumiseen, aikatauluun ja ehtoihin liittyy hyvin merkittävää epävarmuutta.

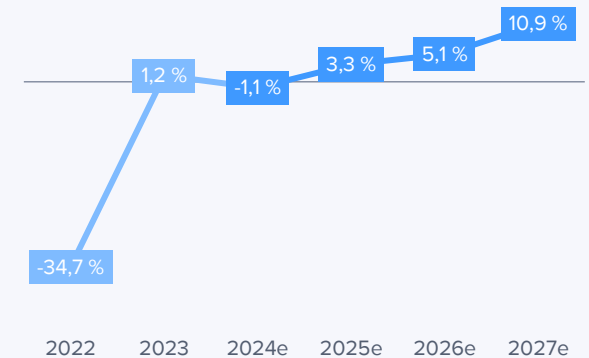
Tulosennusteidemme perusteella arvioimme tarvittavan lisäpääoman olevan noin 15 MEUR:n luokkaa, jotta pankki saavuttaa riittävän skaalan ja pystyy jatkossa rahoittamaan kasvuaan tulorahoituksella. Omat ennusteemme ovat alle yhtiön lainakannan kasvutavoitteen, joten tavoiteltuun 25 %:n kasvuun yltämiseksi voi tarvittava lisäpääomitus olla tätäkin suurempi. Huomautamme, että laskelma sisältää paljon oletuksia muun muassa korkokatteen, luottotappioiden sekä lainakannan kehityksestä, joten tähän tulee suhtautua lähinnä suuntaa antavana. Joka tapauksessa tarvittava lisäpääomitus on pankin nykyiseen 26 MEUR:n omaan pääomaan nähden suuri, ja toteutuessaan anti tulee laskemaan nykyisten osakkeenomistajien omistusosuuksia merkittävästi. Olemme varovaisuuden nimissä olettaneet annin merkintähintaan 30 % alennuksen, sillä arviomme mukaan riski nykykurssia matalammasta tasosta on merkittävä jo aikataulun venymisen perusteella. Tämä kasvattaa osakemäärän ennusteissamme yli kaksinkertaiseksi. Näin ollen myös osakekohtaisen tuloksen ennusteemme huomioivat mahdollisen annin vaikutukset. Muita ennustemuutoksia emme ole laajan raportin yhteydessä tehneet. Painotamme kuitenkin, että annin merkintähintaa tai muita ehtoja on tässä vaiheessa äärimmäisen haastava arvioida.

Pankki voi myös mahdollisuuksien mukaan järjestää rahoitusta yhdistelmänä osakeantia ja velkarahoitusta (esim. nykyisen kaltainen debentuurilaina joka luetaan vakavaraisuudessa omiin varoihin). Debentuurilainan positiivinen vaikutus pankin omiin varoihin laskee kuitenkin vakavaraisuuslaskennassa vuosittain kohti maturiteettia (vakavaraisuussääntelystä johtuen), joten pitkäaikaiseksi ratkaisuksi tästä ei ole. Lisäksi pankin ydinvakavaraisuus vaatii joka tapauksessa vahvistamista, sillä se on nykyiselläänkin lähellä vähimmäisvaatimusta, kun huomioidaan huhtikuussa voimaan astuva korotus. Näin ollen pidämme todennäköisimpänä vaihtoehtoa, jossa ainakin suurin osa lisäpääomasta kerätään oman pääoman ehtoisena. On myös mahdollista, että pääomaa kerätään useassa osassa. Tämä kuitenkin tuskin on pankin tavoitetila, sillä pienempi anti johtaisi uuteen lisäpääomatarpeeseen varsin nopeasti, mikäli lainakanta kehittyi suunnilleen ennusteidemme mukaisesti.

Emme odota osinkoa lähivuosina

Koska Alisa Pankin kasvu sitoo kaiken nykyisen sekä markkinoilta kerättävän vakavaraisuuspääoman, ei yhtiö tule maksamaan osinkoa omistajilleen vielä pitkään aikaan. Pidemmällä aikavälillä tulorahoituksen pitäisi kuitenkin jo kattaa pääomavaateen kasvun, jolloin myös osingonmaksuun siirtyminen on ajankohtaisempaa. Emme kuitenkaan pidä todennäköisenä, että tämä tapahtuisi ainakaan seuraavan viiden vuoden aikana nykyisen kulutason vaatiessa lainavolyymien merkittävää kasvua.

Oman pääoman tuoton (ROE) ennusteet



Ennusteet 5/5

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Korkokate	9,1	7,4	7,3	14,8	7,2	8,1	15,3	18,2	20,5	25,3
Nettopalkkiotuotot	1,5	0,8	0,9	1,8	1,0	0,9	1,8	1,7	2,0	2,3
Arvopap. kaupan ja valuuttatoiminnan tuotot sekä muut tuotot	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	10,2	8,4	8,3	16,7	8,1	8,9	17,1	19,8	22,6	27,6
Henkilöstökulut	-5,4	-2,8	-2,7	-5,5	-2,7	-2,9	-5,7	-6,1	-6,4	-6,8
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-0,4	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Poistot ja arvonalentumiset	-0,7	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-11,6	-5,7	-5,7	-11,4	-5,8	-6,2	-12,0	-12,8	-13,6	-14,3
Arvonalentumiset luotoista ja muista saamisista	-8,3	-2,2	-2,8	-5,0	-2,7	-2,8	-5,5	-5,7	-6,8	-8,1
Liikevoitto	-9,7	0,4	-0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
Tuloverot	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-9,0	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
Vähemmistöt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	-9,0	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
EPS	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03
EPS ilman kertaeriä	-0,08	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024	2025	2026	2027
Tuottojen kasvu-%	-	253 %	6 %	63 %	-3 %	7 %	2 %	16 %	14 %	22 %
Kulu/tuotto-suhde	113 %	69 %	68 %	68 %	71 %	69 %	70 %	65 %	60 %	52 %
Oman pääoman tuotto-%	-34,7 %	2,6 %	0,3 %	1,2 %	-2,4 %	-0,2 %	-1,1 %	3,3 %	5,1 %	10,9 %
Arvonalentumiset, % keskim. lainakannasta	9,5 %	2,8 %	3,3 %	3,1 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liiketoiminnan tuotot	17,1	17,1	0 %	19,8	19,8	0 %	22,6	22,6	0 %
Liiketoiminnan kulut	-12,0	-12,0	0 %	-12,8	-12,8	0 %	-13,5	-13,6	1 %
Liikevoitto	-0,4	-0,4	2 %	1,4	1,4	-3 %	2,3	2,2	-3 %
EPS	0,00	0,00		0,02	0,01	-64 %	0,03	0,01	-61 %
EPS ilman kertaeriä	0,00	0,00		0,02	0,01	-64 %	0,03	0,01	-61 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Yhteenveto arvostuksesta

Nykyisillä ennusteilla Alisa Pankin arvostuksessa on vaikea nähdä oleellista lyhyen aikavälin nousuvaraa. Kun huomioidaan, ettei yhtiöltä ole odotettavissa lähivuosina osinkoa, vaatisi mielekäs tuotto-odotus taakseen annin onnistumisen lisäksi erinomaista operatiivista suoriutumista. Vaikka skenaario on mahdollinen, painavat pääomituksen liittyvä epävarmuus kasvuennusteisiin liittyvä epävarmuus vaakakupissa tällä hetkellä potentiaalia enemmän. Näin ollen pidämme osakkeen riski-tuottosuhdetta nykyarvostuksella heikkona. Toistamme 0,15 euron tavoitehintamme, mutta nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy) viimeaikaisen kurssilaskun myötä. Tavoitehintaa on linjassa arvioomme pankin käyvistä arvosta, joka on 0,14–0,17 euroa osakkeelta.

Kehitysvaihe nostaa tuottovaatimusta

Alisa Pankki profiloituu näkemyksemme mukaan vahvasti kasvuyhtiöksi. Yhtiö on määritelmällisesti vielä varsin varhaisessa kehitysvaiheessa, mutta yhdistyneillä yhtiöillä on kumuloitunutta kokemusta omista liiketoiminnoistaan. Vaikka varhainen kehitysvaihe nostaakin yhtiön riskiprofilia, ovat relevantit verrokki osoittaneet, että toimialalla edellytykset kannattavan liiketoiminnan harjoittamiselle ovat hyvät. Käynnissä olevasta lisäpääomitusohjelmasta sekä kasvuennusteisiin liittyvästä huomattavasta ennusteeriskistä johtuen sovellamme kuitenkin Alisa Pankille kohtalaisen korkeaa 11,7 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Elinkaaren kypsemässä vaiheessa tulostason normalisoituessa tuottovaatimuksessa onkin todennäköisesti laskupainetta, mutta toistaiseksi emme ole huomioineet tätä laskelmissamme.

Pankin arvonmäärityksen erityispiirteet

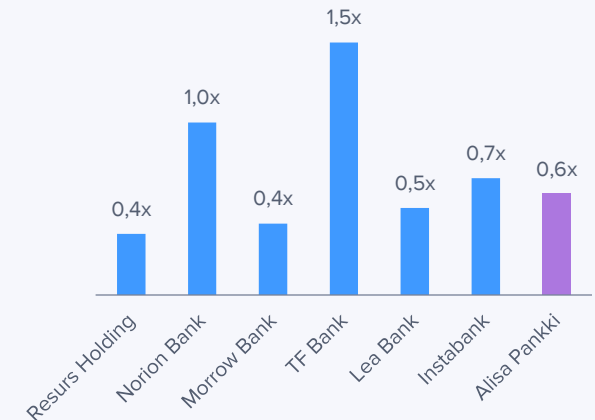
Pankin arvonmäärityksessä on syytä huomioida muutama seikka näiden varsin poikkeuksellisesta liiketoimintamallista johtuen. Ensinnäkin pankit ovat varsin vivutettuja, ja esimerkiksi Alisa Pankin omavaraisuusaste oli vuoden 2023 lopussa vain 5,8 %. Toiseksi koko liiketoiminta perustuu erilaisille rahoitusratkaisuille ja taseessa oleva vieras pääomaa on lähempänä pankkien raaka-ainetta kuin korollista velkaa. Lisäksi pankkien pääomarakenteeseen liittyvät ratkaisut ovat vahvasti säänneltyjä, joten taseen ylimääräistä varallisuutta ja mahdollista voitonjakoa määrittävät vakavaraisuutta koskevat rajoitteet. Tämä poikkeaa tyyppillisestä listayhtiöstä, jossa liiketoiminnan tarpeet ylittävä kassa oletetaan arvonmäärityksessä lähtökohtaisesti ylimääräiseksi varallisuudeksi. Näin ollen yritysarvoon (EV) nojaava arvonmääritys ei pankkien kohdalla toimi, sillä pankeilla ei ole varsinaista korollista velkaa eikä ylimääräistä kassaa välttämättä voida vakavaraisuusrajoitteista johtuen jakaa pankin omistajille. Tästä johtuen pankkien arvonmääritystä tulee tarkastella osakkeenomistajille kuuluvien kassavirtojen, pääomavaatimusten sekä oman pääoman tuoton näkökulmasta.

Omassa arvonmäärityksessämme olemme antaneet pääpainon fundamenttipohjaiselle kerrointarkastelulle, minkä lisäksi olemme suhteuttaneet Alisa Pankin arvostusta verrokkiryhmään. Olemme rajanneet kerroin pohjaisen tarkastelun P/B-lukuun, sillä Alisa Pankin ollessa kasvuvaiheessa eivät tulos pohjaiset kertoimet ole käyttökelpoisia. EV-pohjaiset kertoimet taas eivät sovellu pankille lainkaan edellä mainituista rajoitteista johtuen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,17	0,17	0,17
Markkina-arvo	33	33	33
P/E (oik.)	neg.	24,0	14,6
P/E	neg.	24,0	14,6
P/B	0,8	0,8	0,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän P/B



Arvonmääritys 2/5

Pankin arvonmääritykseen olisi myös perusteltua käyttää kassavirtamallia (DCF), jossa diskontattavina kassavirtoina käytetään osakkeenomistajille kuuluvaa kassavirtaa (tyypillisesti nettotulos - kasvuun vaadittava vakavaraisuuspääoma), mutta olemme päätyneet käyttämään kerroin pohjaista arvonmääritystä pääasiallisena menetelmänä. Ero näiden kahden välillä on lähinnä ennusteiden yksityiskohtaisuudessa, ja kumpikin mahdollistaa erilaisten skenaarioiden ja näiden vaikutuksen tarkastelun. Alisa Pankin varhainen kasvuvaihe sekä pääomituksen liittyvä epävarmuus huomioiden pidämme yksinkertaisempia kerroin pohjaisia menetelmiä tässä vaiheessa käyttökelpoisimpina, sillä olemme joka tapauksessa joutuneet tekemään oletuksia muun muassa mahdollisen annin hinnoittelusta ja pankin pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalista.

Olemme lisäksi laajentaneet arvonmääritysketjokkiamme hahmottelemalla erilaisia tulevaisuuden skenaarioita sekä näiden mukaisia arvoja Alisa Pankin osakkeelle.

Tase pohjainen hinnoittelu on korkea

Toimialan pääomaintensiivisyydestä johtuen kerroin pohjaista arvostusta tarkastellaan tyypillisesti tase pohjaisella P/B-luvulla, jossa pankin markkina-arvo suhteutetaan sen taseen omaan pääomaan. Tase pohjaisten kertoimien käytössä on kuitenkin omat haasteensa, sillä Alisa Pankin nykyinen oman pääoman tuotto on vaatimattomalla tasolla (2023: 1,2 % ja 2024e: -1,1 %) ja selvästi alle yhtiön potentiaalinen elinkaaren kypsemässä vaiheessa. Näin ollen kertoimia tarkasteltaessa täytyy katse asettaa joka tapauksessa useamman vuoden päähän.

Pankin hyväksyttävään P/B-lukuun vaikuttavat 1) normalisoitu oman pääoman tuottotaso, 2) tuottojen kasvu sekä 3) oman pääoman tuottovaatimus. Lähdemme arvonmäärityksessämme oletuksesta, että Alisa Pankin normalisoitu tulostaso on ennustejakson loppupäässä noin 11 %. Tämä on hieman alle oman pääoman tuottovaatimuksemme (~12 %), joten olemme soveltaneet 0 %:n kasvutekijää, sillä pääomien tuottaessa suunnilleen tuottovaateen verran ei kasvulla ole vaikutusta yhtiön arvoon. Näillä oletuksilla olisi Alisa Pankin hyväksytyt arvostustaso ennustejakson loppupäässä vuonna 2027 0,8–0,9x, mikä ylittää yhtiön nykyisen tase pohjaisen hinnoittelun (P/B 0,6x).

Ilman lisäpääomistusta yhtiön arvo taas on nykyistä matalampi, joten nykykurssi hinnoittelee jo reilusti onnistuneen pääomituksen mukanaan tuomaa potentiaalia. Vaikka mahdollisen osakeannin aikataulun ja ehtojen arviointi on tässä vaiheessa hyvin haastavaa, tulee lisäpääomitus joka tapauksessa huomioida myös arvonmäärityksessä, sillä se laimentaa nykyisten osakkeenomistajien osuutta yhtiön tulevaisuuden tuotoista. Annin vaikutus on luonnollisesti riippuvainen osakkeiden merkintähinnasta, mutta arvioimme mukaan riski nykykurssia matalammasta tasosta on merkittävä jo aikataulun venymisen perusteella. Arvioimamme lisäpääomistustarve on myös pankin kokoluokkaan nähden varsin suuri (15 MEUR vs. nykyinen markkina-arvo ~15 MEUR), joten lopullisilla ehdoilla on huomattava vaikutus osakkeen tuotto-odotukseen. Tästä johtuen olemme tarkastelleet Alisa Pankin käypää arvoa myös skenaarioiden kautta, mikä mahdollistaa kokonaisvaltaisemman riski-tuottosuhteen tarkastelun.

Hyväksytyn P/B-luvun herkkyyksianalyysi

Kestävä oman pääoman tuotto (ROE)

CoE	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
11,00 %	0,5x	0,6x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x
11,50 %	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x	1,1x	1,2x
11,75 %	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x
12,00 %	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x
12,25 %	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x

Arvonmääritys 3/5

Skenaariot päätöksenteon tukena

Yksittäinen piste-estimaatti (kuten tavoitehintaa) antaa mielestämme liian yksipuolisen kuvan osakkeen hyväksyttävistä arvostuksista, sillä Alisa Pankin tapauksessa eri skenaarioille voi perustellusti asettaa hyvinkin erisuuruisia todennäköisyyksiä. Siksi pelkkään perusskenaarioon nojaava arvonmääritys tarjoaa mielestämme vajavaisen ja jopa vääristyneen kuvan osakkeen riski-tuottosuhteesta. Olemmekin arvonmäärityksemme tueksi hahmotelleet viisi erilaista skenaariota sekä näiden mukaiset arvot pankin osakkeelle. Huomautamme, että kyseessä on edelleen yksinkertaistus, sillä mahdollisia skenaarioita on todellisuudessa huomattavasti suurempi määrä. Uskomme kuitenkin, että valitut skenaariot tarjoavat riittävän hyvän kuvan osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista.

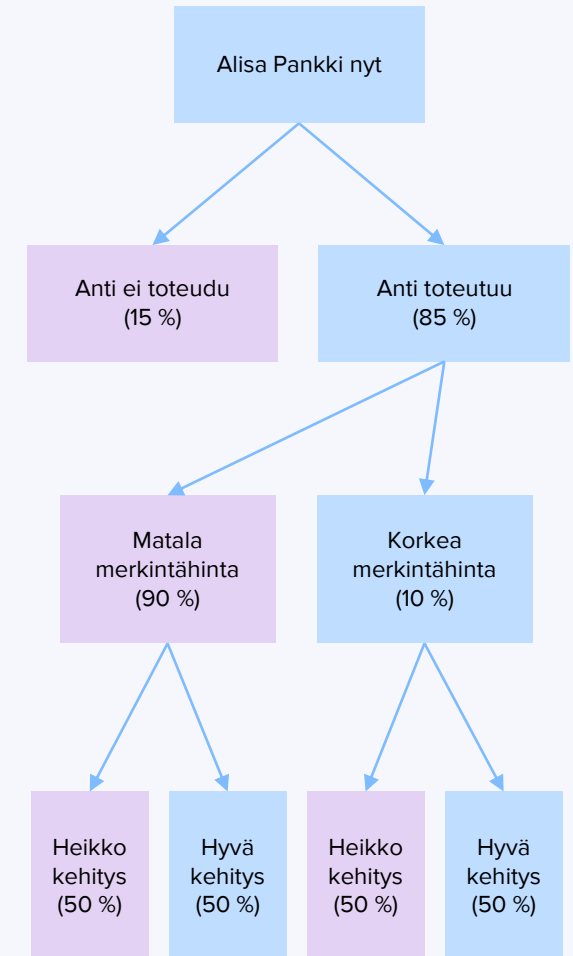
Riski-tuottosuhte ei houkuttele

Oikeassa sivupalkissa on kuvattuna hahmottelemamme skenaariot sekä näitä vastaavat todennäköisyydet. Päätöspuun kaksi ensimmäistä haaraa liittyvät yhtiön pääomituskehityksen etenemiseen. Näiden osalta mahdollisten skenaarioiden jakaminen kahteen on mielestämme perusteltua, sillä 1) pääomitus joko onnistuu tai ei onnistu ja 2) mahdollisen annin ehdot ovat nykyisten omistajien kannalta lopulta suotuisat tai epäsuotuisat. Toki mahdollisia lopputulemia pääomituksen ehdoille on lukuisia, mutta tässä tarkastelussa olemme rajanneet mahdollisuuksia liiallisen monimutkaisuuden välttämiseksi. Ehtojen ollessa suotuisat saadaan positiivisissa skenaarioissamme anti rahoitettua nykykurssia vastaavalla osakkeen

merkintähinnalla. Heikommassa skenaariossa merkintähinta on puolestaan noin 30 % nykykurssia matalampi.

Päätöspuun kolmas eli viimeinen haara liittyy yhtiön kannattavuuskehitykseen onnistuneen lisäpääomituksen jälkeen. Positiivisissa skenaariossa Alisa Pankin normalisoitu oman pääoman tuotto asetetaan 13 %:iin, joka on hieman yli verrokkiryhmän viime vuosien keskitason ja myös yli tuottovaatimuksemme. Heikossa skenaariossa kannattavuus jää 8 %:iin. Skenaarioita vastaavat hyväksytyt P/B-kertoimet ovat siten 0,6x ja 1,1x.

Viimeinen skenaario muodostuu tilanteesta, jossa pankki ei onnistu vahvistamaan pääomarakennettaan. Tässä tapauksessa tulosta jäisi arvioidemme mukaan polkemaan lähelle nollaa, eikä liiketoiminnan jatkamiselle pitkällä aikavälillä olisi edellytyksiä. Annin epäonnistuminen ei laskelmassamme olisi kuitenkaan osakkeenomistajien kannalta katastrofi, sillä olemassa oleva lainaustoiminta voidaan myös myydä tai siirtää eteenpäin ulkopuoliselle toimijalle. Tällöin osakkeenomistajille jäisi jäljellä oleva oma pääoma (josta on vähennetty aineeton omaisuus sekä alasajon kustannukset), jonka määräksi olemme karkeasti arvioineet noin 0,10e osakkeelta. Olemme varovaisuuden nimissä oletaneet, että mahdollisessa laina- ja talletuskannan myyntitilanteessa hinta jäisi korkeintaan nimelliseksi, joten sopivan ostajan löytyessä voisi skenaariossa osakkeen arvo olla lopulta tätä selvästi korkeampikin. Toistaiseksi mahdollisuus annin epäonnistumisesta painaa kuitenkin vielä papereissamme yhtiön hyväksytyä arvostustasoa.



Arvonmääritys 4/5

Osakkeen arvon vaihteluväli eri skenaarioissamme on 0,10–0,26 euroa osakkeelta ja todennäköisyyksillä painotettu lopputulema 0,16 euroa osakkeelta. Potentiaalia osakkeessa siis on, mutta riski-tuottosuhde ei mielestämme ole kallellaan houkuttelevaan suuntaan. Käypä arvo tulee kuitenkin elämään sitä mukaa, kun arvon kannalta kriittisiä virstanpylväitä ohitetaan. Tärkeimpänä näistä on luonnollisesti edessä siintävä pääomitusohjelma. Lisäksi on syytä huomioida, että yhdessä skenaariossa osakkeen arvo ei vastaa tavoitehintaa, sillä se pohjautuu painotettuihin todennäköisyyksiin ja on siten varsin teoreettinen. Menetelmä kuitenkin huomioi olennaiset osakkeen arvoon vaikuttavat tekijät, joten pidämme sitä tässä tapauksessa käyttökelpoisimpana.

Arvostus on kireä myös verrokkiryhmää vasten

Olemme myös suhteuttaneet Alisa Pankin arvostusta sen verrokkiryhmään. Alisa Pankin ollessa varsin erilaisessa kehitysvaiheessa emme kuitenkaan sovelle verrokkianalyysiä varsinaisena arvonnäytteenä. Tarkastelu tarjoaa lähinnä vertailukohtaa siitä, minkälaisia arvostustasoja markkina on valmis vastaaville yhtiöille hyväksymään.

Alisa Pankin listattuja verrokkeja hinnoitellaan tällä hetkellä noin 0,6x P/B-kertoimella, joten sektorin mediaaniarvostus on linjassa Alisa Pankin taseperusteisen arvostuksen kanssa (P/B 0,6x). Emme pidä tätä perusteltuna yhtiön varhaisempi kehitysvaihe, kannattavuus sekä pääomituksen

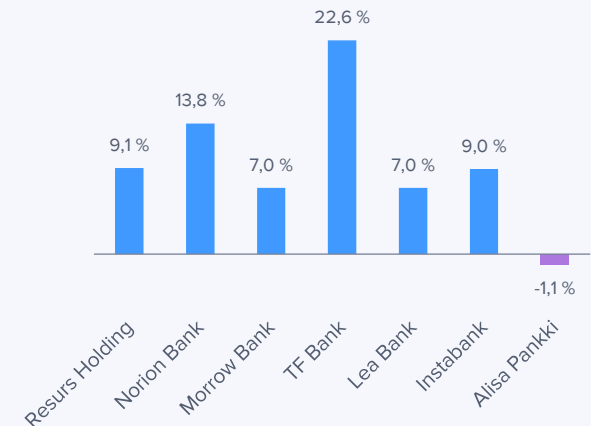
liittyvä epävarmuus huomioiden. Huomionarvoista on, että verrokkiryhmän P/B-perusteiset arvostustasot ovat madaltuneet viimeisen viiden vuoden aikana selvästi laskeneiden oman pääoman tuottotasojen johdosta. Listattujen verrokkien kohdalla oman pääoman tuottotasoa on ajanut alaspäin yhtiöiden heikentynyt operatiivinen kannattavuus (2017: ROA-% keskimäärin 2,3 % vs. 2023: 1,5 %).

Myös yhtiökohtaiset kannattavuuserot huomioiva regressiomalli kertoo samaa tarinaa: Alisa Pankin nykyisen kannattavuuden tulisi olla selvästi lähempänä verrokkiryhmän mediaania (ROE ~9 %) nykyisen kurssitason perustelemiseksi. Kun huomioidaan, että tavoitteiden mukaisen kannattavuustason saavuttaminen tulee viemään yhtiöltä parhaassakin tapauksessa useamman vuoden, voidaan nykyistä tasepohjaista arvostusta pitää mielestämme turhan haastavana. Regressiomallissa olemme suhteuttaneet verrokkiyhtiöiden nykyiset P/B-kertoimet (selitettävä muuttuja) konsensusennusteiden mukaiseen oman pääoman tuottoon (selittävä muuttuja). Oman pääoman tuoton ja pankin hyväksytyyn P/B-luvun välillä vallitsee lineaarinen riippuvuus (jos muut muuttujat pidetään vakioina), joten regressiomalli antaa mielestämme varsin relevantin tarkastelupisteen arvonnäytteen tueksi.

Regressiomalli (P/B)

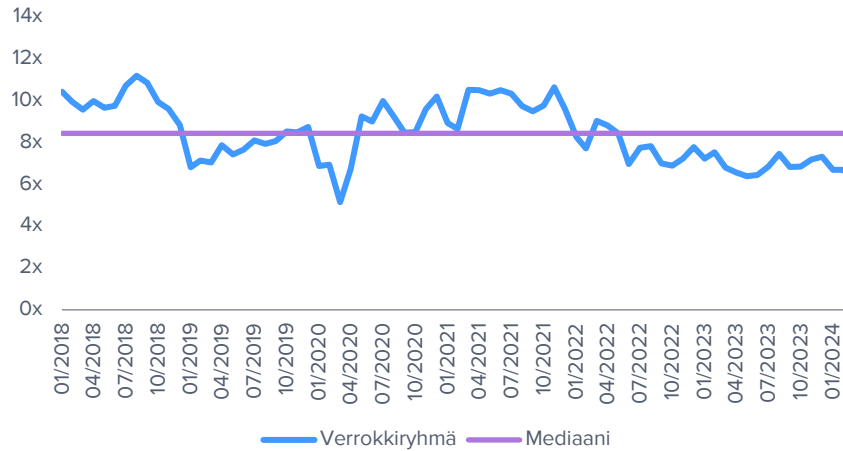


Verrokkeiden ROE-ennusteet 2024

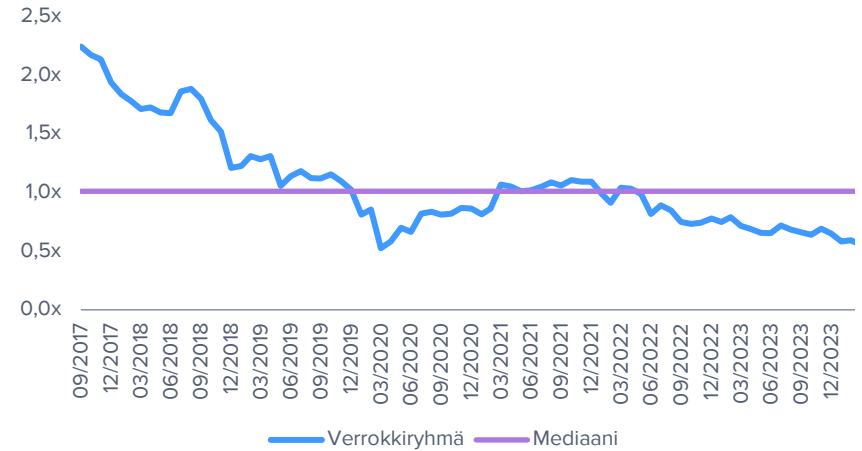


Arvonmääritys 5/5

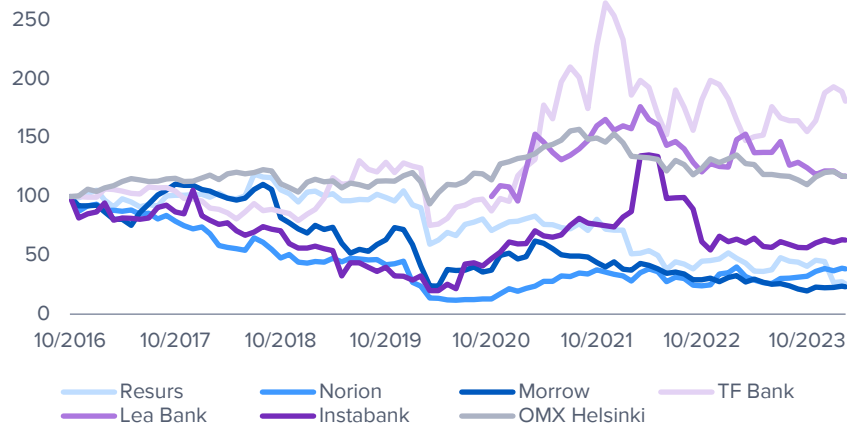
Verrokkiryhmän P/E (12kk fwd)



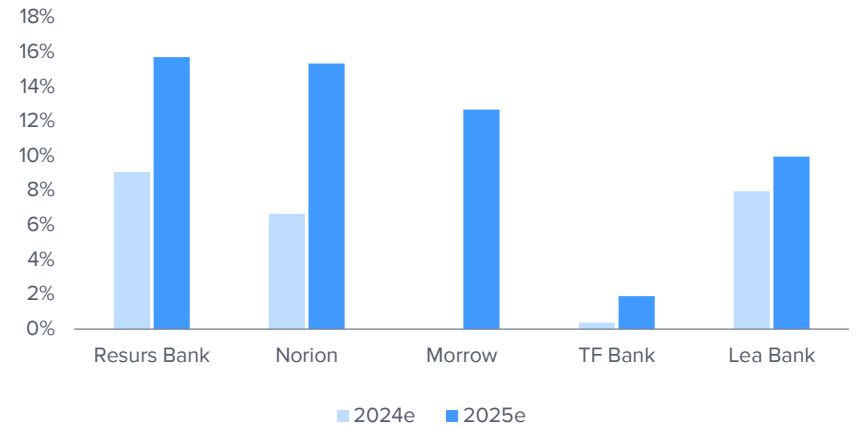
Verrokkiryhmän P/B



Verrokkien kurssikehitys indeksoituna (10/2016=100)



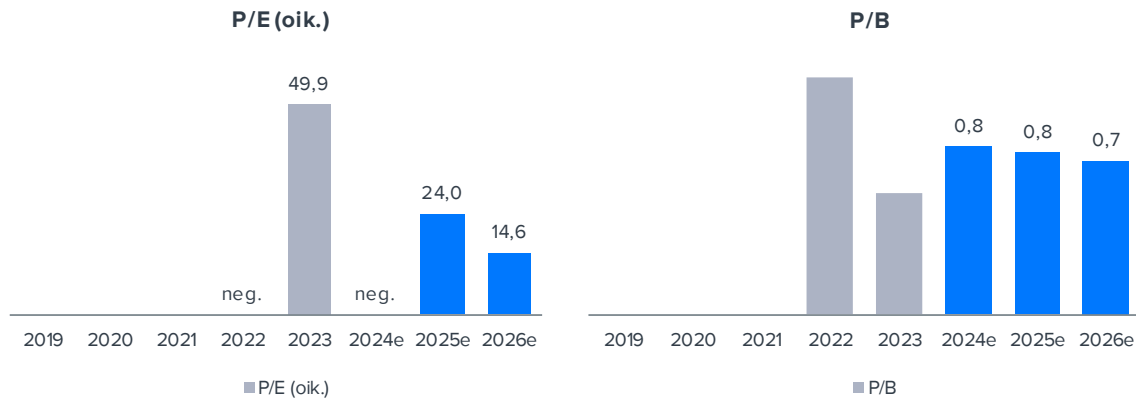
Verrokkien osinkotuotot



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				0,36	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Markkina-arvo				32	15	33	33	33	33
P/E (oik.)				neg.	49,9	neg.	24,0	14,6	6,4
P/E				neg.	49,9	neg.	24,0	14,6	6,4
P/B				1,1	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
Osinko/tulos (%)				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Huom: taulukon P/B-luku huomioi ennustamamme osakeannin ja kasvattaa siten oman pääoman arvoa nimittäjässä. Näin ollen luku ei kuvaa pankin nykyistä arvostustasoa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Resurs Holding	247	6,0	3,7	9,0	15,6	0,4
Norion Bank	815	7,4	6,8	6,5	15,0	1,0
Morrow Bank	79	6,2	4,5		12,6	0,4
TF Bank	309	7,4	5,4	0,4	2,0	1,5
Lea Bank	63	7,3	5,2	7,9	9,9	0,5
Instabank	56	7,4	5,5	5,9	5,9	0,7
Alisa Pankki (Inderes)	33	neg.	24,0	0,0	0,0	0,8
Keskiarvo		7,0	5,2	5,9	10,2	0,7
Mediaani		7,4	5,3	6,5	11,3	0,6
Erotus-% vrt. mediaani			352 %	-100 %	-100 %	37 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Korkokate	9,1	7,4	7,3	14,8	7,2	8,1	15,3	18,2	20,5	25,3
Nettopalkkiotuotot	1,5	0,8	0,9	1,8	1,0	0,9	1,8	1,7	2,0	2,3
Arvopap. kaupan ja valuuttatoiminnan tuotot sekä muut tuotot	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	10,2	8,4	8,3	16,7	8,1	8,9	17,1	19,8	22,6	27,6
Henkilöstökulut	-5,4	-2,8	-2,7	-5,5	-2,7	-2,9	-5,7	-6,1	-6,4	-6,8
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-0,4	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Poistot ja arvonalentumiset	-0,7	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-11,6	-5,7	-5,7	-11,4	-5,8	-6,2	-12,0	-12,8	-13,6	-14,3
Arvonalentumiset luotoista ja muista saamisista	-8,3	-2,2	-2,8	-5,0	-2,7	-2,8	-5,5	-5,7	-6,8	-8,1
Liikevoitto	-9,7	0,4	-0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
Tuloverot	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-9,0	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
Vähemmistöt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	-9,0	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,4	1,4	2,2	5,1
EPS	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03
EPS ilman kertaeriä	-0,08	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024	2025	2026	2027
Tuottojen kasvu-%	-	253 %	6 %	63 %	-3 %	7 %	2 %	16 %	14 %	22 %
Kulu/tuotto-suhde	113 %	69 %	68 %	68 %	71 %	69 %	70 %	65 %	60 %	52 %
Oman pääoman tuotto-%	-34,7 %	2,6 %	0,3 %	1,2 %	-2,4 %	-0,2 %	-1,1 %	3,3 %	5,1 %	10,9 %
Arvonalentumiset, % keskim. lainakannasta	9,5 %	2,8 %	3,3 %	3,1 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Käteiset varat ja saamiset luottolaitoksilta	135	323	335	341	341
Saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	167	184	220	264	317
Aineettomat hyödykkeet	8,2	9	10	10	10
Muut varat	3,0	3	3	3	3
Varat yhteensä	313	519	568	619	671

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Velat luottolaitoksille ja keskuspankeille	0	0	0	0	0
Velat yleisölle ja julkisyhteisölle	269	459	507	555	603
Muut rahoitusvelat	6	6	6	6	6
Muut velat	12	13	13	13	13
Velat yhteensä	287	478	526	574	622
Emoyhtiön omistajien oma pääoma	26	26	27	29	34
Vähemmistöt	0	0	0	0	0
Oma pääoma yhteensä	26	41	42	44	49
Velat ja oma pääoma yhteensä	313	519	568	619	671

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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21/04/2022	Vähennä	0,45 €	0,49 €
18/08/2022	Vähennä	0,45 €	0,42 €
26/08/2022	Vähennä	0,40 €	0,42 €
28/12/2022	Vähennä	0,40 €	0,38 €
10/02/2023	Vähennä	0,40 €	0,38 €
17/02/2023	Vähennä	0,40 €	0,37 €
14/08/2023	Vähennä	0,36 €	0,37 €
21/08/2023	Vähennä	0,34 €	0,37 €
25/10/2023	Myy	0,22 €	0,26 €
05/01/2024	Vähennä	0,22 €	0,20 €
16/02/2024	Myy	0,15 €	0,19 €
18/03/2024	Vähennä	0,15 €	0,17 €

**Analyysi kuuluu
kaikille.**