

# Aktia

## Yhtiöraportti

24/09/2021 19:21



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



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

# Näytön paikka

Toistamme Aktian 14,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen. Yhtiöllä on käsissä hyvät rakennuspalikat saada aikaan merkittävää tuloskasvua lähivuosina ja mielestämme tämä kaikki kulminoituu strategian toteutuksen onnistumiseen. Tuloskasvun realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on erittäin hyvä. Myös osakkeen riskitaso on hyvin maltillinen, sillä matalat arvostuskertoimet antavat selkeää turvaa pettymyksiä vastaan.

## Varainhoitajapankki

Aktia on suomalainen pankki, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito- ja henkivakuutuspalveluiden valikoimastaan. Aktian liiketoiminta on jaettu kolmeen raportoivaan segmenttiin: Pankki, Varainhoito ja Konsernitoiminnot. Varainhoidon rooli on kasvanut viime vuosina selvästi ja sen osuus konsernin tuloksesta on jo yli puolet. Aktia onkin selvästi enemmän varainhoitaja kuin pankki, mistä kertoo myös hallinnoitavan varallisuuden (15,6 mrd.) kaksinkertainen määrä suhteessa luottokantaan (7,3 mrd.).

## Strategia vie yhtiötä oikeaan suuntaan

Aktian strategian keskiössä on luonnollisesti Varainhoito ja Pankkitoiminnan sekä Henkivakuutuksen rooli on näkemyksemme mukaan pääosin Varainhoitoa tukeva. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategia on isoilta linjoiltaan oikea ja suhtaudumme positiivisesti etenkin aiempaa tiukempaan asiakasfokukseen ja palvelulla differoimiseen Taalerin vahvuuksien kautta. Strategian onnistuminen tulee kulminoitumaan ennen kaikkea Taaleri-integraation onnistumiseen. Taaleri-kaupan jälkeinen iso vaihtuvuus salkunhoitajissa herättää tähän liittyen luonnollisesti huolia ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeä saada vaihtuvuus pysäytettyä.

## Odotamme selkeää tuloskasvua

Aktiolla on Taaleri-kaupan myötä hyvät edellytykset tehdä tulokseensa selkeä tasokorjaus ja yhtiöllä on käsissään hyvät rakennuspalikat myös pidemmän aikavälin kestäväälle tuloskasvulle. Kysymys onkin ennen kaikkea strategian toteuttamisesta ja tässä yhtiön on pakko onnistua. Odotamme tuloksen tekevän merkittävän tasokorjauksen 2021-22, kun numerot elpyvät koronasta ja Taaleri-integraatio etenee. 2023 alkaen yhtiö siirtyy vakaammalle tuloskasvu-uralle, jonka kulmakerroin riippuu etenkin varainhoidon kasvuvauhdista. Ennusteamme ovat linjassa hiljattain julkistettujen taloudellisten tavoitteiden kanssa. Yhtiön osingonjako on sektorille tyypillisesti vuolasta.

## Tuloskasvun realisoituessa tuotto-odotus on erittäin hyvä

Aktia tarjoaa näkemyksemme mukaan erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille (15-20%/v). Tuotto-odotus koostuu pääosin tuloskasvusta ja saa tukea vahvasta osinkotuotosta. Osakkeen riski/tuotto-suhde on lähivuosille erittäin houkutteleva, sillä vaikka tuloskasvu jäisi realisoitumatta strategian epäonnistumisen seurauksena, on vaikea nähdä skenaariota, jossa kokonaistuotto jäisi oleellisesti miinukselle vahvan osingon ja matalien kertoimien ansiosta. 2021 kohtuullisella tuloksella osakkeen arvostus on linjassa yhtiön historiallisten tasojen sekä verrokkien kanssa, mutta 2022 kertoimet laskevat absoluuttisesti ja suhteellisesti alhaiselle tasolle. Lisäksi sijoittajat saavat Aktiassa mukana option siitä, että markkinat alkavat hinnoitella Aktiaa kroonisesti matalien pankkisektorin kertoimien sijaan varainhoitajien kertoimilla.

## Suositus

### Osta

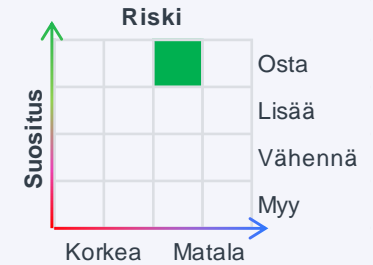
(aik. Osta)

### 14,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

### Osakekurssi:

11,90



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	201	265	273	278
<b>kasvu-%</b>	-9 %	32 %	3 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	55,0	89,9	104,6	106,8
<b>Nettotulos</b>	42,6	64,2	81,4	83,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,62	0,98	1,13	1,15
<b>Osinko</b>	0,43	0,54	0,68	0,80
<b>Osingonjakosuhte</b>	70 %	55 %	60 %	70 %
<b>ROE-%</b>	6,7 %	9,2 %	10,9 %	10,6 %
<b>P/E (oik.)</b>	15,3	12,2	10,5	10,4
<b>P/B</b>	1,0	1,2	1,1	1,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,6 %	4,5 %	5,7 %	6,8 %

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

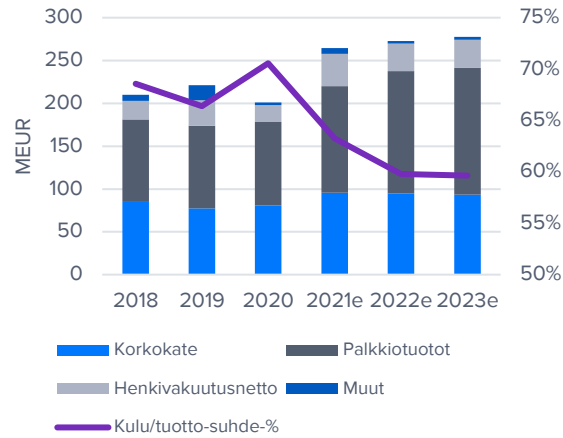
Aktia pitää ennallaan aikaisemmat näkymät, joissa vuoden 2021 vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan olevan selvästi korkeampi kuin vuonna 2020.

## Osakekurssi

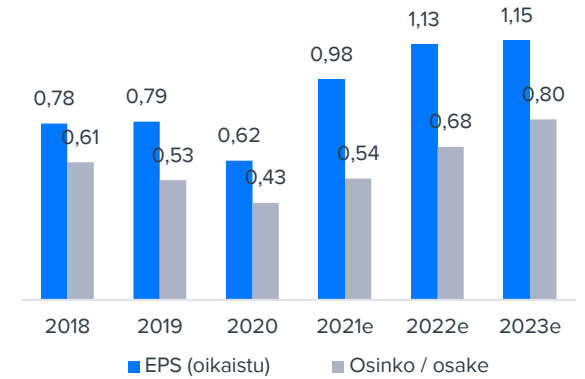


Lähde: Thomson Reuters

## Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Varainhoidon kasvu
- Taaleri-integraation onnistuminen
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen pankkitoiminnassa
- Yritysjärjestelyt



### Riskitekijät

- Pankkitoimialan murros ja kiristynvä kilpailu
- Jatkuvasti kiristynvä regulaatio
- Suhdanneherkkyys
- Matala korkotas
- Riippuvuus Suomen asuntomarkkinasta
- Avainhenkilöriskit
- Taaleri-kaupan integraation onnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	853	853	853
P/E (oik.)	12,2	10,5	10,4
P/E	13,3	10,5	10,4
P/B	1,2	1,1	1,1
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	69,6 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	5,7 %	6,8 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-14</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>15-17</b>
Sijoitusprofiili	<b>18</b>
Markkinakatsaus	<b>19-29</b>
Ennusteet	<b>30-34</b>
Arvonmääritys	<b>35-41</b>
Taulukot	<b>42-43</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>44</b>

# Aktia lyhyesti

Aktia Pankki on vuonna 1825 perustettu suomalainen finanssikonserni, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito- ja henkivakuutuspalveluiden valikoimastaan.

**1825**

Perustamisvuosi

**2009**

Listautuminen

**7,3 mrd. euroa (+9 % v/v)**

Antolainaus yleisölle Q2'21 lopussa

**15,6 mrd. euroa**

AUM Q2'21 lopussa

**852**

Henkilöstö keskimäärin Q2'21

**9,8 %**

Vertailukelpoinen ROE-% Q1-Q2'21

**10,8%**

Ydinpääoman suhde (CET1) Q2'21 lopussa

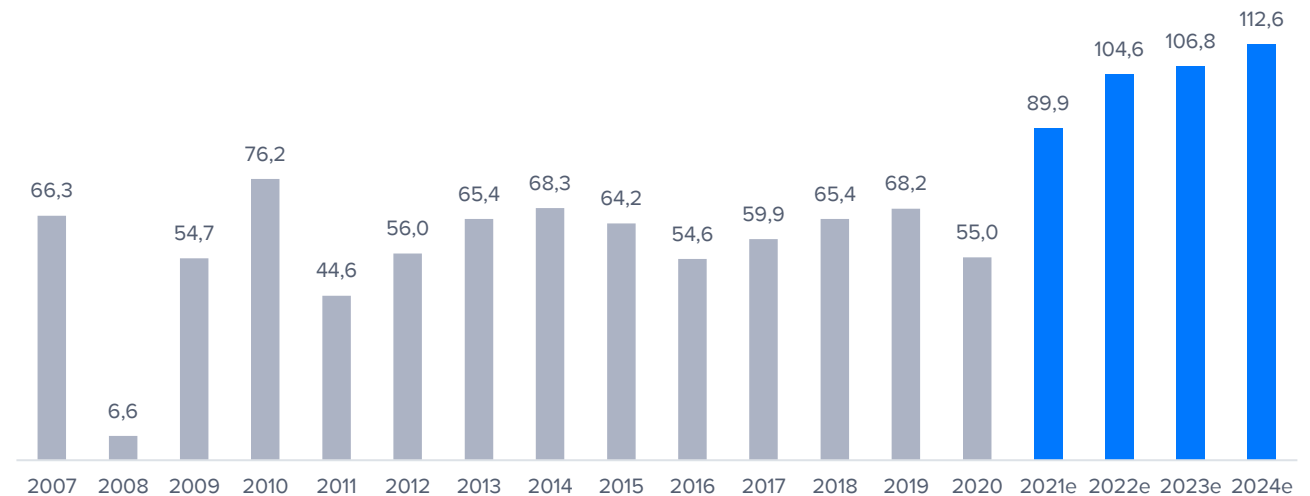
- Yhteistyö paikallispankkien kanssa lopetetaan, Aktian luottokanta supistuu ja liikevoitto ei kasva.
- Korkosuojat pitävät tuloksen ”epänormaalin” hyvänä
- Peruspankkijärjestelmän uudistus, konttoriverkoston karsinta, yt-neuvottelut ja johtajavaihdoksia.

- Aktian Varainhoito vahvistuu merkittävästi Taalerin Varainhoitoliiketoiminnan ostolla keväällä 2021
- Taaleri-integraatiossa onnistuminen, synergoiden ulosmittaaminen ja tuloksen nostaminen seuraavalle tasolle
- Pankkitoiminnassa kasvua etenkin yritysasiakkaissa

- Aktia selviää 2007-2009 finanssikriisistä suhteellisen vähäisen vaurioin onnistuneen riskinhallinnan ja konservatiivisen pankkitoimintansa ansiosta.

- Strategiapäivitys 9/2019
- Varainhoito strategian keskiöön
- Pankkitoiminnassa fokus Suomen kasvukeskuksissa, luottokannan kasvu vahvistuu
- Koronapandemia pilaa vuoden 2020 tuloksen

Vertailukelpoinen liikevoitto (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Yhtiökuvaus

Aktia Pankki on vuonna 1825 perustettu suomalainen finanssikonserni, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito- ja henkivakuutuspalveluiden valikoimastaan. Konsernin maantieteelliseen toiminta-alueeseen kuuluvat Suomen kasvukeskukset ja yhtiön konttoriverkosto käsittää 18 konttoria. Aktian palveluksessa on noin 900 työntekijää ja asiakkaita yhtiöllä on noin 280 000.

Aktian markkinaosuus Suomen kotitalouksien asuntolainoista oli Q2'21 lopussa noin 4,1 % ja talletuksista 3,0 %. Aktian luottokanta oli kesäkuun lopussa noin 7,3 miljardia euroa ja varainhoidon hallinnoitavat asiakasvarat (AUM) noin 15,6 miljardia euroa. Aktian liiketoiminta on jaettu kolmeen raportoitavaan liiketoimintasegmenttiin: Pankkitoiminta, Varainhoito ja Konsernitoiminnot.

### Pankkitoiminta

Segmentti sisältää pankkitoiminnan henkilö- ja yritysasiakkaat Private Bankingiä lukuunottamatta. Aktian henkilöasiakkaille tarjotaan laaja valikoima rahoitus-, vakuutus-, säästö- ja sijoitustuotteita ja -palveluita eri kanavien kautta. Aktian yritystoiminta palvelee yrityksiä ja yhteisöjä mikroyrityksistä ja yhdistyksistä pörssiyrityksiin sekä institutionaalisia asiakkaita muissa pankkiasioissa kuin varainhoidossa.

### Varainhoito

Segmentti sisältää Aktian varainhoito- ja henkivakuutustoiminnan sekä Private Bankingin ja tarjoaa institutionaalisille asiakkaille varainhoitoa sekä laajan valikoiman sijoitus- ja henkivakuutustuotteita Aktian ja ulkoisten

yhteistyökumppanien myyntikanavissa jaettaviksi.

### Konsernitoiminnot

Konsernitoiminnot koostuvat konsernin keskeisistä toiminnoista. Yksiköt hoitavat konsernin rahoituksen ja likviditeetin hallinnan sekä tukevat muita liiketoimintasegmenttejä myynti-, IT- ja tuotetuen ja -kehityksen kautta. Konsernitoiminnot vastaavat myös riskien ja talouden seurannasta ja valvonnasta.

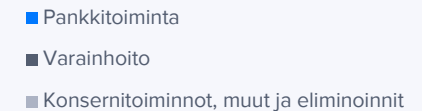
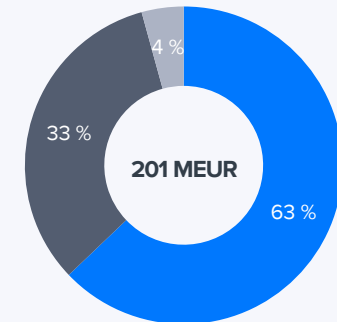
### Enemmän varainhoitaja kuin pankki

Aktia nosti [syksyllä 2019](#) julkaistun strategiapäivityksen yhteydessä Varainhoidon kasvattamisen strategiansa keskiöön. Varainhoidon rooli onkin kasvanut Aktian liiketoiminnassa viime vuosien aikana merkittävästi ja viime vuonna Varainhoito toi konsernin vertailukelpoisesta liikevoitosta lähes puolet.

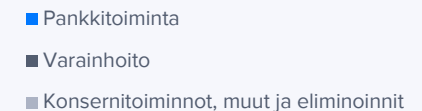
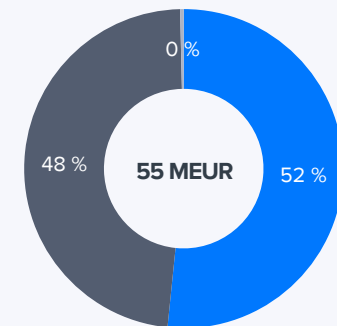
Aktia toteutti keväällä 2021 merkittävän yrityskaupan, kun yhtiö osti Taalerin Varainhoitoliiketoiminnan 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Kauppa oli Aktian kannalta mielestämme strategisesti erinomainen ja sen myötä yhtiö vahvisti asemaansa merkittävänä kotimaisena varainhoitajana. Aktian hallinnoitava varallisuus kasvoi Taaleri-kaupan myötä merkittävästi ja Q2'21 lopussa hallinnoitavat varat (15,6 mrd) olivat yli kaksinkertaiset antolainaukseen (7,3 mrd) nähden. Aktia onkin numeroiden perusteella enemmän varainhoitaja kuin pankki.

Aktia päivitti [syksyllä 2021](#) strategiaansa ja yhtiön tavoitteena on tulla vuoteen 2025 ulottuvan strategiakauden aikana Suomen johtavaksi varainhoitajapankiksi. Käsittelemme päivitettyä strategiaa tarkemmin sivuilla 15-17.

## Liiketoiminnan tuottojen jakauma (2020)



## Vertailukelpoisen liikevoiton jakauma (2020)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

## Liiketoimintamalli

Aktian liiketoiminnan tuotot pitävät sisällään kolme pääerää eli korkokatteen, nettopalkkiotuotot sekä henkivakuutusneton. Keskeisimmät kulu-erät muodostuvat puolestaan henkilöstö- ja IT-kuluista, muista kuluista sekä poistoista.

### Korkokate

Aktian korkokate oli viime vuonna 80,6 MEUR, mikä vastasi 40 % raportoidusta tuotoista. Korkokate muodostuu Aktian korkotuottojen ja korkokulujen välisestä erosta. Korkotuotot tulevat antolainauksesta ja likviditeettisalkun tuotosta. Korkokustannukset puolestaan muodostuvat eristä, joilla rahoitetaan antolainauksia ja likviditeettinhallintaa. Näitä ovat ottolainaus yrityksiltä ja yksityishenkilöiltä eli käytännössä talletukset. Tämän lisäksi Aktia rahoittaa toimintaansa markkinaehtoisella rahoituksella eli se kerää vierasta pääomaa markkinoilta laskemalla liikkeelle pääasiassa senior-lainoja sekä kiinteistövakuudellisia velkakirjoja.

### Palkkiotuotot

Aktian palkkiotuotot olivat viime vuonna 97,6 MEUR eli 49 % tuotoista. Palkkiotuotoista merkittävimmät erät muodostuvat säästämisen ja sijoittamisen palkkioista (61 % palkkioista) sekä kortti- ja maksuliikenteen palkkioista (23 % palkkioista). Muut palkkiotuotot koostuvat pääasiassa antolainauksen ja vakuutusten välitykseen liittyvistä palkkioista.

Palkkiotuotot ovat kasvaneet viime vuosina vahvasti ja niistä on tullut Aktialle merkittävin tuotokomponentti. Vahvan kasvun taustalla on ollut erityisesti varainhoito, joka onnistui vuosien 2016-2020 välillä kasvattamaan AUM:n orgaanisesti 6,2 mrd. eurosta 10,4 mrd. euroon hyvin sujuneen

uusmyynnin ja vahvan markkinakehityksen johdosta. Varainhoidon uusmyynnin keihäänkärkenä ovat toimineet erityisesti kehittyvien markkinoiden korkorahastot ja pohjoismaiset osakerahastot.

### Henkivakuutusnetto

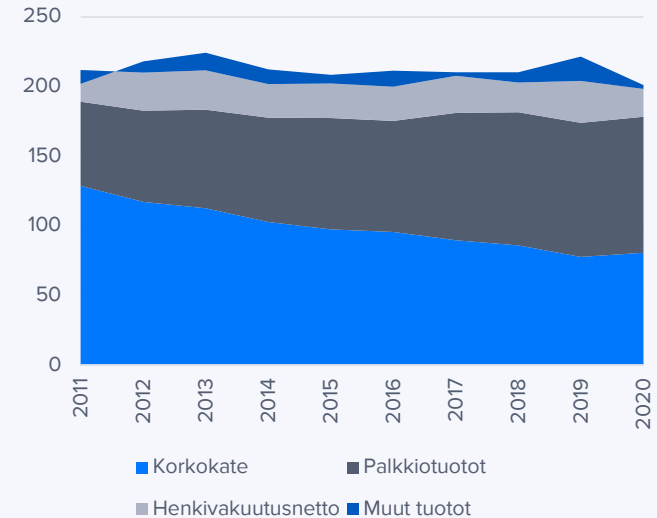
Aktia Henkivakuutus tarjoaa kattavan valikoiman vakuutuksia yksityis- ja yritysasiakkaille. Näiden tuotto raportoidaan Henkivakuutusnetto-erässä, joka vastasi viime vuonna noin 10 % konsernin tuotoista. Henkivakuutusnetto muodostuu vakuutusteknisestä tuloksesta ja sijoitustoiminnan nettotuotoista. Henkivakuutuksen vakuutuksista merkittävin osa vakuutusvelasta (39 %) on sijoitussidonnaista, jonka sijoitusriskin kantaa vakuutuksenottaja.

### Henkilöstö ja IT suurimmat kulu-erät

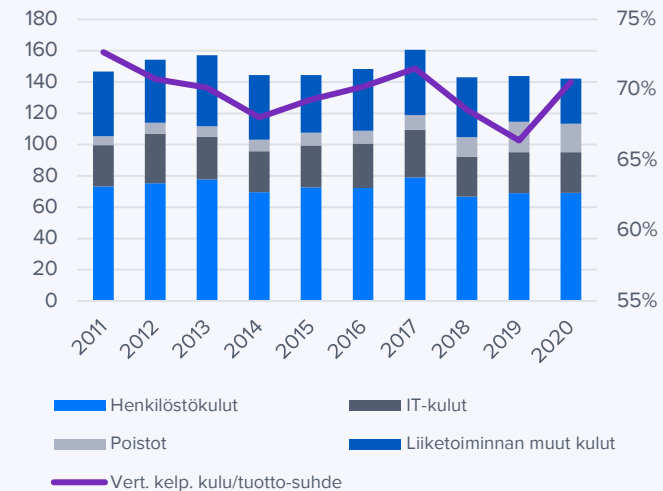
Aktian henkilöstökulut vastasivat viime vuonna noin 49 % kaikista kuluista. Muita suuria kulu-eräitä ovat myös IT-kulut (18 %) sekä liiketoiminnan muut kulut (20 %), jotka pitävät sisällään mm. ostetut palvelut, viestintä- ja markkinointikulut, vuokratulot sekä RVV:lle maksettavat vakaumusmaksut. Luottotappiot Aktia raportoi erillisenä eränä ja näin ollen ne eivät sisälly liiketoiminnan kuluihin.

Aktia on pyrkinyt parantamaan kulutehokkuutta viime vuosina peruspankkijärjestelmäudistuksella (valmistui 2017) ja konttoriverkostoa sekä henkilöstöä karsimalla. Aktia ei ole kuitenkaan onnistunut parantamaan kulutehokkuutta odottamallamme tavalla ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde on jäänyt viime vuosina myös selvästi yhtiön pitkän aikavälin taloudellista tavoitetta (<60 %) heikommaksi. Yhtiöllä tulisi näkemyksemme mukaan olla kuitenkin edellytykset ylittää alle 60 % kulu/tuotto-suhteeseen etenkin Taaleri-kaupasta syntyvien huomattavien synergioiden myötä.

Liiketoiminnan tuottojen kehitys (MEUR)



Liiketoiminnan kulut (MEUR) ja kulu/tuotto-suhde



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

## Tase

Aktian taseen varat voidaan jakaa neljään pääerään. Nämä olivat kesäkuun 2021 lopussa antolainaus yleisölle 7,3 mrd. (65 % taseesta), pankkikonsernin likviditeettisalkku 1166 MEUR (10 %), sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät sijoitukset 1089 MEUR (10 %) ja henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku 593 MEUR (5 %).

### Konsernin omat sijoitukset ovat pääosin matalariskisiä korkosijoituksia

Aktian taseen rahoitusvarat koostuvat pääosin pankkikonsernin likviditeettisalkusta sekä henkivakuutusyhtiön sijoitussalkusta. Nämä rahoitusvarat olivat yhteensä noin 1,8 mrd. euroa Q2'21 lopussa eli yhteensä noin 16 % taseesta. Pankkikonsernin likviditeettisalkun tehtävä on mm. varmistaa, että pankilla on riittävä likviditeetti kattamaan lyhytaikaiset ulospäin suuntautuvat rahavirrat. Henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku on taas vakuutusteknisen velan katteena.

Pankkikonsernin likviditeettireservin markkina-arvo oli Q2'21 lopussa 1433 MEUR ja sijoitukset olivat pääosin korkean luottoluokituksen korkosijoituksia. Pankkitoiminnassa ei käydä osakekauppaa kaupankäyntitarkoituksessa eikä tehdä kiinteistö-sijoituksia tuottotarkoituksessa. Käteisvarojen osuus likviditeettireservistä oli Q2'21 lopussa noin 47 %. Toiseksi suurimman osan muodostivat kiinteistövakuudelliset velkakirjat (30 %) ja kolmanneksi suurin sijoitusryhmä oli valtioiden, keskuspankkien ja kehityspankkien velkakirjat (15 %). Loput sijoitukset koostuivat kuntien tai julkisen sektorin velkakirjoista (8 %). Likviditeettiriskiä kuvaava maksuvalmiusvaatimus (LCR) oli Q2'21 lopussa 168 %, mikä ylitti viranomaisen 100 %

vähimmäisvaatimuksen selvästi.

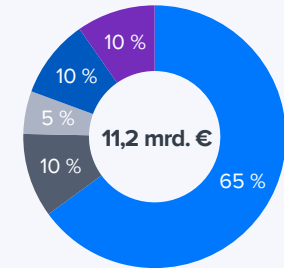
Henkivakuutusyhtiön sijoitussalkun markkina-arvo oli Q2'21 lopussa noin 593 MEUR. Tämän salkun tavoitteena on saavuttaa vähintään vakuutussäästöjen taattuja korkoja vastaava tuotto. Korkosidonnaisen vakuutusvelan keskimääräinen diskonttokorko oli Q2'21 lopussa korkovarauksesta purkamisen jälkeen 2,2 % vuosille 2021-25, 2,3 % vuosille 2026-29 ja tämän jälkeen noin 3 %. Käytännössä tämän tuoton saavuttaminen nykyisellä korkotasolla vaatii Aktialta riskinottoa. Tämän salkun sijoitukset ovat lähes kokonaan korko- ja rahamarkkinasijoituksia. Osakeriskiä salkussa ei ollut käytännössä lainkaan ja kiinteistöriskiä oli maltillisesti (14%).

Rahoitusvarojen osalta sijoittajan on olennaista huomata, että vain osa näistä varoista kirjataan käypään arvoon tulosvaikutteisesti. Pääsääntöisesti, mikäli instrumentin odotetaan pidettävän eräpäivään asti niin se kirjataan jaksotettuun hankintamenuun. Tulosvaikutteisesti käypään arvoon kirjattavia eriä konsernivaroista ovat osakkeet ja osuudet sekä korolliset arvopaperit. Näiden tasearvo oli Q2'21 lopussa 277 MEUR.

### Sijoitussidonnaisten vakuutusten riskin kantaa pääosin vakuutusnottaja

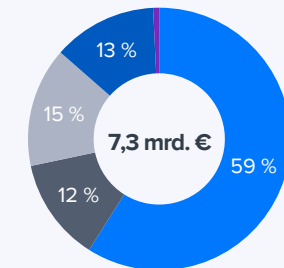
Henkivakuutuksen oman sijoitussalkun lisäksi yhtiöllä on myös sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Näiden arvo taseen varoissa oli syyskuun lopussa 1089 MEUR. Näissä vakuutusnottaja kantaa itse vakuutusten katteena olevan sijoitusriskin. Käytännössä Aktialla on taseen velkojen puolella euromääräisesti yhtä suuri sijoitussidonnaisen vakuutuksen vastuuvetäjä ja tämä erä taseessa on siten lähinnä kirjanpitolähtöinen.

## Aktian taseen varat (Q2'21)



- Antolainaus yleisölle
- Likviditeettisalkku
- Henkivakuutuksen sijoitussalkku
- Sijoitussidonnaiset vakuutukset
- Muut

## Aktian luottokanta sektoreittain (Q2'21)



- Asuntolainat
- Muut kotitalouslainat
- Yritykset
- Asuntoyhteisöt
- Yhdistykset, julkisyhteisöt ja muut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

## Aktia riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta

Taseen velkojen puolelta merkittävimmät erät olivat Q2'21 lopussa talletukset ja keskuspankkivelka (48 % taseesta), muut rahoitusvelat (31 %) sekä vakuutusvelka (14 %). Sijoittajien kannalta olennaisia asioita taseen velkojen puolelta ovat erityisesti se, että vakavaraisuus ylittää viranomaisvaateet ja se, että talletukset eivät riitä rahoittamaan kaikkia Aktian myöntämiä lainoja eli yhtiö on riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta.

## Rahoituskustannukset ovat laskeneet

Muut rahoitusvelat olivat Q2'21 lopussa 3476 MEUR ja ne koostuivat pääosin Aktian liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista 3066 MEUR. Näistä 1608 MEUR oli kiinteistövakuudellisia lainoja ja loppuosa vakuudettomia senior-velkakirjoja. Talletukset kattoivat Q2'21 lopussa lähes puolet taseesta. Talletuksista 85 % eli 4560 MEUR oli velkaa yleisölle ja julkisyhteisöille, 650 MEUR keskuspankkivelkaa EKP:n TLTRO III-lainaohjelmaan liittyen ja 134 MEUR velkaa luottolaitoksille. Aktia on hyödyntänyt viime vuosina erinomaisesti markkinaehtoista rahoitusta ja on onnistunut laskemaan ottolainauksen eli talletuksille ja rahoitusveloille maksettavaa korkoa. Arviomme mukaan yhtiön ottolainauskorko on noin 0,2 % tasolla.

Taseen vakuutusvelka on laskennallinen erä, mikä koostuu vakuutusmaksuvastuusta ja korvausvastuusta. Se lasketaan pääosin niin, että tulevat vakuutuksenottajan edut diskontataan nykyarvoon vähennettyinä tulevilla maksuilla. Vakuutusvelka perustuu oletuksiin mm. kuolevuudesta, kuluista ja vahinkosuhteista.

## Markkinatilanne ja asuntomarkkinat vaikuttavat varainhankintaan

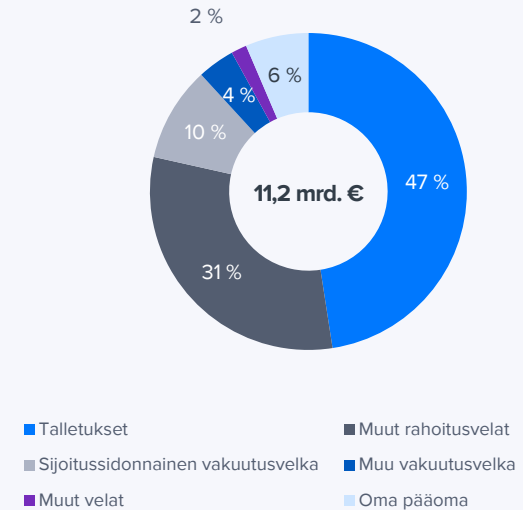
Valtaosa Aktian muista rahoitusveloista erääntyy vuosina 2021-2026 eli yhtiön täytyy jälleenrahoittaa näitä lainoja lähivuosina. Varainhankinta ja sen kustannus ovat riippuvaista yleisestä markkinatilanteesta ja kiinteistövakuudellisten lainojen osalta myös Suomen asuntomarkkinoista. Asuntojen hintojen laskulla tai/ja asuntomarkkinoiden epävarmuuden kasvulla olisi siten heikentävä vaikutus Aktiaan pääoman hankinnan kallistumisen myötä.

## Vakavaraisuus on heikentynyt viime vuosina

Aktian konsernin CET1-vakavaraisuus oli Q2'21 lopussa 10,8%. Viranomaisen asettama vähimmäisvaade CET1-vakavaraisuudelle oli kesäkuun lopussa 7,71 % ja näin ollen CET1-vakavaraisuus ylitti vähimmäisvaateen 3,1 %-yksiköllä. Aktian CET1-vähimmäisvaade laski Q2:lla edellisneljänneksestä (Q1'21: 9,76 %) kun yhtiö kattoi ensisijaisen lisäpääomavaateen [AT1-emissiolla](#). Aktian CET1-vakavaraisuussuhde on laskenut viime vuosina luottokannan kasvun, suhteellisen avokätisen osingonjaon sekä keväällä tehdyn Taaleri-yrityskaupan myötä merkittävästi kasvaneen aineettoman omaisuuden johdosta. Tätä heijastellen myös Moody's laski Aktian luottoluokitusnäkyvät syyskuussa [negatiivisiksi](#).

Aktia päivitti syyskuun strategiapäivityksensä yhteydessä CET1-tavoitteensa ja yhtiön tavoitteena on pitää CET1-vakavaraisuus 1,5 %-yksikköä yli vähimmäisvaateen (aik. 1,5-3,0 %-yksikköä). Näkemyksemme mukaan vakavaraisuustavoite ei muodostu yhtiölle ongelmaksi voitonjakoa silmällä pitäen ja odotamme CET1-vakavaraisuuden parantuvan tulevina vuosina selvästi vahvan tuloskehityksen myötä.

## Aktian taseen velat ja oma pääoma (Q2'21)



## CET1-vakavaraisuussuhde



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

## Luottosalkun riskiprofiili on matala

Aktian 7,3 miljardin euron luottosalkun kokonaisriskiprofiili oli arviomme mukaan matala. Arviomme perustuu erityisesti Aktian lainaportfolion jakaumaan, sekä yhtiön historiallisiin luottotappioihin. Asuntolainat vastasivat Q2'21 lopussa 59 % lainaportfoliosta ja vuoden 2020 Capital and Risk Management-raportin mukaan vuodenvaihteessa asuntoluotoista 89 % osui luototusasteen (LTV-%) haarukkaan 0-60 % Vain 4 % lainoista osui riskisempään yli 80 %:n LTV-% haarukkaan.

Yrityslainat vastasivat kokonaisuutena 15 % Q2'21 lopun luottokannasta. Aktian yrityslainat ovat pienten ja keskisuurten yritysten sekä yrittäjien lainoja ja käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole lainoittanut merkittävästi suuria yrityksiä. Yrityslainoissa suurin paino Aktialla oli vuodenvaihteessa Kiinteistöalalle ja Rahoitustoiminta-toimialalle suunnatuissa lainoissa.

Asuntoyhteisölle suunnatut lainat vastasivat noin 13 % Q2'21 lopun lainaportfoliosta. Näiden riskiprofiili on

arviomme mukaan matala, koska asunto-osakeyhtiöiden luottotappiot ovat Suomessa hyvin harvinaisia ja viime kädessä asuntoja omistavat osakkeenomistajat vastaavat asunto-osakeyhtiöiden lainoista. Loput lainoista olivat muita luottoja kotitalouksille sekä mm luottoja julkisyhteisölle ja yhdistyksille. Kotitalouksien kulutusluottojen osuus muista luotoista on käsityksemme mukaan pieni.

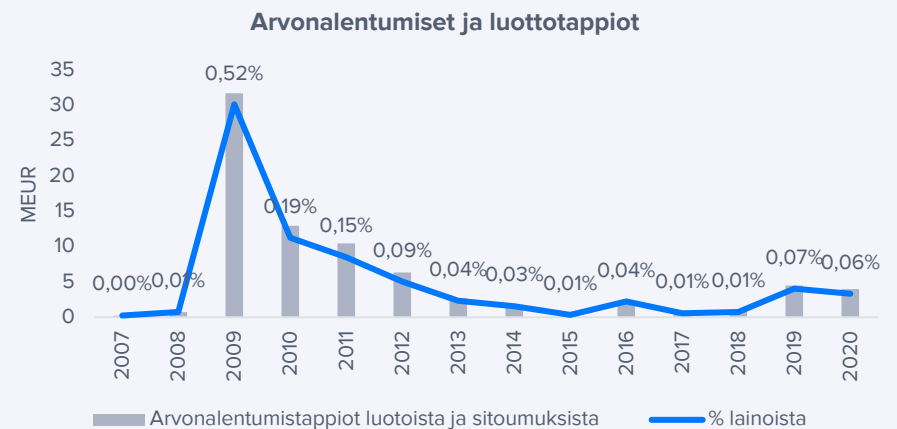
## Riskienhallinta on ollut historiallisesti onnistunutta

Aktian riskienhallinta on ollut mielestämme viimeisen 14 vuoden aikana erittäin onnistunutta ja yhtiön luottotappiot ovat olleet suhteellisesti hyvin pieniä. Vahva track-record madaltaa sijoittajien näkökulmasta yhtiön kokonaisriskiprofiilia ja antaa luottamusta siihen, että Aktia selviäisi suhteellisen vähäisin vaurioin, mikäli yleinen taloudellinen tilanne tulevaisuudessa heikentyisi esimerkiksi uuden taantumien tai laskusuhdanteen myötä.

Aktia itse kertoo, että se noudattaa tiukkoja luotonantokriteereitä ja että sillä on varovainen ja

matalariskinen antolainauspolitiikka. Historiallisen kehityksen perusteella tämä pitää paikkaansa, sillä yhtiön järjestämättömien luottojen osuus lainakannasta (yli 90 päivää myöhässä) on ollut viimeisen 14 vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,63 %. Tämä on sekä EU:n että Suomen mittakaavassa poikkeuksellisen matala taso ja arviomme mukaan heijastelee yhtiön luottosalkun matalaa riskitasoa. Euroopan pankkivalvojan tilastojen mukaan Euroalueen keskiarvo järjestämättömien luottojen osalta oli Q1'21 lopussa 2,54 % ja Suomessa samalla hetkellä noin 1,43 %.

Myös Aktian kirjaamat luottotappioprovisiot lainoista ovat olleet arviomme mukaan suhteellisesti hyvin pieniä. Ne ovat olleet viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,04 % vuosittain koko lainakannasta ja 14 vuoden aikana finanssikriisi huomioiden keskimäärin 0,09 % vuosittain. 2008-2009 finanssikriisillä oli arviomme mukaan suhteellisen pieni vaikutus Aktiaan, vaikkakin yhtiö kirjasi huomattavan arvonalentumisen 2009.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

## Varainhoito

### Ydinliiketoiminta

Varainhoito on Aktian tärkein liiketoiminta ja sen strategian keihäänkärki (lisää strategiasta sivuilla 15-17). Varainhoitoliiketoiminta käsittää varainhoidon lisäksi myös henkivakuutusliiketoiminnan. Aktia Varainhoito otti ison strategisen kasvuharppauksen, kun se H1'21:llä osti Taalerin Varainhoidon. Palkkiotuotoilla mitattuna Aktia Varainhoito on seuraamistamme Helsingin pörssin listautuista varainhoitajista suurin toimija niukasti ennen Evliä.

Aktian fokus on historiallisesti ollut etenkin tuotemyynnissä ja vahvin osaaminen on ollut kehittyvien markkinoiden koroissa (EMD) ja Pohjoismaisissa osakkeissa. Asiakaskunnassa Aktian fokus on historiallisesti ollut kotimaisissa instituutioissa ja viimevuosina kasvun veturina on toiminut kansainvälinen myynti EMD-tuotteiden vetämänä. Taalerin Varainhoidolla fokus on puolestaan ollut korkealuokkaisessa asiakaspalvelussa ja varakkaissa yksityishenkilöissä. Tuotepuolella yhtiö on pyrkinyt erottumaan vaihtoehtoisilla tuotteilla, jotka jatkossa hoidetaan kumppanien kautta.

### Hallinnoitava varallisuus on laadukasta

Hallinnoitavaa varallisuutta (AUM) Aktialla oli Q2'21 lopussa 15,6 miljardia. Yhtiö on hallinnoitavilla varoilla mitattuna seuraamistamme varainhoitajista toiseksi suurin Evlin jälkeen. Yhtiön AUM:sta hieman alle 60 % tulee instituutiolta, mutta palkkiotuotoissa suhde on arviomme mukaan toisinpäin ja yksityishenkilöiltä tulee noin 60 %. Eroa selittää luonnollisesti instituutioiden vahva hinnoitteluvoima ja toimialalle

tyypillisesti matalampi suhteellinen ansainta. Aktia erottuu tässä varsin selvästi keskeisistä varainhoitajaverrokeistaan, sillä valtaosa näistä fokusoituu instituutioihin.

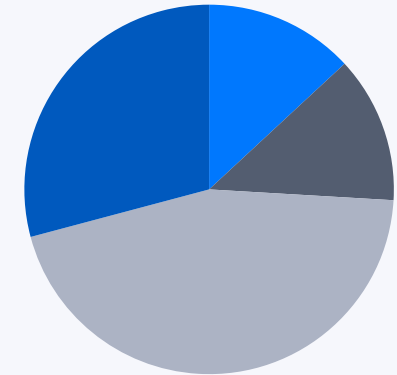
Isossa kuvassa Aktian AUM on mielestämme hyvin laadukasta ja AUM:sta saatava tuottotaso on terveellä tasolla. Yhtiön AUM sisältää hyvin rajallisesti ns. tuottamatonta AUM:ia ja käsityksemme mukaan yhtiöllä on AUM-raportoinnin ulkopuolella useampi miljardi tuottamatonta varallisuutta, jota yhtiö ei raportoi virallisessa AUM laskennassaan.

Aktia ei julkista palkkioidensa tarkempaa jakaamaa. Arviomme mukaan vanhan Aktian varainhoidon osalta palkkiot ovat valtaosin jatkuvia, sillä yhtiöllä ei juurikaan ollut tuottosidonnaisia komponentteja tai transaktiopalkkioita. Taalerilla puolestaan kertatuotot näyttelivät merkittävä roolia. Arviomme mukaan uuden Aktia varainhoidon palkkioista noin 85 % on jatkuvia ja kertatuottojen osuus suhteessa keskeisiin verrokkeihin on varsin matalalla tasolla.

### Strategia vie varainhoitoa oikeaan suuntaan

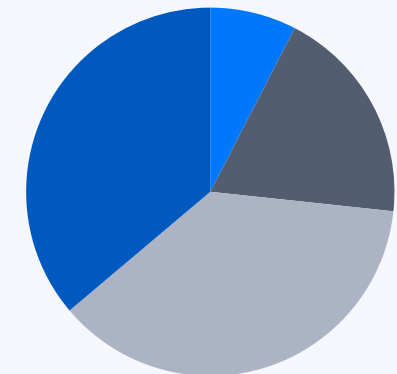
Olemme käsitellee Aktian strategiaa tarkemmin sivulla 15-17 ja käsittelemme tässä hyvin lyhyesti varainhoidon näkymiä ja strategiaa. Varainhoidossa Aktian asiakasfokus tulee arviomme mukaan olemaan korkealuokkainen palvelu varakkaissa yksityishenkilöissä. Tämä on asia missä Taaleri on ollut historiallisesti vahva ja sillä on ollut tällä kentällä varsin hyvä hinnoitteluvoima. Yksityisasiakkaissa yhtiön kumppaneiden varaan rakentuva vaihtoehtoisten tuotteiden strategia toimii myös parhaiten ja erottautuminen palvelulla on mahdollista.

AUM jakauma Q2'21



■ Kansainvälinen      ■ Yksityisasiakkaat  
■ Kotimaiset instituutiot      ■ Yksityispankin asiakkaat

AUM:sta saatavien palkkioiden jakauma 2021e (Inderes arvio)



■ Kansainvälinen      ■ Yksityisasiakkaat  
■ Kotimaiset instituutiot      ■ Yksityispankin asiakkaat

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Myös instituutioasiakkaat (kotimaiset ja kansainväliset) ovat strategian ytimessä ja näillä fokus on etenkin tuotemyynnissä. Yhtiön kansainvälinen jakelu nojaa tällä hetkellä vain yhteen kumppaniin (Universal Investments) ja vaikka yhteistyö onkin toiminut erittäin hyvin, on Aktian mielestämme tärkeää laajentaa jakelukumppanien verkostoaan tulevina vuosina.

Tuotestrategian osalta Aktian on tarkoitus ylläpitää erittäin laadukasta tuotetarjontaa (molempien talojen tuotetarjonta oli laadukas jo ennen fuusiota) perinteisessä varainhoidossa ja hankkia täydentävät vaihtoehtoiset tuotteet kumppanien kautta. Lisäksi Taalerilla vahvemmin olleet välitysvetoiset tuotteet (mm. välitys ja strukturoidut tuotteet) on tarkoitus integroida osaksi palvelutarjontaa. Aktialla on ollut yllättävän paljon vaihtuvuutta salkunhoitajissa Taaleri-kaupan jälkeen. Lähtijöiden suuresta määrästä johtuen pidämme kehitystä huolestuttavana ja mielestämme iso vaihtuvuus heikentää ainakin väliaikaisesti yhtiön salkunhoidon kyvykkyyttä. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada vaihtuvuus päättymään ja varmistaa keinoilla millä hyvänsä, ettei joukkopako leviä pankkiireihin ja asiakasrajapintaan. Emme toistaiseksi näe, että salkunhoitajien vaihtuvuus heikentäisi oleellisesti varainhoidon tuloskasvunäkymää, mutta luonnollisesti lyhyellä aikavälillä riskitaso on koholla asian johdosta.

Kokonaisuutena varainhoidon strategia on mielestämme isoilta linjoiltaan oikea. Strategiset valinnat tarjoavat yhtiölle edellytykset saavuttaa hyvä hintapositio valitsemassaan segmentissä. Yhtiöllä on hyvät edellytykset selvään tuloskasvuun lähivuosina

kunhan seuraavat asiat onnistunut:

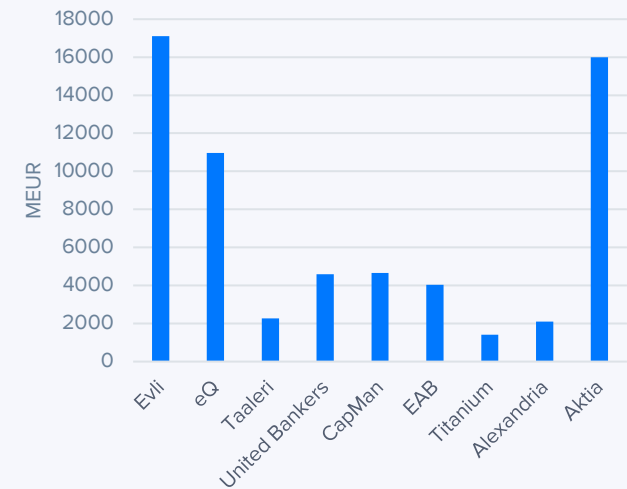
- Taaleri-integraatio
- Salkunhoidon laatu pysyy korkealla
- Uusi palvelumalli saadaan jalkautettua
- Taaleri-yhteistyö/muu vaihtoehtoisten tuotteiden jakeluyhteistyö

## Henkivakuutus

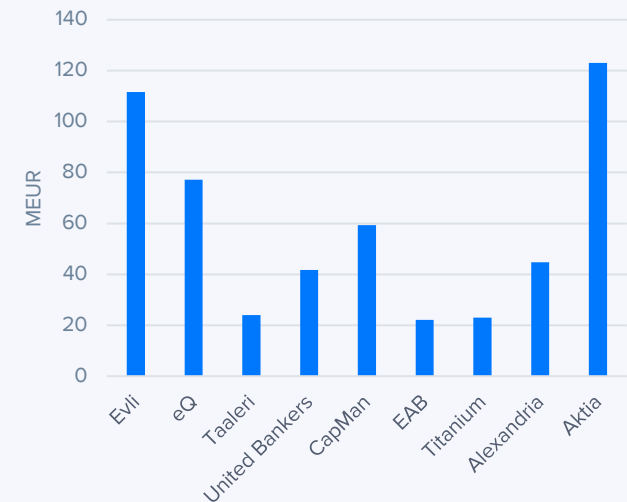
Aktian Henkivakuutus Oy:n kehitys on ollut viime vuosina erittäin hyvää. Yhtiö on onnistunut parantamaan kustannustehokkuuttaan (liikekustannussuhde) ja samalla kyennyt pitämään kiinni markkinaosuudestaan. Sijoitustoiminnan tuotot ovat viime vuosina aavistuksen jääneet muiden Suomessa toimivien henkivakuutusyhtiöiden tuotoista, mutta kehitys on silti ollut kokonaisuutena arvioiden hyvää. Liikekustannussuhteella mitattuna Aktia on käsityksemme mukaan tällä hetkellä yksi Suomen markkinoiden tehokkaimmista henkivakuutusyhtiöistä.

Henkivakuutusliiketoiminnan riskitaso Aktialle on myös rajattu. Henkivakuutuksen vakuutusvelasta 72 % oli sijoitussidonnaista vakuutusvelkaa, jonka sijoitusten sijoitusriskin kantaa vakuutuksenottaja. Vain noin 28 % oli korkotuotoista vakuutusvelkaa, jonka riskin Aktia joutuu itse kantamaan. Näissä sijoituksissa suurimmat riskit ovat korkoriski, vastapuoliriski ja myös kiinteistöriski.

AUM 2021e (Inderesin arvioita)



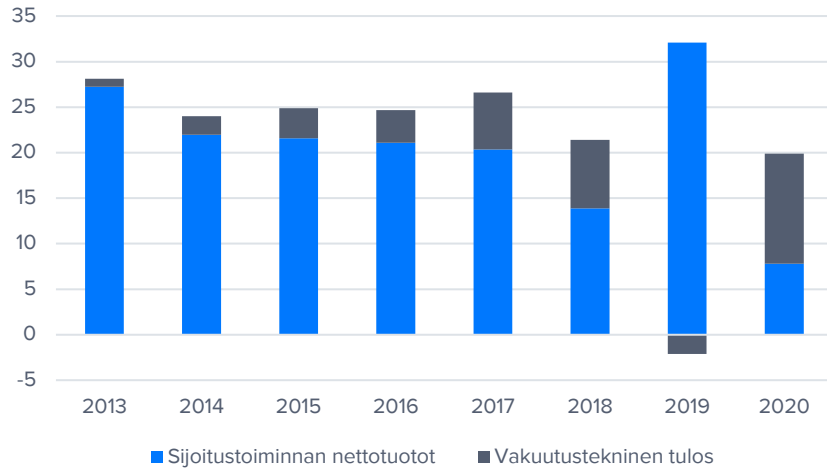
Varainhoitajien palkkiotuotot 2021e



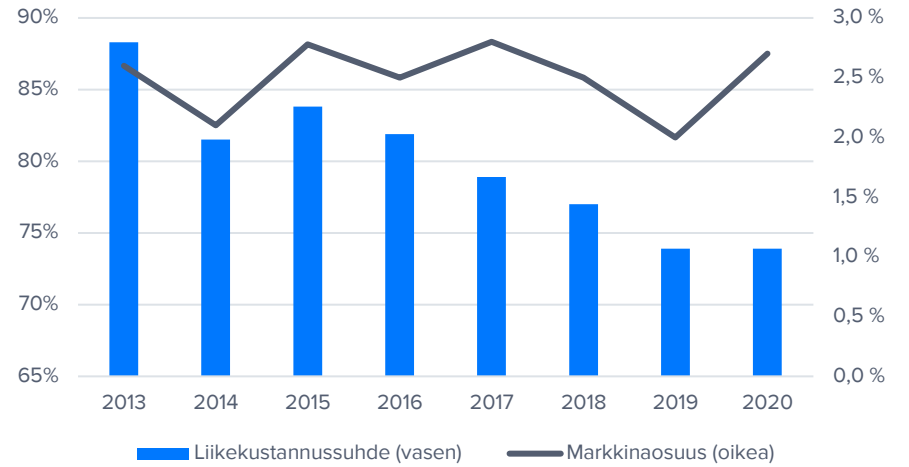
Huom. Aktian palkkiotuottoihin sisällytetty graafissa henkivakuutusnetto.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

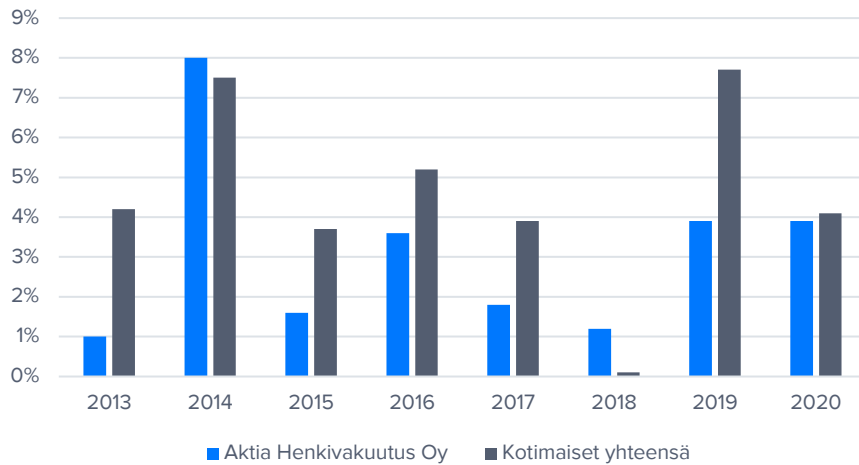
Henkivakuutusneton kehitys (MEUR)



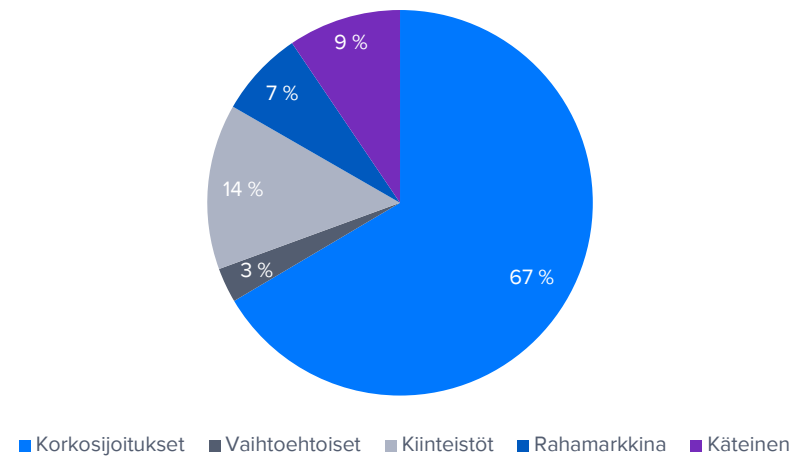
Liikekustannussuhteen ja markkinaosuuden kehitys



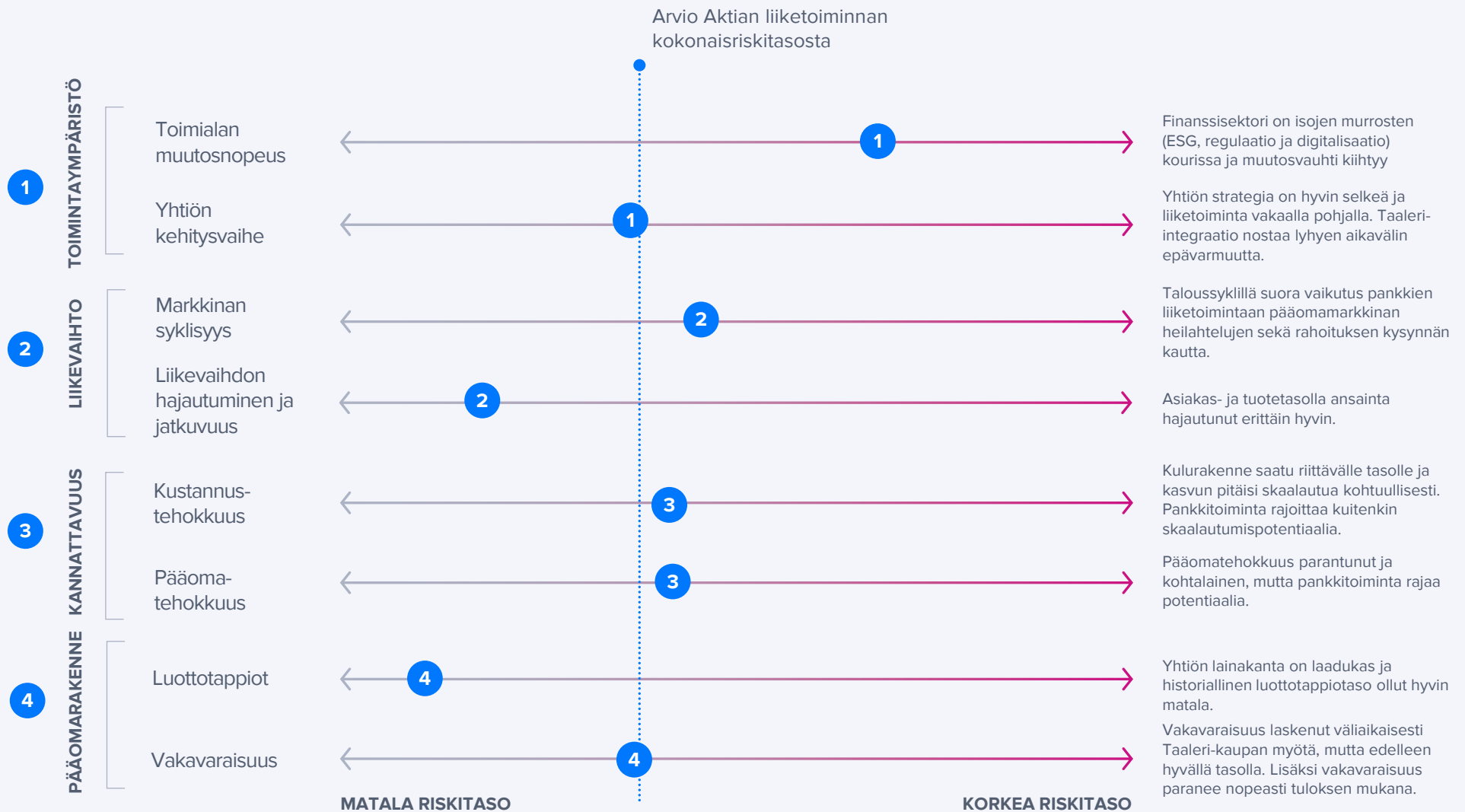
Sijoitustuotot käyvin arvoin, %



Henkivakuutuksen sijoitussalkun allokaatio (Q2'21)



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia

### Strategia on hyvin selkeä

Aktia päivitti strategiansa syyskuussa 2021 CMD:n yhteydessä (tallenne katsottavissa sivupalkin linkistä). Strategia oli jatkumoa aiemmalle vuonna 2019 lanseeratulle strategialle ja se ei sisältänyt meille suurempia yllätyksiä. Strategia rakentuu kolmen keskeisen teeman ympärille. Ne ovat:

- Paras varainhoitaja
- Kasvua asiakkaista, joilla on halu vaurastua
- Erinomainen asiakaskokemus

Yhtiön strategian keskiössä on luonnollisesti Varainhoito ja Pankkitoiminnan sekä Henkivakuutuksen rooli on näkemyksemme mukaan pääosin Varainhoitoa tukeva (kuva seuraavalla sivulla).

Aiemmasta strategiasta poiketen yhtiön asiakasfokus vaikuttaa siirtyneen aiempaa voimakkaammin asiakkaisiin, jotka hyödyntävät Aktian kaikkia kolmea liiketoimintaa (ns. ”ydinasiakkaat”). Käytännössä tämä tarkoittaa ennen kaikkea kotimaisia varakkaita yksityisasiakkaita sekä osaltaan myös kotimaisia instituutioita. Yhtiölle asiakasmäärän kasvattaminen ei myöskään vaikuta olevan enää itseisarvo, vaan yhtiö hakee kasvua ennen kaikkea nykyisessä asiakaskunnassaan. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että nykyisistä yhden tuotteen/palvelun asiakkaista pyritään jalostamaan ”ydinasiakkaita” ja jo olemassa olevien ”ydinasiakkaiden” ansaintaa kasvatetaan. Yhden tuotteen/palvelun asiakkaissa yhtiö fokuoitetuun aiempaa enemmän asiakaskohtaiseen kannattavuuteen optimoimalla ja standardisoimalla

palveluprosesseja. Varainhoidossa yksittäisiä tuotteita ostavien isojen instituutioiden kanssa (esim. KV-asiakkaat) pyritään luonnollisesti muun varainhoidon tapaan erinomaiseen asiakaspalveluun.

Yhtiö korostaa strategiassaan vielä aiempaa enemmän palvelun korkeaa laatua ja asiakaskokemusta, jotka ovat molemmat asioita missä Taalerin Varainhoito on historiallisesti ollut erityisen hyvä.

Suurimman eron yhtiön varainhoidon strategiassa suhteessa keskeisiin verrokkeihin tekee varainhoidon tuotetarjonta. Aktian Varainhoidon oma tuotetarjonta perustuu perinteiseen varainhoitoon ja vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa yhtiö nojaa täysin kumppaneihin. Alkuvaiheessa tämä tarkoittaa Taaleria, mutta pidemmällä aikavälillä kumppaneita on tarkoitus hankkia lisää.

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategia on isoilta linjoiltaan oikea ja suhtaudumme positiivisesti etenkin aiempaa tiukempaan asiakasfokukseen ja palvelulla differoimiseen Taalerin vahvuuksien kautta. Strategian onnistuminen tulee kulminoitumaan ennen kaikkea Taaleri-integraation onnistumiseen. Integraation onnistuessa yhtiöllä on näkemyksemme mukaan erinomaiset edellytykset kasvaa vahvasti etenkin varakkaissa yksityishenkilöissä. Luonnollisesti yhtiön tuotteiden laadun pitää myös säilyä korkeana, jotta yhtiö pystyy puolustamaan tavoittelemansa hintapositiona. Taaleri-kaupan jälkeinen iso vaihtuvuus salkunhoitajissa herättää tähän liittyen luonnollisesti huolia ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää saada vaihtuvuus pysäytettyä.



## Strategian plussat ja miinukset

### Plussat

- Strategia on selkeä
- Aiempaa tiukempi asiakasfokus tuo hinnoitteluvoimaa
- Yhtiön tarjooma on hyvin kilpailukykyinen
- Vahva jalansija houkuttelevassa HNW-segmentissä

### Miinukset

- Pankkitoiminnan rakenteellisesti matalaan kannattavuuteen ei ole odotettavissa muutosta
- Vaihtoehtoisissa tuotteissa ollaan lyhyellä aikavälillä hyvin riippuvaisia Taalerista

## Aktian tuore CMD katsottavissa oheisesta linkistä



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

	2019	2020	2021e	2025e	2025 tavoite
Oikaistu liikevoitto	68	55	90	119	>120 MEUR
ROE-% (oik.)	10,3%	6,7%	10,2%	11,1%	>12 %
Kulutuottosuhte-% (oik.)	66%	71%	63%	57%	< 60 %
Osingonjakosuhte-%	75%	59%	70%	75%	60-80 %

## Kommentti

Uusi strategia lanseerataan ja fokus siirtyy yhä vahvemmin varainhoitoon

Korona heikentää numeroita selvästi, vaikka uuden strategian toteutus eteneekin pääosin hyvin.

Strategia ottaa ison harppauksen eteenpäin Taaleri Varainhoidon hankinnan myötä. Luvut toipuvat nopeasti koronasta.

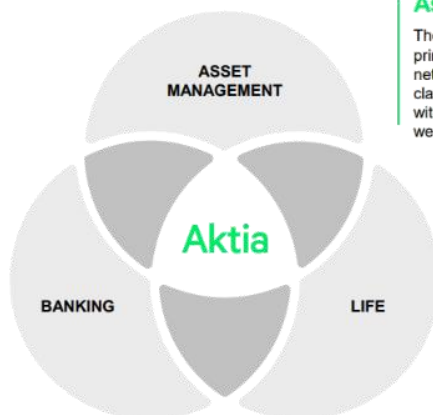
Taaleri-kaupan synergiat ovat realisoituneet täysimääräisesti ja varainhoito kasvanut selvästi nykyisestä. Kulutehokkuus jatkanut parantumistaan.

Tavoitteet ovat realistiset ja arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset saavuttaa ne.

## The roles of our Business Areas in executing strategy

### Banking

Balances the portfolio and brings in secure revenue to the Group. Grows selectively and profitably within the business area and through cross-sales. Nurtures the potential of the customer base who want to increase wealth and provides them with wealth management advice.



### Asset management

The spearhead and anchor in Aktia's strategy. The primary wealth manager partner for institutions, high net worth individuals and entrepreneurs. Offers best-in-class competence in spearhead strategies combined with skillful manager selection. The most preferred wealth manager, known for discrete luxury.

### Life

Provides a fundamental pillar of the offering for being prepared for the unexpected, thinking of future generations, maintaining wealth, and securing the most important asset: the individuals themselves



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Taloudelliset tavoitteet

### Tavoitteet ovat realistiset

**Vertailukelpoinen liikevoitto** on yhtiön tavoitteista kaikista tärkein, sillä vakavaraisuutta lukuun ottamatta kaikki muut tavoitteet ovat alisteisia sille. Tavoite on mielestämme hyvin realistinen ja linjassa meidän omien ennusteidemme kanssa.

Liiketoiminnan tuottojen kasvu on tavoitteen saavuttamisen kannalta täysin kriittisessä roolissa ja ilman sitä ei tavoite ole mahdollista saavuttaa. Kasvussa päävastuu on luonnollisesti varainhoidolla missä Taaleri-integraation onnistuminen sekä uusmyynnin tasonnosto ovat keskiössä. Kulujen osalta yhtiön pitää lyhyellä aikavälillä onnistua Taalerin kulusynergioissa ja pidemmällä aikavälillä yhtiön tulee säilyttää jatkuva kulukuri. Tästä yhtiöllä on viime vuosilta hyvät näytöt ja emme ole tästä huolissamme, kunhan yläriivi saadaan kasvuun.

Huomautamme sijoittajille, että Taaleri-kaupan myötä Aktian varainhoidon tulokseen on tullut selvästi aiempaa enemmän kertaluontoisia tuottoja mukaan (tuotto- & transaktiopalkkiot). Näin ollen sijoittajien tulee kiinnittää aiempaa enemmän huomiota varainhoidon tuloksen laatuun, sillä yhtiön arvon kannalta tuloksen mix on hyvin keskeisessä roolissa.

**Oman pääoman tuottotavoite** on mielestämme niin ikään realistinen ja yhtiöllä on edellytykset saavuttaa se liikevoittotavoitteen toteutuessa. Omissa ennusteissamme ROE-% jää 2025 noin 11 %:iin, mutta tätä selittää ylivahva tase (CET1-% ~15 %). On selvää, että yhtiö ei näin vahvaa tasetta tule tarvitsemaan ja tehokkaammalla taseen käytöllä

ROE-% olisi ennusteillamme yli 12 %. Taaleri-kaupan myötä Aktian tase on selvästi aiempaa tehokkaammassa käytössä ja mielestämme ROE:n nostaminen taseen käyttöä tehostamalla alkaa olla hankalaa. Näin ollen fokus onkin ennen kaikkea tuloksen puolella. Pitkällä aikavälillä yhtiön oman pääoman tuottopotentiaali ei juuri ole 12 %:n tasoa korkeampi, ilman että rakenteellisesti heikosti kannattavan pankkiliiketoiminnan ROE-% saadaan nostettua nykyistä (arviolta ~5 %) korkeammalle.

**Kulu/tuotto-suhdetta koskeva tavoite** on niin ikään realistinen ja alisteinen liikevoitolle. Omissa ennusteissamme kulutuottosuhte laskee alle 60 %:n tason ja 2022 ja 2025 laskee 57 %:iin. Näkemyksemme mukaan Aktian kulu-/tuottosuhteen potentiaali on varsin lähellä tätä tasoa ja korkeampi taso vaatisi rakenteellisia muutoksia pankkitoiminnan kannattavuuteen.

Pankki tarkisti **vakavaraisuustavoitettaan** ja uutena tavoitteena on pitää vakavaraisuus 1,5 %-yksikköä yli vähimmäisvaateen (aik. 1,5-3,0 %-yksikköä). Muutos on varsin kosmeettinen, sillä ennen Taaleri-kauppaa yhtiö oli jatkuvasti tavoitetasonsa yläpuolella. Arviomme mukaan yhtiö haluaa jatkossa pitää taseensa aiempaa tehokkaammassa käytössä mihin selkeytyvä tavoiteasetanta luo hyvät edellytykset.

Sektorin muiden yhtiöiden tapaan Aktia haluaa olla avokätinen osingonmaksaja. Lyhyellä aikavälillä yhtiön voitonjako tulee arviomme mukaan olemaan lähellä haarukan alalaitaa, kun yhtiö halunee vahvistaa tasettaan hieman nykytasolta. Tase kuitenkin vahvistuu nopeasti ja kasvun sitoessa vain rajallisesti pääomaa, ei yhtiöllä ole ongelmia jakaa valtaosaa tuloksestaan osinkoina.



## Taloudelliset tavoitteet

### Aktian vuoden 2025 tavoitteet ovat:

- Vertailukelpoinen liikevoitto yli 120 MEUR
- Kulutuottosuhte alle 60 %
- Oman pääoman tuotto yli 12 %
- CET1-vakavaraisuus vähintään 1,5 prosenttiyksikköä yli vähimmäisvaateen

Lisäksi pankin tavoitteena on jakaa osinkoa 60-80 % tilikauden tuloksesta

# Sijoitusprofiili

1.

Selkeä kasvustrategia

2.

Vahva positio varainhoidossa

3.

Pankkitoiminnan heikko kannattavuus painaa koko konsernin numeroita

4.

Kasvava ja turvallinen osinko

5.

Taaleri-integraation onnistuminen ja varainhoidon potentiaalin lunastaminen

## Potentiaali



- Varainhoidon kasvu
- Taaleri-integraation onnistuminen
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen pankkitoiminnassa
- Yritysjärjestelyt

## Riskit



- Pankkitoimialan murros
- Jatkuvasti kiristynvä regulaatio
- Pankkitoimialan kireä kilpailutilanne Suomessa
- Suhdanneherkkyys
- Riippuvuus Suomen asuntomarkkinoista
- Avainhenkilöriskit
- Taaleri-kaupan integraation onnistuminen

# Markkinakatsaus 1/6

## Suomen pankkisektorin erityispiirteet

Suomalaisen pankkisektorin erityispiirteitä ovat pankkijärjestelmän keskittyneisyys, vahva linkittyminen pohjoismaiseen pankkijärjestelmään, riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta sekä asuntolainojen suhteellisen korkea osuus luotonannosta. Euroopan tasolla suomalaisten pankkien kannattavuus on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut erinomaisella tasolla ja järjestämättömien luottojen osuus kokonaisluotonannosta on ollut matala. Suomalaisten pankkien vakavaraisuus on myös tällä hetkellä vahva.

## Keskittynyt markkina

Vuoden 2020 lopussa Suomessa toimi Finanssiala ry:n mukaan 228 luottolaitosta ja suurin osa näistä luottolaitoksista kuuluu johonkin pankkikonserniin tai yhteenliittymään. Ryhmä- ja konsernirakenteet huomioiden kotimaiseen pankkisektoriin (pl. ulkomaisten pankkien sivuliikkeet) kuului vuoden 2020 lopussa 12 pankkia. Suomalainen pankkisektori työllisti vuoden 2020 lopussa 20 317 työntekijää ja maassa oli 769 pankkikonttoria. Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärä on vähentynyt viimeisen 30 vuoden aikana Suomessa dramaattisesti etenkin digitaalisen asiainnoin kasvun ja toimintojen tehostamisen myötä.

Suomen pankkisektori on yksi Euroopan keskittyneimpiä ja kolme suurinta toimijaa (OP Ryhmä, Nordea ja Danske Bank) vastasivat viime vuoden lopussa 69 % myönnettyistä lainoista ja 78 % talletuksista. Keskittyneisyys lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, koska yksittäisen suuren pankin ongelmilla voisi potentiaalisesti olla huomattava vaikutus koko markkinaan. Keskittyneisyyden lisäksi Suomen pankkisektori on vahvasti linkittynyt muihin

Pohjoismaihin omistusten ja sijoitusten kautta. Esimerkiksi Nordea on Pohjoismaiden suurin pankki ja Danske Bank sekä Handelsbanken ovat merkittäviä toimijoita Suomessa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat yhteyden kautta levitä maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

## Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Suomalaiset pankit ovat talletusalijäämäisiä eli niiden vähittäistalletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen erotus on negatiivinen. Vuoden 2020 lopussa suhde talletuksiin oli 137 %. Käytännössä pankit rahoittavat talletusalijäämän rahoitusmarkkinoilta saatavalla rahoituksella. Tämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisitilanteessa markkinaehtoinen rahoitus ja erityisesti lyhytaikainen rahoitus voivat tyrehtyä.

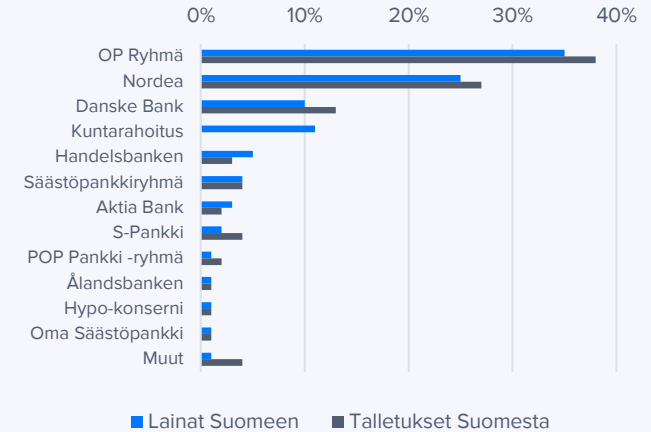
## Asuntomarkkinoiden merkitys on suuri

Asuntolainojen osuus pankkien luotonannosta oli Suomessa vuoden 2020 lopussa noin 40 %, mikä on euroalueen keskitasoa korkeampi. Suomalaiset pankit ovat siis riippuvaisia asuntomarkkinoista ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa asuntolainoista valtaosa on vaihtuvakorkoisia. Korkojen nousulla voisi siten olla huomattava vaikutus suomalaiseen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

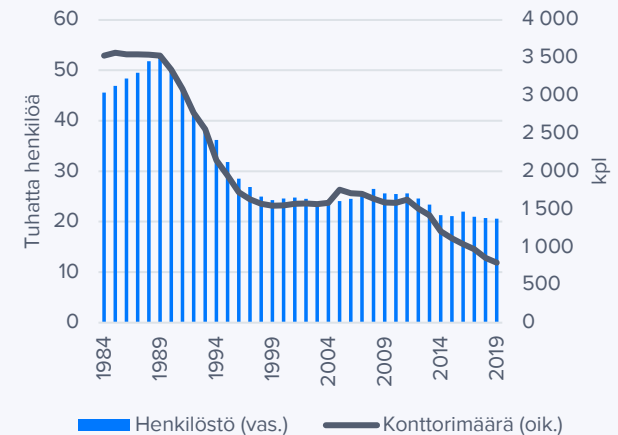
## Ongelmaluottojen määrä pieni

Suomessa pankkisektorin järjestämättömien luottojen osuus (NPL-ratio) oli Q1'21 lopussa 1,43% ja yksi euroalueen matalimpia. Pankkien vakavaraisuus on myös vahva, sillä ydinpääomasuhde (CET1) oli Q1'21 lopussa 18,2%.

Suomessa toimivien luottolaitosten markkinaosuudet (2020)



Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärän kehitys



Lähde: Suomen Pankki ja Finanssiala ry

# Markkinakatsaus 2/6

## Taloukasvunäkymät ovat vahvistuneet

Suomen taloukasvu on viime kuukausina vahvistunut parantuneen rokotekattavuuden ja maailmantalouden yleisen elpymisen myötä selvästi ja koronavirusta edeltänyt tuotannon taso saavutettiin Suomen Pankin mukaan toukokuussa. Talouden elpyminen on ollut kotimaassa laaja-alaista ja veto on ollut vahvaa etenkin teollisuudessa, rakentamisessa ja kaupan alalla.

Euroopan komissio ennustaa Suomen kansantalouden kasvavan kuluvaan vuonna noin 2,7 % ja vuonna 2022 noin 2,9 %. Euroalueella kasvun odotetaan olevan Suomea ripeämpää ja BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvaan vuonna noin 4,8 % ja ensi vuonna 4,5 %. Vaikka lähivuosien taloukasvuodotukset ovat vahvat, liittyy toimintaympäristöön myös epävarmuustekijöitä. Lyhyellä aikavälillä talouskehityksen suurimpina uhkakuvina nähdään mahdolliset uudet virusvariantit, globaalit komponentti- ja tuotantoketjuhaasteet sekä viime kuukausien korkeat inflaatioluvut.

## Asuntokauppa on käynnyt Suomessa viime kuukausina kuumana

Asuntokauppa on käynnyt Suomessa viime kuukausina poikkeuksellisen kuumana ja kauppamäärät ovat olleet viime neljänneksinä ennätyskorkeita. Tämä on luonnollisesti heijastunut voimakkaasti myös uusien asuntolainojen kysyntään. Asuntokauppaa on vauhdittanut etenkin koronapandemian aikana kasvanut säästäminen ja matala korkotaso. Asuntolainojen keskipörssit ovat laskeneet Suomessa jo alle 0,8 %:iin. Tämän hetkessä

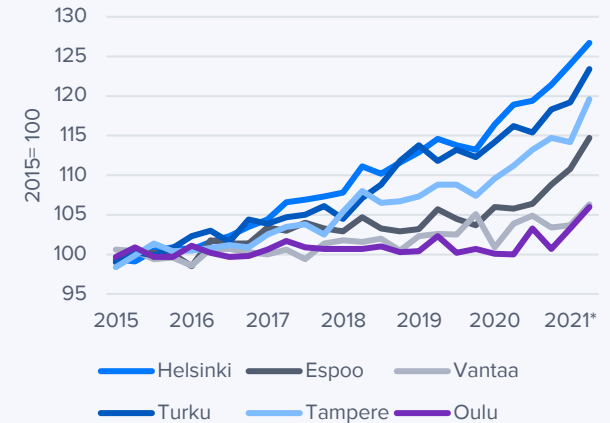
inflaatioympäristössä reaalikorot ovat näin ollen selvästi negatiiviset, eikä tilanteeseen odoteta lähivuosina muutosta. Asuntovelallisen kannalta tilanne on suosiollinen, sillä inflaatio käytännössä syö tällä hetkellä lainapäätöksiä.

Asuntokaupan poikkeuksellisen vahva vire on heijastunut myös hintakehitykseen, sillä Q2:lla asuntojen hinnat nousivat koko maan tasolla 5,3 % viime vuodesta ja pk-seudulla peräti 6,5 %. Hypo odottaa asuntojen hintojen nousevan kuluvaan vuonna nopeinta vauhtia yli 10 vuoteen ja ennustaa hintojen nousevan koko maan tasolla 3,0 % (pk-seutu +5,5 %). Hypon mukaan hintakehityksessä vahvin vaihe on kuitenkin jo takana ja ensi vuonna Hypo ennustaa hintojen tasaantuvan koko maan tasolla 1,0 %:iin (pk-seutu +3,5 %), kun kasvava tarjonta ja kulutusmahdollisuuksien normalisoituminen tasaavat tilannetta.

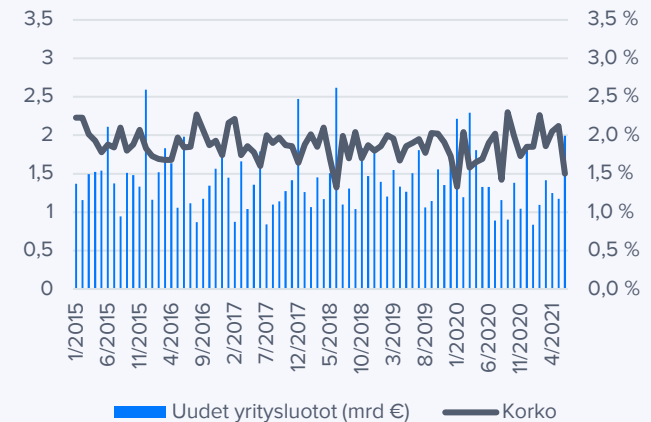
## Yritysten luottokysyntä elpymässä

Suomen Pankin tilastojen mukaan kotimaiset yritykset ovat nostaneet uusia luottoja tavanomaista vähemmän koronapandemian alun jälkeen ja viimeisen 12 kk:n aikana uusia luottoja nostettiin 17 % vähemmän kuin edellisellä vastaavalla ajanjaksolla. Finanssiala ry:n elösyyskuussa tekemän barometrikyselyn perusteella yritysten luottokysyntä on piristymässä ja yli 60 % vastaajista odottaa kysynnän vahvistuvan. Yritysluottoja otetaan edelleen mm. käyttöpääomarahoitusta ja yritysjärjestelyitä varten, mutta myös investointeihin käytettävien luottojen kysynnän odotetaan vilkastuvan loppuvuoden aikana.

## Vanhjen osakeasuntojen hintojen kehitys neljänneksittäin suurissa kaupungeissa



## Suomalaisten yritysten nostamat nostetut lainat ja niiden keskipörssi



# Markkinakatsaus 3/6

## Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2020 lopussa noin 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 240 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan

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

## Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut

selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia.

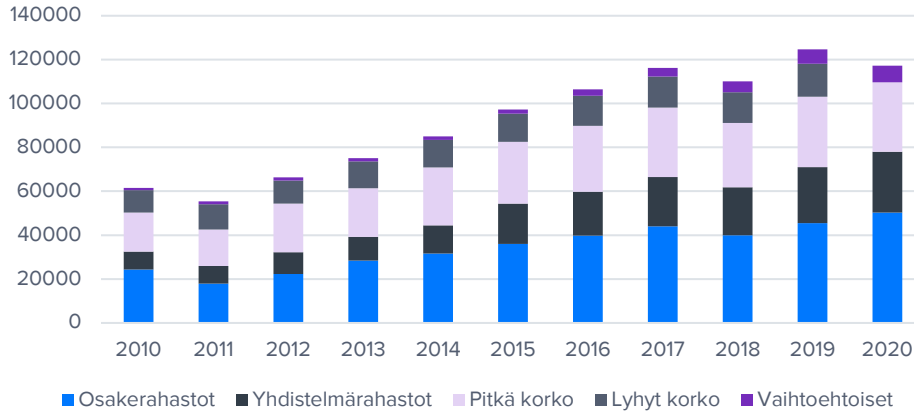
## Listaamaton markkina

Globaali listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertastunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

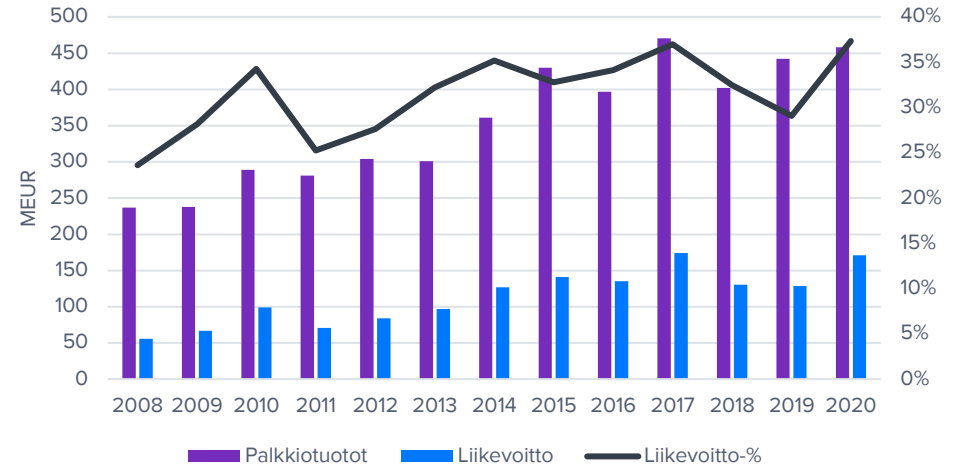
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista omaisuusluokista markkinatutkimusta tekevän Preqinin kesäkuun 2020 sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (Private equity, Private debt, kiinteistöt, ja infra).

# Markkinakatsaus 4/6

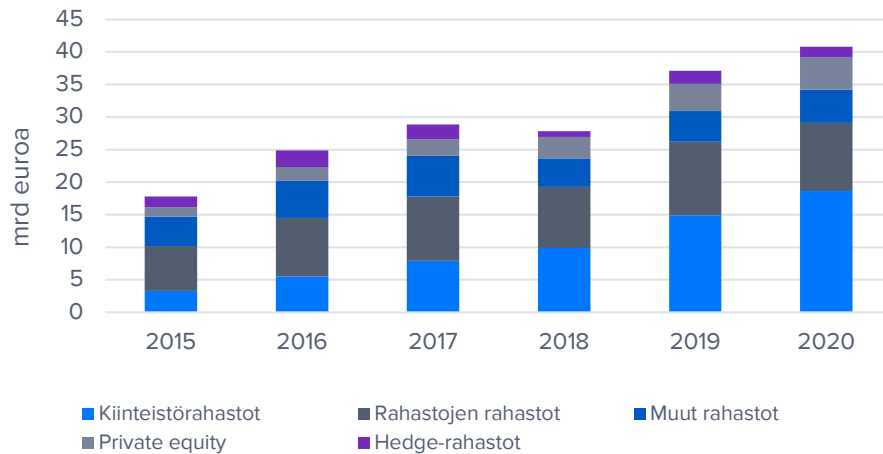
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



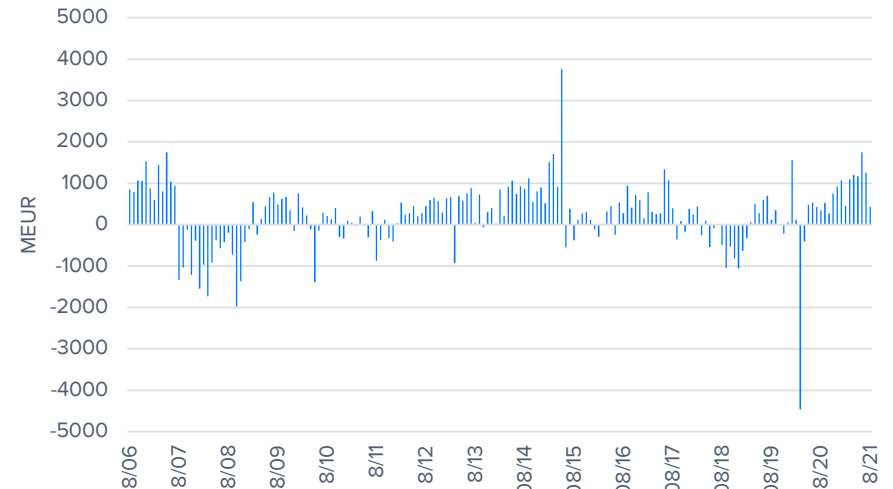
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehdorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehdorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinntä



# Toimialan ajurit ja trendit



## Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.



## Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.



## Pysyvästi madaltunut korkotas

Korkotas on globaalisti madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista finanssi- ja eurokriisien jälkeen. Myös riskittömän koron käsite on muuttunut, kun aiemmin riskittömänä pidettyjen valtioiden velanhoitokyky on alettu kyseenalaistaa.



## Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

## Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

# Aktian positioituminen toimialan trendeihin

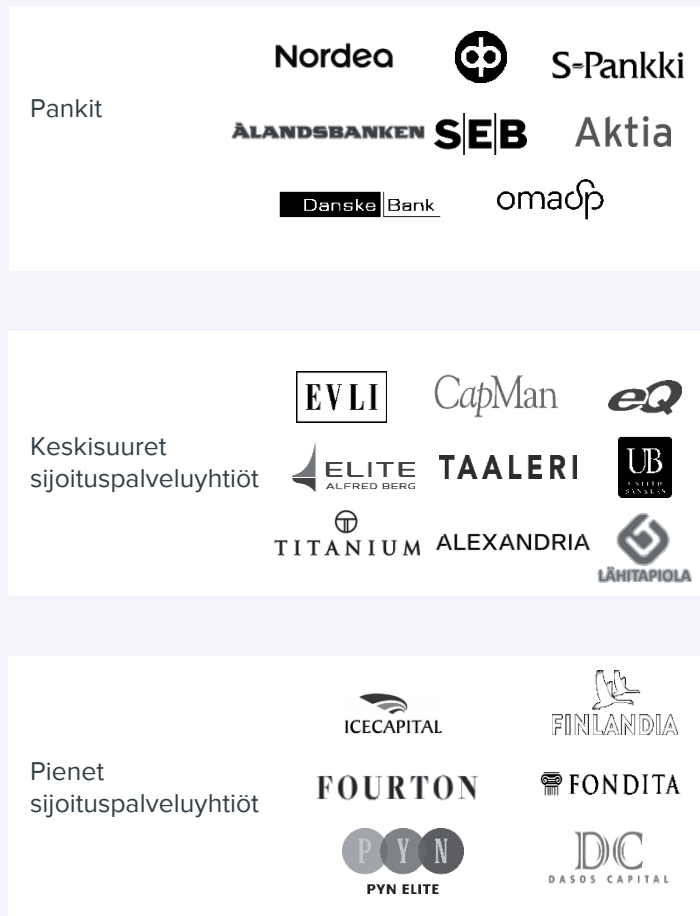
Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓✓	Vaikka regulaatiotsunami onkin pyyhkinyt pankkisektorin yli viimeisen 5 vuoden aikana, ei sillä ole ollut merkittävää vaikutusta Aktialle. Yhtiö on kooltaan riittävän suuri, ettei regulaatio aiheuta sille kohtuutonta taakkaa.
Vaatimustason nousu	✓✓✓	Yhtiön sijoitustuotteiden laatu on erittäin hyvä ja Taaleri-kaupan jälkeen myös yhtiön asiakaspalvelukyvykkyys on korkea.
Matala korkotaso	✓	Pankkitoiminnan puolella Aktia on kärsinyt selvästi matalasta korkotasosta. Varainhoidon puolella matala korkotaso on tukenut yhtiön uusmyyntiä pääoman etsiessä tuottavia kohteita. Yhtiö ei ole kuitenkaan kyennyt täysimääräisesti hyödyntämään erittäin matalan korkotason nostamaa sijoittajakiinnostusta, joka näkyy etenkin vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden erittäin suppeana tarjontana.
Digitalisaatio	✓✓✓	Aktia oli ensimmäisiä kotimaisia pankkeja, jotka siirtyivät uuteen IT-järjestelmään (otettu käyttöön 2017). Vaikka IT-järjestelmän uudistus olikin varsin kivulias prosessi, on Aktia saanut siitä merkittäviä hyötyjä ja päässyt hyödyntämään digitalisaation tuomia mahdollisuuksia niin asiakasrajapinnassa kuin taustafunktioissa.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓	Aktian vaihtoehtoisten tuotteiden tarjonta on jäänyt hyvin suppeaksi ja niiden rooli varainhoidon strategiassa on ollut epäselvä. Uudessa strategiassa yhtiö nojaakin vaihtoehtoisissa tuotteissa täysin kumppaneihin.
Hintatason jatkuva paine	✓✓	Aktia ei ole kärsinyt oleellisesti hintaeroosiosta, vaikka sen tarjonta onkin keskittynyt täysin perinteiseen varainhoitoon. Tässä taustalla on yhtiön laadukas tuotetarjonta. On kuitenkin selvää, että alan hintapaine tulee jatkumaan erittäin kovana perinteisen varainhoidon puolella. Yhtiö pyrkii puolustamaan hintapositionaan korkealaatuisella asiakaspalvelulla ydinasiakkaissa.
Vastuullisuus	✓✓	Aktia on muiden toimialan yhtiöiden tapaan nostanut ESG:n keskeiseksi strategiseksi teemaksi. Tähän liittyen yhtiö lanseerasi CMD:n yhteydessä uuden ilmastostrategian.



# Varainhoitomarkkinassa odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



## Konsolidaatioajurit

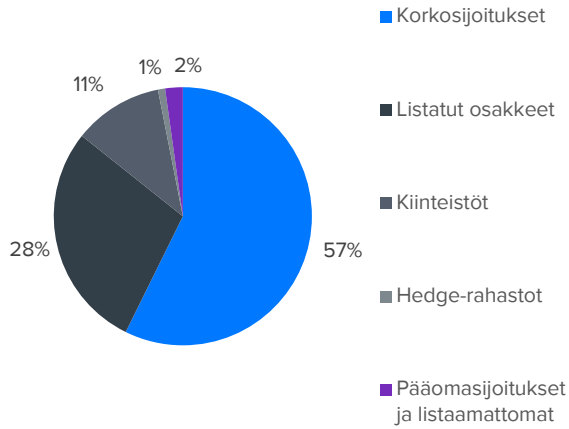


## Toteutuneita järjestelyjä

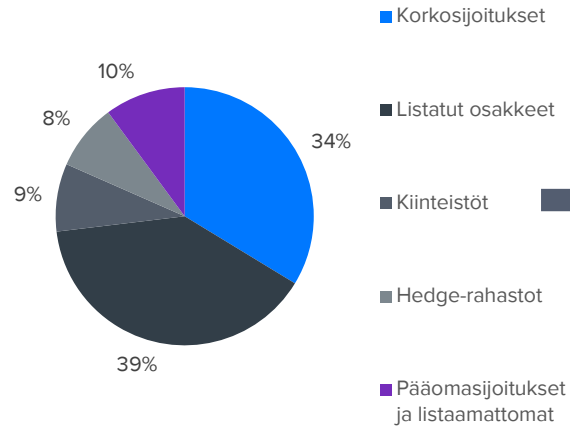


# Varainhoitoalan ajurit ja trendit

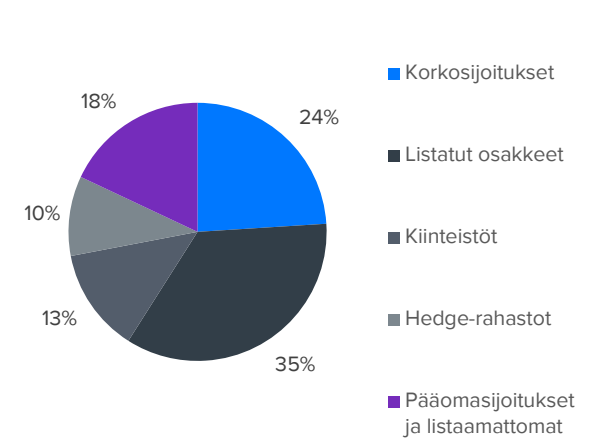
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

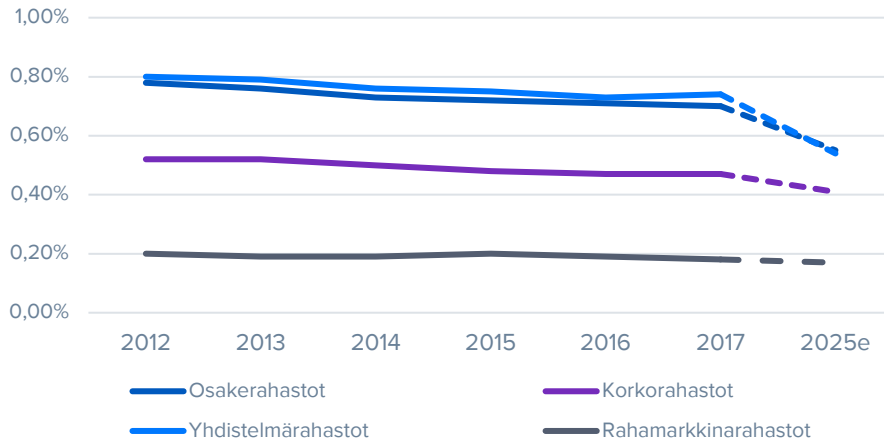


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029\*

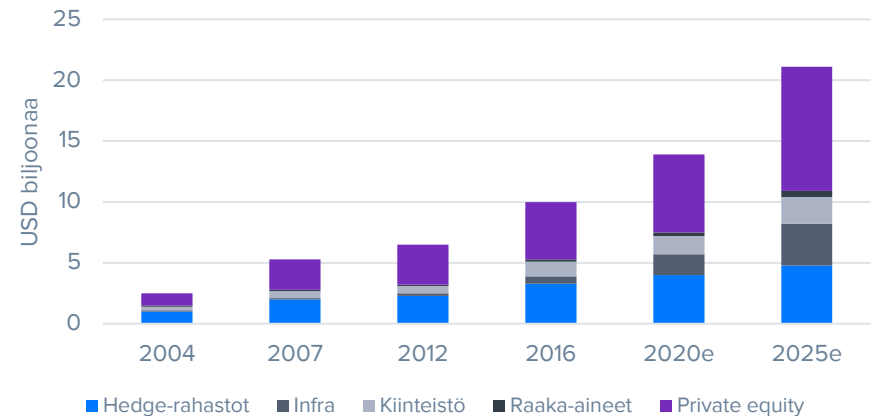


\* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

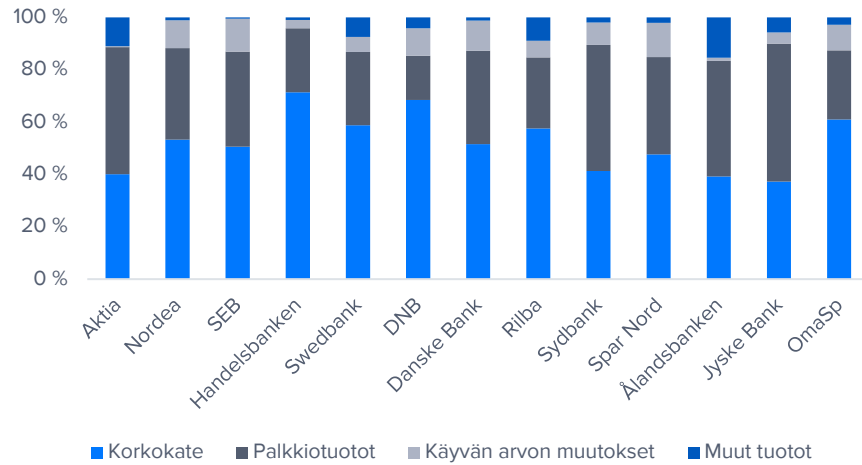


# Yhteenvedo listatuista varainhoitajaverrokeista

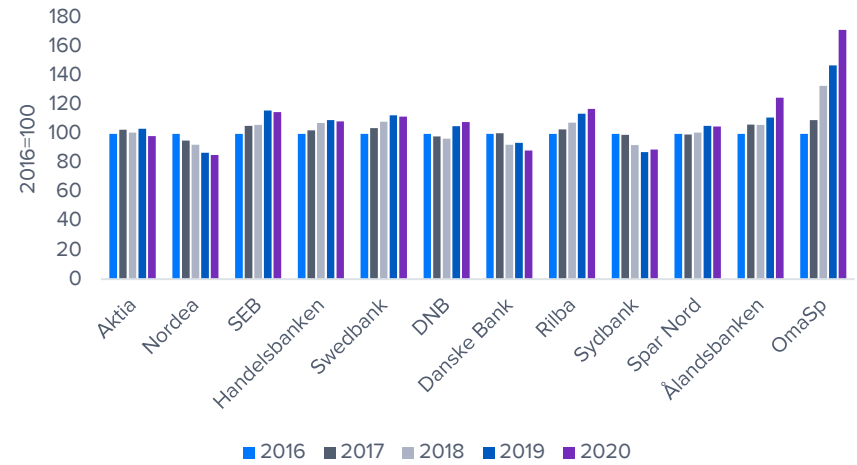
	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Alexandria
<b>MCAP (MEUR)</b>	<b>1000</b>	<b>300</b>	<b>150</b>	<b>500</b>	<b>50</b>	<b>450</b>	<b>130</b>	<b>830</b>	<b>80</b>
<b>Osakkeen kokonaistuotto</b>	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1800%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +150%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +280%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-25%. IRR ~-4%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +10%.	Listautui keväällä 2021
<b>Toteutunut kannattavuus</b>	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutaso saatu kuitenkin järkevälle tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
<b>Track-record</b>	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vaisu. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
<b>Vahvuudet / heikkoudet</b>	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
<b>Strateginen suunta</b>	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Voimakas kasvu Varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvu reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

# Markkinakatsaus 5/6

Liiketoiminnan tuottojen jakauma (2020)

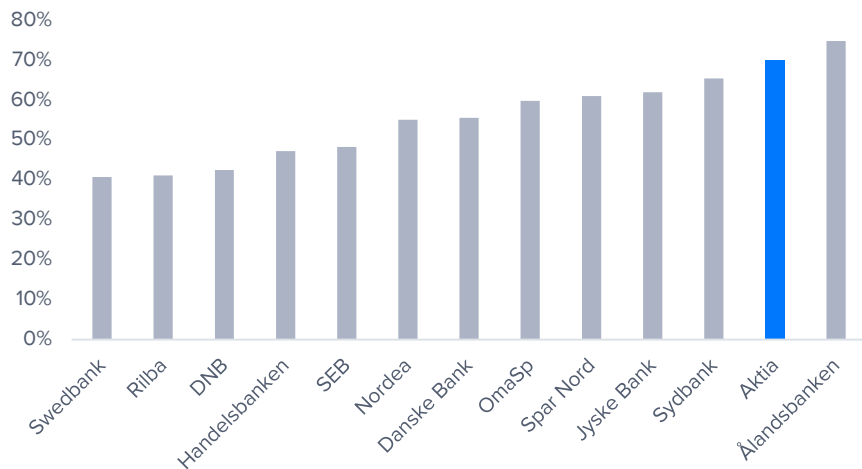


Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



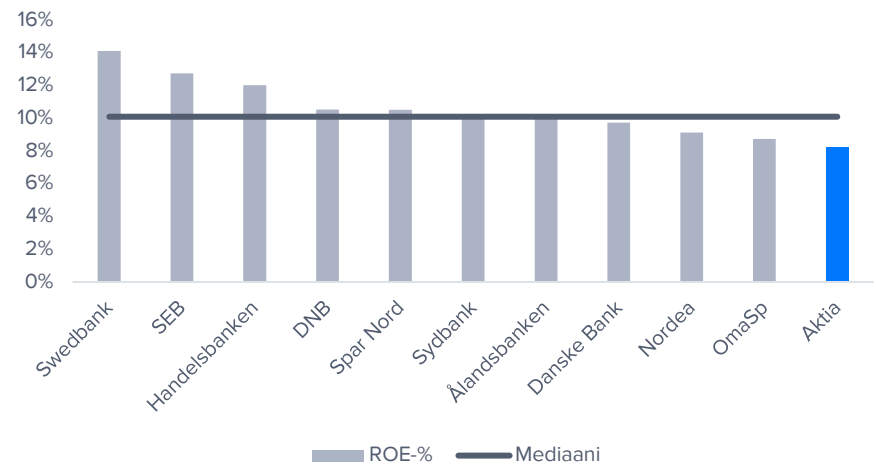
Huom. Kertaerät pyritty oikaisemaan graafista mahdollisuuksien mukaan

Kulu/tuotto-suhde (2016-2020 keskimäärin)



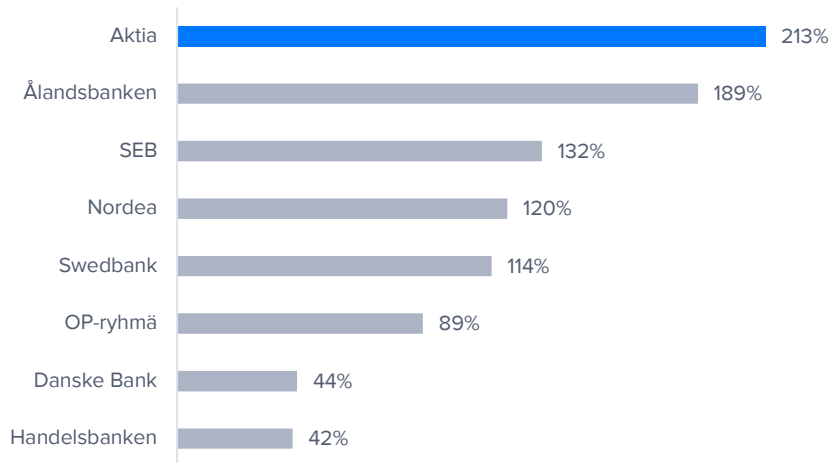
Huom. Kertaerät pyritty oikaisemaan graafista mahdollisuuksien mukaan

Raportoitu ROE-% (2016-2020 keskimäärin)

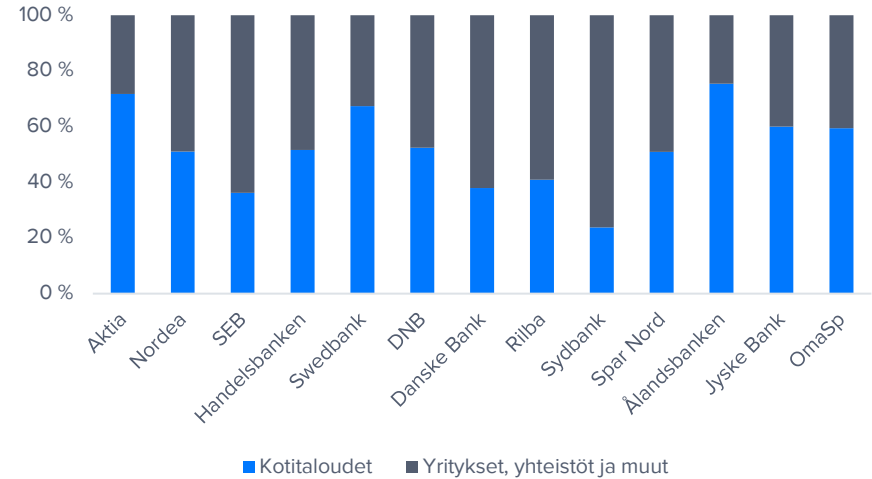


# Markkinakatsaus 6/6

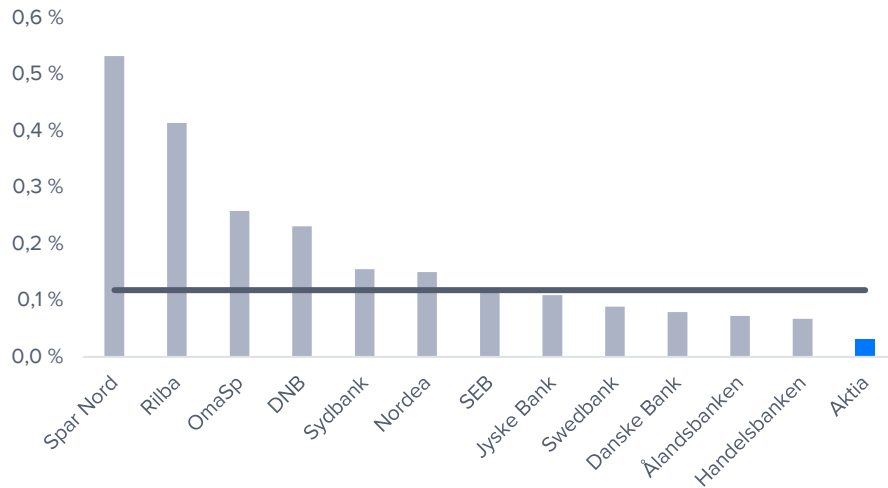
AUM/Luottokanta Q2'21 lopussa



Luottosalkun jakauma Q2'21 lopussa



Luottotappiot % luottokannasta (2014-2020 k.a.)



CET1-vakavaraisuussuhde Q2'21 lopussa



# Ennusteet 1/4

## Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Aktian kannalta positiivisena. Korkotaso tulee pysymään hyvin matalana, mikä vaikuttaa negatiivisesti pankkitoiminnan näkymiin yhdessä verisen marginaalipaineen kanssa. Varainhoidon puolella nollakorot tukevat kuitenkin merkittävästi kysyntää pääomien etsiessä tuottavia kohteita yhä riskisemmistä omaisuusluokista. Suomessa kiinnostus sijoittamista ja erilaisia varainhoitoratkaisuja kohtaan kasvaa nollakorkojen, ilmapiirimuutoksen ja demografisen muutoksen seurauksena.

Pääomamarkkinaympäristön odotamme säilyvän suotuisana keskuspankkien tukemana, mutta jäähtyvän kuitenkin viime aikojen paikoin jopa euforiselta tasolta.

Asuntomarkkinoilla markkinan ns. ”isojako” jatkuu ja asuntojen hintakehitys jää kasvukeskusten ulkopuolella heikoksi.

Olemme tehneet aikaisempiin ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia (sivu 34).

## Taaleri-integraatio ennusteiden keskiössä

Näkemyksemme mukaan yksittäinen tärkein asia H2:lla tulee olemaan Taaleri-integraation onnistuminen.

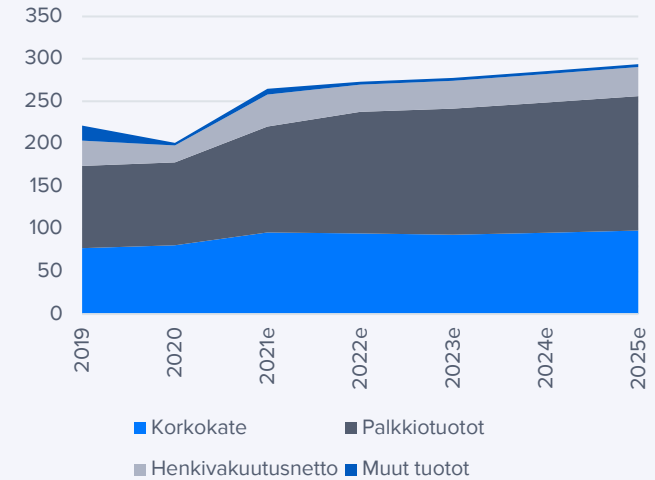
Yhtiö kertoi tavoittelevansa Taaleri-integraatiossa 8 MEUR:n synergioita, joista valtaosa tulee kulusäästöistä. Kulussynergioiden toteutumiseen liittyy mielestämme vain rajallista riskiä, sillä päällekkäisyydet ovat hyvin selkeät ja Taalerin kulutasossa on huomattavaa tehostamisvaraa. Suurempi mielenkiinto liittyy muihin ns. pehmeisiin

synergioihin ja niiden realisoitumiseen. Näkemyksemme mukaan Taaleri-kaupan myötä Aktialla on merkittävää ristiinmyyntipotentiaalia selvästi laajentuneen tuotetarjonnan myötä. Ristiinmyyntipotentiaalin lisäksi uuden kokonaisuuden palvelutarjonta on mielestämme hyvin kilpailukykyinen ja sillä on hyvät edellytykset kasvaa voimakkaasti tulevina vuosina etenkin varakkaissa yksityishenkilöissä.

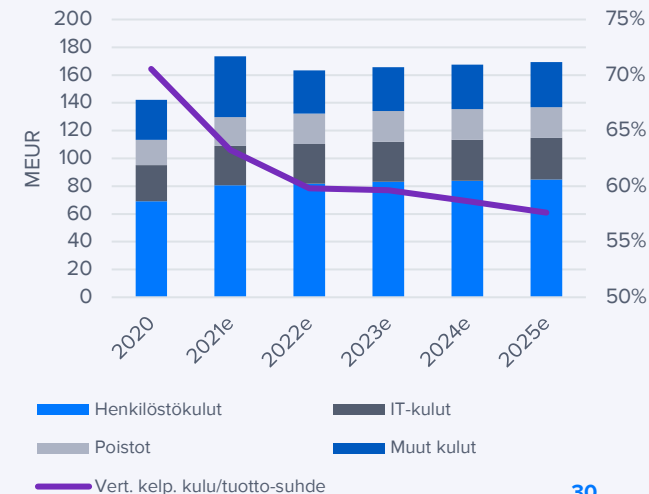
Jotta pehmeät synergiat saadaan realisoitua, tulee yhtiön onnistua integraatiossaan. Integraation keskiössä ovat kahden erilaisen kulttuurin yhteensovittaminen, korkean henkilöstötyytyväisyyden säilyttäminen, IT-järjestelmien yhdistäminen, uusien palvelumallien luominen ja jalkauttaminen. Lisäksi henkilöstön sitouttaminen tulee olemaan tärkeässä roolissa Varainhoidon puolella. Integraatio on käsityksemme mukaan lähtenyt liikkeelle varsin hyvin ja etenkin kulupuolella synergiat alkavat realisoitua 2022 aikana (täysimääräisesti 2023).

Yhtiön salkunhoito on kokenut yllättävän isoa vaihtuvuutta integraation yhteydessä ja tämä on luonnollisesti hieman huolestuttavaa. Kuitenkin muilta osin henkilöstössä vaihtuvuus on ollut hyvin pientä ja käsityksemme mukaan henkilöstötyytyväisyys on säilynyt hyvällä tasolla. Myös asiakastytyväisyys on säilynyt vahvana molempien organisaation asiakaskuntien keskuudessa. Kokonaisuutena suhtaudummekin luottavaisesti integraatiota kohtaan ja odotamme integraation olevan keskeinen tulosajuri Aktialle nykyisellä strategiakaudella.

### Aktian liiketoiminnan tuottojen kehitys (MEUR)



### Liiketoiminnan kulut ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde



# Ennusteet 2/4

## 2021 koronasta toipumista ja Taaleri-integraatiota

Aktian alkuvuosi on sujunut erittäin hyvin ja yhtiön tulos nousi H1:llä 42,9 MEUR:oon koronakriisin runtelemasta vuoden takaisesta 19,3 MEUR:sta. Yhtiö sai tukea tulokseen kaikilta liiketoiminta-alueilta. Korkokate kasvoi H1:n aikana 23 %, mutta se piti sisällään merkittävän kertaluontoisen 5,3 MEUR:n lisäkoron EKP:n TLTRO III-ohjelmasta. Myös tästä oikaistuna korkokate kasvoi hyvin ja varsinaisen otto- ja antolainauksen korkokate kasvoi H1:llä 12 % vertailukaudesta.

Palkkiotuotot kasvoivat alkuvuonna 18 % johtuen elpyvästä pääomamarkkinasta sekä Taaleri-kaupasta. Taaleri tuli mukaan numeroihin vasta toukokuussa, eli sen vaikutus nähdään täysimääräisesti loppuvuoden aikana. Myös Henkivakuutusnetto parani merkittävästi vertailukaudesta 20,4 MEUR:oon (H1'20: 4,9 MEUR) elpyvän pääomamarkkinan ja hyvän vakuutusteknisen tuloksen vetämänä. Yhtiön tulos sisälsi H1:n aikana kirjattujen kertaluontoisten kulujen (H1'21: 3,0 MEUR) lisäksi arviolta noin 4,4 MEUR Taaleri-järjestelyyn liittyviä kuluja.

Yhtiö lähtee loppuvuoteen hyvistä asemista. Markkinatilanne on jatkunut pääosin positiivisena ja Taaleri-integraatio vaikuttaa etenevän pääosin raiteillaan. Odotamme yhtiön korkokatteen jatkavan tervettä kasvuaan (2021e: +19 %) volyymikasvun jatkuessa terveenä sekä yritys- että kuluttaja-asiakkaissa. Palkkiotuotoissa kasvu kiihtyy H2 aikana (2021e: +29 %), kun Taaleri-transaktio tulee näkyviin täysimääräisesti ja vahva markkinatilanne tukee tuottosidonnaisia palkkioita (pääosin Taalerilta tulevista tuotteista). Henkivakuutusnetto kasvaa H2:lla hieman edellisvuodesta etenkin

vakuutusteknisen tuloksen parantuessa vertailukaudesta. Salkunhoitajien vaihtuvuus tulee johtamaan lievään AUM:in ulosvirtaukseen, mutta tällä ei pitäisi olla oleellista merkitystä yhtiön numeroihin.

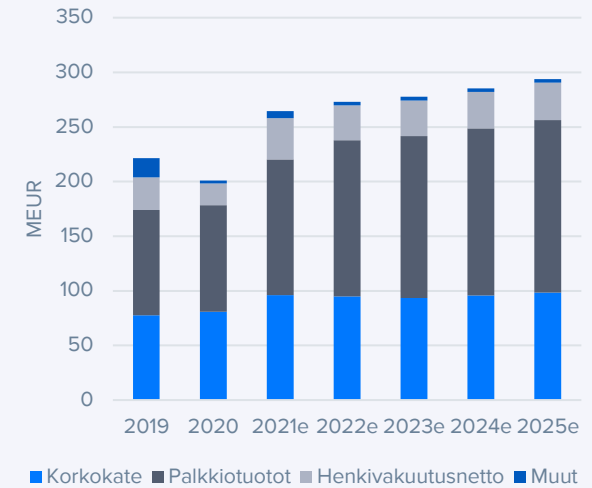
Kulupuolella odotamme kulutason laskevan selvästi Q2:lla nähdyltä tasolta, kun Taalerin kertaerät ja muut järjestelykulut poistuvat numeroista. Merkittäviä kulusäästöjä tuskin nähdään vielä H2:n aikana, vaan ne realisoituvat vasta myöhemmin. Yhtiön kvartaalikohtaisen kulutason tulisi asettua hieman yli 40 MEUR tasolle loppuvuonna. Luottotappioiden osalta odotamme tason säilyvän matalana, mutta nousevan hieman vertailukaudesta luottokannan vahvan kasvun myötä.

## 2021 tulos on ”liian hyvä”

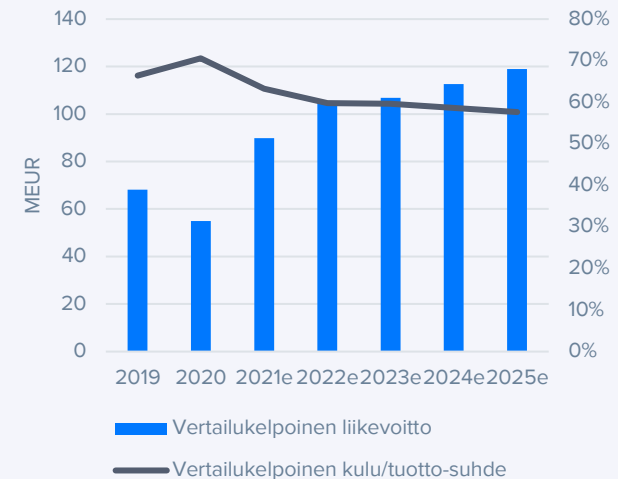
Kokonaisuutena odotamme Aktialta kuluvalta vuodelta 89,9 MEUR:n vertailukelpoista liiketulosta. Aktia on ohjeistanut vertailukelpoisen tuloksen kasvavan selvästi vertailukaudesta (2020: 55 MEUR) ja pidämme mahdollisena, että yhtiö nostaa vielä ohjeistustaan loppuvuoden aikana. Yhtiö tulee kirjaamaan Q3:lla vielä jonkin verran Taaleri-integraatioon liittyviä kertakuluja (arviolta 3 MEUR) ja suosittelemme sijoittajia keskittymään vertailukelpoisiin numeroihin.

Huomautamme, että 2021 tulos antaa jopa liian hyvän kuvan Aktian nykyisestä tuloskunnosta, sillä 2021 tuloksessa on sisällä merkittävä kertatuotto EKP:n TLTRO III-ohjelmasta ja likviditeettisalkun kertaluontoiset myyntivoitot (+3 MEUR) ja tämän lisäksi tulos saa tukea Henkivakuutuksen ennätystuloksesta. Näkemyksemme mukaan yhtiön ns. ”run-rate” tulostaso onkin 2021 tulosta alhaisempi.

## Tuottojen kehitys



## Tuloksen kehitys



# Ennusteet 3/4

## 2022 synergiat alkavat realisoitua

2022 on Aktialla monella tapaa näytönpaikka. Vaikka yhtiö onkin itse ohjeistanut, että kaikki synergiat tulevat näkyviin täysimääräisesti vasta 2023, on 2022 vuosi kun Taaleri-kaupan onnistuminen punnitaan. Vaikka kulusynergiat eivät vielä 2022 näykkään numeroissa täysimääräisesti, kertoo niiden run-rate taso kulusynergioiden realisoitumisesta. Lisäksi kulusynergioita tärkeämpää on integraation ”pehmeiden hyötyjen” realisoituminen. Käytännössä yhtiöllä pitää olla tarjolla selkeä palvelukonsepti ja integraation onnistumisen pitäisi näkyä myös uusmyynnissä.

Myös Taaleri-yhteistyö testataan toden teolla 2022 aikana, kun Taaleri on lanseerannut useampia vaihtoehtoisia tuotteita ja Aktian pitäisi onnistua näiden myynnissä. Pidämme myös todennäköisenä (ja toivottavana), että Aktia julkaisee 2022 aikana uuden kumppanin vaihtoehtoisiiin tuotteisiin laajentaakseen tarjontaansa ja nopeuttaakseen vaihtoehtoisten ylösajoa.

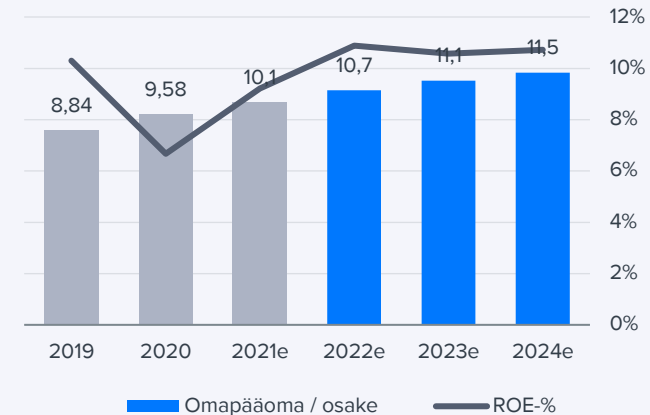
Ennustamme liiketoiminnan tuottojen kasvavan 2022 aikana vain 3 %:lla 273 MEUR:oon. Matalaa kasvua selittää poikkeuksellisen vahva 2021. Odotamme Aktian otto- ja antolainauksen korkokatteen kasvavan terveet 5 % vertailukaudesta, mutta kokonaisuudessaan korkokate (2022e: 94,9 MEUR ja 2021e: 95,8 MEUR) jää vuoden 2021 tasosta vertailukaudelle ajoittuneesta TLTRO III-ohjelman kertatuotosta ja likviditeettisalkun laskevasta tuottotasosta johtuen. Myös Henkivakuutusnetto laskee

vertailukauden ennätystasolta johtuen markkinatilanteen rauhoittumisesta. 2022 tuottojen kasvu onkin täysin palkkiotuottojen ja ennen kaikkea varainhoidon harteilla. Palkkiotuotot kasvavat 15 %:lla 143 MEUR:oon Taaleri-kaupan näkyessä täysimääräisesti ja numeroissa ja AUM:n jatkaessa kasvuaan (2022e: 16 870 MEUR). Palkkioiden painopiste on siirtynyt selvästi varainhoitoon ja varainhoidon osuus yhtiön palkkioista on 2022 arviomme mukaan noin puolet.

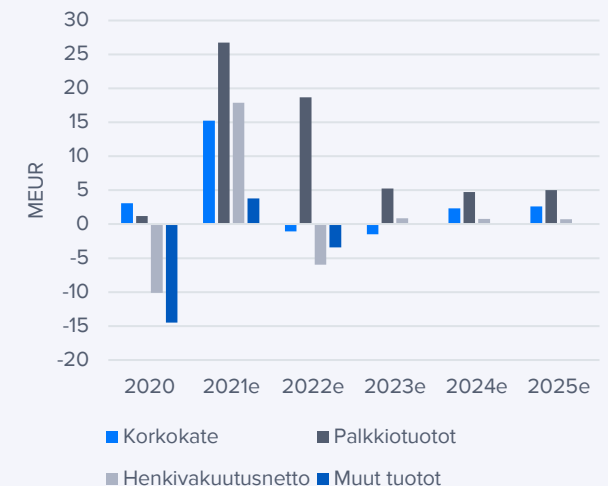
Kulupuolella odotamme kulutason laskevan selvästi 2021 tasolta johtuen kertaerien poistumisesta. Käytännössä odotamme synergioiden realisoitumisen nettovan yleisen kulukasvun ja näin ollen vertailukelpoinen kulupohja pysyy ennallaan. Tämä olisi mielestämme erinomainen suoritus, sillä yhtiöllä on kuluissa toimialalle tyypillisesti selkeitä rakenteellisia paineita (palkkainflaatio, it-kulut yms.).

Laskevan kulutason ja kasvavan yläriivin seurauksena yhtiön vertailukelpoinen tulos paranee selvästi 105 MEUR:oon. Osakekohtainen tulos paranee 1,13 euroon ja kulu/tuotto-suhde painuu alle 60 %:iin.

## Oma pääoma / osake ja ROE-%



## Kasvun komponentit





# Ennusteet 4/4

## 2023-2025

Aktia on itse arvioinut, että 2023 Taaleri-integraatio on maalissa ja synergiat näkyvät täysimääräisesti. Mielestämme aikataulu on hyvin realistinen ja pidämme todennäköisenä että huomattava osa synergioista saadaan jo 2022 aikana. 2023 Aktian tulos kasvaa ennusteissamme vain lievästi johtuen varainhoidon kasvun hidastumisesta (varovaisempi markkinanäkemys) sekä kyseisenä vuonna eräätyvän TLTRO III-rahoituksen (2023: ~550 MEUR) negatiivisesta vaikutuksesta korkokatteeseen.

Kokonaisuutena odotamme Aktian tuloksen jatkavan 2023-2025 tasaista kasvuaan ja 2025 liikevoittoennusteemme on 119 MEUR. Taso on hyvin linjassa yhtiön +120 MEUR:n taloudellisen tavoitteen kanssa ja mikäli Taaleri-integraatio onnistuu ja markkinatilanne säilyy vähintään kohtuullisena, on Aktialla erittäin hyvät edellytykset saavuttaa tavoitteensa.

Kuten olemme aiemmin raportissamme todenneet, alkaa yhtiön 2023-2025 saavuttama tehokkuustaso (kulusuhde alle 60 % ja ROE ~11 %) olla lähellä yhtiön täyttä potentiaalia ja selvästi tätä korkeampi taso vaatisi rakenteellisia muutoksia etenkin pankkiliiketoiminnassa.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Aktian palkkioiden mix tulee muuttumaan merkittävästi strategiakauden aikana. Varainhoidon palkkioiden osuus tulee kasvamaan merkittävästi ja 2025 odotamme Varainhoidon palkkioiden edustavan yli 55 % koko konsernin palkkioista. Varainhoidon palkkioiden sisällä kertatuottojen osuus tulee

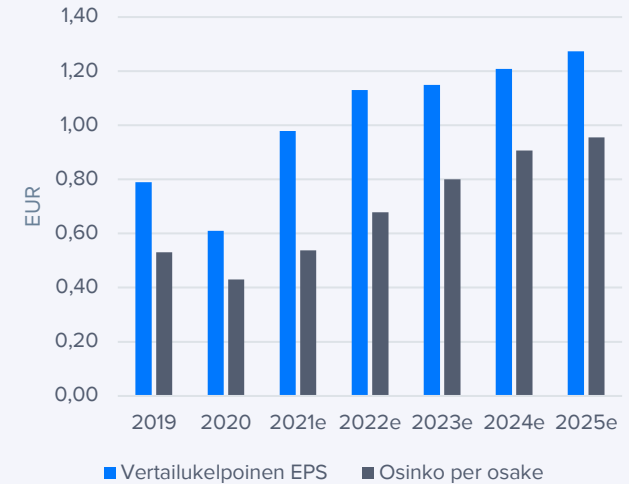
kasvamaan, sillä Taalerilla oli selvästi Aktian varainhoitoa enemmän kertaluontoisia komponentteja (tuottosidonnaiset ja erilaiset transaktiopalkkiot). Sijoittajien onkin tärkeä seurata myös varainhoidon palkkioiden mixin kehitystä, sillä kertatuottojen arvo on sijoittajien silmissä selvästi jatkuvia tuottoja matalampi.

## Osinkoennusteet

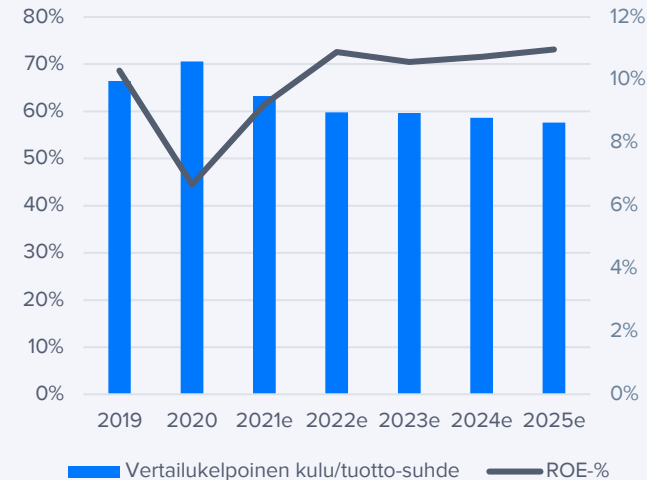
Sijoittajien on hyvä huomioida, että Aktia tulee jakamaan rästissä olevan 0,43e/osake osingon heti lokakuussa, kun FiVan voitonjakokiello päättyy.

Odotamme Aktian voitonjaon kääntyvän kasvururalle 2021 alkaen ja tuloskasvun myötä osingosta tulee muiden finanssiyhtiöiden tapaan tasaisesti kasvava. 2021 ja 2022 voitonjakosuhde tulee olemaan arviomme mukaan yhtiön tavoitehaarukan alalaidassa (60 %), koska yhtiö halunnee vahvistaa tasetaan hieman nykytasolta. 2023 alkaen taseen vahvistukselle ei ole enää tarvetta ja odotamme osingonjaon nousevan kohti tavoitetason ylälaitaa. Huomautamme, että yhtiön pääomatarpeet määrittyvät täysin sen halusta kasvattaa pankkitoimintaa, sillä varainhoito ei sido käytännössä lainkaan pääomia. Omissa ennusteissamme yhtiön tase vahvistuu 2023 jälkeen jo turhankin vahvaksi ja se alkaa painamaan oman pääoman tuottoa. Näin ollen yhtiön tulee joko kasvaa odotuksiamme nopeammin pankkitoiminnassa, tehdä uusia yritysjärjestelyjä tai palauttaa pääomia odotuksiamme enemmän omistajille pitääkseen pääomarakenteensa optimaalisena strategiakauden loppupuolella.

## EPS ja DPS ennusteet



## Tehokkuuden kehitys



# Ennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Korkokate	77,6	19,7	20,1	20,0	20,8	80,7	21,3	27,7	23,4	23,6	95,9	94,9	93,4	95,7
Nettopalkkiotuotot	96,4	25,2	22,9	24,2	25,4	97,6	25,0	31,7	33,7	33,9	124,3	143,0	148,2	153,0
Henkivakuutusnetto	30,0	-5,2	10,1	4,7	10,2	19,9	9,9	10,5	8,6	8,8	37,8	31,8	32,7	33,5
Muut tuotot	17,5	0,2	1,6	0,5	0,6	2,9	1,6	3,4	0,8	0,8	6,6	3,3	3,3	3,3
<b>Liiketoiminnan tuotot yhteensä</b>	<b>221,4</b>	<b>39,9</b>	<b>54,8</b>	<b>49,4</b>	<b>57,0</b>	<b>201,1</b>	<b>57,9</b>	<b>73,3</b>	<b>66,4</b>	<b>67,1</b>	<b>264,7</b>	<b>273,0</b>	<b>277,6</b>	<b>285,5</b>
Kertaluonteiset tuotot	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot</b>	<b>211,4</b>	<b>39,9</b>	<b>54,8</b>	<b>49,4</b>	<b>57,0</b>	<b>201,1</b>	<b>57,9</b>	<b>73,3</b>	<b>66,4</b>	<b>67,1</b>	<b>264,7</b>	<b>273,0</b>	<b>277,6</b>	<b>285,5</b>
Henkilöstökulut	-69,0	-16,6	-18,4	-16,4	-17,7	-69,1	-17,6	-22,0	-20,0	-21,0	-80,6	-81,8	-83,1	-84,0
IT-kulut	-26,2	-5,6	-6,4	-7,1	-6,9	-26,0	-6,4	-7,6	-7,3	-7,2	-28,5	-28,5	-29,0	-29,5
Poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä	-19,5	-4,6	-4,8	-4,3	-4,6	-18,3	-4,4	-5,3	-5,5	-5,5	-20,7	-22,0	-22,0	-22,0
Liiketoiminnan muut kulut	-29,2	-8,8	-6,7	-6,0	-7,2	-28,8	-10,3	-13,9	-11,0	-8,5	-43,7	-31,0	-31,5	-32,0
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-143,9</b>	<b>-35,6</b>	<b>-36,3</b>	<b>-33,8</b>	<b>-36,4</b>	<b>-142,2</b>	<b>-38,7</b>	<b>-48,8</b>	<b>-43,8</b>	<b>-42,2</b>	<b>-173,5</b>	<b>-163,3</b>	<b>-165,6</b>	<b>-167,5</b>
Kertaluonteiset kulut	-3,5	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-3,0	-3,0	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut</b>	<b>-140,4</b>	<b>-35,6</b>	<b>-36,1</b>	<b>-33,8</b>	<b>-36,3</b>	<b>-141,9</b>	<b>-38,7</b>	<b>-45,8</b>	<b>-40,8</b>	<b>-42,2</b>	<b>-167,5</b>	<b>-163,3</b>	<b>-165,6</b>	<b>-167,5</b>
Arvonalentumiset	-4,5	-1,4	-2,2	0,3	-0,8	-4,0	-2,2	-1,4	-1,8	-1,8	-7,1	-5,1	-5,3	-5,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	1,7	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>74,8</b>	<b>2,8</b>	<b>16,3</b>	<b>15,9</b>	<b>19,7</b>	<b>54,7</b>	<b>16,9</b>	<b>23,0</b>	<b>20,9</b>	<b>23,1</b>	<b>84,0</b>	<b>104,6</b>	<b>106,8</b>	<b>112,6</b>
<b>Vertailukelpoinen liikevoitto</b>	<b>68,2</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>15,9</b>	<b>19,8</b>	<b>55,0</b>	<b>16,9</b>	<b>26,0</b>	<b>23,9</b>	<b>23,1</b>	<b>89,9</b>	<b>104,6</b>	<b>106,8</b>	<b>112,6</b>
Verot	-12,9	-0,7	-3,3	-3,5	-4,6	-12,1	-2,9	-5,4	-4,2	-4,6	-17,1	-20,9	-21,4	-22,5
<b>Nettotulos</b>	<b>61,8</b>	<b>2,1</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>	<b>42,6</b>	<b>14,0</b>	<b>17,1</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>65,2</b>	<b>81,4</b>	<b>83,1</b>	<b>87,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,79</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,61</b>	<b>0,20</b>	<b>0,28</b>	<b>0,27</b>	<b>0,23</b>	<b>0,98</b>	<b>1,13</b>	<b>1,15</b>	<b>1,21</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,61</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,92</b>	<b>1,13</b>	<b>1,15</b>	<b>1,21</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Vertailukelpoisten tuottojen kasvu</b>	2,6 %	-24,3 %	8,3 %	-6,6 %	3,3 %	-4,9 %	45,1 %	33,8 %	34,5 %	17,7 %	31,6 %	3,1 %	1,7 %	2,8 %
<b>Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde</b>	66,4 %	89,2 %	65,9 %	68,4 %	63,7 %	70,6 %	66,8 %	62,5 %	61,4 %	62,9 %	63,3 %	59,8 %	59,6 %	58,7 %
<b>AUM</b>	9853	8136	9233	9623	10447	10447	10379	15582	15763	15945	15945	16870	17695	18495

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Ero	2022e	2022e	Ero	2023e	2023e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	266	265	-1%	276	273	-1%	278	278	0%
<b>Liiketoiminnan kulut</b>	-173	-174	1%	-163	-163	0%	-166	-166	0%
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	92	90	-3%	108	105	-3%	108	107	-1%
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	1,01	0,98	-3%	1,16	1,13	-3%	1,16	1,15	-1%
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,60	0,54	-11%	0,70	0,68	-3%	0,80	0,80	0%

Lähde: F-Secure  
Lähde: Inderes

# Arvostus 1/3

## Yhteenveto arvonmäärytyksestä

Toistamme Aktian 14,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen. Olemme tarkastelleet Aktian arvostusta useasta kulmasta ja eri menetelmät tukevat näkemystämme osakkeen vahvasta tuotto-odotuksesta. Koska yhtiön tulos kasvaa ennusteissamme ripeästi tulevina vuosina, nojaamme analyysissämme ennen kaikkea osakkeen kokonaistuottomalliin (kts. sivupalkki).

Aktia tarjoaa näkemyksemme mukaan erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille (15-20 % p.a.). Tuotto-odotus koostuu pääosin tuloskasvusta ja saa tukea vahvasta osinkotuotosta. Yhtiön arvostustaso on toteutuneella tuloksella neutraali ja ilman tuloskasvua osakkeen tuotto-odotus jää hyvin vaatimattomaksi. Osakkeen riski-/tuottosuhte on lähivuosille erittäin houkutteleva, sillä vaikka tuloskasvu jäisi realisoitumatta strategian epäonnistumisen seurauksena, on vaikea nähdä skenaariota jossa sijoittajien kokonaistuotto jäisi oleellisesti miinusmerkkiniseksi vahvan osingon ja matalien kertoimien ansiosta.

Verrokkiryhmä ja yhtiön historialliset kertoimet tarjoavat mielestämme Aktian arvostukselle hyvän ankkuritason ja emme näe toistaiseksi perusteluja sille, että yhtiötä pitäisi hinnoitella preemiolla tai alennuksella suhteessa näihin tasoihin. Aktian arvostustasossa näkyy selvästi pankkisektorin kroonisesti matala arvostustaso ja esimerkiksi keskeiset kotimaiset varainhoitajaverrokki ovat hinnoiteltu selvästi korkeammilla kertoimilla. Aktian siirtyessä yhä vahvemmin varainhoitajaksi näemme realistisen skenaarion siitä, että markkinat alkavat Taaleri-

kaupan jälkeen katsoa Aktiaa yhä vahvemmin varainhoitajana pankin sijaan, minkä tulisi heijastua myös yhtiölle hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin. Vaikka analyysimme ei tähän nojaakaan, antaa tämä sijoittajille selvän positiivisen option.

### Aktian arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Varainhoidon hyvät kasvunäkymät
- Liiketoiminnan hyvä ennustettavuus
- Pankkitoiminnan matala riskitaso

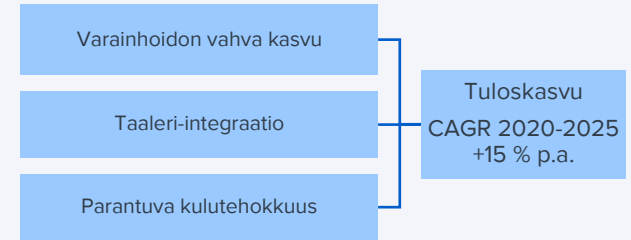
### Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Peruspankkitoiminta sitoo pääomaa ja pääoman tuotto kroonisesti matala
- Pankkisektorin haasteet painavat sektorin arvostustasoja
- Lyhyellä aikavälillä Taaleri-integraatio ja sen onnistuminen

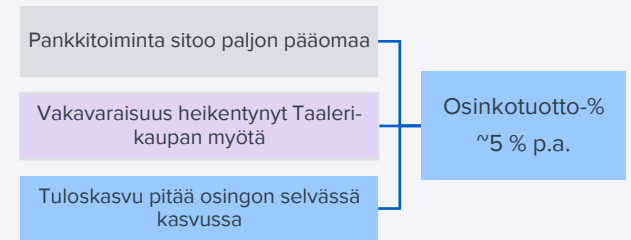
## Osaketuoton ajurit 2020-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

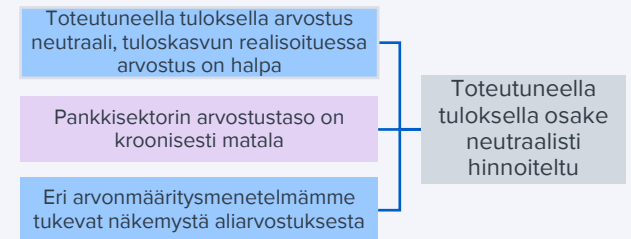
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus erittäin hyvällä 15-20 % p.a. tasolla

# Arvostus 2/3

## Sijoitusprofiili paranee

Aktiaa on historiallisesti hinnoiteltu pitkälti pankkisektorin kertoimilla, vaikka varainhoito onkin näytellyt jatkuvasti suurempaa osaa yhtiön liiketoiminnassa. Historiallisesti Aktian P/E-kerroin on ollut noin 11-13x joka on linjassa pohjoismaisten pankkien kanssa. Myös osinkotuotto on luonnollisesti ollut korkea +6 % muun pankkisektorin mukaisesti. P/B on ollut pankkisektorille tyypillisesti lähellä 1x tasoa. Kertoimet ovat selvästi alle keskeisten kotimaisten varainhoitajaverrokkien historiallisten tasojen.

Aktian sijoitusprofiili paranee Taaleri-järjestelyn johdosta merkittävästi, sillä perinteistä pankkiliiketoimintaa selvästi korkeimmilla kertoimilla arvostettava varainhoito tulee näyttämään yhtiön liiketoiminnassa jatkossa hallitsevaa roolia. Varainhoidossa otettava kasvuloikka parantaa luonnollisesti myös selvästi yhtiön tuottojen mixiä sekä pääomatehokkuutta.

Pidämmekin realistisena skenaariona, että markkinat alkavat Taaleri-kaupan jälkeen katsoa Aktiaa yhä vahvemmin varainhoitajana pankin sijaan, minkä tulisi heijastua myös yhtiölle hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin.

## Tuloskasvun realisoituessa osake on halpa

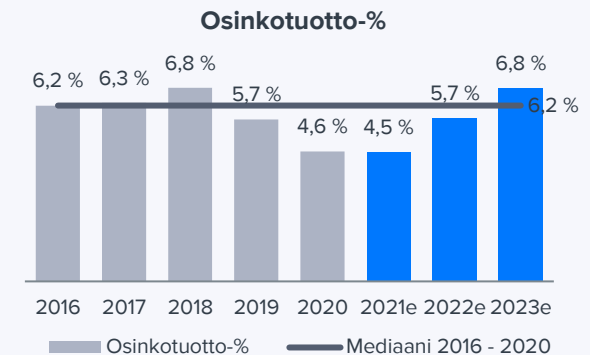
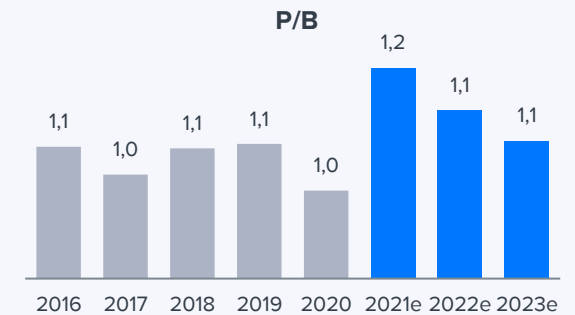
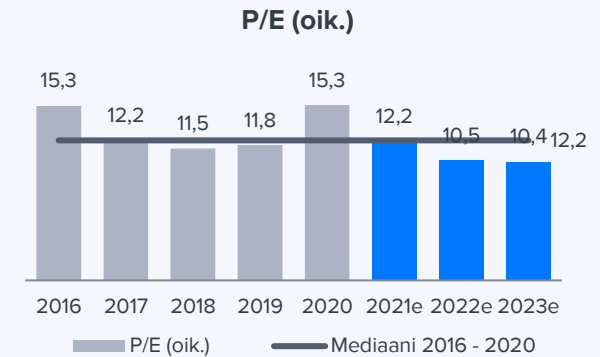
Toteutuneella 2020-tuloksella Aktian arvostus P/E 15x on yli yhtiön historiallisen arvostustason (P/E 12-13x) ja parhaimmillaankin neutraalilla tasolla. 2020-tulos ei luonnollisesti anna oikeaa kuvaa Aktian tulostasosta ja 2021-tuloksella P/E laskee

yhtiön historialliselle noin 12x tasolle. 2022 ennustamamme tulosloikan myötä P/E laskee 11x tasolle mikä on absoluuttisesti matala sekä alle yhtiön historiallisen tason. Tuloskasvun realisoituessa onkin selvää, että lähivuosien kertoimissa on selkeää nousuvaraa jo suhteessa Aktian historialliseen, varsin vaatimattomaan arvostustasoon.

Vaikka emme analyysissämme nojaa mahdolliseen osakkeen uudelleenhinnoitteluun ja kertoimien nousuun, on tämä sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen optio. Lisäksi matalat kertoimet rajaavat osakkeen laskuvaraa selvästi, sillä riski kertoimien laskusta on olematon.

## Uudelleenhinnoittelun potentiaali on merkittävä

Mikäli markkinat olisivat valmiit hinnoittelemaan Aktiaa varainhoitajan kertoimilla (esim. 15-16x) parin vuoden tähtäimellä, voisi osakekurssi olla 2023 tuloksella 17-18e. Mielestämme selkeä preemio suhteessa pankkiverrokkeihin vaatisi oman pääoman tuottotason kestäväää nousua selvästi kaksinumeroiseksi. Mikäli yhtiön oman pääoman tuotto nousisi kestävästi yhtiön tavoittelemalle +12 %:n tasolle, olisi osaketta perusteltua hinnoitella myös selvällä preemiolla suhteessa sen tasearvoon (P/B). Tämä oikeuttaisi mielestämme perustellusti myös verrokkeja korkeamman tulospohjaisen arvostuksen.



# Arvostus 3/3

## Verrokkiarvostus tukee näkemystämme

Olemme päivittäneet Aktialle pohjoismaisista pankeista ja varainhoitajista muodostuvan verrokkiryhmän. Verrokkiryhmäämme sisällyttämät pankit koostuvat suurista pohjoismaisista finanssikonserneista (mm. Nordea ja SEB) sekä pienemmistä pääasiassa tanskalaisista paikallispankeista (mm. Spar Nord ja Rilba). Varainhoitajaverrokkeina olemme käyttäneet puolestaan valikoiden seurannassamme olevia kotimaisia varainhoitajia. Näkemysemme mukaan varainhoitajista ja pankeista koostuvan verrokkiryhmän käyttö on Aktialle perusteltua varainhoidon kasvanut merkitys sekä kokoluokka huomioiden ja näemmekin verrokkiryhmän antavan hyvän indikaation Aktialle hyväksyttävästä arvostustasosta.

Aktian tulosperustainen arvostus on kuluvaan vuoteen ennusteilla neutraali ja linjassa verrokkiryhmän kanssa. Vuoden 2021 tulostaso ei kuitenkaan kuitenkaan huomioi täysimääräisesti Taaleri-järjestelyn tuomaa tuloskontribuutiota ja näin ollen 2022 ennusteemme antavat paremman kuvan Aktian tulospotentiaalista. Ensi vuoden ennusteilla Aktiaa hinnoitellaan P/E-kertoimella 11x, mikä vastaa lähes 13 % alennusta verrokkeihin nähden. Emme pidä alennusta perusteltuna ja näemmekin Aktian arvostuskertoimissa nousuvaraa Taaleri-integraation edistyessä ja tulosparannuksen realisoituessa.

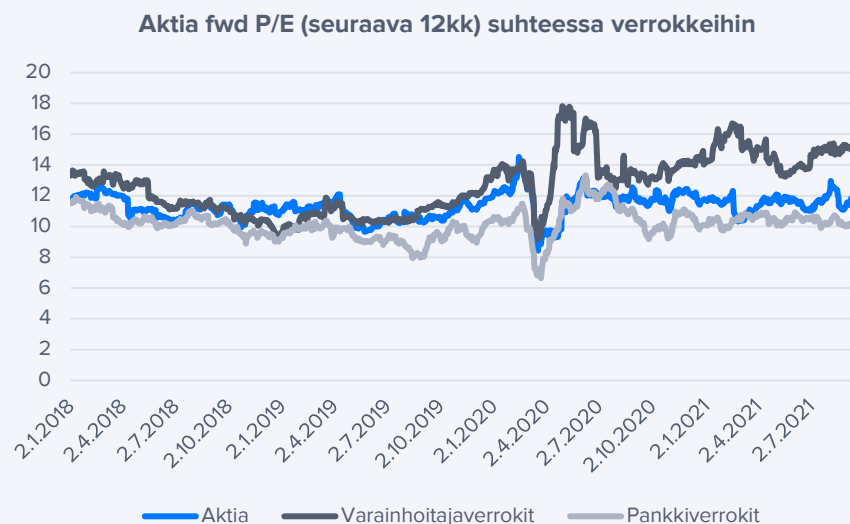
## DDM-arvonmääritys

Olemme lähestyneet Aktian arvonmääritystä myös osinkojen nykyarvomallin (DDM) kautta. DDM-arvonmäärityksessä ennustamamme tulevat

osakkeenomistajien saamat osingot diskontataan nykyhetken arvioimallamme oman pääoman tuottovaatimuksella. Olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme Aktialle 8,3 %:n oman pääoman tuottovaatimusta (aik. 8,8 %). Taso perustuu subjektiiviseen näkemysemme yhtiön riskiprofiilista ja taso on hyvin linjassa verrokkien kanssa (vertailu seuraavalla sivulla). Vertailun vuoksi esimerkiksi IMF on arvioinut globaalien pankkien oman pääoman tuottovaatimuksen olleen 8,4-12,9 % vuosina 1991-2017. Jäännösjakson kasvuoletuksena olemme käyttäneet 1,5 %:n tasoa.

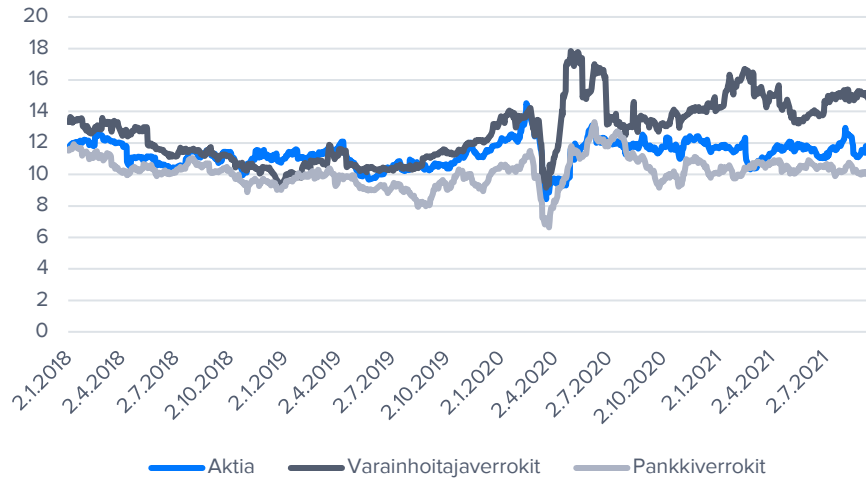
Osinkojen nykyarvomalli indikoi Aktian osakkeen arvoksi 14,3 euroa ja tukee näin ollen muiden menetelmien tapaan näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta. Malli löytyy liitteistä sivulta 41.

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2021e	2022e	2021e	2022e	
<b>Yhtiö</b>		<b>MEUR</b>					<b>2021e</b>
Evli	24,50	593	17,9	16,5	5,3	5,8	5,5
eQ	26,75	1062	28,8	30,2	3,6	3,5	13,7
Taaleri	10,00	285	2,2	20,6	11,9	8,7	1,3
CapMan	2,73	434	12,8	13,6	5,4	5,7	3,6
Titanium	13,90	145	13,4	11,4	6,7	7,4	6,2
United Bankers	13,50	141	15,3	14,2	5,1	5,9	3,3
OmaSp	16,60	488	7,0	11,4	2,1	2,4	1,1
Nordea	10,87	44388	12,3	12,1	6,0	5,7	1,3
Danske	106,65	12230	7,8	7,4	6,4	7,3	0,5
Sydbank	189,60	1482	9,0	8,9	6,9	5,3	0,9
Rilba	746,00	2920	18,2	16,8	2,6	2,4	2,4
Spar Nord Bank	76,00	1237	7,5	8,6	8,4	6,5	0,8
SEB	122,95	26735	11,7	11,9	5,6	5,2	1,4
<b>Aktia (Inderes)</b>	<b>11,90</b>	<b>853</b>	<b>12,2</b>	<b>10,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-1 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>0 %</b>	<b>-18 %</b>

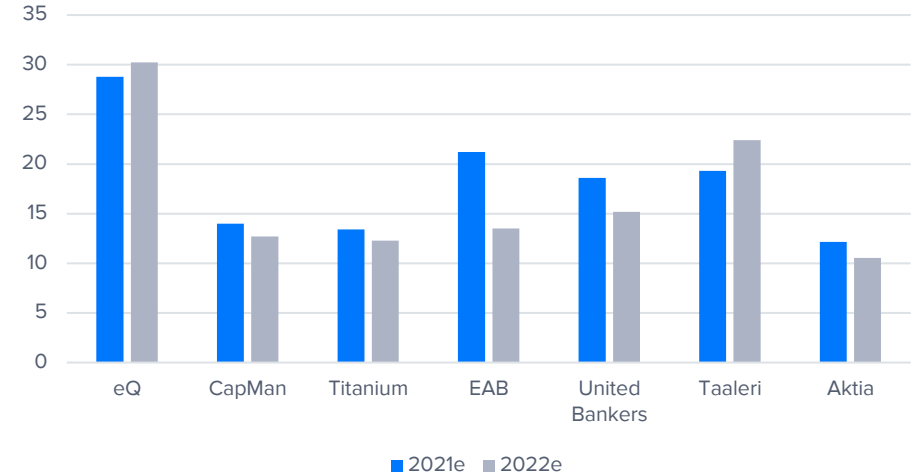


# Arvostus yhteenveto

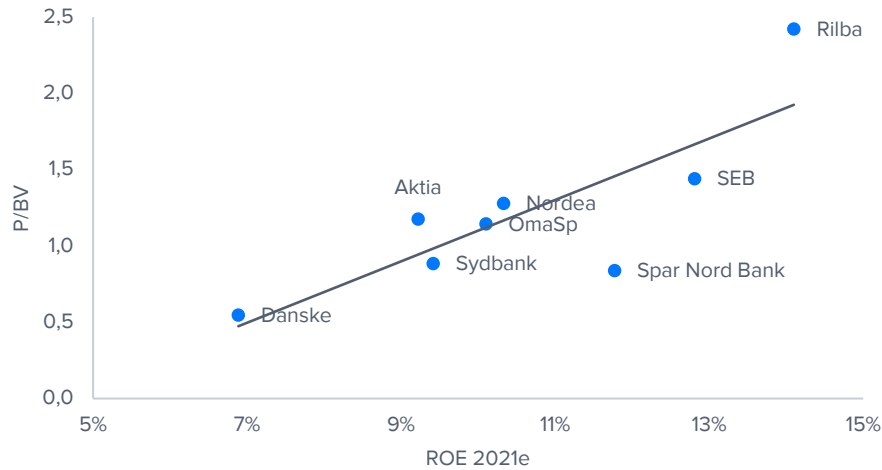
Aktia fwd P/E (seuraava 12kk) suhteessa verrokkeihin



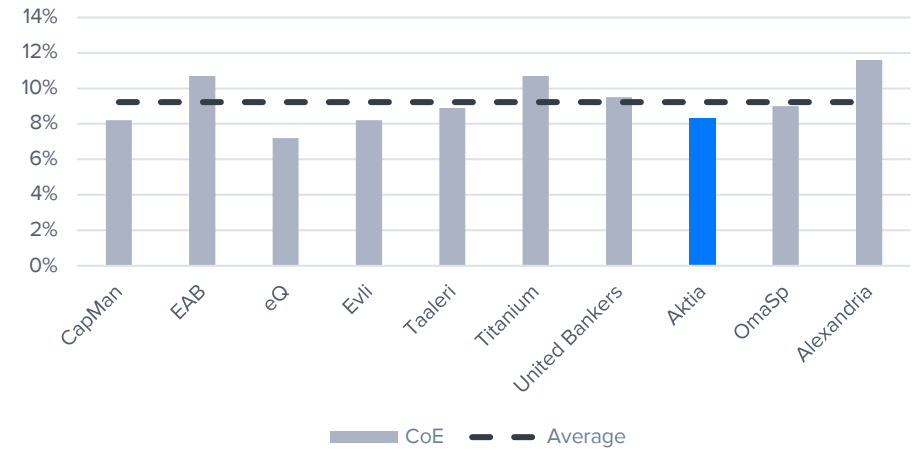
Kotimaisten varainhoitajaverrokkien fwd P/E



ROE-% ja P/BV



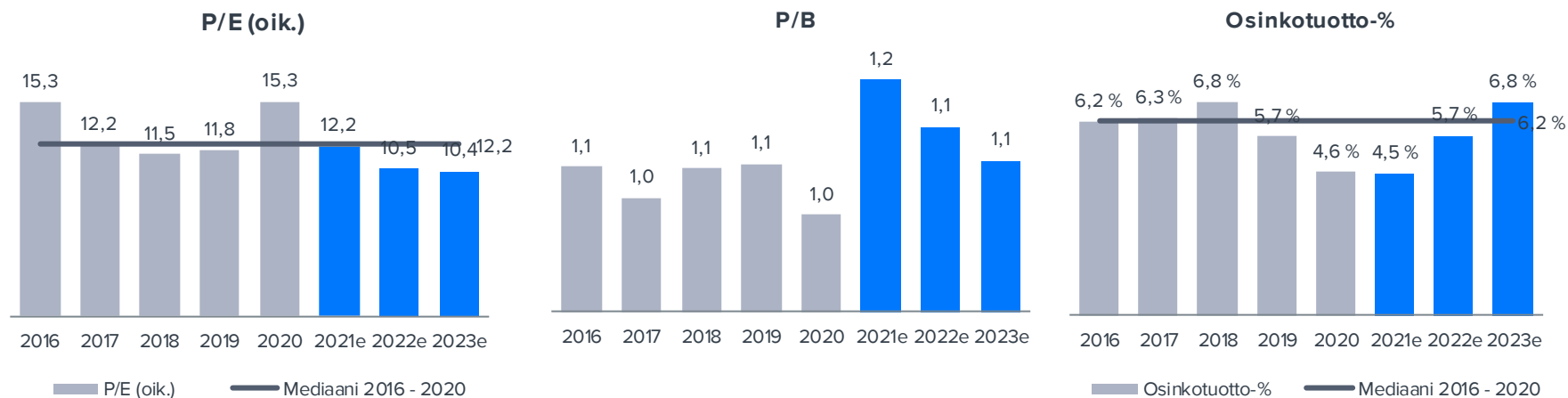
Inderesin soveltama oman pääoman tuottovaatimus seurannassa oleville finanssisektorin yhtiöille



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,73	9,11	9,00	9,34	9,45	11,9	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	646	604	620	645	657	853	853	853	853
P/E (oik.)	15,3	12,2	11,5	11,8	15,3	12,2	10,5	10,4	9,8
P/E	13,1	15,4	11,1	10,4	15,4	13,3	10,5	10,4	9,8
P/B	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	1,0
Osinko/tulos (%)	80,6 %	96,1 %	75,1 %	59,3 %	70,2 %	60,0 %	60,0 %	69,6 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,3 %	6,8 %	5,7 %	4,6 %	4,5 %	5,7 %	6,8 %	7,7 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

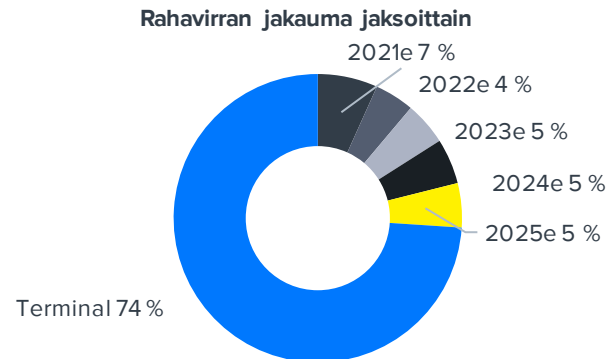
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Evli	24,50	593	17,9	16,5	5,3	5,8	5,5
eQ	26,75	1062	28,8	30,2	3,6	3,5	13,7
Taaleri	10,00	285	2,2	20,6	11,9	8,7	1,3
CapMan	2,73	434	12,8	13,6	5,4	5,7	3,6
Titanium	13,90	145	13,4	11,4	6,7	7,4	6,2
United Bankers	13,50	141	15,3	14,2	5,1	5,9	3,3
OmaSp	16,60	488	7,0	11,4	2,1	2,4	1,1
Nordea	10,87	44388	12,3	12,1	6,0	5,7	1,3
Danske	106,65	12230	7,8	7,4	6,4	7,3	0,5
Sydbank	189,60	1482	9,0	8,9	6,9	5,3	0,9
Rilba	746,00	2920	18,2	16,8	2,6	2,4	2,4
Spar Nord Bank	76,00	1237	7,5	8,6	8,4	6,5	0,8
SEB	122,95	26735	11,7	11,9	5,6	5,2	1,4
<b>Aktia (Inderes)</b>	<b>11,90</b>	<b>853</b>	<b>12,2</b>	<b>10,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-1 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>0 %</b>	<b>-18 %</b>



# DDM-malli

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
<b>Nettotulos</b>	<b>64</b>	<b>81</b>	<b>83</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	
-Nettotuloksen kasvu-%	50,7 %	26,8 %	2,1 %	5,6 %	5,8 %	1,5 %
<b>Osinko</b>	<b>68</b>	<b>49</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>1037</b>
-Osingonjako-%	107 %	60 %	70 %	75 %	75 %	
Ydinpääoma (CET1)	355	400	436	467	495	
RWA	2942	3071	3174	3263	3346	
<b>CET1-%</b>	<b>12,1 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,8 %</b>	
Disk. osinko	67	44	48	51	49	737
Disk. Kum osinko	996	929	885	837	786	737
Oman pääoman arvo, DDM	996					
<b>Per osake</b>	<b>14,3</b>					

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	2,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipreemio	2,0%
Pääoman kustannus	8,3%



Huom. 2021 osinkoennuste pitää sisällään jakamatta olevan 2020 osingon

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Korkokate	77,6	19,7	20,1	20,0	20,8	80,7	21,3	27,7	23,4	23,6	95,9	94,9	93,4	95,7
Nettopalkkiotuotot	96,4	25,2	22,9	24,2	25,4	97,6	25,0	31,7	33,7	33,9	124,3	143,0	148,2	153,0
Henkivakuutusnetto	30,0	-5,2	10,1	4,7	10,2	19,9	9,9	10,5	8,6	8,8	37,8	31,8	32,7	33,5
Muut tuotot	17,5	0,2	1,6	0,5	0,6	2,9	1,6	3,4	0,8	0,8	6,6	3,3	3,3	3,3
<b>Liiketoiminnan tuotot yhteensä</b>	<b>221,4</b>	<b>39,9</b>	<b>54,8</b>	<b>49,4</b>	<b>57,0</b>	<b>201,1</b>	<b>57,9</b>	<b>73,3</b>	<b>66,4</b>	<b>67,1</b>	<b>264,7</b>	<b>273,0</b>	<b>277,6</b>	<b>285,5</b>
Kertaluonteiset tuotot	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot</b>	<b>211,4</b>	<b>39,9</b>	<b>54,8</b>	<b>49,4</b>	<b>57,0</b>	<b>201,1</b>	<b>57,9</b>	<b>73,3</b>	<b>66,4</b>	<b>67,1</b>	<b>264,7</b>	<b>273,0</b>	<b>277,6</b>	<b>285,5</b>
Henkilöstökulut	-69,0	-16,6	-18,4	-16,4	-17,7	-69,1	-17,6	-22,0	-20,0	-21,0	-80,6	-81,8	-83,1	-84,0
IT-kulut	-26,2	-5,6	-6,4	-7,1	-6,9	-26,0	-6,4	-7,6	-7,3	-7,2	-28,5	-28,5	-29,0	-29,5
Poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä	-19,5	-4,6	-4,8	-4,3	-4,6	-18,3	-4,4	-5,3	-5,5	-5,5	-20,7	-22,0	-22,0	-22,0
Liiketoiminnan muut kulut	-29,2	-8,8	-6,7	-6,0	-7,2	-28,8	-10,3	-13,9	-11,0	-8,5	-43,7	-31,0	-31,5	-32,0
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-143,9</b>	<b>-35,6</b>	<b>-36,3</b>	<b>-33,8</b>	<b>-36,4</b>	<b>-142,2</b>	<b>-38,7</b>	<b>-48,8</b>	<b>-43,8</b>	<b>-42,2</b>	<b>-173,5</b>	<b>-163,3</b>	<b>-165,6</b>	<b>-167,5</b>
Kertaluonteiset kulut	-3,5	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-3,0	-3,0	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut</b>	<b>-140,4</b>	<b>-35,6</b>	<b>-36,1</b>	<b>-33,8</b>	<b>-36,3</b>	<b>-141,9</b>	<b>-38,7</b>	<b>-45,8</b>	<b>-40,8</b>	<b>-42,2</b>	<b>-167,5</b>	<b>-163,3</b>	<b>-165,6</b>	<b>-167,5</b>
Arvon alentumiset	-4,5	-1,4	-2,2	0,3	-0,8	-4,0	-2,2	-1,4	-1,8	-1,8	-7,1	-5,1	-5,3	-5,4
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	1,7	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>74,8</b>	<b>2,8</b>	<b>16,3</b>	<b>15,9</b>	<b>19,7</b>	<b>54,7</b>	<b>16,9</b>	<b>23,0</b>	<b>20,9</b>	<b>23,1</b>	<b>84,0</b>	<b>104,6</b>	<b>106,8</b>	<b>112,6</b>
<b>Vertailukelpoinen liikevoitto</b>	<b>68,2</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>15,9</b>	<b>19,8</b>	<b>55,0</b>	<b>16,9</b>	<b>26,0</b>	<b>23,9</b>	<b>23,1</b>	<b>89,9</b>	<b>104,6</b>	<b>106,8</b>	<b>112,6</b>
Verot	-12,9	-0,7	-3,3	-3,5	-4,6	-12,1	-2,9	-5,4	-4,2	-4,6	-17,1	-20,9	-21,4	-22,5
<b>Nettotulos</b>	<b>61,8</b>	<b>2,1</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>	<b>42,6</b>	<b>14,0</b>	<b>17,1</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>65,2</b>	<b>81,4</b>	<b>83,1</b>	<b>87,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,79</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,61</b>	<b>0,20</b>	<b>0,28</b>	<b>0,27</b>	<b>0,23</b>	<b>0,98</b>	<b>1,13</b>	<b>1,15</b>	<b>1,21</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,61</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,92</b>	<b>1,13</b>	<b>1,15</b>	<b>1,21</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Vertailukelpoisten tuottojen kasvu</b>	2,6 %	-24,3 %	8,3 %	-6,6 %	3,3 %	-4,9 %	45,1 %	33,8 %	34,5 %	17,7 %	31,6 %	3,1 %	1,7 %	2,8 %
<b>Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde</b>	66,4 %	89,2 %	65,9 %	68,4 %	63,7 %	70,6 %	66,8 %	62,5 %	61,4 %	62,9 %	63,3 %	59,8 %	59,6 %	58,7 %
<b>AUM</b>	9853	8136	9233	9623	10447	10447	10379	15582	15763	15945	15945	16870	17695	18495

Lähde: Inderes

# Tase

Varat	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Saamiset Suomen Pankilta ja luottolaitoksilta	23	17	29	43	45	47
Saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	6106	6429	7000	7444	7778	8043
Käteiset varat	289	315	299	731	764	790
Sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät sijoitukset	758	872	970	1110	1160	1200
Aineettomat hyödykkeet	67	63	58	179	178	176
Muut varat	2023	2001	2218	1946	2034	2103
<b>Varat yhteensä</b>	<b>9266</b>	<b>9697</b>	<b>10573</b>	<b>11455</b>	<b>11959</b>	<b>12359</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Velat yhteensä</b>	<b>8676</b>	<b>9087</b>	<b>9906</b>	<b>10729</b>	<b>11191</b>	<b>11556</b>
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	3963	4060	4466	4650	4859	5024
Velat keskuspankeille ja luottolaitoksille	603	598	699	807	823	836
Muut rahoitusvelat	2814	3023	3179	3545	3704	3831
Vakutusvelka	1156	1260	1411	1545	1614	1669
Muut velat	142	147	152	182	190	197
Sidottu oma pääoma	181	178	191	182	182	182
Vapaa oma pääoma	409	432	476	485	528	562
Määräysvallattomat	0	0	0	60	60	60
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>590</b>	<b>610</b>	<b>667</b>	<b>726</b>	<b>769</b>	<b>803</b>
<b>Velat ja oma pääoma yhteensä</b>	<b>9266</b>	<b>9697</b>	<b>10573</b>	<b>11455</b>	<b>11959</b>	<b>12359</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiökohtaisia 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 sijoittajatilaisuuksien 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
28.11.2018	Vähennä	9,40 €	9,58 €
15.02.2019	Vähennä	9,40 €	9,43 €
05.05.2019	Vähennä	8,60 €	8,52 €
02.08.2019	Vähennä	8,60 €	8,69 €
31.10.2019	Lisää	9,20 €	8,80 €
11.2.2020	Lisää	11,00 €	10,48 €
17.2.2020	Lisää	12,00 €	11,56 €
19.3.2020	Lisää	7,50 €	7,00 €
6.5.2020	Osta	9,00 €	7,43 €
20.7.2020	Lisää	9,70 €	9,00 €
5.8.2020	Lisää	9,70 €	8,89 €
4.11.2020	Osta	10,00 €	9,17 €
23.12.2020	Lisää	10,00 €	9,45 €
19.2.2021	Vähennä	10,00 €	9,69 €
11.3.2021	Osta	11,00 €	9,36 €
6.5.2021	Osta	13,00 €	10,36 €
6.8.2021	Osta	14,00 €	12,80 €
9.9.2021	Osta	14,00 €	12,34 €
27.9.2021	Osta	14,00 €	11,90 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**