

# Aktia Pankki Oyj

## Seurannan aloitus

**11/2018**

**inde  
res.**

# Konservatiivinen osinkoyhtiö

Aloitamme Aktia Pankin seurannan vähennä-suosituksella ja 9,40 euron tavoitehinnalla. Näkemyksemme mukaan osake on tällä hetkellä neutraalisti hinnoiteltu. Yhtiön pitäisi pystyä todistamaan, että se pystyy ylläpitämään vuonna 2018 saavutettua yli 10 %:n oman pääoman tuottoa lähivuodet, jotta nykyistä korkeampi arvostustaso olisi perusteltu. Osaketta tukee näkemyksemme mukaan tällä hetkellä absoluuttisesti korkea 7 %:n osinkotuotto, mikä on yksi Helsingin pörssin korkeimpia. Osinko ei kuitenkaan mielestämme ole itsessään riittävä peruste positiivisen suosituksen perustelemiseksi huomioiden osakkeeseen ja sektoriin liittyvät riskit sekä käynnissä oleva ja edelleen kiihtyvä toimialamurros.

## Asuntolainoihin keskittynyt konservatiivinen pankki ja varainhoitaja

Nykymuotoinen Aktia syntyi, kun Aktia erosi vuonna 2003 Säästöpankkiliitosta, sulautui Veritas Vahinkovakuutuksen kanssa ja listautui pörssiin vuonna 2009. Aktian toiminta-alue on pääasiassa Suomi ja yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa 32 konttoria, 803 työntekijää ja noin 380 000 asiakasta. Aktian markkinaosuus yleisölle myönnettyistä lainoista oli syyskuun 2018 lopussa noin 2,6 % ja talletuksista noin 3,3 %. Kotitalouksien asuntolainoissa markkinaosuus oli kuitenkin selvästi korkeampi 4,1 %. Pankkipalveluiden lisäksi Aktia tarjoaa asiakkailleen mm. varainhoito- vakuutus- ja kiinteistönvälityspalveluita. Syyskuun 2018 lopussa Aktian taseen loppusumma oli noin 9,4 miljardia euroa ja yhtiön varainhoidon hallinnoitavat varat (AUM) olivat noin 9,3 miljardia euroa. Aktia erottuu toimialalla edukseen erityisesti historiassa erittäin hyvin onnistuneen riskienhallinnan, konservatiivisen pankkitoiminnan ja varainhoidon kasvunäkymien osalta.

## Osinkoyhtiö, jolla on selkeä strateginen suunta

Aktia profiloituu näkemyksemme mukaan osinkoyhtiöksi, jonka operatiivinen riskitaso on suhteellisen matala. Peruspankkijärjestelmän uudistuksen jälkeen Aktian investointitarpeet lähivuosille ovat rajallisia ja yhtiö pystyy maksamaan valtaosan tuloksestaan osinkoina omistajille. Ennustamme Aktian osingon olevan lähivuodet nousu-uralle ja asettuvan noin 7 %:n tasolle eli Helsingin pörssin korkeimpien joukkoon ja Pohjoismaisen pankkisektorin keskimääräiselle tasolle. Osinkoon liittyvä riski on näkemyksemme mukaa matala viime vuosina toteutettujen merkittävien uudistusten, uuden strategisen suunnan ja jo saavutetun kannattavuusparannuksen myötä. Aktia on arviomme mukaan melko hyvässä asemassa vastaamaan toimialalla käynnissä olevaan ja edelleen kiihtyvään murrokseen.

## Arvostustaso on tällä hetkellä neutraali

Eri arvonmäärittämenetelmät antavat Aktian osakkeen arvoksi 6,4-10,8 euroa per osake. Oman näkemyksemme mukaan Aktian osakkeen käypä arvo on 9,4 euroa. Perustamme arviomme eri arvostusmenetelmille (verrokkiryhmä, DDM ja skenaarioanalyysi) antamille painoarvoille sekä hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Aktia on tällä hetkellä hinnoiteltu verrokkiryhmän tasolle ja tämä on mielestämme perusteltua. Osakkeen käypä arvo voisi olla arvioimaamme korkeampi, mikäli yhtiö yltäisi ennustamaamme korkeampaan kasvuun ja/tai pääoman tuottoon. Merkittävimmät lyhyen aikavälin riskit Aktian arvostuksen kannalta ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yleistalouteen liittyvät riskit.

## Analytikot

Jesse Kinnunen  
+358 503738027  
jesse.kinnunen@inderes.fi



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



## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä



Edellinen: -

**9,40 EUR**

Edellinen: -

**Osakekurssi: 9,58 EUR**

**Potentiaali: -1,9 %**

## Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liiketoiminnan tuotot	210,3	214,7	210,2	212,3
Liiketoiminnan kulut	-160,7	-141,5	-139,0	-139,5
Kulu/tuotto-suhde	76 %	66 %	66 %	66 %
EBIT (oikaistu)	59,9	69,2	69,5	71,1
EPS (oikaistu)	0,72	0,89	0,83	0,85
- kasvu-%	4 %	23 %	-6 %	2 %
Osinko	0,57	0,60	0,63	0,68
-osinkosuhte-%	96 %	66 %	76 %	80 %

P/E (oik.)	12,6	10,8	11,5	11,3
P/PPP	12,2	8,5	8,9	8,7
P/B	1,0	1,0	1,0	1,0
P/B tangible	1,1	1,2	1,1	1,1
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,3 %	6,6 %	7,1 %
ROE-% (raportoitu)	6,5 %	10,0 %	8,8 %	8,8 %
Ydinpääoma-% (CET 1)	18,0 %	16,7 %	16,9 %	17,0 %
Luottotappio-%	0,01 %	0,02 %	0,03 %	0,04 %

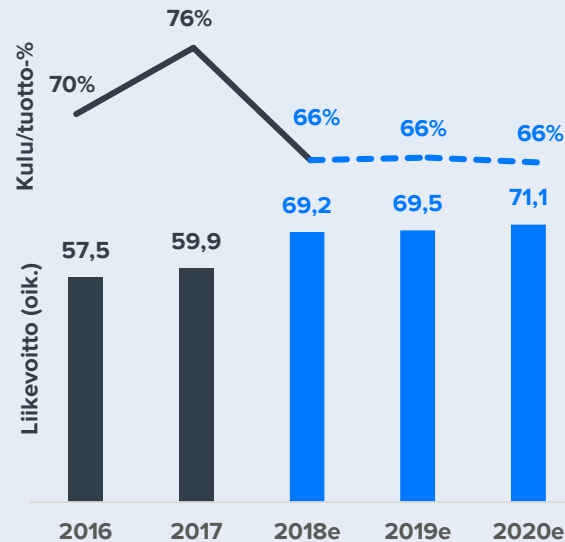
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys 2015-2018

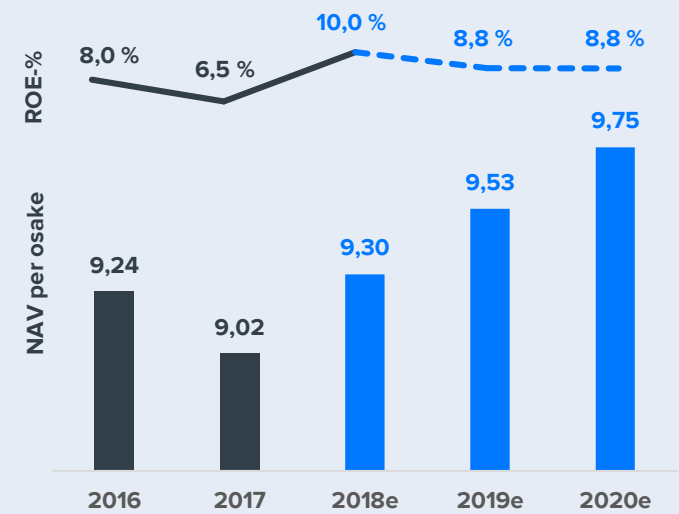


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevoitto (oik.) ja kulu/tuotto-suhde



## Osakekohtainen NAV ja ROE-%



P/E (oik.)

**11,5x**  
2019e

P/BV

**1,0x**  
2018e

ROE-%

**8,8 %**  
2019e

Osinko-%

**6,3 %**  
2018e



### Arvoajurit

- Varainhoidon kasvattaminen
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Uusien digitaalisten palveluiden kehittäminen



### Riskitekijät

- Pankkitoimialan murros ja kiristynvä kilpailu
- Suhdanneherkkyys
- Matalan korkotason pitkittyminen
- Suomen asuntomarkkinoiden riskit



### Arvostus

- Eri arvostusmenetelmät antavat Aktian osakkeen arvoksi 6,4-10,8 euroa. Inderesin näkemyksen mukaan Aktian osakkeen käypä arvo on 9,4 euroa
- Aktia on tällä hetkellä hinnoiteltu verrokkiryhmän tasolle ja tämä on mielestämme perusteltua.

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili</b>	<b>s. 5-11</b>
<b>Liiketoimintamalli</b>	<b>s. 12-18</b>
<b>Historiallinen suorituskyky</b>	<b>s. 19-26</b>
<b>Strategia</b>	<b>s. 27-29</b>
<b>Markkinakatsaus</b>	<b>s. 30-37</b>
<b>Pankkitoimialan murros</b>	<b>s. 38-41</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 42-47</b>
<b>Arvonmääritys</b>	<b>s. 48-55</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 56-58</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 59</b>

# Aktia Pankki lyhyesti

Aktia on suomalainen finanssikonserni, joka tarjoaa yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito-, vakuutus- ja kiinteistönvälityspalvelujen valikoimastaan.

**1825**

PERUSTAMISVUOSI

**2009**

LISTAUTUMINEN  
PÖRSSIIN

**#5 markkina-osuus**

KOTITALOUKSIEN ASUNTOLAINOISTA  
SUOMESSA

**6029 MEUR** (+3 % vs. Q3'17)

ANTOLAINAUS YLEISÖLLE Q3 2018 LOPUSSA

**9278 MEUR** (+19 % vs. Q3'17)

HALLINNOITAVAT VARAT (AUM) Q3'18

**16,6 %**

Ydinpääoman  
suhde (CET1) Q3'18

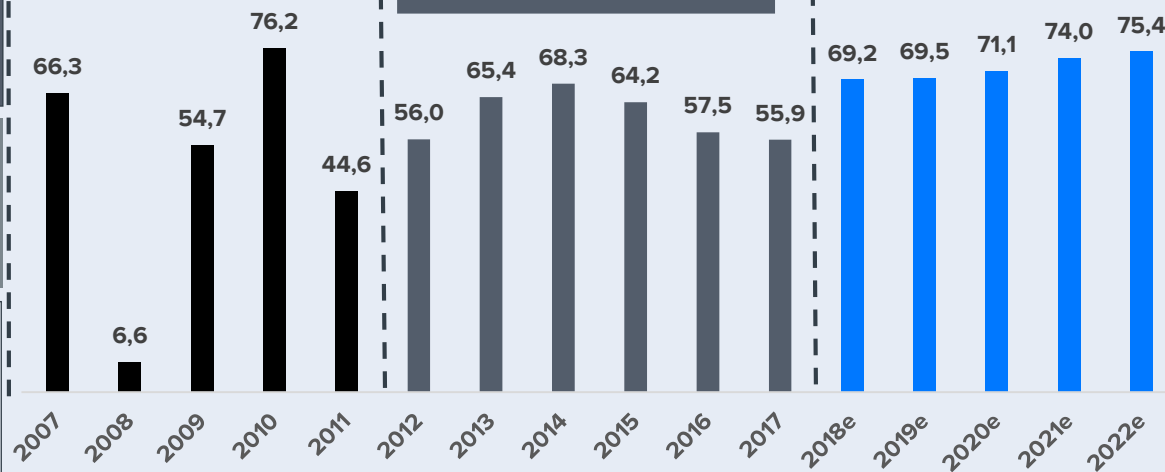
**810**

HENKILÖSTÖ Q3'18  
KESKIMÄÄRIN

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

Uudistukset: Yhteistyö paikallispankkien kanssa lopetetaan, Aktian luottokanta supistuu ja liikevoitto laskee. Peruspankkijärjestelmän uudistus, konttoriverkoston karsinta, yt-neuvottelut ja johtajavaihdoksia.

Uudistukset sekä varainhoitoon ja rahoitukseen keskittyvä uusi kasvustrategia alkavat tuottaa tuloksia. Tavoitteena 80 MEUR:n vertailukelpoinen liikevoitto 2022.



# Yhtiökuvaus

## Konservatiivinen pankki ja varainhoitaja

Aktia Pankki on vuonna 1825 perustettu suomalainen finanssikonserni. Nykymuotoinen Aktia syntyi, kun Aktia erosi vuonna 2003 Säästöpankkiliitosta, sulautui Veritas Vahinkovakuutuksen kanssa ja listautui pörssiin vuonna 2009. Aktian toiminta-alueeseen kuuluvat Suomen rannikko, pääkaupunkiseutu ja sisämaan valitut kasvukeskukset. Yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa 32 konttoria, 803 työntekijää ja noin 380 000 asiakasta.

Aktian markkinaosuus yleisölle myönnettyistä lainoista oli syyskuun 2018 lopussa noin 2,6 % ja talletuksista noin 3,3 %. Kotitalouksien asuntolainoissa markkinaosuus oli kuitenkin selvästi korkeampi 4,1 %. Pankkipalveluiden lisäksi Aktia tarjoaa asiakkailleen mm. varainhoito- vakuutus- ja kiinteistönvälityspalveluita. Syyskuun 2018 lopussa Aktian taseen loppusumma oli noin 9,4 miljardia euroa ja yhtiön varainhoidon hallinnoitavat varat (AUM) olivat noin 9,3 miljardia euroa.

Aktian pankkiliiketoiminnan riskinhallinta on viimeisen 10-vuoden aikana ollut onnistunutta ja yhtiön luottotappioiden määrä on ollut suhteellisesti hyvin pieni. Aktia säilyi vuoden 2008-2009 finanssikriisin aikana voitollisena ja oli Handelsbankenin ja Grönlandsbankenin ohella käsityksemme mukaan ainoa Pohjoismainen pankki, jonka ei tarvinnut finanssikriisin takia hakea uutta pääomaa parantaakseen vakavaraisuuttaan. Yhtiö on myös säilyttänyt katkeamattoman osinkohistorian vuodesta 2006.

Aktian pankkitoimintaa voi mielestämme pitää konservatiivisena ja noin 66 % yhtiön lainoista syyskuun 2018 lopussa oli kotitalouksille myönnettyjä asuntolainoja, joiden riskiprofiili oli arviomme mukaan matala. Aktian tase oli

syyskuussa 2018 vahva ja yhtiö täytti selvästi viranomaisten vakavaraisuusvaatimukset.

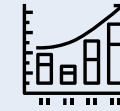
## Merkittäviä uudistuksia takana

Aktia on viime vuosina käynyt läpi merkittäviä uudistuksia. Yhtiö otti viime vuonna käyttöönsä 5 vuotta kehitteillä olleen uuden peruspankkijärjestelmän, karsi konttoriverkostoaan, kävi läpi YT-neuvottelut ja julkaisi uuden 2017-2022 -strategian. Näiden lisäksi yhtiö on tehnyt vuosina 2017-2018 huomattavia muutoksia yhtiörakenteessa, johdossa, sekä hallituksessa. Uudistusten myötä Aktia on näkemysemme mukaan melko hyvässä asemassa vastaamaan pankkitoimialalla käynnissä olevaan ja edelleen kiihtyvään murrokseen.

## Uusi strategia painottaa varainhoitoa

Yhtiön uusi 2017-2022 strategia tähtää kustannustehokkuuteen ja tavoittelee kannattavuuden huomattavaa kasvua. Yhtiö painottaa strategiassaan varainhoitoa ja tämä vaikuttaa olevan yhtiön uuden suunnan keihäänkärkituote. Varainhoidosta on jo muodostunut yhtiön merkittävin liiketoiminta, sillä hallinnoitava varallisuus (AUM) ylittää selvästi yhtiön myöntämien lainojen määrän. Uuden strategian kulmakivenä ovat myös uusien palvelumallien kehittäminen ja digitalisaatio. Näissä onnistuminen on arviomme mukaan olennaista yhtiön kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi.

Vuonna 2017 strategiatyön yhteydessä Aktia määritteli myös uudet arvot. Näiden tarkoituksena on luoda pohja strategian toteutukselle ja kehittää organisaatiokulttuuria tukemaan strategiaa. Arvot ovat ”rohkeasti”, ”osaavasti” ja ”yhdessä”.



## Markkinan muutos

### Ennen

- ✓ Laajat konttoriverkostot
- ✓ Lainojen kysyntä ylittää tarjonnan, pankit valitsevat asiakkansa
- ✓ Muutokset kilpailuympäristössä suhteellisen hitaita
- ✓ Regulaatio suojaa pankkeja kilpailulta

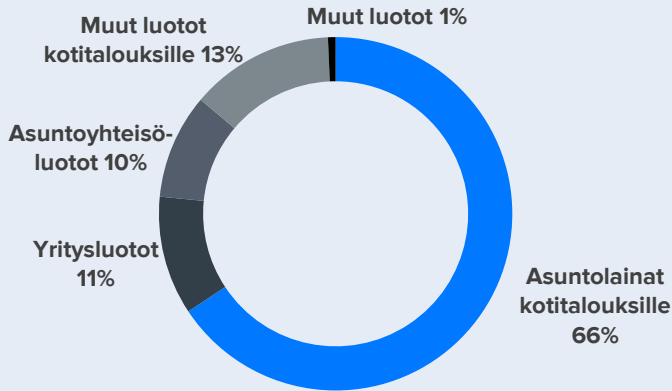
### Nyt

- ✓ Digimurros laskee perinteisen pankki-toiminnan liikevaihtoa ja kannattavuutta
- ✓ Kuluttajien käyttäytyminen ja vaatimustaso ovat pysyvästi muuttuneet
- ✓ Asiakas valitsee pankin
- ✓ Regulaatio avaa kilpailua ja vauhdittaa toimialan murrosta

## Aktia

- Tarvittava peruspankkijärjestelmän uudistus on tehty
- Uusi strateginen suunta painottaa rahoitusta ja varainhoitoa
- Digitalisaatio ja uusien palvelumallien kehittäminen keskiössä
- Konservatiivinen pankkitoiminta, vahva tase

## Lainaportfolio Q3'18



## Liiketoimintaidea

Aktia-konserni tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito-, vakuutus- ja kiinteistönvälityspalvelujen valikoimastaan.

Tarvittava peruspankkijärjestelmän uudistus valmis

Panostanut digitaalisuuteen ja palvelumalleihin

# Aktia

Uusi strategia ja kunnianhimoiset tavoitteet vuodelle 2022

Tavoitteena on finanssisektorin muutosten keskellä varmistaa kilpailukyky

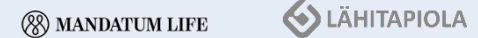
## Kilpailijat

Pankit, pankkiryhmät ja henkivakuutusyhtiöt



Handelsbanken Säästöpankki

ÄLANDSBANKEN



Varainhoitajat



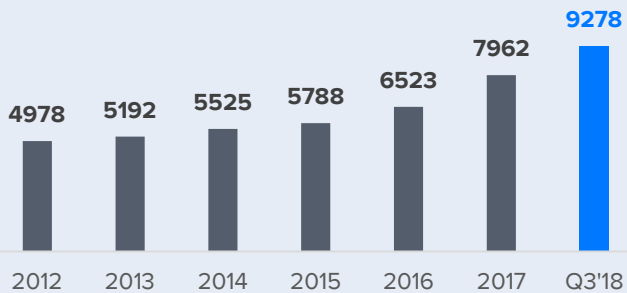
Ketterät fintech-yhtiöt



Kansainväliset IT-jätit (tulevaisuuden kilpailijoita)



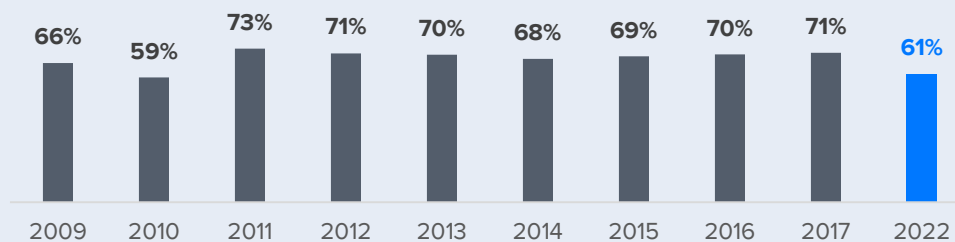
## Varainhoidon AUM (MEUR)



## Kulu/tuotto-suhde

2017 vert.kelp. toteutunut: 71 %

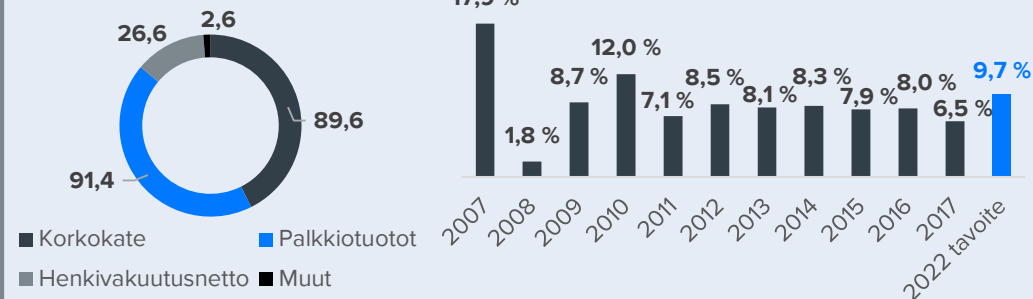
2022 tavoite: 61 %



## Tulovirrat

2017 (MEUR)

2022 tavoite ROE: 9,7 %



# Sijoitusprofiili 1/2

## Osinkoyhtiö

Aktia profiloituu näkemyksemme mukaan osinkoyhtiöksi, jonka operatiivinen riskitaso on matala. Peruspankkijärjestelmän uudistuksen jälkeen yhtiön investointitarpeet lähivuosille ovat pieniä ja Aktia pystyy maksamaan valtaosan tuloksestaan osinkoina omistajille. Ennustamme Aktian osingon olevan vuoden 2018 kannattavuusparannuksen jälkeen lähivuodet nousu-uralla ja asettuvan noin 7 %:n tasolle eli Helsingin pörssin korkeimpien joukkoon. Osinkoon liittyvä riski on näkemyksemme mukaan myös matala johtuen yhtiön erittäin konservatiivisesta riskienhallinnasta.

Viime vuosina toteutettujen merkittävien uudistusten jälkeen Aktian kannattavuus on noussut lähelle toimialan listattujen verrokkien keskiarvotasoa ja yhtiöllä on selkeä strateginen suunta. Aktia on arviomme mukaan melko hyvässä asemassa vastaamaan toimialalla käynnissä olevaan ja edelleen kiihtyvään murrokseen. Aktia erottuu toimialalla edukseen erityisesti historiassa erittäin hyvin onnistuneen riskienhallinnan, konservatiivisen pankkitoiminnan ja varainhoidon kasvunäkymien osalta.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Aktian keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Varainhoidon kasvattaminen:** Aktian varainhoito on viime vuosina kasvanut voimakkaasti ja kehittynyt erinomaisesti. Yhtiöllä on arviomme mukaan UI-yhteistyön myötä hyvät edellytykset jatkaa varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden voimakasta ja kannattavaa kaksinumeroista kasvua lähivuosina erityisesti kehittyvien

markkinoiden korkorahastojen avulla.

- **Kustannustehokkuuden parantaminen:** Aktian kulurakenne on arviomme mukaan verrokkeihin nähden edelleen suhteellisen korkea ja näemme kustannustehokkuudessa selkeää tehostamispotentiaalia. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee jatkamaan kulujen karsintaa ja näin parantamaan kulu/tuotto-suhdettaan ja kannattavuuttaan.
- **Uusien digitaalisten palveluiden kehittäminen:** Aktialla on peruspankkijärjestelmän uudistuksen jälkeen valmius liittää kolmannen osapuolten palveluita järjestelmänsä ja yhtiö on kertonut, että se aikoo tehdä yhteistyötä myös jatkossa fintech-yhtiöiden kanssa. Arviomme mukaan Aktialla on suhteellisen pienenä ja ketteränä toimijana hyvät edellytykset lanseerata Suomeen uusia, kuluttajien arvostamia pankkipalveluita ja näiden avulla kasvattaa palkkiotuottojaan ja markkinaosuuttaan.

## Riskit

Sijoittajien kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

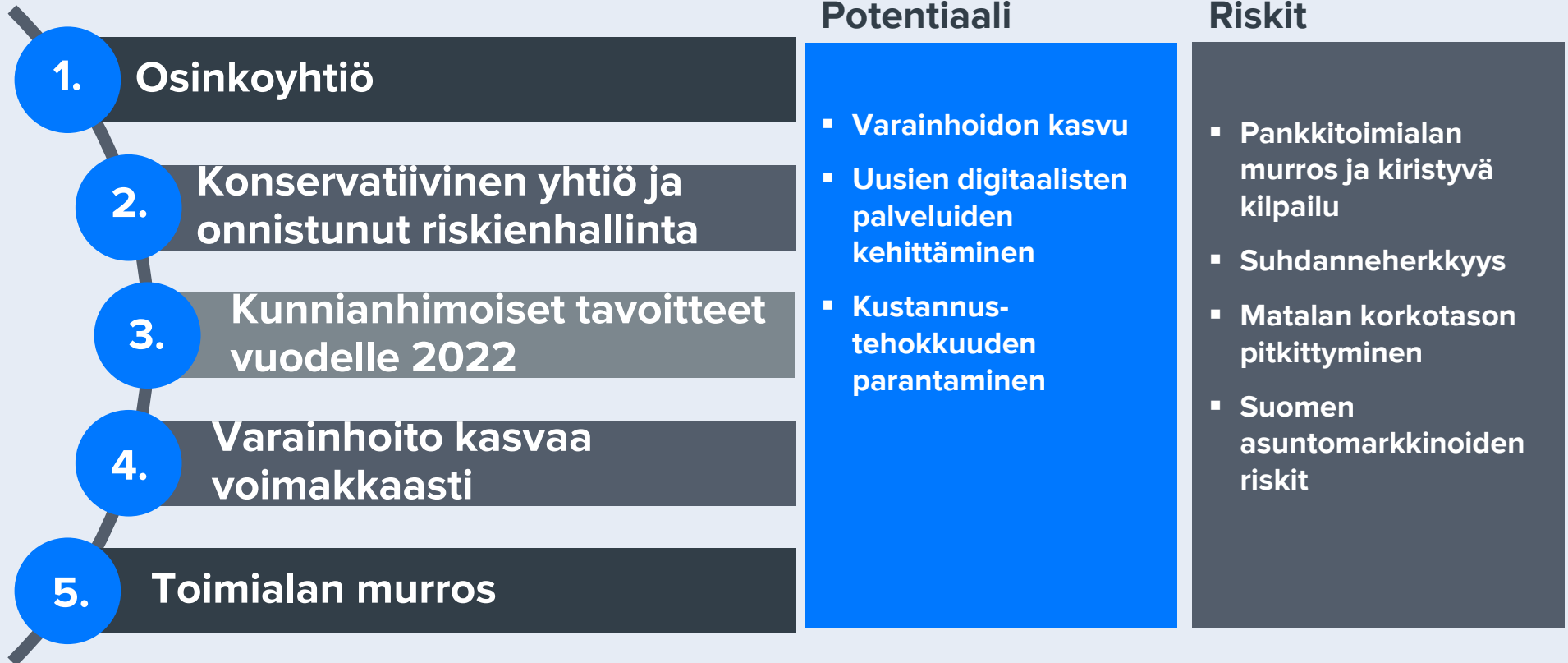
- **Pankkitoimialan murros:** On näkemyksemme mukaan merkittävin yhtiön liiketoimintaan liittyvä riski. Globaali pankkisektori on historiallisen murroksen äärellä. Esimerkiksi eri konsulttiyhtiöt ja alan toimijat ovat arvioineet, että pankit voivat menettää jopa 30-50 % liikevaihdostaan seuraavien muutamien vuosien aikana ja perinteisen pankkiliiketoiminnan kannattavuus voi laskea pysyvästi matalalle tasolle. Aktian asemaa tässä murroksessa auttaa arviomme mukaan yhtiön jo toteuttama peruspankkijärjestelmän uudistus ja se, että yhtiö strategiassaan

panostaa digitalisaatioon ja uusien palveluiden kehittämiseen. Jatkossa kilpailupaine tulee näkemyksemme mukaan kuitenkin vain kiristymään ja selvitäkseen murroksesta voittajana Aktian täytyy panostaa yhteistyöhön fintech-yhtiöiden kanssa.

- **Suhdanneherkkyys:** Varainhoidosta on muodostunut viime vuosina Aktian merkittävin liiketoiminta ja tämän myötä arviomme mukaan yhtiön suhdanneherkkyys on myös kasvanut. Suhdanteen äkillisellä heikentymisellä ja esimerkiksi uudella finanssikriisillä olisi arviomme mukaan merkittävä heikentävä vaikutus yhtiön liiketoimintaan. Suhdannekestävyyttä parantaa osittain Aktian konservatiivisuus pankkitoiminnassa ja suhteellisen vahva tase.
- **Matalan korkotason pitkittyminen:** Viimeisen 10-vuoden aikana koko Euroopan pankkisektori ja myös Aktia on kärsinyt matalasta korkotasosta. Tämä on painanut Aktian korkokatetta ja myös likviditeettisalkun ja henkivakuutusyhtiön sijoitussalkun tuottoja. Matalan korkotason pitkittymisellä olisi edelleen heikentävä vaikutus Aktian kannattavuuteen ja tulokseen, jolloin yhtiön kehitys olisi ennustamaamme heikompaa.
- **Asuntomarkkinoiden heikentyminen:** Merkittävin osa Aktian lainoista on asuntolainoja ja yhtiön varainhankinta on myös osittain riippuvaista Suomen asuntomarkkinoista. Asuntojen hintojen merkittävällä laskulla tai/ja asuntomarkkinoiden epävarmuuden kasvulla olisi siten heikentävä vaikutus yhtiön liiketoimintaan luottotappioiden kasvun ja pääoman hankinnan kallistumisen myötä.



# Sijoitusprofiili



# Riskiprofiili

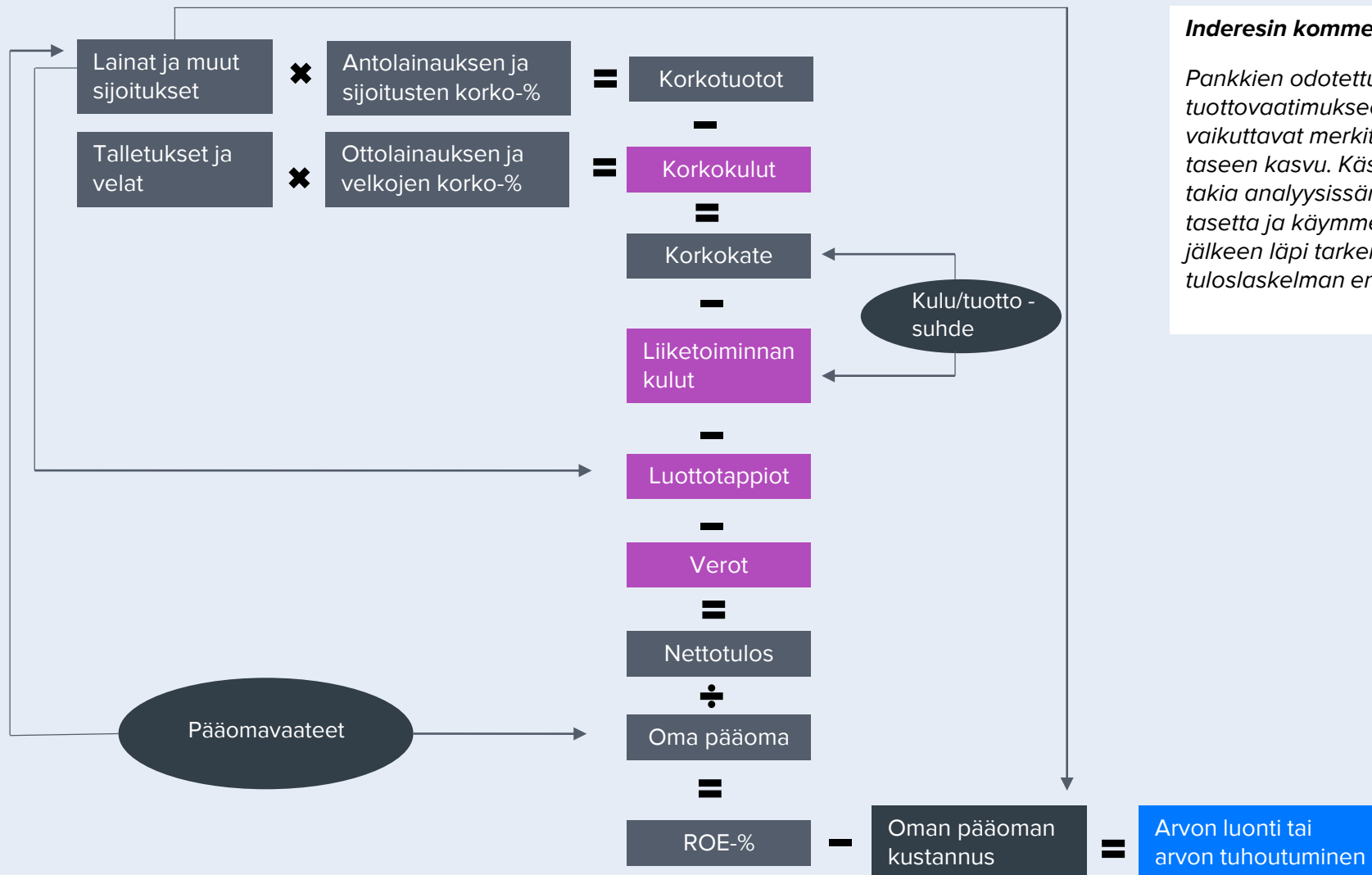
## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Inderesin arvio Aktian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Pankkien liiketoimintalogiikka



## Inderesin kommentti:

Pankkien odotettuun tuottoon ja tuottovaatimukseen (riskiprofiiliin) vaikuttavat merkittävästi tase ja taseen kasvu. Käsittelemme tämän takia analyysissämme ensin Aktian tasetta ja käymme vasta tämän jälkeen läpi tarkemmin tuloslaskelman ennusteitamme.

# Liiketoimintamalli 1/7

## Varainhoitaja ja pankki

Aktian liiketoimintana on tarjota yksityishenkilöille ja yrityksille omaisuudenhallintaa ja rahoitusratkaisuja. Aktian konserni koostuu kuudesta eri tytäryhtiöstä ja yhtiö raportoi tuottonsa tuloslaskelmassaan kolmeen eri päätuottoerään jaoteltuna.

## Korkokate muodostuu varsinaisesta pankkiliiketoiminnasta

Korkokate muodostuu Aktian korkotuottojen ja korkokulujen välisestä erosta. Korkotuotot tulevat antolainaustoiminnasta ja likviditeetin hallinnasta eli likviditeettisalkun tuotosta. Korkokustannukset puolestaan muodostuvat eristä, joilla rahoitetaan antolainausta ja likviditeetin hallintaa. Näitä ovat ottolainaus yrityksiltä ja yksityishenkilöiltä eli käytännössä talletukset. Tämän lisäksi Aktia rahoittaa toimintaansa markkinaehtoisella rahoituksella eli se kerää vierasta pääomaa markkinoilta mm. laskemalla liikkeelle kiinteistövakuudellisia velkakirjoja. Vuonna 2017 korkokate vastasi noin 43 % yhtiön tuotoista.

Korkokate on vahvasti riippuvainen reaalityökaluudesta ja tyypillisesti matalien korkojen aikana antolainauksen ja ottolainauksen välinen korkoero eli spread pienenee ja siten korkokate laskee. Tämä on osaltaan viime vuosina painanut Aktian korkokatetta.

## Palkkiotuotot ovat suurin tuottoerä

Anto- ja ottolainauksen lisäksi Aktia tarjoaa asiakkailleen erilaisia palveluita ja tuotteita, joissa päätulot tulevat erilaisista maksuista. Nämä erät esitetään Palkkiotuotot netto-erässä, josta on muodostunut yhtiön merkittävin tuottoerä. Viime vuonna nämä vastasivat 43 % Aktian tuotoista.

Suurin osa palkkiotuotoista muodostuu erilaisista varainhoitopalveluista ja -tuotteista. Aktian hallinnoitavien varojen määrä oli syyskuussa 2018 noin 9,3 miljardia euroa ja tämän pääoman hoitamisesta yhtiö veloittaa prosenttimääräisen maksun riippuen sijoittajien valitsemista sijoitusinstrumenteista (rahastot, täyden valtakirjan varainhoito, konsultatiivinen varainhoito). Muita merkittäviä palkkiotuottoja ovat mm. maksut, joita veloitetaan osana antolainaustoimintaa ja joita veloitetaan maksuliikenteen käsittelystä. Varainhoidon tulot riippuvat suurelta osin hallinnoitavien varojen määrän kasvusta, mihin vaikuttaa olennaisesti yleisen pääomamarkkinatilanteen kehitys.

## Henkivakuutuksen osuus on pienin

Aktia Henkivakuutus tarjoaa kattavan valikoiman vakuutuksia yksityis- ja yritysasiakkaille. Näiden tuotto raportoidaan Henkivakuutusnetto-erässä, joka vastasi viime vuonna noin 13 % konsernin tuotoista. Henkivakuutusnetto muodostuu vakuutusteknisestä tuloksesta ja sijoitustoiminnan nettotuotoista. Henkivakuutuksen vakuutuksista merkittävin osa vakuutusvelasta (66 %) on sijoitussidonnaista, jonka sijoitusriskin kantaa vakuutusnottaja.

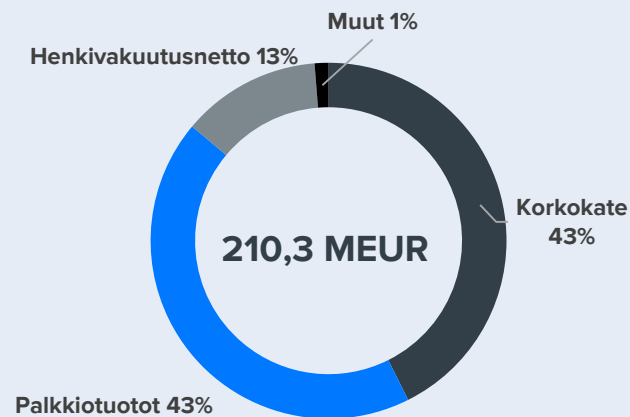
## Henkilöstö ja IT suurimmat kuluerät

Aktian merkittävin kuluerä on henkilöstökulut, joka vastasi noin 49 % viime vuoden kaikista kuluista. Muita suuria kustannuseriä ovat IT-kustannukset (19 %) sekä Muut liiketoiminnan kulut (26 %), mikä sisältää mm. vuokratulot, ostetut palvelut ja markkinointikulut. Luottotappiot Aktia raportoi erillisenä eränä ja ne eivät sisälly raportoituihin liiketoiminnan kuluja.

## Aktian konsernirakenne

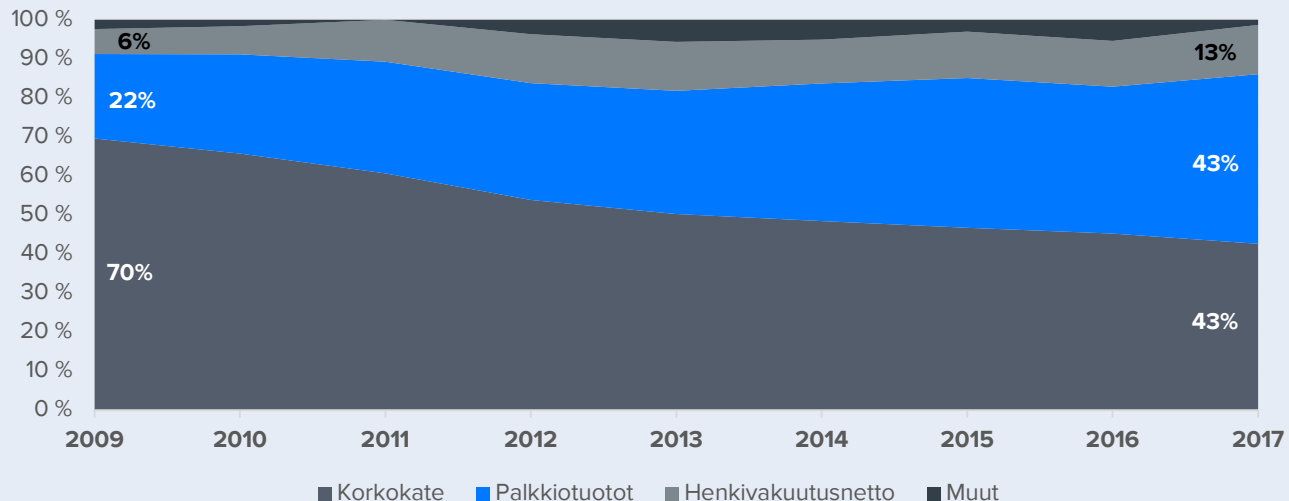


## Liiketoiminnan tuotot, 2017

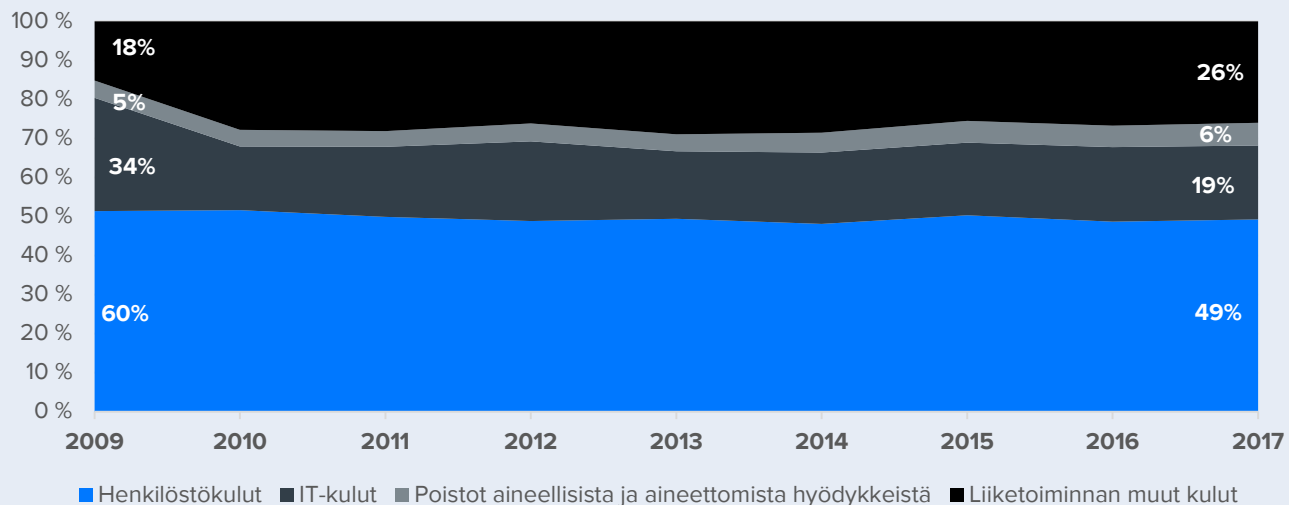


# Liiketoimintamalli 2/7

## Liiketoiminnan tuotot-%



## Liiketoiminnan kulut-%



### Inderesin kommentti:

Aktian korkokatteen suhteellinen osuus kokonaistuotoista on jatkuvasti laskenut ja merkittävin osuus tuotoista muodostuu nykyään palkkiotuotoista. Kokonaistuottojen mix on näkemyksemme mukaan parantunut.

Kulujen osalta henkilöstökulut muodostavat merkittävimmän kuluerän. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus kuluista on laskenut finanssikriisin jälkeen ja arvioimme, että niissä on edelleen laskuvaraa uuden peruspankkijärjestelmän tuoman lisääntyvän tehokkuuden myötä.

# Liiketoimintamalli 3/7

## Antolainaus taseen varojen suurin erä

Aktian taseen varojen suurimmat erät olivat syyskuussa 2018 antolainaus yleisölle 6029 (64 % taseesta) MEUR, pankkikonsernin likviditeettisalkku 1572 MEUR (17 %), sijoitus-sidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät sijoitukset 823 MEUR (9 %) ja henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku 556 MEUR (6 %).

## Konsernin omat sijoitukset ovat pääosin matalariskisiä korkosijoituksia

Aktian taseen rahoitusvarat koostuvat pääosin pankkikonsernin likviditeettisalkusta sekä henkivakuutusyhtiön sijoitussalkusta. Nämä sijoitukset olivat yhteensä noin 2,1 miljardia euroa syyskuun 2018 lopussa eli yhteensä noin 23 % taseesta. Pankkikonsernin likviditeettisalkun tehtävä on mm. varmistaa, että pankilla on riittävä likviditeettireservi kattamaan lyhytaikaiset ulospäin suuntautuvat rahavirrat. Henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku on taas vakuutusteknisen velan katteena.

Pankkikonsernin likviditeettisalkku oli syyskuun 2018 lopussa 1572 MEUR ja sijoitukset olivat pääosin korkean luottoluokituksen korkosijoituksia. Pankkitoiminnassa ei käydä osakekauppaa kaupankäyntitarkoituksessa eikä tehdä kiinteistö-sijoituksia tuottotarkoituksessa. Suurin paino salkussa oli kiinteistövakuudellisissa joukkovelkakirjalainoissa (57 %) sekä julkisen sektorin (mm. valtioiden) velkakirjalainoissa (32 %). Kolmanneksi suurin sijoitusryhmä olivat sijoitukset pankkeihin (7 %) ja loput 3 % olivat yrityslainoja. Likviditeettireservi vastasi syyskuun 2018 lopussa noin 24 kuukauden ulos menevää kassavirtaa tukkumarkkinoilla ja LCR-% oli 118 %, mikä ylitti viranomaisvaatimusten tason (100 %).

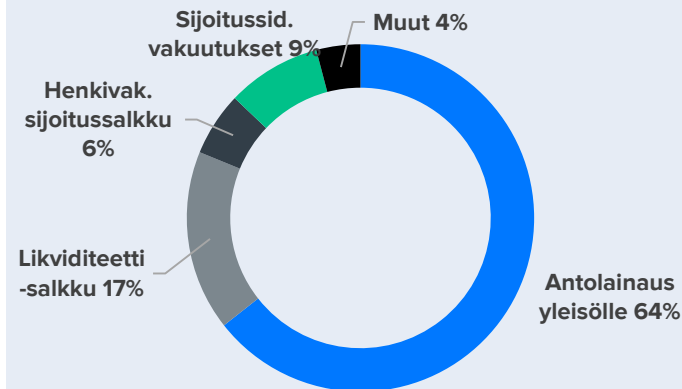
Henkivakuutusyhtiön sijoitussalkun markkina-arvo oli syyskuun 2018 lopussa noin 556 MEUR. Tämän salkun tavoitteena on saavuttaa vähintään vakuutussäästöjen taattu korko vastaava tuotto. Korkotuottoisten vakuutusvelan keskimääräinen diskonttokorkeus oli syyskuun 2018 lopussa 3,4 % ja käytännössä tämän tuoton saavuttaminen nykyisellä korkotasolla vaatii Aktialta riskinottoa. Tämän salkun sijoitukset ovat lähes kokonaan korkosijoituksia. Osakeriskisiä salkussa ei ollut käytännössä lainkaan ja kiinteistöriskisiä oli maltillisesti. Vuoden 2017 lopussa henkivakuutuksen korkosalkun duraatio oli 3,5 vuotta ja korkotuottoisen vakuutuskannan duraatio oli noin 10 vuotta.

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 jaksettua hankintamenoa. Tulosvaikutteisesti käypään arvoon kirjattavia eriä konsernivaroista ovat osakkeet ja osuudet sekä korolliset arvopaperit. Näiden tasearvo oli syyskuun lopussa 153 MEUR.

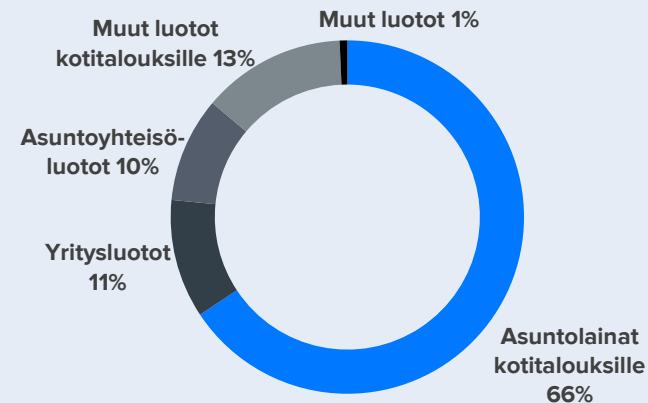
## Sijoitusidonnaisten vakuutusten riskin kantaa pääosin vakuutuksenottaja

Aktian henkivakuutuksen oman sijoitussalkun lisäksi yhtiöllä on myös sijoitusidonnaisia vakuutuksia. Näiden arvo taseen varoissa oli syyskuun lopussa 823 MEUR. Näissä vakuutuksenottaja kantaa itse vakuutusten katteena olevan sijoitusriskin. Käytännössä Aktialla on taseen velkojen puolella euromääräisesti yhtä suuri sijoitusidonnaisen vakuutuksen vastuovelka ja tämä erä taseessa on siten lähinnä kirjanpito-tekniinen.

## Aktian taseen varat Q3'18

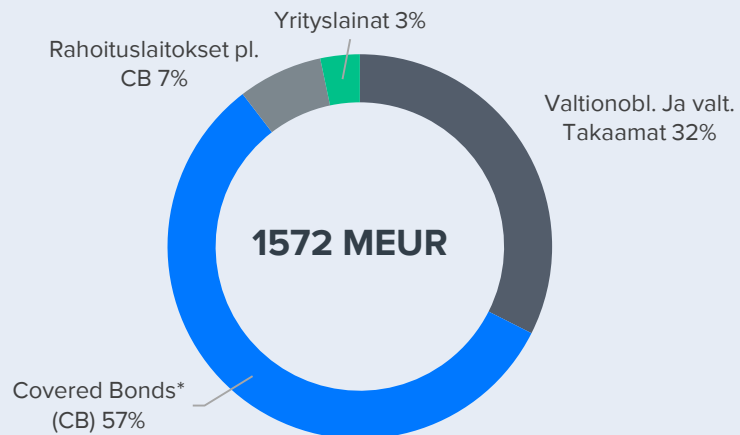


## Aktian antolainaus yleisölle Q3'18

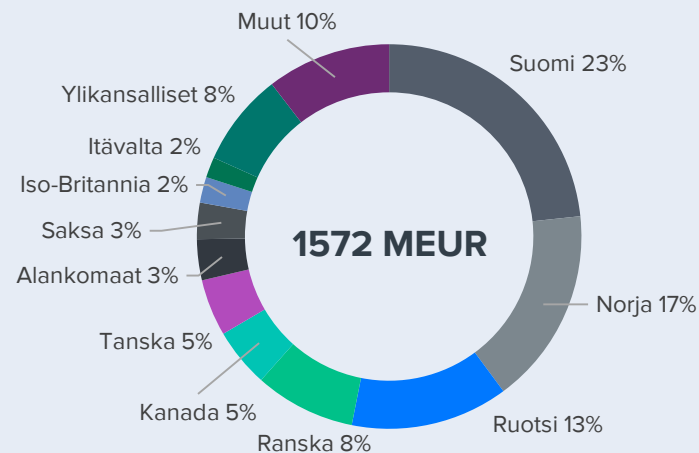


# Liiketoimintamalli 4/7

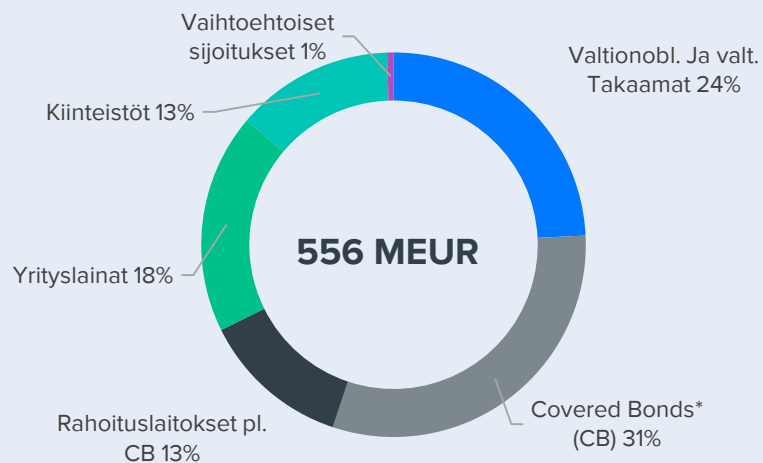
## Pankkikonsernin sijoitukset, Q3'18



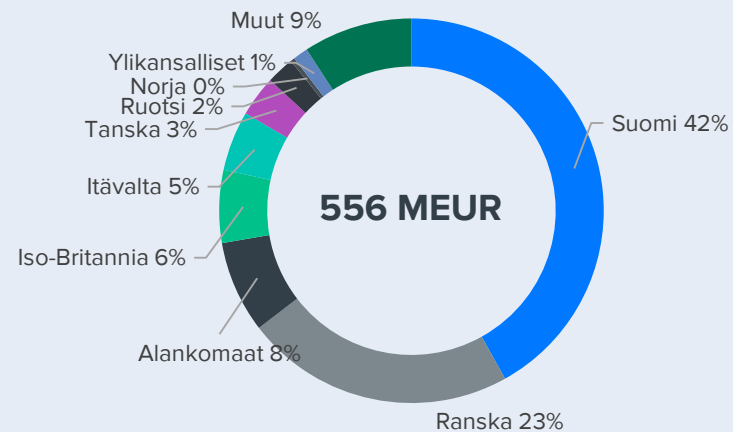
## Pankkikonsernin sijoitukset, Q3'18



## Henkivakuutusyhtiön sijoitukset, Q3'18



## Henkivakuutusyhtiön sijoitukset, Q3'18



\*Kiinteistövakuudelliset joukkovelkakirjalainat

# Liiketoimintamalli 5/7

## Lainaportfolion riskiprofiili on matala

Aktian syyskuun 2018 lopun noin 6,0 miljardin euron lainaportfolion kokonaisriskiprofiili oli arviomme mukaan matala. Tämä arviomme perustuu kokonaisarviomme Aktian lainaportfolion jakaumasta, yhtiön luotanantopolitiikasta sekä historiallisista luottotappioista. Asuntolainat vastasivat syyskuun 2018 lopussa noin 79 % lainaportfoliosta ja näistä lainoista 94 % osui luototusasteen (LTV-%) haarukkaan 0-60 % 2017 lopussa. Vain hieman yli prosentti lainoista osui riskisempään yli 80 %:n LTV-% haarukkaan.

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että vaikka Aktian kaikkien asuntolainojen vakuutena olevien asuntojen arvot laskisivat 40 %, niin silti näiden lainojen vakuus olisi riittävä kattamaan lainasummat yli 94 % osalta kaikista lainoista. Suomessa asuntojen hinnat eivät ole tilastokeskuksen tilastohistorian aikana koskaan laskeneet näin paljon yksittäisinä vuosina, mutta 90-luvun laman aikaan asuntojen nimelliset hinnat laskivat vuoden 1989 huipuista noin 38 % vuoteen 1993 mennessä. Pidämme tämän kaltaista hintojen laskua tällä hetkellä epätodennäköisenä. Käsittelemme tarkemmin Suomen asuntomarkkinaa raportin sivulla 30.

Yrityslainojen osalta suurin paino oli viime vuoden lopussa Kiinteistöalalle ja Rahoitustoiminta-toimialalle suunnatuissa lainoissa. Yrityslainat vastasivat kokonaisuutena noin 11 % syyskuun lopun yleisölle suunnattujen lainojen lainakannasta. Aktian yrityslainat ovat pienten ja keskisuurten yritysten sekä yrittäjien lainoja ja käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole lainoittanut lainkaan suuria yrityksiä.

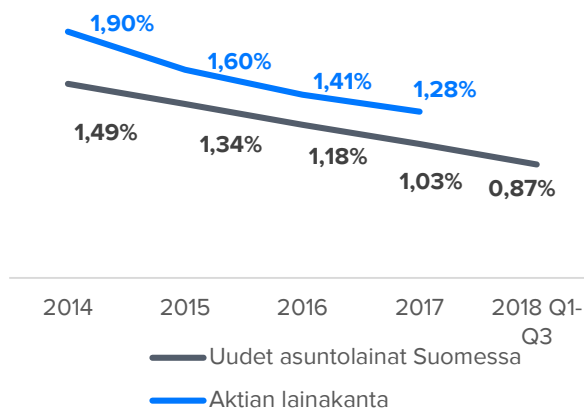
Asuntoyhteisölle suunnatut lainat vastasivat noin 9,6 % syyskuun 2018 lopun lainaportfoliosta.

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, julkisyhteisöille ja yhdistyksille. Kotitalouksien kulutusluottojen osuus näistä muista luotoista ovat käsityksemme mukaan karkeasti noin 300-400 MEUR eli noin 5-7 %:n tasolla koko lainaportfoliosta.

## Antolainauksen korkotuotot ovat viime vuosina laskeneet

Aktian antolainauksen vuotuinen korkotuotto oli vuonna 2017 keskimäärin 1,3 %. Antolainauksen korkotuotot ovat viime vuosina seuranneet Suomen uusien asuntolainojen keskimääräisiä marginaaleja ja siten laskeneet. Lasku johtuu arviomme mukaan pankkien välisen kilpailun kiristymisestä.

## Aktian antolainauksen korko-%



Lähde: Suomen Pankki

## Aktian asuntolainojen LTV-% jakauma

Lainoitusaste (LTV-%)	2017	2016
0-50%	85,5 %	85,2 %
50-60%	8,3 %	8,4 %
60-70%	4,1 %	4,2 %
70-80%	1,1 %	1,1 %
80-90%	0,6 %	0,6 %
90-100%	0,2 %	0,2 %
Yli 100 %	0,3 %	0,2 %
<b>Yht.</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

## Aktian yrityslainojen jakauma

Saamiset yrityksiltä*	2017
Kiinteistöala	26 %
Tukku- ja vähittäiskauppa	6 %
Rahoitustoiminta	26 %
Teollisuus ja energia	7 %
Rakentaminen	7 %
Tutkimus, konsultointi ja muut yrityspal.	7 %
Kuljetus	4 %
Hotelli ja ravintola	2 %
Maatalous, kalastus ja kaivosteollisuus	2 %
Muu	13 %
<b>Yhteensä</b>	<b>100 %</b>

\*Ennen riskien vähentämistekniikoiden vaikutusta



# Liiketoimintamalli 6/7

## Aktia on riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta

Aktian taseen velkojen puolelta merkittävimmät erät olivat syyskuun lopussa talletukset (50 % taseesta), muut rahoitusvelat (29 %) ja vakuutusvelka (yhteensä 13 %). Sijoittajien kannalta olennaisia asioita taseen velkojen puolelta ovat erityisesti se, että vakavaraisuus ylittää selvästi tämänhetkiset viranomaisvaateet ja se, että talletukset eivät riitä rahoittamaan kaikkia myönnettyjä lainoja eli yhtiö on riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta. Viime vuosina Aktia on arviomme mukaan onnistunut erinomaisesti hyödyntämään markkinaehtoista rahoitusta ja yhtiö on pystynyt pienentämään ottolainauksen korkoaan eli talletuksille ja rahoitusveloille maksettua korkoaan.

## Rahoitusvelkojen korko on matala

Muut rahoitusvelat 2743 MEUR koostuivat syyskuussa 2018 pääosin Aktian liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista 2481 MEUR. Näistä 1660 MEUR oli kiinteistövakuudellisia lainoja. Lisäksi Aktialla on mm. EMTN-ohjelma, jonka puitteissa yhtiö on laskenut pitkäaikaisia jvk-lainoja liikkeelle. Rahoitusvelkojen keskimääräiset korot ovat viime vuosina laskeneet Aktian onnistuneen varainhankinnan seurauksena ja arvioimme niiden olleen viime vuonna keskimäärin vain noin 1,4 %

Talletukset kattoivat syyskuun 2018 lopussa puolet taseesta. Talletuksista 86 % eli 4025 MEUR oli velkaa yleisölle ja julkisyhteisöille, 400 MEUR oli velkaa keskuspankille ja 247 MEUR oli velkaa luottolaitoksille. Talletukset ovat edullinen rahoituksen lähde Aktialle, sillä talletuksille maksettava korko oli viime vuoden

lopussa arviomme mukaan vain 0,11 %.

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. Aktia kirjaa vakuutusvelan muutoksen henkivakuutusnettoon eli se ei sisälly korkokatteeseen.

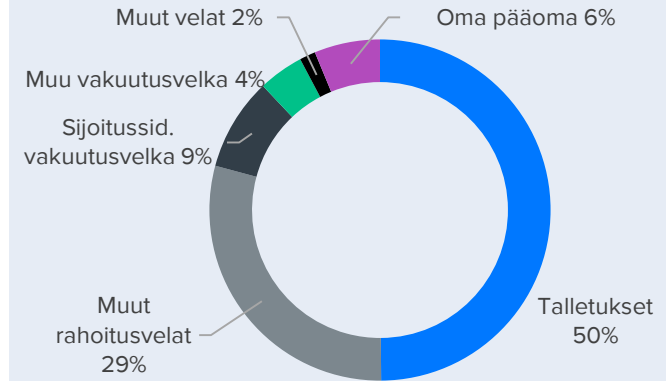
## Markkinatilanne ja asuntomarkkinat vaikuttavat varainhankintaan

Valtaosa Aktian muiden rahoitusvelkojen maturiteetista oli vuoden 2017 lopussa 1-5 vuotta eli yhtiön täytyy jälleenrahoittaa näitä lainoja lähivuosina. Varainhankinta ja sen kustannus ovat riippuvaista yleisestä markkinatilanteesta ja kiinteistövakuudellisten lainojen osalta myös Suomen asuntomarkkinoista. Asuntojen hintojen merkittävällä laskulla tai/ja asuntomarkkinoiden epävarmuuden kasvulla olisi siten heikentävä vaikutus Aktiaan pääoman hankinnan kallistumisen myötä.

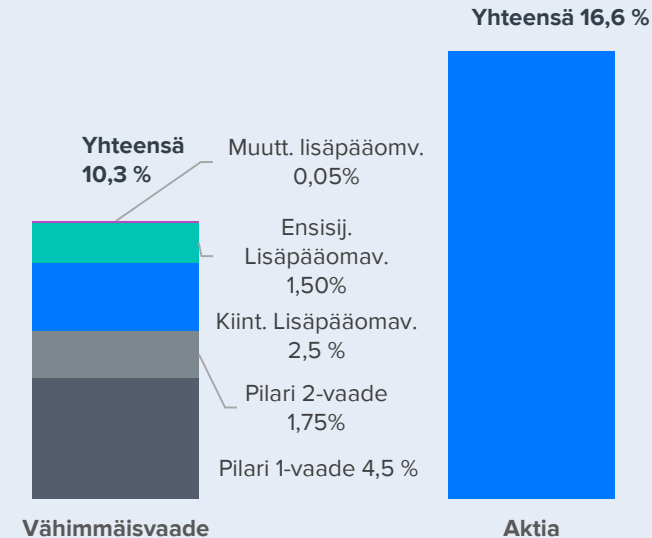
## Vakavaraisuus kattaa viranomaisvaateet selvästi

Aktian konsernin ydinpääoma (CET1) oli syyskuun lopussa 16,6 % ja se ylitti viranomaisten vähimmäisvaateet (10,3 %) selvästi. Kaikki pääomavaatimukset huomioon ottaen pankkikonsernin vakavaraisuuden vähimmäisvaade oli 12,3 % ja tämä oli Aktialla 20,1 % syyskuun lopussa eli myös se ylittyi selvästi. Henkivakuutusyhtiön osalta vakavaraisuus 157 % ylitti myös selvästi vähimmäisvaatimuksen (100 %).

## Aktian taseen velat Q3'18

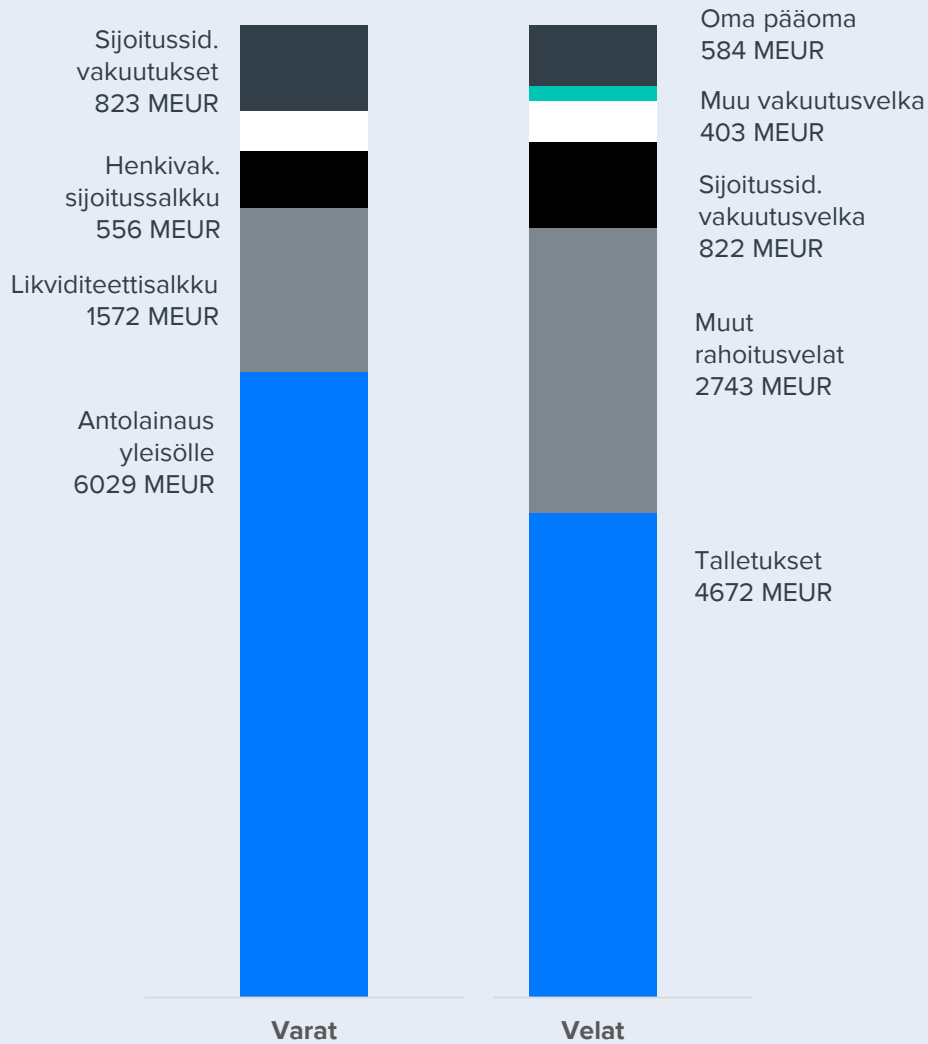


## Aktian CET1 ydinpääoma Q3'18

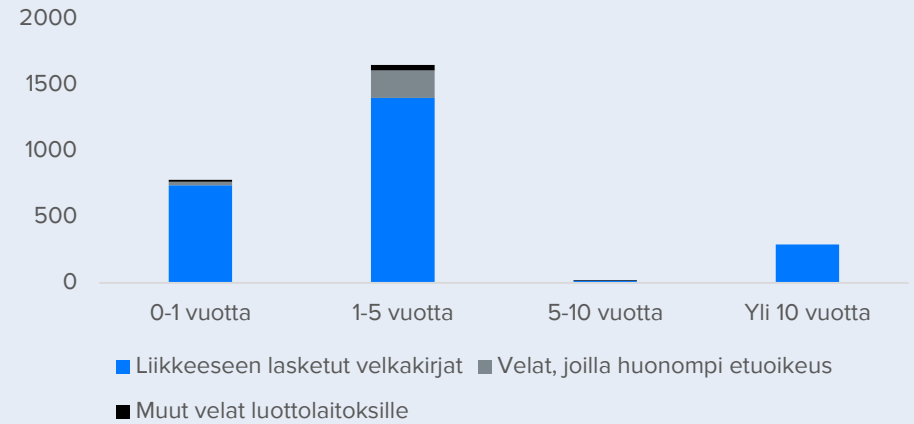


# Liiketoimintamalli 7/7

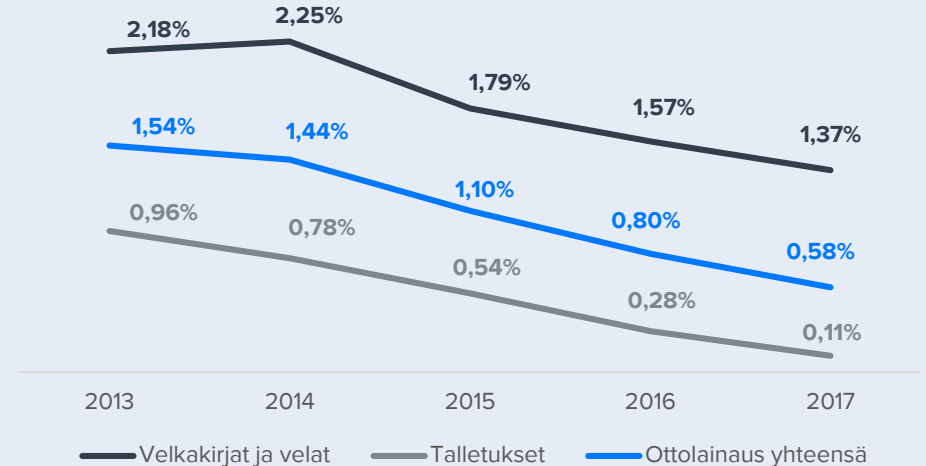
Taserakenne Q3'18 (MEUR)



Rahoitusvelkojen maturiteetti (31.12.2017)



Ottolainauksen korko-% (Inderesin arvio)



# Historiallinen suorituskyky 1/8

## Lainakantaa on supistettu tarkoituksella

Aktia Pankin yleisölle myöntämien lainojen lainakanta on supistunut vuodesta 2012 ja samalla yhtiön kokonaismarkkinaosuus Suomessa on laskenut. Tämän taustalla oli yhtiön strateginen päätös vuonna 2012, jonka mukaan Aktia Hypoteekkipankin uuslainananto ohjataan lainoja välittäneille paikallispankeille (Säästöpankit ja POP Panakit). Lopulta luottokanta siirrettiin välittäjäpankeille ja helmikuussa 2017 Hypoteekkipankki sulautettiin Aktia Pankkiin.

Vuodesta alkaen 2008 Aktia on myös vähentänyt yrityslainojen osuutta lainaportfoliossaan, mikä on näkemyksemme mukaan madaltanut lainasalkun kokonaisriskiprofilia. Yrityslainojen osuus oli vuonna 2008 noin 15 % lainaportfoliosta ja se oli syyskuussa 2018 laskenut 11 %:iin. Vastaavasti asuntoyhteisölle myönnettyjen lainojen osuutta on hieman kasvatettu vuoden 2008 noin 4 %:ista noin 10 %:iin syyskuuhun 2018 mennessä.

Aktia Pankin pääpaino lainaportfoliossa on viimeisen 11 vuoden aikana ollut kotitalouksille myönnetty asuntolainat ja näiden osalta yhtiö on onnistunut pitämään markkinaosuutensa tasaisena viimeisen 11 vuoden aikana. Markkinaosuus oli syyskuussa 2018 lähes samalla tasolla (4,1 %), kun se oli vuonna 2008. Asuntolainat vastasivat kokonaisuutena 79 % koko lainakannasta syyskuussa 2018.

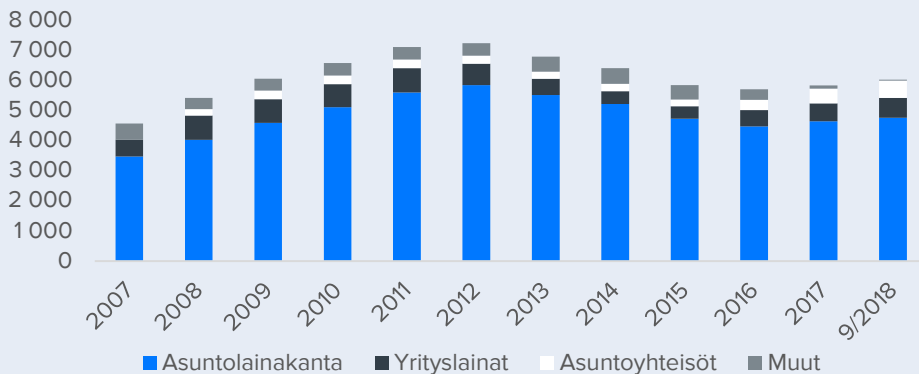
## Potentiaalia on jätetty hyödyntämättä

Mielestämme kokonaismarkkinaosuuden laskua ja markkinaosuuden pitämistä vakiona tärkeimmässä segmentissä (kotitalouksien asuntolainat) ei voi pitää onnistuneena saavutuksena Aktian kaltaiselle pienelle pankille. Suomessa pankkitoimiala on hyvin keskittynyt ja yhtiöllä olisi arviomme mukaan ollut edellytykset viedä markkinaosuuttaan finanssikriisin jälkeen voimakkaammin suuremmilta pankeilta. Erityisesti vuoden 2015 jälkeen Aktian tase oli suhteellisesti vahva ja Suomen talouskasvu oli voimakasta. Nämä olisivat arviomme mukaan mahdollistaneet

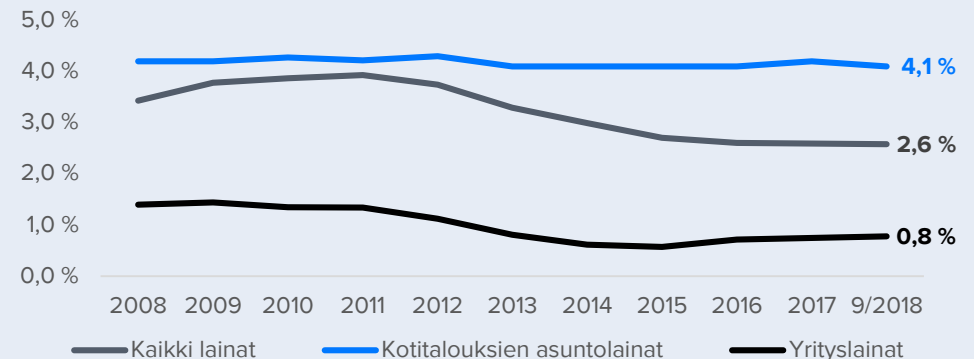
aggressiivisemmän kasvun. Yhtiö olisi voinut myös vuoden 2016 Panama-paljastusten ja joidenkin pankkien rahanpesukohujen jälkeen hyödyntää sen vastuullisuutta tehokkaammin asiakashankinnassa ja kasvussaan. Vastuullisuus on ollut Aktian yksi keskeinen arvo ja tärkeä osa strategiaa vuodesta 2010 alkaen. Kokonaisuutena yhtiön pankkiliiketoiminnan potentiaali on mielestämme osittain jätetty hyödyntämättä viimeisen 6-vuoden aikana.

Vaatimatonta kehitystä saattaa selittää yhtiön varovaisuus ja muihin liiketoimintoihin (erityisesti varainhoitoon) keskittyminen. Yhtiön strategiana on ollut myös jatkuvasti kulusäästöt ja näiden aikaansaaminen yhdessä kasvun kanssa ei ole käytännössä helppoa toteuttaa. Edelleen, Aktia aloitti mittavan peruspankkijärjestelmän uudistuksen vuonna 2012 ja sai sen valmiiksi vuonna 2017. Myös konttoriverkostoa ja henkilöstömäärää on karsittu kovalla kädellä viime vuosina. Nämä ovat varmasti osaltaan vieneet johdon fokusta ja vaikuttaneet lainakannan kasvuvauhtiin heikentävästi.

Aktian lainakanta, MEUR



Aktian markkinaosuus lainoista Suomessa



Lähde: Suomen Pankki

# Historiallinen suorituskyky 2/8

## Riskienhallinta on ollut historiallisesti onnistunutta

Aktia Pankin riskienhallinta on ollut mielestämme viimeisen 11-vuoden aikana erittäin onnistunutta ja yhtiön luottotappiot ovat olleet suhteellisesti hyvin pieniä. Vahva track-record mielestämme madaltaa sijoittajien näkökulmasta yhtiön kokonaisriskiprofiilia ja antaa luottamusta siihen, että Aktia selviäisi suhteellisen vähäisin vaurioin, mikäli yleinen taloudellinen tilanne tulevaisuudessa heikentyisi esimerkiksi uuden taantuman/laskusuhdanteen myötä.

## Antolainaus on ollut matalariskistä

Aktia itse kertoo, että se noudattaa tiukkoja luotonantokriteereitä ja että sillä on varovainen ja matalariskinen antolainauspolitiikka. Arviomme mukaan tämä pitää historiallisen kehityksen perusteella paikkansa, sillä yhtiön järjestämättömien luottojen osuus lainakannasta (yli 90-päivää myöhässä) on ollut viimeisen 11-vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,62 %. Tämä on sekä EU:n, että Suomen mittakaavassa

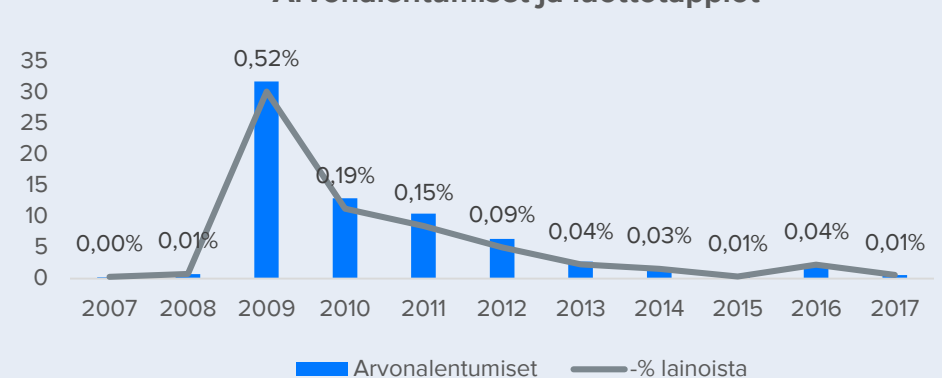
poikkeuksellisen matala taso ja arviomme mukaan heijastelee yhtiön lainaportfolion matalaa riskitasoa. EU:n keskiarvo järjestämättömien luottojen osalta oli kesäkuussa 2018 noin 3,6 % ja Suomessa samalla hetkellä noin 1,2 %.

Myös Aktian kirjaamat luottotappioprovisiot lainoista ovat olleet arviomme mukaan suhteellisesti hyvin pieniä. Ne ovat olleet viimeisen 5-vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,02 % vuosittain koko lainakannasta ja 11-vuoden aikana finanssikriisi huomioiden keskimäärin 0,1 % vuosittain. 2008-2009 finanssikriisillä oli arviomme mukaan suhteellisen pieni vaikutus Aktiaan, vaikka yhtiö kirjasi huomattavan arvonalentumisen 2009.

Järjestämättömät luotot (NPL)\*



Arvonalentumiset ja luottotappiot



# Historiallinen suorituskyky 3/8

## Liiketoiminta ei ole kokonaisuutena kasvanut sitten pörssilistautumisen

Aktian liiketoiminnan tuotot eivät ole kasvaneet vuodesta 2009, eikä yhtiö pystynyt kasvattamaan kustannustehokkuuttaan vuosina 2007-2017. Toisaalta, yhtiön liiketoiminnan tuottojen mix on näkemyksemme mukaan parantunut ja yhtiö on myös pystynyt kasvattamaan osakekohtaista NAV:ia ja yltänyt keskimäärin 9,3 %:n oman pääoman tuottoon vuosina 2007-2017 pankeille haastavassa markkinaympäristössä. Tämä pääoman tuotto on lähellä Suomen pankkisektorin keskiarvoa tällä ajanjaksolla ja ylittää selvästi EU-pankkien vastaavan keskiarvon.

## Vaikea markkinatilanne on painanut korkokatetta

Koko Euroopan pankkisektorin, ja myös Aktian korkokatetta on painanut viimeisen 10-vuoden aikana matala korkotaso. Pankkien antolainauksen ja ottolainauksen välinen ero oli spread tyypillisesti supistuu matalien korkojen

aikana ja laskee pankkien kannattavuutta. EKP aloitti finanssikriisin myötä vuonna 2008 ohjauskorkonsa laskun ja tämän myötä pankkien väliset interbank-korot ovat Euroopassa laskeneet ja pysyneet historiallisen matalalla tasolla vuosina 2009-2018. Pääasiassa tämän myötä Aktian korkokate laski vuoden 2009 noin 152 MEUR:sta noin 90 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä.

Aktia solmi 2008-2009 korkojohdannais sopimuksia, joilla se suojausi itsensä siitä, että korot pysyisivät matalana useiden vuosien ajan. Tämä osoittautui erittäin kannattavaksi liikkeeksi ja johdannaisilla oli vuonna 2016 noin 16 MEUR ja vuonna 2017 noin 14,4 MEUR:n positiivinen vaikutus korkokatteeseen. Nämä suojaukset kuitenkin päättyivät vuosina 2018-2019 ja tämä tulee vaikuttamaan heikentävästi korkokatteeseen tulevaisuudessa.

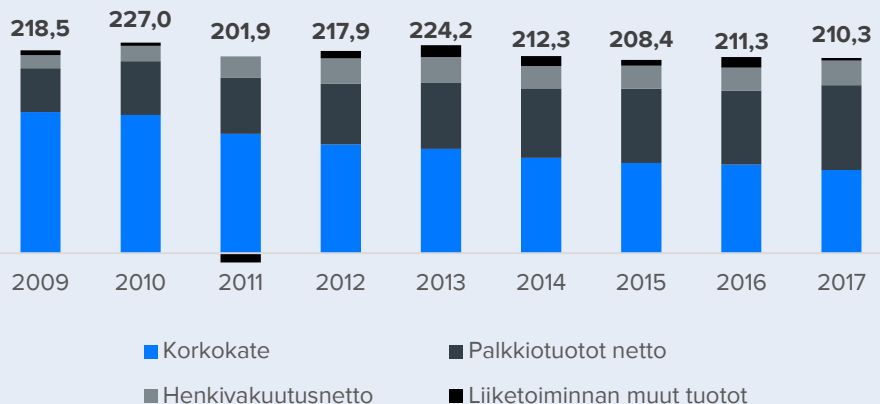
## Henkivakuutusliiketoiminnan kehitys on ollut kokonaisuutena erinomaista

Aktian Henkivakuutus Oy:n kehitys oli vuosina

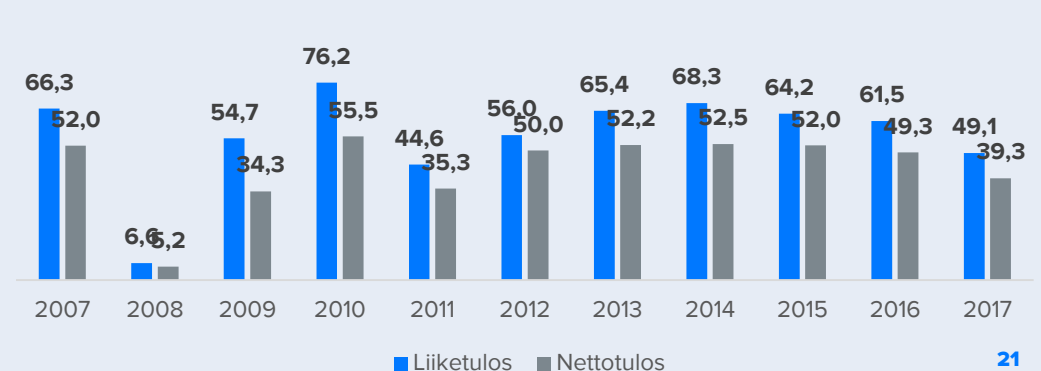
2009-2017 erinomaista. Yhtiö on pystynyt jatkuvasti parantamaan kustannustehokkuuttaan (liikekustannussuhde) ja samalla hieman kasvattamaan markkinaosuuttaan. Sijoitustoiminnan tuotot ovat viime vuosina aavistuksen jääneet muiden Suomessa toimivien henkivakuutusyhtiöiden tuotoista, mutta kehitys on silti ollut kokonaisuutena arvioiden hyvää. Henkivakuutusnetto, mikä sisältää vakuutusteknisen tuloksen ja sijoitustoiminnan nettotuoton lähes kaksinkertaistui vuoden 2009 noin 14 MEUR:sta noin 27 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Liikekustannussuhteella mitattuna Aktia on tällä hetkellä yksi Suomen markkinoiden tehokkaimmista henkivakuutusyhtiöistä.

Henkivakuutusliiketoiminnan riskitaso Aktialle on myös rajattu. Henkivakuutuksen vakuutusvelasta 66 % oli sijoitussidonnaista vakuutusvelkaa, jonka sijoitusten sijoitusriskin kantaa vakuutusentottaja. Vain noin 34 % oli korkotuotoista vakuutusvelkaa, jonka riskin Aktia joutuu itse kantamaan. Näissä sijoituksissa suurimmat riskit ovat korkoriski, vastapuoliriski ja myös kiinteistöriski.

Aktian liiketoiminnan tuotot (MEUR)

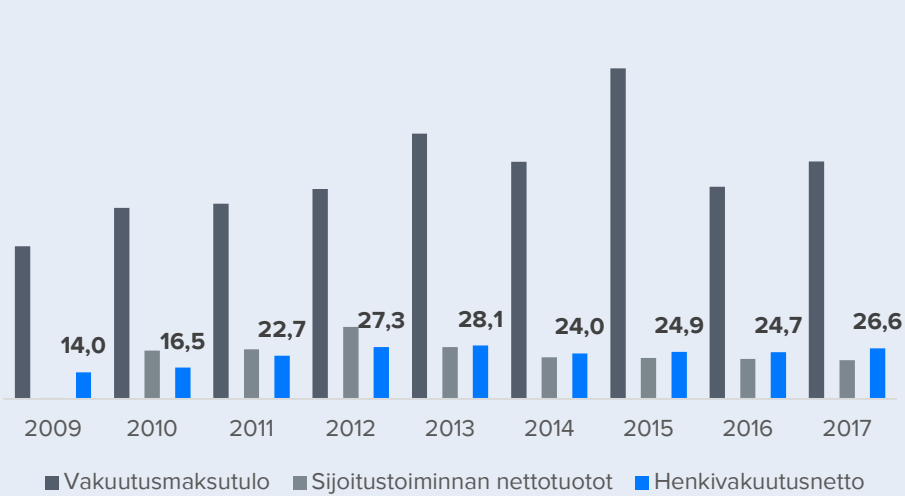


Liiketulos ja nettotulos (MEUR)

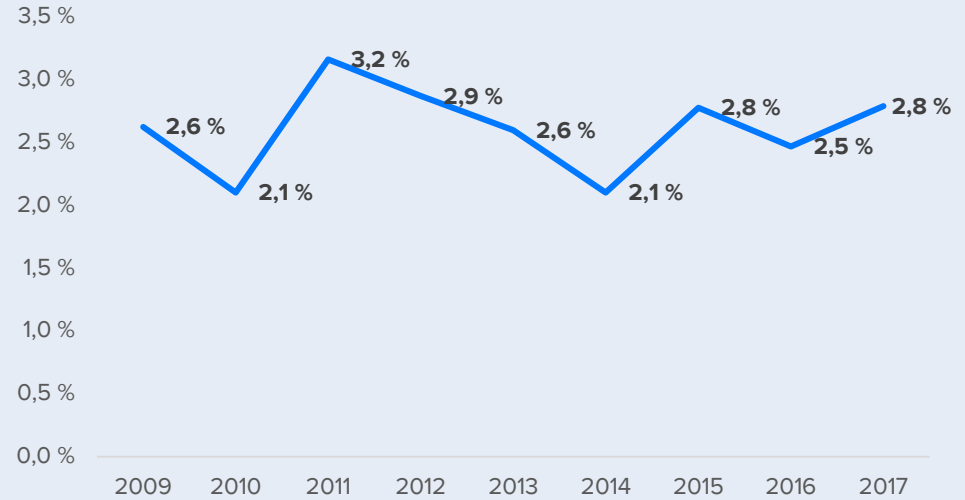


# Historiallinen suorituskyky 4/8

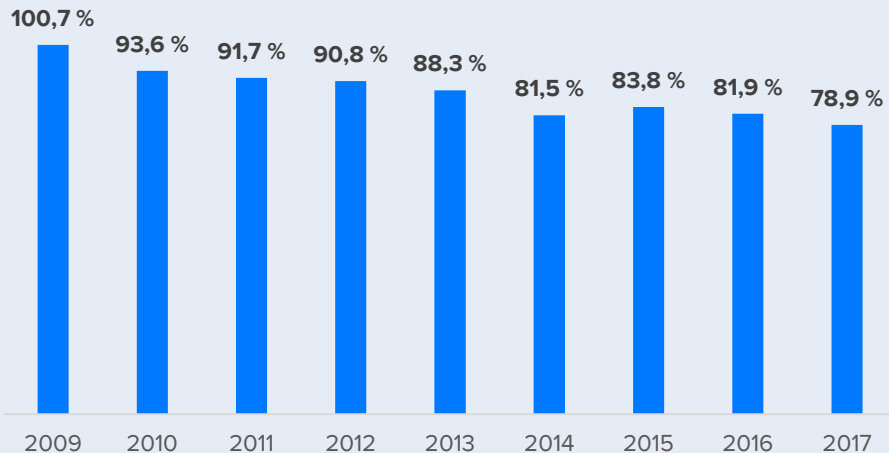
## Henkivakuutuksen tuotot, MEUR



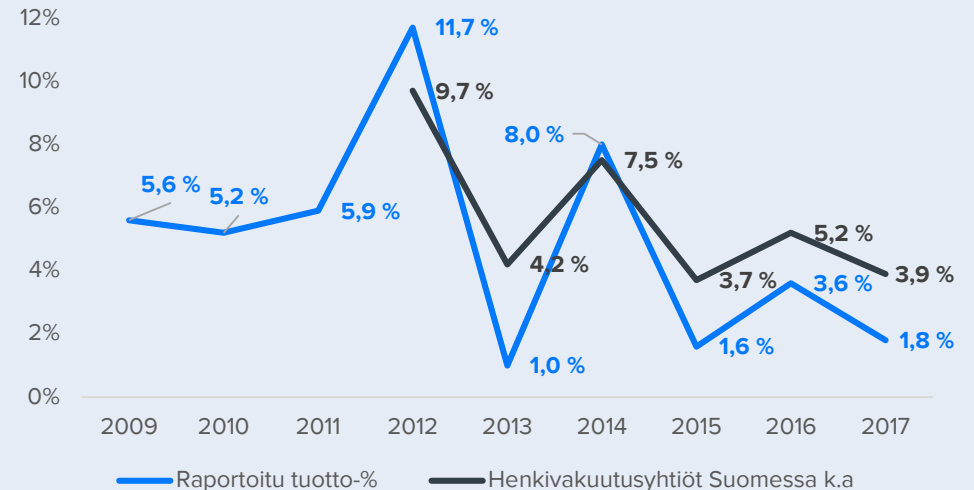
## Markkinaosuus-% Suomessa



## Liikekustannussuhde-%



## Sijoitustoiminnan tuotto-%



Lähde: Finanssiala ry ja Aktia

# Historiallinen suorituskyky 5/8

## Palkkiotuotot ovat kasvaneet merkittävästi

Aktia on onnistunut kasvattamaan sen palkkiotuottoja huomattavasti ja palkkiotuotoista on muodostunut yhtiön suurin tuotokomponentti. Palkkiotuotot olivat vuonna 2007 noin 47 MEUR ja ne vastasivat noin 29 % liiketoiminnan tuotoista. Viime vuonna ne olivat lähes tuplasti suuremmat 91 MEUR ja ne vastasivat noin 43 % liiketoiminnan tuotoista.

Tärkein ajuri palkkiotuottojen kasvulle on ollut yhtiön varainhoito, joka on kehittynyt hyvin. Varainhoidon hallinnoitava varallisuus kasvoi keskimäärin 11 % vuodessa vuosina 2013-2017 ja sen AUM saavutti noin 9,3 miljardia euroa syyskuun 2018 lopussa. Tähän hallinnoitavaan varallisuuteen sisältyy Aktia Rahastoyhtiö, Aktia Varainhoito ja Aktia Henkivakuutuksen sijoitussidonnainen osuus. Finanssivalvonnan tilastojen perusteella Aktia Rahastoyhtiö oli hallinnoitavan varallisuuden perusteella 6. suurin rahastoyhtiö Suomessa ja sen markkinaosuus oli syyskuun 2018 lopussa 4,3 %.

Hallinnoitavan varallisuuden määrä 9,3 miljardia euroa ylitti syyskuussa selvästi Aktian yleisölle suunnattujen lainojen määrän (6,1 miljardia euroa) ja varainhoidon rooli yhtiön sijoitusprofiilissa onkin korostunut selvästi viimevuosien aikana.

## Varainhoidon kulmakivenä kehittyvien markkinoiden korkorahastot

Aktia on vuodesta 2006 rakentanut kehittyvien markkinoiden korkorahastoja ja nämä ovat näkemyksemme mukaan yhtiön tärkein kasvuajuri tulevaisuudessa. Hallinnoitavat varat tässä omaisuusluokassa olivat yhtiön mukaan

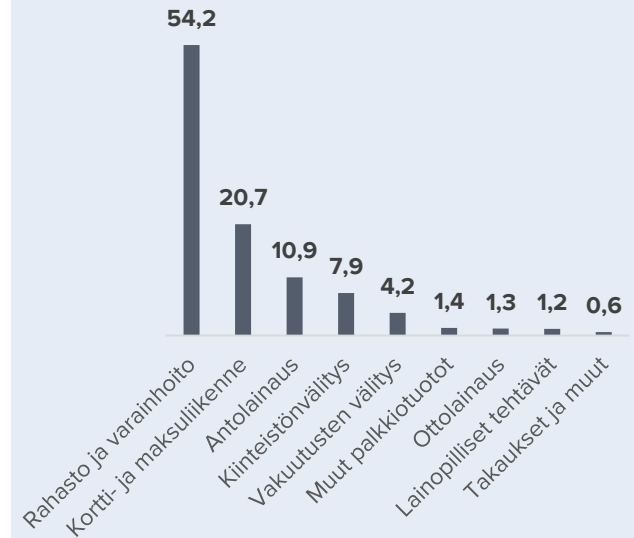
noin 2,3 miljardia euroa kesäkuussa 2018. Vuonna 2018 Aktia solmi yhteistyösopimuksen saksalaisen Universal-Investmentin (UI) kanssa, jonka myötä yhtiö on laajentanut palveluitaan Keski-Eurooppaan. UI on yksi saksankielisen Euroopan suurin riippumaton sijoituspalvelutalo ja sen hallinnoitavat varat olivat vuonna 2018 Aktian mukaan noin 340 miljardia euroa. Nämä varat koostuvat mm. private-label rahastoista ja mandaateista.

Yhteistyössä Aktia toimii rahastojen salkunhoitajana ja UI toimii hallinnointiyhtiönä ja jakelee rahastoja oman myyntiorganisaationsa kautta institutionaalisille sijoittajille saksankielisessä Euroopassa. Yhteistyö on ainakin lukujen valossa päässyt hyvin käyntiin, sillä Aktian UI:n hallinnoitavat varat olivat syyskuun 2018 loppuun mennessä kasvaneet 1028 MEUR:oon. Tämä AUM jakautui kahteen eri rahastoon, jotka ovat kehittyvien markkinoiden ja ns. Frontier- eli reunamarkkinoiden valtiolainoihin sijoittavia korkorahastoja.

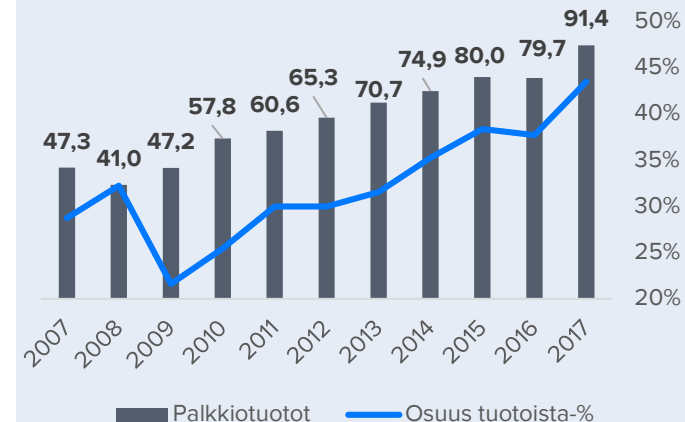
Aktia ei raportoi tarkkaan varainhoitonsa palkkioita, mutta olemme arvioineet, että ne ovat olleet viimeisen 4-vuoden aikana nettona keskimäärin noin 0,7 % AUM:ista vuosittain (sisältäen arvopaperivälityksen sekä arvopaperi- ja sijoitustoiminnan kulut) ja tämä on pysynyt suhteellisen tasaisena viime vuosina. Taso on mielestämme terve ja hyvin linjassa keskeisten pörssilistattujen varainhoitajien kanssa.

Varainhoitoa tarkastellessa on tärkeä huomioida, että Aktia Varainhoito Oy:n henkilöstö omistaa 24 % tästä yhtiöstä ja tämän vähemmistöosuuden tuloksesta yhtiö kirjaa henkilöstökuluihin.

## Aktian palkkiotuotot 2017

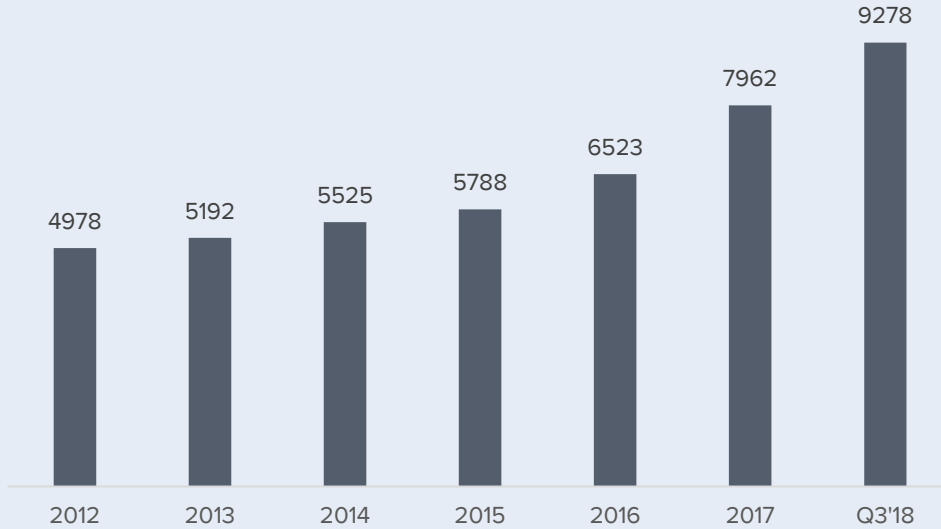


## Palkkiotuotot (MEUR) ja osuus kaikista tuotoista

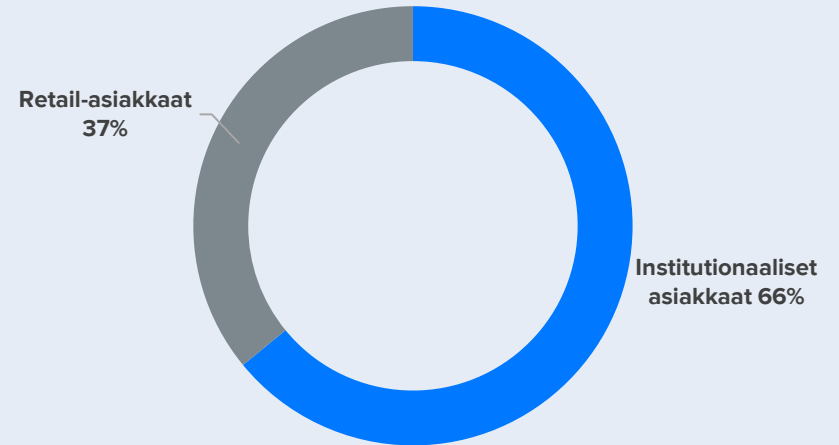


# Historiallinen suorituskyky 6/8

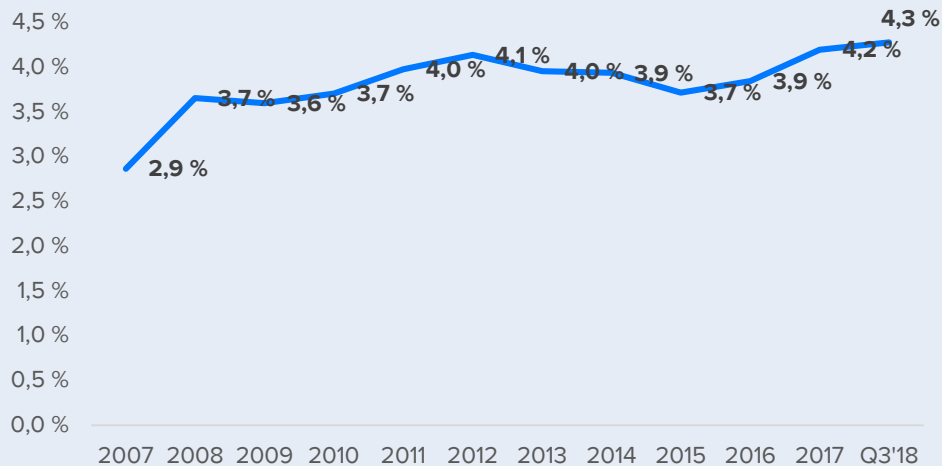
Varainhoidon AUM (MEUR)



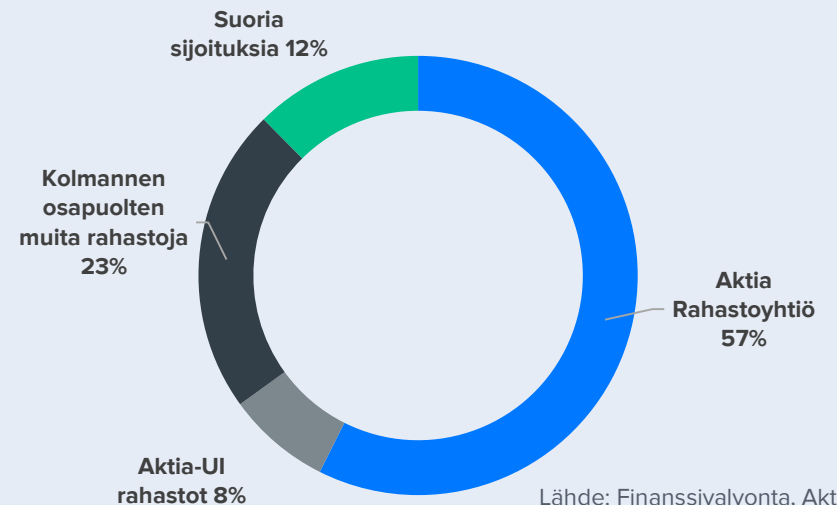
Aktian AUM, Q3'18 (Inderesin arvio)



Aktia Rahastoyhtiö Oy:n markkinaosuus-%



Aktian AUM, Q3'18 (Inderesin arvio)



Lähde: Finanssivalvonta, Aktia



# Historiallinen suorituskyky 7/8

## Kustannustehokkuus

Aktian kulu/tuotto-suhde nousi vuoden 2007 noin 67 prosentista noin 71 prosenttiin vuoteen 2017 mennessä. Kuitenkin yhtiö näin vuosina karsi konttoriverkostaan, vähensi henkilöstömäärää ja sai toteutettua mittavan peruspankkijärjestelmän uudistuksen. Näiden toimenpiteiden tulokset heijastuivat vihdoin 2018 kulurakenteeseen, mikä parani selvästi. Tammi-syyskuun kulu/tuotto -suhde laski 65 %:iin eli noin 4 %-yksikköä vertailukaudesta.

## Konttoreita ja henkilöstöä on karsittu

Finanssikriisin jälkeen Aktia on karsinut konttoriverkostaan ja henkilöstömääränsä. Vuonna 2009 yhtiöllä oli 72 konttoria ja 1213 työntekijää. Syyskuuhun 2018 mennessä konttoreita oli enää 32 kappaletta ja henkilöstöä 770. Vähennyksistä huolimatta Aktian henkilöstömäärä suhteessa konttoriverkoston on verrokkeihin nähden edelleen suhteellisen korkea ja myös keskimääräiset henkilöstökulut noin 77 TEUR per työntekijä vuonna 2017 olivat toimialalla suhteellisen korkeita.

## IT-uudistus laskee kuluja, mutta kasvattaa myös poistoja

Aktia sai viime vuonna valmiiksi 65 MEUR:n peruspankkijärjestelmän uudistuksen. Hankkeen valmistuminen venyi kahdella vuodella siitä, mitä yhtiö alun perin tavoitteli (2015) ja maksoi yli tuplasti arvioitua enemmän (arvio 25 MEUR).

Aktivoidut investointikulut olivat noin 62 MEUR. Tämä investointi poistetaan käsityksemme mukaan 10-vuoden kuluessa ja yhtiö on aikaisemmin kertonut vuotuisten kustannussäästöjen olevan noin 5 MEUR. Tämän perusteella hankkeesta ei syntyisi säästöjä lainkaan. Kuitenkin, uudistus käsityksemme mukaan mahdollistaa aikaisempaa paremman tehokkuuden ja luo paremmat edellytykset liiketoiminnan kasvattamiselle. Näin ollen järjestelmä uudistus luo välillisiä kustannussäästöjä ja selkeitä hyötyjä koko konsernille. Tästä saatiin näyttöjä tammi-syyskuun 2018 aikana, kun liiketoiminnan kulut pienenevät noin 13 % ja vertailukelpoiset kulut noin 5 %.

## Tulos ja pääoman tuotto

Aktian osakekohtainen tulos ei ole vuoden 2007 jälkeen kasvanut ja se laski vuosina 2014-2017. Yhtiö ylsi kuitenkin vuosina 2006-2017 keskimäärin noin 9,3 %:n oman pääoman tuottoon, mikä oli lähellä Suomen pankkisektorin keskiarvotasoa. Yhtiö on myös pystynyt maksamaan katkeamatonta ja pääosin vuosittain kasvavaa osinkoa vuodesta 2006.

## Selkeä tulosparannus vuonna 2018

Vuonna 2018 Aktia ylsi selvään tulosparannukseen ja vertailukelpoinen oman pääoman tuotto nousi tammi-syyskuussa 10,1 %:iin eli korkeimmalle tasolle kahdeksaan vuoteen. Kannattavuusparannus johtui pääosin kulujen laskusta, sillä liiketoiminnan tuotot laskivat aavistuksen, mutta vertailukelpoinen liikevoitto nousi noin 14 % ja vertailukelpoinen osakekohtainen tulos nousi siten noin 16 % vertailukaudesta. Tulosparannukseen vaikutti osaltaan Aktian TLTRO-lainaohjelman 3,1 MEUR:n korkotuotot, mutta ilman tätäkin erää vertailukelpoinen liikevoitto parani silti selvästi.

2017	Aktia	Ålandsbanken	Oma Säästöpankki	Handelsbanken*	POP Pankki	Säästöpankkiryhmä
Konttoreiden määrä	32	14	39	45	85	150
Henkilöstön määrä	903	691	256	506	718	1343
Henkilöstökulut**	-69,9	-59,8	-13,1	38,15	-39,7	-79,8
Henkilöstö/konttori	28	49	7	11	8	9
Kulut/henkilö vuodessa	-77,4	-86,6	-51,3	75,4	-55,3	-59,4
Kulu/tuotto -suhde**	71 %	78 %	56 %	48 %	73 %	65 %

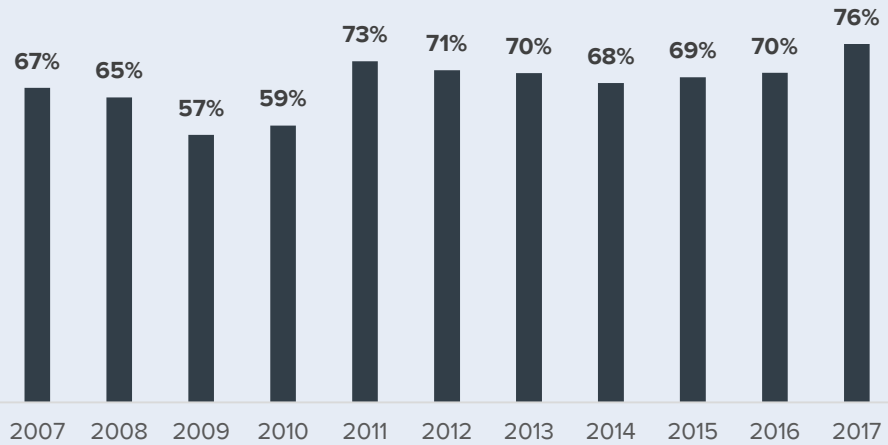
\*Suomi

\*\*Vertailukelpoinen ilman uudelleenjärjestelykuluja

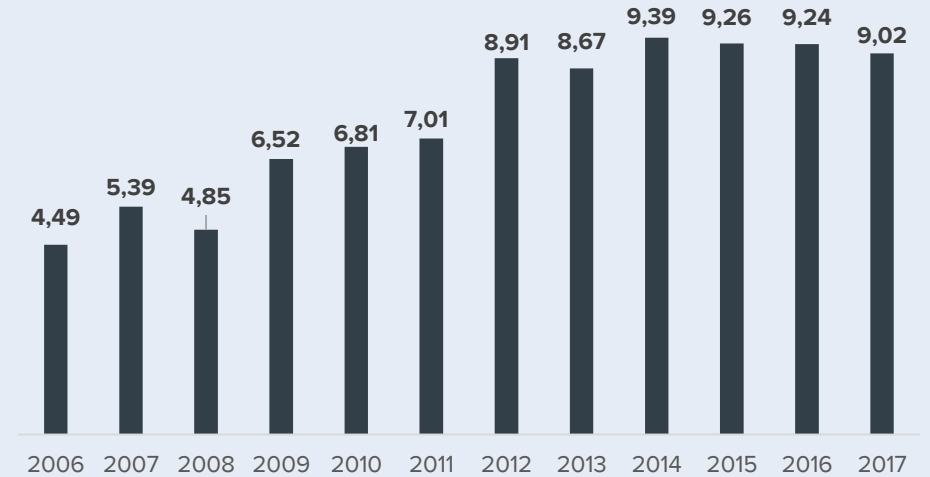
Lähde: Inderes

# Historiallinen suorituskyky 8/8

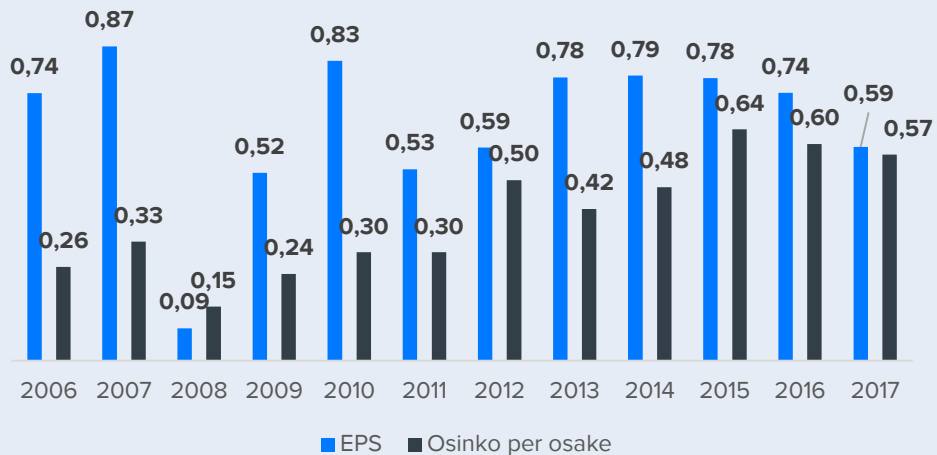
Raportoitu kulu/tuotto-suhde



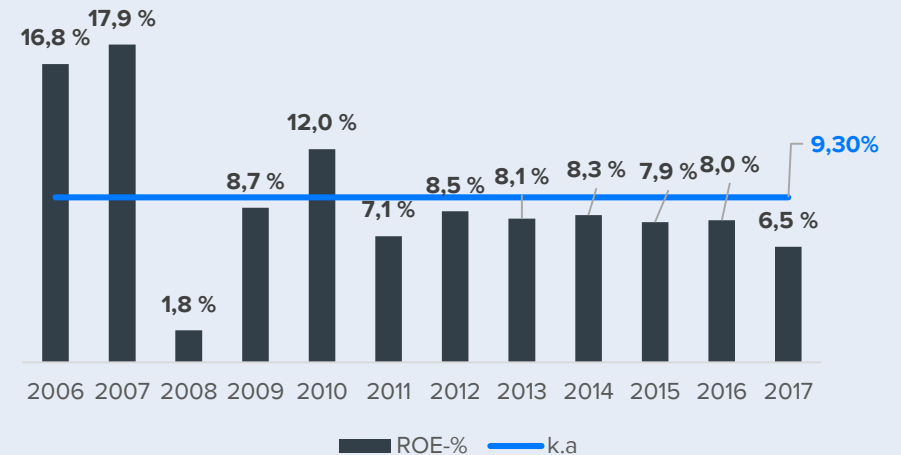
NAV/osake



EPS ja osinko per osake



ROE-%



# Strategia 1/3

## Merkittäviä muutoksia takana

Aktiassa on viime vuosina tehty huomattavia uudistuksia. Yhtiö määritteli vuonna 2017 uuden strategian ja otti käyttöönsä 5 vuotta kehitteillä olleen uuden peruspankkijärjestelmän. Aktia myös karsi konnttoriverkostoaan, kävi läpi merkittävät YT-neuvottelut ja teki huomattavia muutoksia yhtiörakenteessaan, johdossa sekä hallituksessa. Muutosten myötä Aktia on näkemyksemme mukaan melko hyvässä asemassa vastaamaan pankkitoimialalla käynnissä olevaan ja edelleen kiihtyvään murrokseen.

Aktia on viime vuosina selkiyttänyt yhtiö- ja hallintorakennettaan. Helmikuussa 2017 tytäryhtiö Aktia Hypoteekkipankki sulautettiin Aktia Pankkiin ja Syyskuussa 2017 yhtiön hallintoneuvosto lakkautettiin. Huhtikuussa 2018 päätettiin Aktian kahden eri osakesarjan yhdistämisestä ja lokakuussa 2018 yhtiö tiedotti myyvänsä jäljellä olevan 10 %:n omistusosuutensa Folksam vahinkovakuutus Oy:stä. Edelleen, Q3'18-raportissa Aktia kertoi myyneensä 81 %:n omistusosuuden Aktia Kiinteistönvälityksestä.

Aktia on viime aikoina myös tehnyt huomattavan määrän muutoksia johtoryhmässään ja nämä näkemyksemme mukaan heijastavat yhtiössä tapahtuneita huomattavia muutoksia. Maaliskuussa 2017 yhtiön toimitusjohtajaksi valittiin Martin Backman, joka jätti yhtiön maaliskuussa 2018. Lokakuussa uusi toimitusjohtaja Mikko Ayub aloitti tehtävässään. Vuosina 2017-2018 ovat vaihtuneet myös varatoimitusjohtaja, CFO, HR- ja viestintäjohtaja, sekä CIO. Edelleen, Aktian hallituksen puheenjohtaja sekä yksi hallituksen rivijäsen vaihtuivat vuonna 2018.

## Strategiakausi 2017-2022

Aktia Pankki julkaisi uuden strategian ja uudet taloudelliset tavoitteet lokakuussa 2017. Uusi toimitusjohtaja Mikko Ayub vielä täsmensi yhtiön strategiaa Q3'18-raportissa. Strategian lähtökohtana on keskittyä asiakkaiden rahoituksen ja varallisuuden yksilölliseen hoitamiseen ja kasvattamiseen pitkällä aikavälillä. Tavoitteena on pankki- ja finanssisektorin jatkuvien muutosten keskellä varmistaa kilpailukyky ja olla entistä tehokkaampi ja kannattavampi pankki.

## Strategian kulmakivet

Aktian 2022 strategiassa on kolme kulmakiveä:

- **Asiakkaiden varallisuuden kasvattaminen ja turvaaminen.** Yhtiö tarjoaa asiakkailleen räätälöityjä sijoitus- ja rahoitusratkaisuja helposti ja vastuullisesti.
- **Palvelumallin kehittäminen.** Aktia vahvistaa asiantuntijaorganisaatiotaan ja tarjoaa asiakkailleen pitkälle kehitettyjä palveluita ja yksilöllisiä ratkaisuja.
- **Digitalisaation hyödyntäminen.** Yhtiö panostaa joustaviin digitaalisiin konsepteihin ja käyttäjärajapintoihin palveluvalikoimansa tuomiseksi asiakkaiden saataville.

## Taloudelliset tavoitteet vuoteen 2022

Aktia tavoittelee vertailukelpoisen liikevoiton selvää kasvua ja kannattavuuden parantamista. Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2022 ovat seuraavat:

- Vertailukelpoisen liikevoiton kasvattaminen noin 80 MEUR:oon (2017: 59,9 MEUR)

- Vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen parantaminen 61 %:iin (2017: 71 %).
- Oman pääoman tuoton (ROE-%) parantaminen 9,7 %:iin (2017 vertailukelpoinen: 7,9 %)
- Ydinpääoman suhteen (CET1) pitäminen 1,5-3 prosenttiyksikköä viranomaisvaateen yläpuolella (2017: 7,7 prosenttiyksikköä viranomaisvaateen yläpuolella)
- 60-80 %:n osinko tilikauden voitosta

## Suhtaudumme strategiaan pääosin myönteisesti

Aktian strategiassa on mielestämme myönteistä se, että se osaltaan vastaa finanssialan murrokseen ja se myös ottaa huomioon Aktian vahvuudet. Panostukset digitaalisuuteen ja käyttäjärajapintoihin ovat mielestämme välttämättömiä ja varainhoito on yhtiön vahvuus. Vastuullisuus ja henkilökohtainen palvelu ovat asioita, joiden avulla Aktian on mahdollista erottautua alan muista toimijoista.

Taloudelliset tavoitteet ovat näkemyksemme mukaan pääosin hyvin asetettuja, sillä ne ovat arviomme mukaan saavutettavissa olevia ja silti riittävän korkeita. Esimerkiksi oman pääoman tuotto 9,7 % ylittää selvästi suomalaisten pankkien keskimääräisen kannattavuuden. Vakavaraisuutta koskeva tavoite on näkemyksemme mukaan täysin perusteltu huomioiden mm. tuleviin viranomaisvaatimuksiin liittyvä epävarmuus.

Sijoittajien näkökulmasta olisimme taas pitäneet omistaja-arvon kasvua ja osakekohtaisten tunnuslukujen kasvua parempana tavoitteena, kuin absoluuttista liikevoittotasoa.

# Strategia 2/3

## Finanssikonsernin luominen

- Sulautuminen vahinkovakuutusyhtiö Veritaksen kanssa
- Eri tytäryhtiöiden integrointi konserniksi ja synergiaetujen saavuttaminen
- Markkinaosuuden kasvu
- Verkkopalveluiden kehittäminen
- Listautuminen pörssiin

## Uudistuksia ja tehokkuuden hakemista

- Yhteistyö paikallispankkien kanssa lopetetaan
- Merkittävä peruspankkijärjestelmän uudistus
- Konttoriverkosta ja henkilöstömäärää karsitaan ja konsernirakennetta yksinkertaistetaan
- Regulaatio kiristyy ja nostaa kuluja
- Varainhoidon ja palkkiotuottojen voimakas kasvu
- Johtajavaihdoksia

## Uudistukset ja uusi 2022 strateginen

- Tehostamistoimenpiteet ja uusi IT-järjestelmä alkavat tuottaa tuloksia
- Uusien palvelumallien kehittäminen ja digitalisaatio
- Strategian lähtökohta on asiakkaiden rahoituksen ja varallisuuden yksilöllinen hoitaminen ja kasvattaminen pitkällä aikavälillä
- Tavoitteena kannattavuuden parantuminen

2008-2011

2012-2017

2018 –

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- IT-järjestelmän uudistus
- Uusi strategia vuoteen 2022 ja uusi johto
- Varainhoito noussut merkittävään kokoluokkaan
- Kustannussäästöjä toteutettu ja kannattavuus noussut lähelle listattujen verrokkien tasoa

### Lähitulevaisuus 1-2v

- IT-järjestelmän tehokkuushyötyjen realisoituminen
- Uusien palvelumallien kehittäminen ja digitalisaatio
- Operointi kannattavasti haastavassa toimintaympäristössä
- Varainhoidon kasvun jatkuminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Toimialan murroksesta selviytyminen digitalisoitumalla
- Kuluttajien aikaisempaa korkeampiin vaatimustasoihin vastaaminen
- Yhteistyö fintech-yhtiöiden kanssa
- Kustannustehokkuuden ja kannattavuuden ylläpitäminen

# Strategia 3/3

## Strategisiin tavoitteisiin on pääosin ylletty

Aktiolla on viimeisen 10-vuoden aikana ollut kolme strategiakautta, joissa on ollut selkeät, osin numeeriset tavoitteet. Nämä strategiakaudet olivat 2008-2012, 2012-2015 ja 2015-2018. Aktia ylsi pääosin tavoitteisiinsa kahden ensimmäisen strategiakauden aikana, mutta kolmannella strategiakaudella tavoitteista jäätettiin monelta osin.

Yhteinen tekijänä kolmen strategiakauden aikana on se, että Aktian tase on pysynyt jatkuvasti suhteellisen vahvana ja se, että yhtiön riskinotto on myös ollut arviomme mukaan hallittua. Lisäksi Aktia on pystynyt maksamaan katkeamatonta, pääosin kasvavaa ja tavoitteidensa mukaista osinkoa vuosina 2008-2017. Kustannustehokkuuden tavoitteisiinsa yhtiö ei ole sen sijaan kahden viime strategiakauden aikana yltänyt, vaikka organisaatorakennetta on yksinkertaistettu ja konttoreiden sekä henkilöstön määrää on vähennetty.

## 2015-2018 strategiakausi pettymys

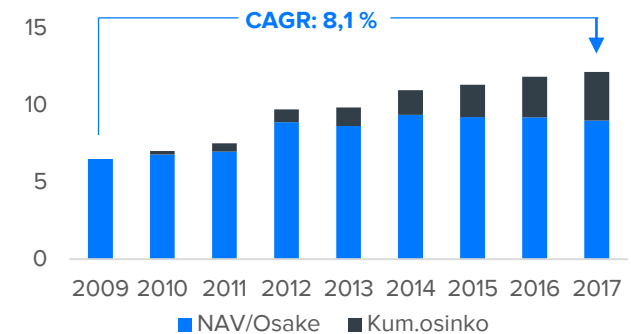
Viimeisin 2015-2018 strategiakausi oli Aktialle mielestämme lievä pettymys. Yhtiön liiketoiminnan tuotot eivät ole juurikaan kasvaneet ja liikevoitto sekä nettotulos laskivat vuosina 2015-2017. Myös osakekohtainen tulos laski vuosina 2015-2017. Edelleen, Aktian lainakanta oli syyskuussa 2018 vuoden 2014 tason alapuolella kasvustrategiasta huolimatta. Pettymys oli myös kulu/tuotto-suhte, sillä se parani tammi-syyskuuhun 2018 mennessä 5 %-yksikköä ja noin 7,4 % vuoden 2014 tasosta, vaikka tavoite oli vähintään 10 %:n parannus. Edelleen asiakastytyväisyys ei vastoin yhtiön tavoitetta noussut vuosina 2015-2018, vaan laski ja yhtiö oli vuonna 2018 asiakastytyväisyydellä mitattuna 5. parhaan pankin joukossa, kun tavoite oli 3.

Kannattavuustavoitteeseen Aktia kuitenkin ylsi tammi-syyskuun 2018 aikana, kun oman pääoman tuotto nousi 10,1 %:iin eli yli tavoitetason. Yhtiö on myös yltänyt vakavaraisuutta ja osingonmaksua koskeviin

tavoitteisiinsa. Edelleen, Aktia sai 2015-2018 strategiakaudella valmiiksi tärkeän peruspankkijärjestelmän uudistuksen, joten strategiakautta ei voi mielestämme pitää kuitenkaan kokonaan epäonnistuneena.

## Osakkeen vuotuinen kokonaistuotto

Aktia tarjosi vuoden 2009 pörssilistautumisesta vuoden 2017 loppuun mennessä keskimäärin 8,1 %:n laskennallisen kokonaistuoton (NAV:in kasvu + osinko). Näkemyksemme mukaan tämä oli finanssikonsernille keskinertainen saavutus.



## Aktian strategiakausien tavoitteet ja niihin pääseminen (Inderesin arvio)

### 2008-2012: "Yksi Aktia"

- ✓ Kannattava kasvu
- ✓ Asiaksläheinen palvelu
- ✓ Laaja osaaminen
- ✓ Kustannustehokkuus ja hallittu riskinotto
- ✓ 30-50 % osinko nettotuloksesta

✗ Tavoitteeseen ei päästy

### 2012-2015: "Toimintaohjelma 2015"

- ✓ Ristiinmyynti-indeksin 20 % nousu
- ✓ Palkkiotuottojen 5 % kasvu vuodessa
- ✓ Kustannusten supistaminen 5 % vuodessa
- ✓ Ensisijaisten omien varojen suhde yli 13 % syklin yli
- ✓ 40-60 % osinko voitosta

✓ Tavoitteeseen päästiin

### 2015-2018: "Kasvu 2018"

- ✗ Uusien asiakkaiden määrän kaksinkertaistaminen vuosittain
- ✗ Kulu/tuotto-suhteen parantaminen vähintään 10 prosentilla
- ✓ ROE-% parantaminen vähintään 9 %:iin
- ✓ Ydinpääoman suhteen pitäminen vähintään 15 %
- ✓ Vähintään 50 %:in osinko voitosta
- ✗ Asiakastytyväisyyden kasvu 3. parhaan pankin joukkoon

# Markkinakatsaus 1/8

## Toimintaympäristö säilyy haastavana Aktialle

Kokonaisuutena toimintaympäristö säilyy näkemyksemme mukaan haasteellisena Aktialle lähivuodet. Ennustamme Suomen talouskasvun aavistuksen hiipuvan lähivuodet emmekä odota korkotason nousevan merkittävästi. Vastaavasti kuitenkin odotamme Aktialle tärkeän asuntolainojen kysynnän kehittyvän vakaasti emmekä tällä hetkellä näe Suomen asuntomarkkinoilla merkittäviä riskejä Aktian kannalta. Merkittävimmät makrotalouden riskit ovat näkemyksemme mukaan poliittiset riskit ja erityisesti Euroopan tilanne.

## Talouskasvu on laajalla pohjalla

Suomen talouskasvu on ollut kuluvana vuonna jopa odotettua nopeampaa. Vuoden toisella kvartaalilla BKT kasvoi 2,5 %, mikä oli erittäin hyvä lukema ja heijasteli kasvun olevan selvästi potentiaalinsa (n. 1 %) yläpuolella. Esimerkiksi valtiovarainministeriö ennustaa kasvun vuonna 2018 olevan jopa 3,0 %, eli se kiihtyy vuodesta 2017. Vuosina 2019-2020 kasvu tasaantunee hieman pitkäaikaisen trendinsä yläpuolelle noin 1,5 %:iin ja tämän jälkeen potentiaalinsa tuntumaan.

Vaikka Suomi jäi muista euromaista jälkeen talouskehityksessä finanssi- ja velkakriisin jälkeen, on se kuronut erotusta kahden viime vuoden aikana reilusti kiinni. Tällä hetkellä perusta taloudessa on vahva: kotitalouksien ja yritysten luottamus on edelleen historiallisestikin korkealla tasolla ja työllisyys on ollut vahvassa kasvussa, tosin luottamusindikaattoreissa huippu on todennäköisesti takana.

Työllisyysasteen trendi oli elokuussa 71,8 %, mikä oli paras lukema vuosiin. Kotitalouksien usko työmarkkinaan seuraavan vuoden sisällä pysyi vahvalla tasolla, mikä osaltaan lisää

työvoimaan osallistumista. Valoisa työllisyysnäkökulma ja yksityisen kulutuksen kasvu kulkevat käsi kädessä, joten tässä suhteessa kotitalouksien kulutus pysyy hyvällä tasolla pitkälle ensi vuoteen. Kulutuksen tukena on lisäksi reaali-palkkojen kasvu.

## Ennustamme korkotason pysyvän matalana vuoteen 2020 asti

Kotitalouksien luottamuksen ja rakentamisen siivittäjänä on ollut etenkin euroalueen lainanottoa suosinut matala korkotaso. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen pitkälti negatiivinen (27.11 -0,146 %) ja Euroopan keskuspankki on viestinyt rahapolitiikan pysyvän elvyttävänä. Nykytilanteessa ensimmäinen ohjauksen nosto olisi edessä vasta syksyllä 2019, ja sen jälkeenkin tahti pysynee hitaana. Odotamme 12 kuukauden euribor-koron olevan vuoden 2019 lopussa 0,1 % ja vuoden 2020 lopussa 0,3-0,4 %. Ennuste olettaa, ettei mikään negatiivisista sokeista realisoidu ja maltillinen kasvu jatkuu sekä inflaatio kiihtyy hiljalleen.

Kuitenkin nähtävissä on jo merkkejä kasvun rajojen saavuttamisesta, mikä on näkynyt mm. teollisuudessa. Rakentamisen indikaattorit ovat jo kääntyneet ja investointien kasvuun on odotettavissa hidastumista ensi vuonna, mikä painaa talouskasvua. Lisäksi pienenä avotaloutena Suomi on vahvasti riippuvainen kansainvälisistä suhdanteista, ja mielestämme suurimmat uhat taloudelle tulevat tällä hetkellä maan rajojen ulkopuolelta ja poliittisista riskeistä.

## Riskeinä erityisesti poliittiset riskit

Keväästä lähtien eskaloitunut kauppasota etenkin USA:n ja Kiinan välillä on lisännyt epävarmuutta maailmankaupassa ja tätä kautta se voi vaikuttaa vientiin. Vaikka Eurooppa on

selvinnyt suhteellisen pienin vaurioin toistaiseksi, tilanne kauppaneuvotteluissa on edelleen epäselvä. Etenkin Valkoisen talon uhkaamat autotullit iskisivät merkittävässä määrin mm. Saksan talouteen, mistä vaikutukset leviäisivät nopeasti sisäisen kysynnän häiriöiden kautta myös muihin euromaihin. Lisäksi Kiinalla on yllättävänkin merkittävä osuus Suomen teollisuuden arvoketjussa, joten kasvun hidastuminen idässä vaikuttaisi ulkomaankaupan kautta myös kotimarkkinaamme.

Ongelmana kauppasodan vaikutusten ennustamisessa on se, että näkyvyys on huono: pahimmassa skenaariossa maailmantalouden (ja Suomen viennin) kasvu supistuisi merkittävästi, kun taas parhaimmillaan vaikutukset olisivat lähinnä marginaalisia (lisätulleja ei asetettaisi). Lisäksi poliittisiin riskeihin lukeutuu Italian tilanne, joka voi pahimmillaan johtaa uuteen velkakriisiin. Toisaalta mikäli poliittiset uhat eivät realisoidu, noususuhdanne voi hyvinkin jatkua vielä vuoteen 2020, sillä kypsälle suhdanteelle tyypillisiä merkkejä (kiristynyt rahapolitiikka, kiihtynyt inflaatio) ei vielä ole nähty.

## Asuntolainojen kysyntä säilyy vakaana

Odotamme asuntolainojen kysynnän säilyvän lähivuosina vakaana ja tämän tukevan Aktian lainojen kysyntää. Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyä kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, matalasta korkotasosta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä.

# Markkinakatsaus 2/8

## Asuntojen peruskysyntäajurit pysyneet vahvoina

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljiys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset. Asuntojen hinnat ovat jatkaneet maltillista nousua myös vuoden 2018 puolella, eikä Suomessa ole nähty muun euroalueen tai Pohjoismaiden kaltaista nopeaa hinnannousua mikä altistaisi markkinat nopealle hinnan laskulle. Lisäksi asuntojen hinnat suhteessa tuloihin ovat viime vuosina olleet jatkuvassa laskutrendissä, mikä kertoo mielestämme asuntomarkkinoiden terveemmästä kehityksestä finanssikriisin jälkeen. Asuntojen hinnat ovat kuitenkin eriytyneet vahvasti kasvukeskusten (erityisesti PK-seudun) ja muun Suomen välillä ja odotamme tämän eriytymisen jatkuvan.

## Odotamme Aktian asuntolainojen kysynnän säilyvän vakaana

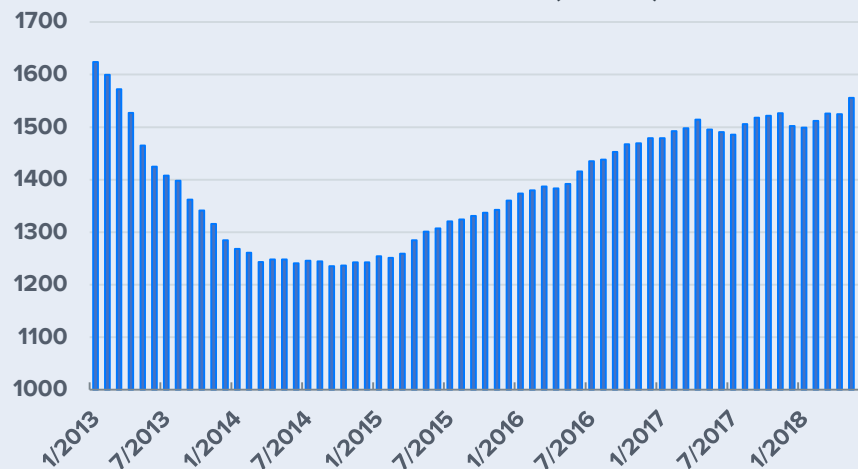
Asuntolainakanta on Suomessa kasvanut viime vuosina tasaisesti ja kasvu on ollut vuosittain noin 2 %:n luokkaa. Odotamme kasvun jatkuvan myös lähivuosina tällä tasolla ja Aktian myöntämien asuntolainojen kasvavan markkinan mukana. Arvioimme kuitenkin asuntolainojen marginaalien jatkuvan viime vuosina nähtyä laskuaan lähivuodet, sillä odotamme pankkien välisen kilpailun säilyvän kireänä.

## Asuntojen hinnat suhteessa tuloihin, indeksi = 100



Lähde: Thomson Reuters

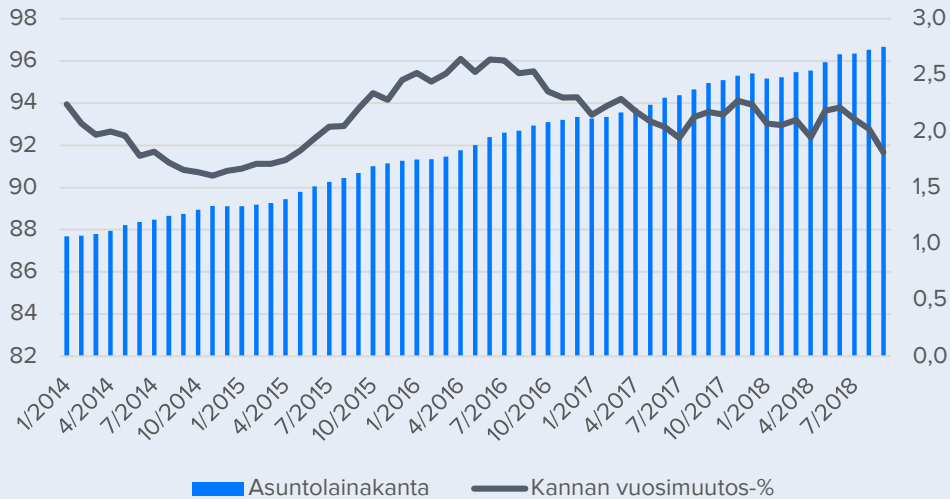
## Uusien asuntolainojen määrä Suomessa, 12kk liukuva keskiarvo (MEUR)



Lähde: Suomen Pankki

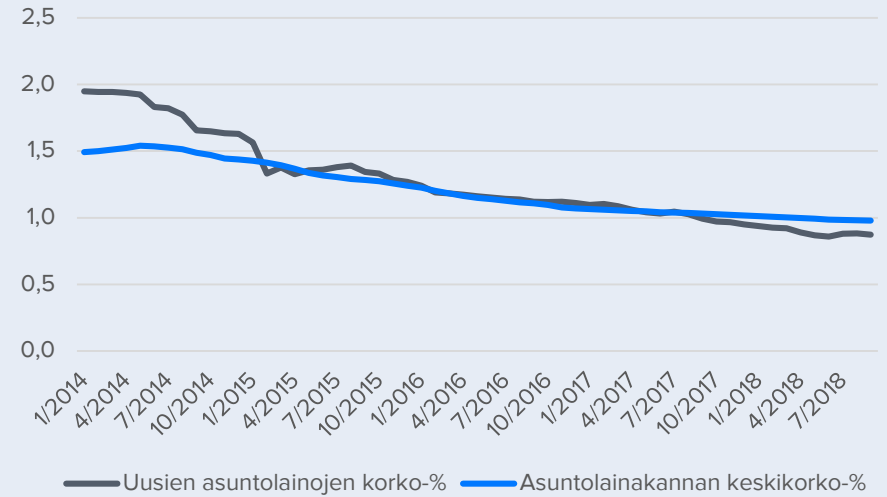
# Asuntomarkkinat 3/8

## Kotitalouksien asuntolainat, mrd. euroa



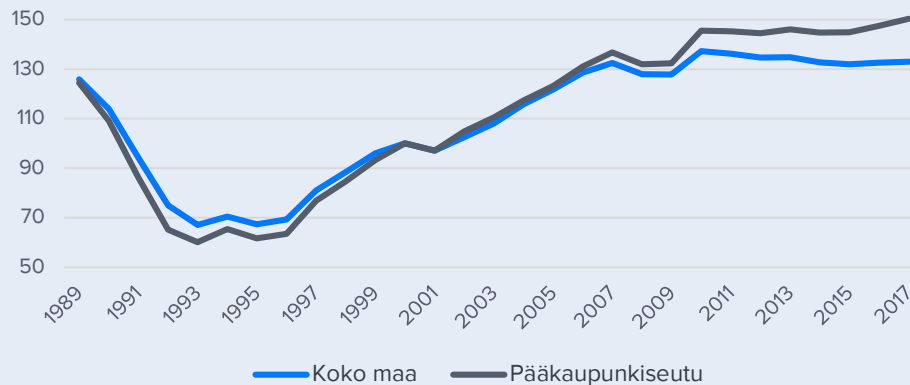
Lähde: Suomen Pankki

## Asuntolainojen korot Suomessa



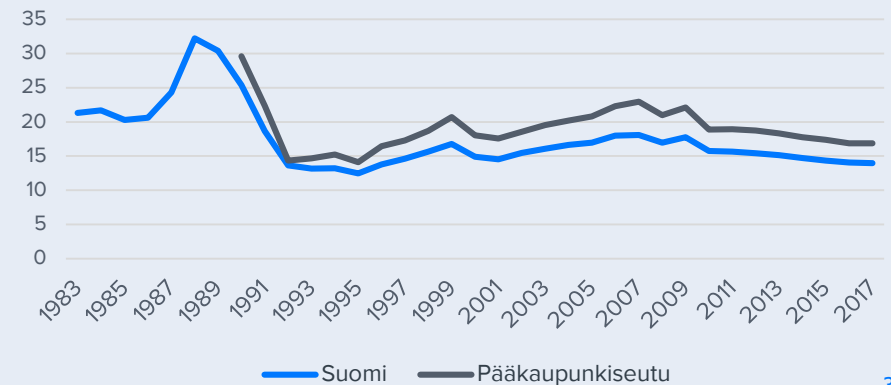
Lähde: Suomen Pankki

## Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen neliöhinnat/neliövuokrat



Lähde: Tilastokeskus



# Markkinakatsaus 4/8

## Suomen pankkisektorin erityispiirteet

Suomalaisen pankkisektorin erityispiirteitä ovat mm. pankkijärjestelmän keskittyneisyys, vahva linkittyminen Pohjoismaiseen pankkijärjestelmään, riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta sekä asuntolainojen suhteellisen korkea osuus luotonannosta. Euroopan tasolla Suomalaisten pankkien kannattavuus on viimeisen 10-vuoden aikana ollut erinomaisella tasolla ja järjestämättömien luottojen osuus kokonaisluotonannosta on ollut matala. Suomalaisten pankkien vakavaraisuus on myös tällä hetkellä vahva.

## Keskittynyt markkina

Vuoden 2017 lopussa Suomessa toimi Finanssiala ry:n mukaan 267 luottolaitosta. Suurin osa näistä kuului pankkikonserniin tai yhteenliittymään ja konsernirakenteet huomioiden kotimaiseen pankkisektoriin (pl. ulkomaiset sivuliikkeet) kuului vuoden 2017 lopussa 12 pankkia.

Suomen pankkisektori on yksi Euroopan keskittynein ja kolme suurinta toimijaa (OP Ryhmä, Nordea ja Danske Bank) vastasivat viime vuoden lopussa 71 % kaikista myönnettyistä lainoista ja 77 % kaikista talletuksista. Keskittyneisyys lisää osaltaan 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 Pohjoismaainen pankki ja Danske Bank sekä Handelsbanken ovat merkittäviä toimijoita Suomessa. Käytännössä pankkien ongelmat

voisivat levitä yhteyden kautta maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

## Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Suomalaiset pankit ovat talletusaliijäämäisiä eli niiden vähittäistalletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen ero on negatiivinen. Kesäkuussa 2018 lainojen suhde talletuksiin oli 147 %. Käytännössä pankit rahoittavat talletusaliijäämän rahoitusmarkkinoilta saatavalla rahoituksella. Tämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisitilanteessa markkinaehtoinen rahoitus ja erityisesti lyhytaikainen rahoitus voivat tyrehtyä.

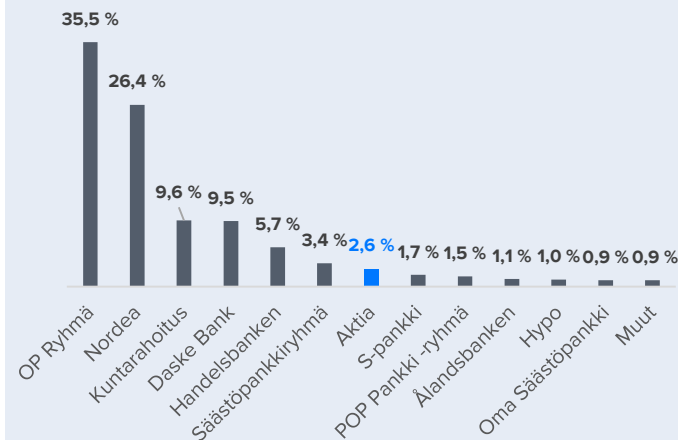
## Asuntomarkkinoiden merkitys on suuri

Asuntolainojen osuus pankkien luotonannosta oli Suomessa vuoden 2017 lopussa noin 43 %, mikäli oli EU:n keskiarvoa korkeampi. Suomalaiset pankit ovat siis suhteellisen riippuvaisia asuntomarkkinoista ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus on Nordean selvityksen perusteella noin 97 % eli EU-maiden korkein. Korkeiden nousulla voisi siten olla huomattava vaikutus Suomalaiseen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

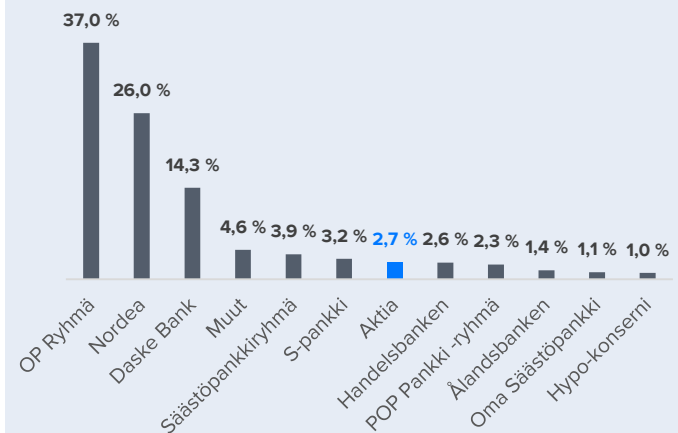
## Ongelmaluottojen määrä pieni

Suomessa pankkisektorin järjestämättömien luottojen osuus (NPL-ratio) oli kesäkuussa 2018 1,2 % ja yksi EU-maiden matalimpia. Pankkien vakavaraisuus oli myös korkea, sillä ydinpääomasuhde (CET1) oli kesäkuun lopussa 21 %, kun EU-keskiarvo oli 14,5 %.

## Markkinaosuudet lainoista, 2017

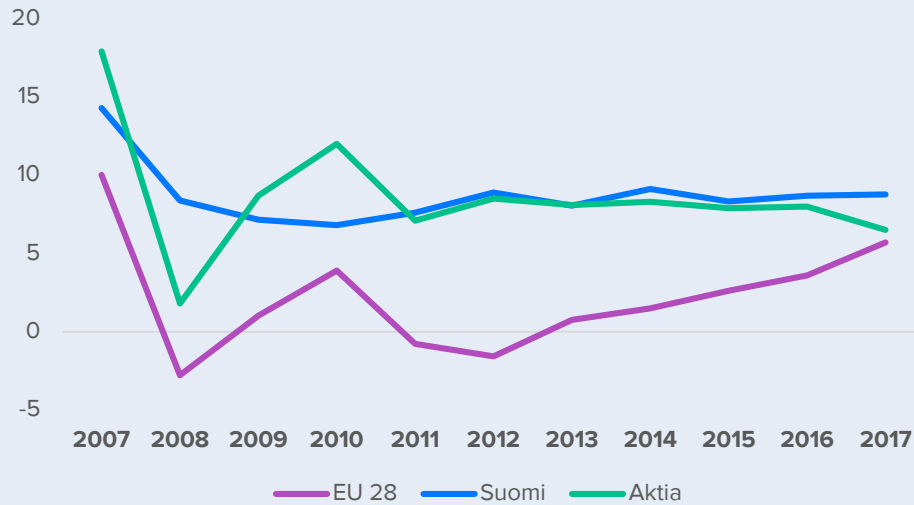


## Markkinaosuudet talletuksista, 2017

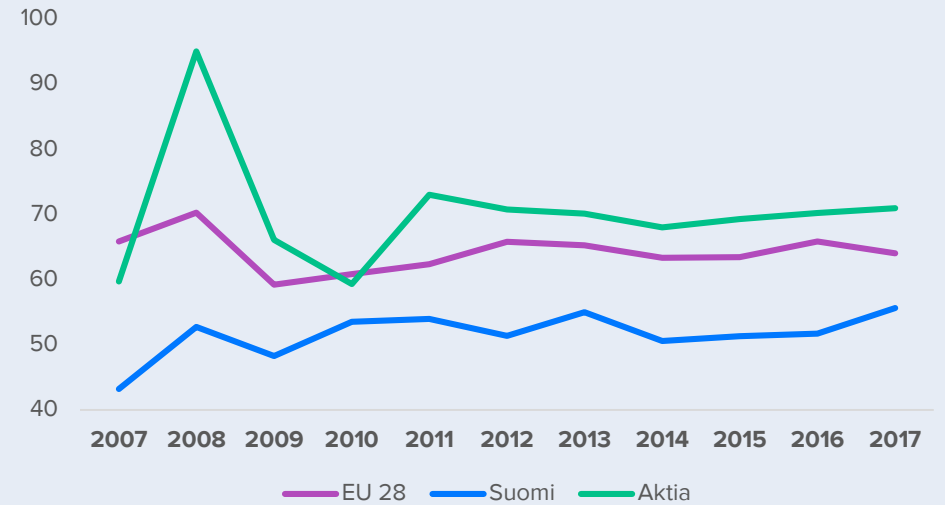


# Markkinakatsaus 5/8

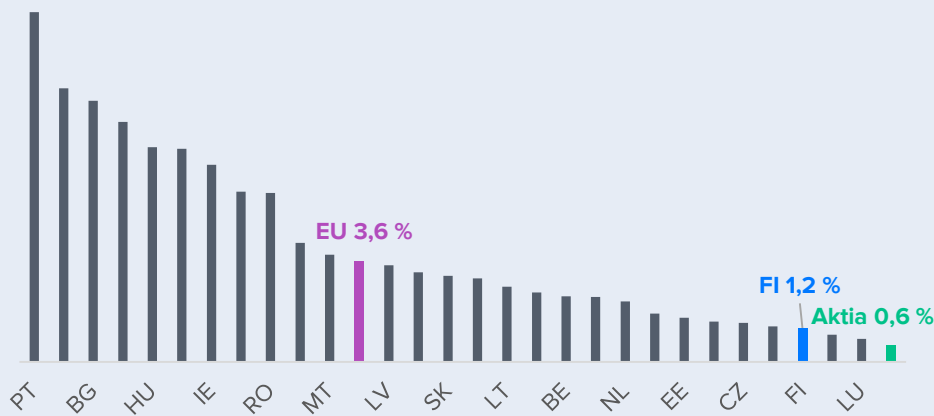
## Pankkisektorin ROE-% 2007-2017



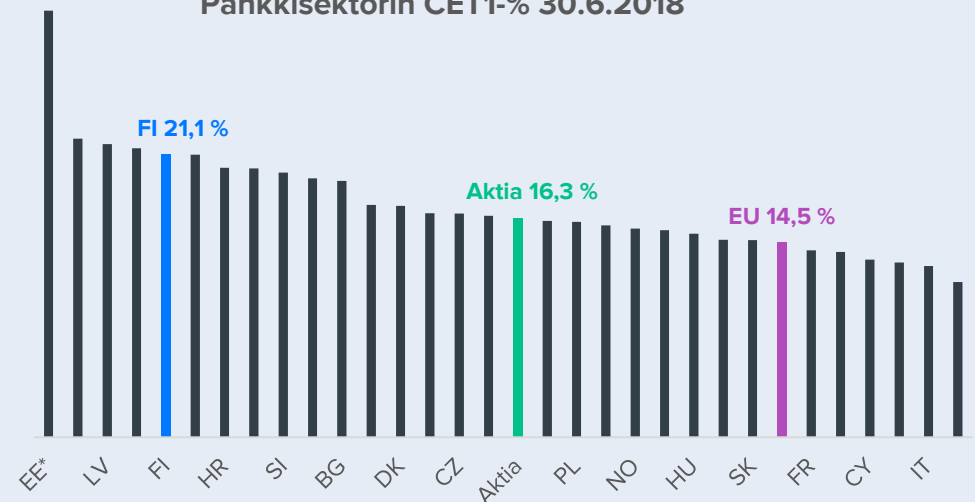
## Pankkien kulu/tuotto-suhde 2007-2017



## Pankkisektorin NPL-% 30.6.2018



## Pankkisektorin CET1-% 30.6.2018



# Markkinakatsaus 6/8

## Pohjoismaiset listatut pankit verrokkeina

Aktialle on saatavilla kattava verrokkiryhmä pohjoismaisten listattujen pankkien ansiosta. Painotamme, että Aktia ei ole pelkästään pankki, vaan finanssikonserni, jolla on merkittävästi myös muuta liiketoimintaan. Verrokkien kokoluokka ja tase eroavat myös huomattavasti toisistaan, joten ne eivät ole täysin vertailukelpoisia keskenään. Kuitenkin, verrokkiyhtiöiden riski/tuotto -profiili ja sijoitusprofiili ovat mielestämme hyvin samantyyppisiä ja niiden arvostusta ajavat samanlaiset ajurit. Tästä syystä nämä verrokkit ja niiden arvostustaso tarjoavat hyvät lähtökohdan arvioida Aktian osaketta.

## Aktia on verrokkeja pienempi ja kehitys jäänyt kilpailijoista

Pohjoismaisessa verrokkiryhmässä Aktia on suhteellisen pieni ja maantieteellisesti keskittynyt käytännössä vain Suomen markkinaan. Esimerkiksi verrokkiryhmän suurin yhtiö Nordea on taseeltaan yli 60x Aktian kokoinen ja sillä on toimipaikka 20 maassa.

Pohjoismaisten listattujen pankkien kasvu oli kokonaistuotolla mitattuna viimeisen 6-vuoden aikana vaatimatonta ja keskimäärin tuotot kasvoivat vain noin 3 % vuosittain. Nämä yhtiöt ylsivät kuitenkin keskimäärin noin 11 %:n oman pääoman tuottoon näinä vuosina. Aktia ei käytännössä pystynyt kasvattamaan kokonaistuottojaan 6-vuoden aikana lainkaan ja myös sen oman pääoman tuotto jäi selvästi näiden listattujen verrokkien vastaavasta. Kokonaisuutena Aktian kehitys onkin jäänyt verrokeista viimeisen 6-vuoden aikana.

## Yhtiön riskiprofiili on listattuja verrokkeja matalampi

Aktia erottuu Pohjoismaisessa verrokkiryhmässä näkemyksemme mukaan erityisesti onnistuneella riskienhallinnalla, tuottojen hajautumisella ja lainaportfolion laadulla. Asuntolainojen suhteellinen osuus on Aktialla Inderesin selvityksen perusteella pohjoismaisen listatun pankkisektorin korkein ja mielestämme Suomen asuntomarkkinoihin liittyvät riskit ovat suhteellisen matalia verrattuna muihin Pohjoismaihin. Näkemyksemme mukaan Aktian lainaportfolio on suhteellisen matalariskinen. Tätä osittain todistaa se, että Aktian luottotappioprovisiot ovat arviomme mukaan olleet poikkeuksellisen matalia viimeisen 6-vuoden aikana pohjoismaisessa viitekehityksessä. Edelleen, Aktia oli käsityksemme mukaan ainoa Pohjoismaisen pankki, jonka ei tarvinnut 2008-2009 finanssikriisin takia kerrätä pääomaa vahvistaakseen tasettaan.

Aktia on myös keskimääräistä vähemmän riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta, koska sen antolainauksen osuus talletuksista on selvästi verrokkiryhmän keskimääräistä tasoa matalampi. Tämän takia esimerkiksi yleistaloudellisen suhdanteen heikkenemiselle olisi todennäköisesti keskimääräistä pienempi vaikutus Aktiaan. Aktian vakavaraisuus mitattuna ydinpääomalla (CET1-%) ei ole kuitenkaan poikkeuksellisen korkea ja se vastaa listattujen verrokkien keskimääräistä tasoa.

Aktian tuottojen mix on näkemyksemme mukaan keskimääräisesti verrokkeja laadukkaampi. Yhtiön korkokatteen osuus tuotoista on useita verrokkeja matalampi ja tämä on mielestämme myönteinen asia, koska

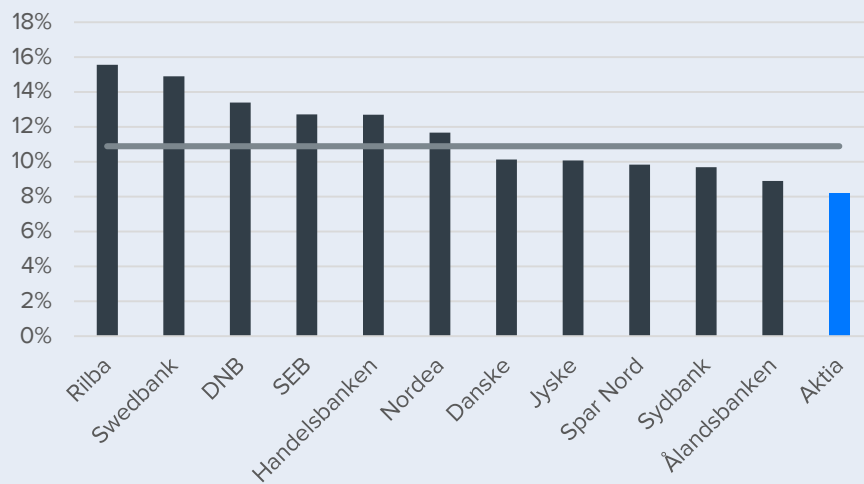
ennustamme itse matalan korkotason jatkuvan lähivuodet ja pankkien korkokatteet ovat siten jatkossakin paineessa. Aktian varanhoidon AUM on osaltaan korkopainotteinen ja instituutiopainotteinen. Yhtiön varainhoito on arviomme mukaan vähemmän suhdanteille altis kuin useilla verrokeilla, joilla AUM painottuu retail-varainhoitoon.

## Aktian peruspankkijärjestelmän uudistus on valmis

Aktia on Inderesin käsityksen mukaan ensimmäinen pohjoismaisen pankki, joka on saanut tarvittavan modernin peruspankkijärjestelmän valmiiksi käyttöönsä. Tämän myötä yhtiöllä on lähtökohtaisesti verrokkeja paremmat edellytykset vastata pankkitoimialan murrokseen ja kehittää uusia digitaalisia palveluita. Suhteellisen pienenä ja ketteränä toimijana Aktialla on tämän myötä arviomme mukaan keskimääräisiä verrokkeja paremmat edellytykset kasvaa lähivuosina. Aktialla on myös selkeä strateginen suunta ja vuonna 2018 nähdyn kannattavuusparannuksen jälkeen osinkoon liittyvä riski on näkemyksemme mukaan suhteellisen matala.

# Markkinakatsaus 7/8

ROE-% 6-vuoden mediaani

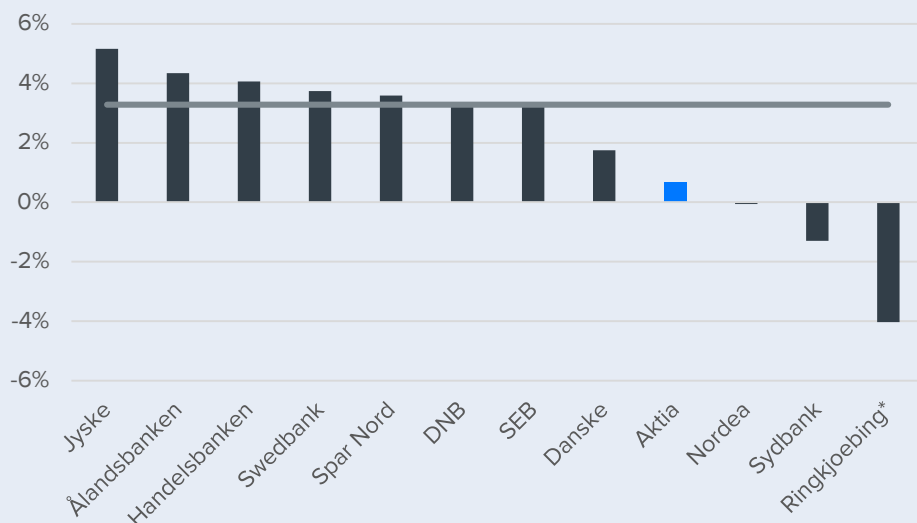


Toimialan listattujen yhtiöiden kokonaistuottojen (korkokate + muut tuotot) kasvu oli vaatimatonta vuodet 2011-2017. Korkokatteet eivät kasvaneet lainkaan matalan korkoympäristön takia.

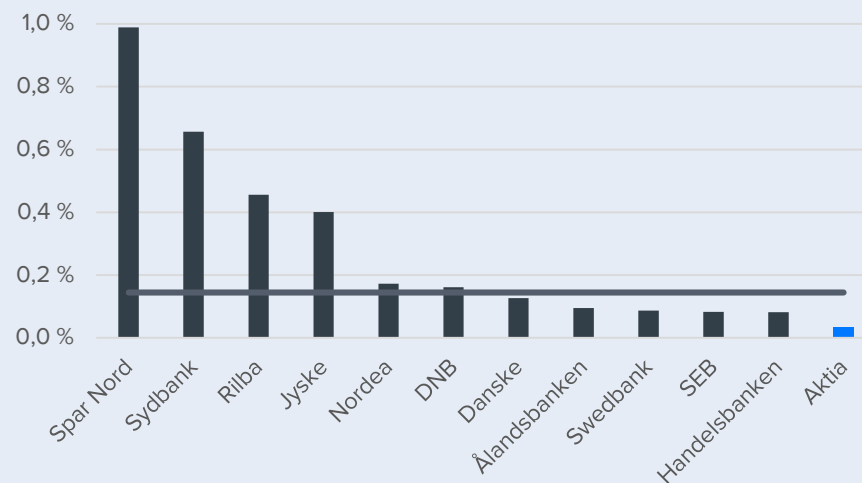
Listattujen verrokkien raportoitu ROE-% oli keskimäärin 10,9 % vuosina 2011-2017. (Aktia keskimäärin 8,1 %).

Arvonalentumistappiot luotoista olivat Aktialla suhteellisesti hyvin matalia vuodet 2011-2017 verrattuna pohjoismaisiin listattuihin pankkeihin.

Kokonaistuottojen kasvu (CAGR) 2011-2017



Luottotappioprovissio-% 6-vuoden mediaani

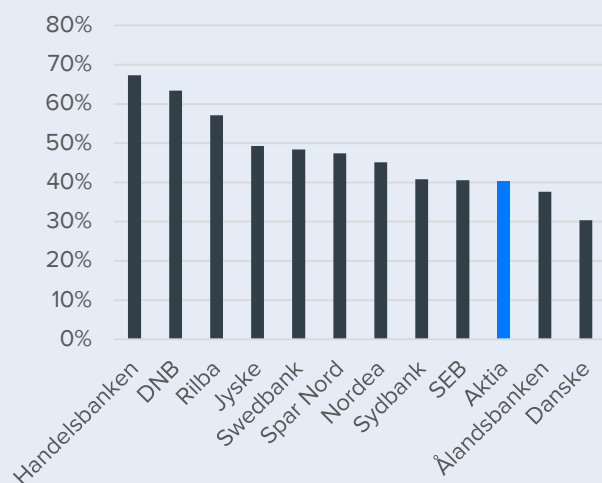


# Markkinakatsaus 8/8

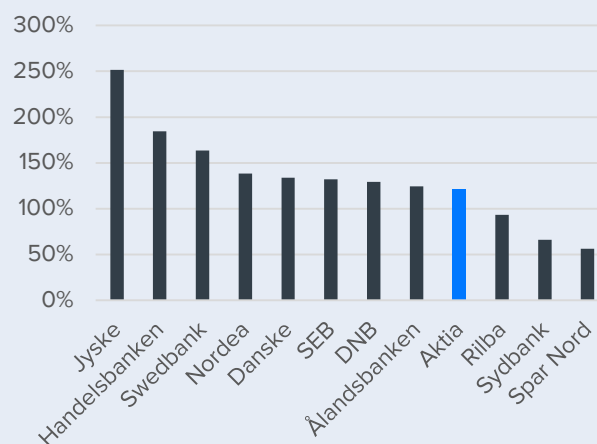
Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo	Tase (2017)	CET1-% (2017)	Lainat/talletukset (2017)	Korkokate/tuotot (2017)	Henkilöstö
Aktia	Suomeen keskittynyt finanssikonserni	657	9 550	18,0 %	121 %	40 %	770
Swedbank	Pohjoismaiden suurimpia pankkikonserneja	23 084	224 889	24,6 %	165 %	48 %	14 744
Nordea	Pohjoismaiden suurin finanssipalvelukonserni	32 696	581 612	19,5 %	143 %	45 %	29 271
SEB	Merkittävä ruotsalainen liikepankki	20 198	259 881	19,4 %	129 %	41 %	14 769
Handelsbanken	Kansainvälinen yli 20 maassa toimiva pankkikonserni	18 846	281 232	22,7 %	184 %	67 %	12 289
Spar Nord	Tanskalainen paikallinen Aktian kokoinen pankki	897	10 798	13,0 %	58 %	47 %	1 523
Jyske	Asuntolainoihin keskittynyt tanskalainen pankki	3 011	80 275	16,4 %	252 %	49 %	3 768
Sydbank	Tanskassa ja Saksassa toimiva pankkikonserni	1 488	18 609	17,3 %	69 %	41 %	2 123
Danske	Merkittävä pohjoismainen pankkikonserni	16 270	475 586	17,6 %	162 %	30 %	20 530
DNB	Norjan suurin finanssikonserni	24 449	274 071	16,4 %	129 %	63 %	9 172
Ringkjøbing	Yrityslainoihin keskittynyt Tanskalainen pankki	1 497	3 466	16,5 %	93 %	57 %	687
Ålandsbanken	Pieni ahvenanmaalainen pankki, verrokki Aktialle	213	5 353	12,9 %	119 %	38 %	702

Lähde: Thomson Reuters, kuvaukset Inderes. Luvut ovat miljoonia euroja

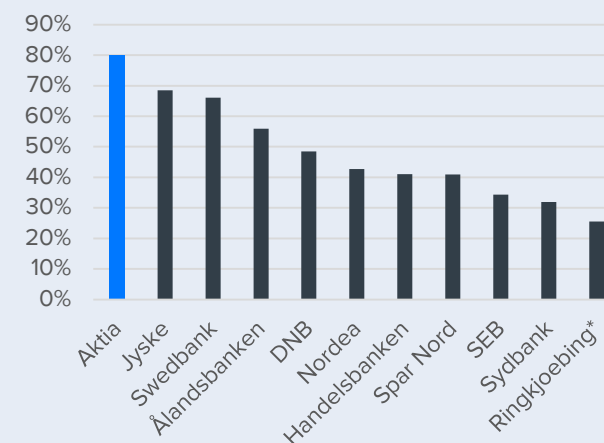
### Korkokate/tuotot-% (2017)



### Myönnetyt lainat/talletukset (2017)



### Asuntolainojen osuus lainoista-% (2017 arvio)



Lähde: Reuters ja Inderes. Tiedot kerätty 28.11.2018. Huom: Tässä esitetyt kokonaistuotot eivät välttämättä vastaa yhtiön itse raportoimia kokonaistuottoja.

# Pankkitoimialan murros 1/4

## Pankkien on mukauduttava uuteen

Globaali pankki- ja myös vakuutusala ovat tällä hetkellä merkittävän muutoksen kourissa. Muutosta ajavat teknologinen kehitys, mikä on johtanut kilpailuympäristön ja kuluttajien käyttäytymisen sekä vaatimustason muutokseen. Muutokset pankkien sääntely-ympäristössä ja regulaatioissa edelleen vauhdittavat tätä murrosta. Selvitäkseen murroksesta ja säilyttääkseen liiketoimintansa pitkällä aikavälillä pankkien on mukauduttava uuteen tilanteeseen.

## Teknologinen kehitys ja digitalisaatio

Uudet digitaaliset teknologiat kuten mobiililaitteet, sosiaalinen media, pilviteknologia, robotiikka, blockchain ja tekoäly ovat luoneet uuden digitaalisen ekosysteemin. Tämä ekosysteemi on jo muuttanut ja tulee pysyvästi muuttamaan sitä, miten pankkipalveluita tarjotaan tulevaisuudessa. Viime vuosina pankkialalla on nähty uusia palveluita esimerkiksi mobiilimaksamiseen ja joukkorahoitukseen liittyen. Tämä kehitys tulee näkemysksemme mukaan jatkumaan ja tulevaisuudessa tullaan näkemään lisää innovaatioita, jotka mahdollistavat perinteisten pankkipalveluiden tuottamisen aikaisempaa nopeammin ja kustannustehokkaammin.

## Kilpailuympäristön muutos

Teknologinen kehitys on mahdollistanut uudenlaiset palvelut ja myös uudenlaisten kilpailijoiden syntyminen pankki- ja vakuutussektorille. Alle on syntynyt innovatiivisia, ketteriä ja kevyellä taseella toimivia finanssiteknologia-yhtiöitä (fintech) kuten Paypal, Holvi, Lendo ja Fellow Finance. Näiden toimijoiden ei tarvitse kantaa perinteisten

rahoitusalan toimijoiden kiinteää kulurakennetta ja niiden palvelut voivat olla kuluttajille täysin digitaalisia ja helppokäyttöisiä. Accenturen mukaan globaalisti fintech-yhtiöihin on vuosina 2010-2017 investoitu noin 100 miljardia dollaria.

Toisen merkittävän uuden kilpailuryhmän muodostavat globaalit teknologiajätit kuten Apple, Google, Amazon ja Facebook. Nämä ovat viime vuosina kehittäneet omia finanssipalveluita. Tulevaisuudessa on mahdollista, että perinteisten pankkipalveluiden asiakasrajapinnat siirtyvät kokonaan näiden yhtiöiden alustoihin.

Esimerkiksi Kiinalaisen Tencentin sosiaalisen median alustajätti WeChat jolla on lähes miljardi käyttäjää, tarjoaa lainoja alustansa kautta käyttäjilleen. Käytännössä WeChat on integroitu kuluttajan pankkitietoihin ja se tekee reaaliajassa luottoluokituksen ja lainanmyöntöpäätöksen. Kuluttajille tämä tapa hoitaa pankkiasioita voi olla hyvinkin houkuttelevaa, koska tämä on nopeaa ja helppoa. Wechat tuntee kuluttajan tarpeet sosiaalisen median käyttäytymisen perusteella pystyen proaktiivisesti tarjoamaan palveluitaan.

Kolmannen uuden kilpailijaryhmän muodostavat muut toimijat, jotka luovat uutta liiketoimintaa uudessa digitaalisessa ekosysteemissä. Digitalisaation ja globalisaation myötä toimialojen rajat ovat hämärtyneet ja esimerkiksi sellaiset toimijat kuten Ikea, S-ryhmä ja Schibsted tarjoavat nykyään rahoituspalveluita. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan ja myös tämän luovan uutta kilpailupainetta pankeille. Muutos voi olla yllättävän nopeaa. Esimerkiksi Accenture on arvioinut, että perinteinen pankkisektori voi menettää 1/3 liikevaihdosta vuoteen 2020 mennessä, mikäli ne eivät mukaudu uuteen digitaaliseen ekosysteemiin.

Suomessa esimerkiksi OP-ryhmä ennustaa 30-40 % finanssialan ansainnasta häviävän seuraavan 5-10 vuoden aikana.

## Kuluttajien käyttäytymisen muutos

Teknologisen kehityksen ja kilpailuympäristön muutoksen myötä kuluttajien käyttäytyminen on muuttunut ja tämä muutos on näkemyksemme mukaan pysyvä. Tämä on arviomme mukaan tärkein ajuri, mikä tulee tulevaisuudessa lopulta pakottamaan pankit muuttamaan palveluitaan digitaalisiksi. Kuluttajat ovat tottuneet käyttämään helppoja digitaalisia palveluita ja odottavat nyt samantasoista palvelutasoa ja käytettävyyttä pankkipalveluilta kuin mitä saavat esimerkiksi Amazonissa ja Facebookissa. Tulevaisuuden kuluttaja ei halua tulla fyysisesti paikalle pankkikonttoriin lainaneuvotteluihin, vaan hankkii saman palvelun mieluummin digitaalisesti. Kuluttajien vaatimustaso tulee näkemyksemme mukaan myös tulevaisuudessa kehittymään linjassa digitaalisen teknologian kehityksen kanssa ja pankkien on jatkossa jatkuvasti investoitava järjestelmiinsä ja palveluihinsa, mikäli ne haluavat pitää asiakkaistaan kiinni ja asiakkaansa tyytyväisinä.

Uusi digitaalinen ekosysteemi tulee näkemyksemme mukaan myös vähentämään asiakasuskollisuutta. Digitalisaatio helpottaa palveluiden vertailtavuutta ja tekee asiakkaista valistuneempia. Tulevaisuudessa kuluttaja kilpailuttaa palveluitaan useammin ja voi hankkia palveluita usealta eri toimittajalta. Tulevaisuudessa pankit joutuvat myös entistä enemmän kilpailemaan kuluttajien ajasta ja huomiosta asioinnin siirtyessä digitaaliseksi.

# Pankkitoimialan murros 2/4

## Pahin sääntelysunami jo takana

Pankkien rooli taloudessa on merkittävä ja mm. tämän takia toimiala on vahvasti säännelty. Sääntelyn tarkoituksena on mm. lisätä pankkien tappionkantokykyä ja ehkäistä talletuspakojen syntymistä. Emme tässä raportissa käy kattavasti läpi koko pankkitoimialan sääntelyä, vaan tavoitteenamme on arvioida sijoittajien näkökulmasta sitä, miten tuleva sääntely tulee vaikuttamaan Aktiaan. 2008 finanssikriisin jälkeen pankkien sääntelyä Euroopassa kiristettiin huomattavasti ja tämä on aiheuttanut rajoitteita ja kustannuksia pankeille. Vuonna 2018 pahin ”sääntelysunami” vaikuttaa olevan nyt jo takana ja olennaisimmat muutokset ovat näkemyksemme mukaan PSD2-maksupalveludirektiivi, Basel III-säännösten viimeisen vaiheen voimaantulo vuonna 2019 ja suunnitellut ns. Basel IV-säännökset.

## Basel III -lisäpääomavaatimukset

Basel III sääntelyn 4. vaiheen vaatimukset astuvat voimaan vuoden 2019 alussa. Muutoksessa vähimmäisvakavaraisuusvaatimus on edelleen 8 %, mutta aikaisempaa suurempi osa tästä vaatimuksesta on jatkossa katettava ensisijaisilla omilla varoilla. Tämän lisäksi Finanssivalvonnan asettama järjestelmäriskipuskurin mukaiset lisäpääomavaatimukset astuvat Suomessa voimaan heinäkuussa 2019. Aktia täyttää nämä vaatimukset jo nyt ja näiden uusien vaatimusten voimaantulolla ei arviomme mukaan ole olennaista vaikutusta yhtiöön.

## Basel IV:llä voi olla huomattava vaikutus Aktiaan

Basel-komitea on ehdottanut uusia ns. Basel IV-säännöksiä, jotka voisivat astua voimaan vuoden 2022 alussa ja ne implementoitaisiin käyttöön

vuodesta 2027 alkaen. Aktian kannalta olennaisin sääntelymuutos olisi arviomme mukaan sisäisten laskentamallien eli ns. IRBA-mallien pääomavaatimusten kiristäminen. Nykyisin Aktian kotitalouksille suunnattujen asuntolainojen riskipainolattia on 15 % ja se voisi uudistuksessa käsityksemme mukaan nousta lähelle 35 %:n standarditasoa. Syyskuun lopussa Aktialla oli 3961 MEUR:n edestä kotitalouksien asuntolainoja, joista 15 %:n riskipainolla riskipainotetut erät olivat noin 594 MEUR. 35 %:n riskipainolla nämä erät kasvaisivat noin 792 MEUR:lla. Ydinpääoma CET1-% heikkenisi tällöin noin 4,3 %-yksiköllä, mutta säilyisi arviomme mukaan todennäköisesti edelleen viranomaisvaatimusten yläpuolella.

Tällä hetkellä Basel IV-säännökset ovat EU:n viranomaisten käsittelyssä ja on vaikea arvioida tulevatko ne voimaan EU:n lainsäädäntöön ehdotetulla tavalla. Emme tässä vaiheessa ole tämän takia sisällyttäneet näiden vaikutusta Aktian ennusteisiimme. Mielestämme kuitenkin Aktian strateginen tavoite vakavaraisuudelle yli nykyisten viranomaisvaatimusten on perusteltu tämä sääntelyriski huomioiden.

## PSD2 kiihdyttää toimialan murrosta

Pankkitoimialan murroksen kannalta olennaisin muutos sääntely-ympäristössä on PSD2-direktiivi eli ns. maksupalveludirektiivi. Tämän direktiivin mukaan EU:n pankkien on jatkossa mahdollistettava kolmansien osapuolten pääsyn asiakkaidensa tilittietoihin ja maksutapahtumiin, mikäli asiakas antaa tähän luvan. Kolmannen osapuolen on oltava maksulaitostoimiluvan haltija. Direktiivi astui voimaan 2018 alussa, mutta sen implementoinnissa on siirtymäaika syksyyn 2019 asti. Käytännössä pankkien on avattava asiakasrajapintansa ja luotava niille testiympäristöt viimeistään 3kk ennen siirtymäajan päättymistä. Arviomme mukaan

PSD2 tulee entisestään kiihdyttämään pankkien digitaalista murrosta ja kiristämään kilpailua. Tämän myötä erityisesti pankkien nykyisin hyvin kannattavien palvelutuottoja tuovien liiketoimintojen, kuten maksupalvelutuottojen, kannattavuudet tulevat vähitellen merkittävästi laskemaan.

## Pankkien on mukauduttava muutokseen

Digitaalisessa murroksessa on mielestämme nähtävillä kolme eri skenaariota siitä, mihin rooliin pankit tulevaisuudessa voivat päätyvä:

- 1. Peruspankkijärjestelmän ylläpitäjiä.** Tässä skenaariossa pankkien asiakasrajapinta siirtyy pääasiassa sosiaaliseen mediaan ja digitaalisiin alustayhtiöihin. Ketterät fintech-yhtiöt ja kiristynyt kilpailu painavat pankkien aikaisemmin kannattavia palvelutuottoja alas. Pankkien rooliksi jää lopulta tarpeellisen peruspankkijärjestelmän ylläpito, mikä on pääomavaltaista ja matalakatteista liiketoimintaa. Pankkien kannattavuus laskee selvästi aikaisempaa matalammaksi ja jää pysyvästi alhaiselle tasolle. Suurin kilpailuedun lähde on mittakaavaetu.
- 2. Uuden liiketoiminnan luojia.** Pankit lähtevät luomaan uutta liiketoimintaa nykyisten palveluidensa ympärille kompensoimaan liikevaihdon laskua. Pankeista tulee laajempia monialaisia finanssitavarataloja ja/tai palvelutuottajia. Suomessa esimerkiksi OP on valinnut tämän suunnan ja se on viime vuosina laajentunut mm. terveydenhuoltoon, asumiseen ja liikenteeseen liittyviin palveluihin. Haasteena voi olla vähäiset synergiat eri liiketoimintojen välillä ja tehottomuus.



# Pankkitoimialan murros 3/4

**3. Digitaalinen pankki.** Tässä skenaariossa pankit lähtevät itse luomaan digitaalisia pankkipalveluita ja ekosysteemejä fintech-yhtiöiden ja suurten IT-alustayhtiöiden kanssa joko yhteistyöllä, omalla kehittämisellä tai yrityskaupoilla. Pankit ovat ainakin Suomessa luotettuja ja tunnettuja niillä on vahva brändiarvo. Tämän lisäksi pankeilla on suuri asiakasmäärä ja valtavasti vuosien varrella kertynyttä tietoa asiakkaistaan. Pankeilla on siten annettavaa yhteistyöhön ja niillä on mahdollisuus kehittyä kuluttajien vaatimusten mukaisiksi täysin digitaalisiksi toimijoiksi. Haasteena tässä skenaariossa on mm. oikeiden yhteistyökumppaneiden valinta, merkittävät investointitarpeet ja tarvittava kulttuurimuutos.

## Aktian asema muutoksessa

Aktialla on näkemyksemme mukaan edellytykset muuttua digitaalseksi pankiksi ja selviytyä murroksesta voittajana. Aktian nykyisen 2017-2022 strategian yksi kulmakivi on digitaalisuuden hyödyntäminen. Yhtiö on viestinyt panostavansa digitaalisiin konsepteihin ja käyttäjärajapintoihin. Aktia on kertonut mm. kulkevänsa kohti palvelumallia, jossa rutiininomaiset luottopäätökset hoituvat automaattisesti ja asiakkaat saavat vastauksen välittömästi.

Yhtiö on myös historiansa aikana tehnyt yhteistyötä valikoitujen fintech-yhtiöiden kanssa ja se on viestinyt tekevänsä niin myös jatkossa. Esimerkiksi vuonna 2016 Aktia osti Elisa Lompakko-palvelun, mikä oli ensimmäinen mobiilimaksupalvelu Euroopassa. Aktia on tehnyt vuodesta 2017 yhteistyötä ruotsalaisen ostoksista rahaa palauttavan Wrappin kanssa.

## Ei olennaisia pysyviä kilpailuetuja

Inderesin näkemyksen mukaan Aktialla on joitain varainhoidon tuotteisiin liittyviä vahvuuksia ja kilpailuetuja ja yhtiö on myös muista alan toimijoista poiketen saanut valmiiksi tarvittavat IT-uudistukset, mikä mahdollistaa paremman tehokkuuden ja uusien tuotteiden sekä palveluiden kehittämisen. Konsernitason yhtiöllä ei kuitenkaan ole olennaisia pysyviä kilpailuetuja.

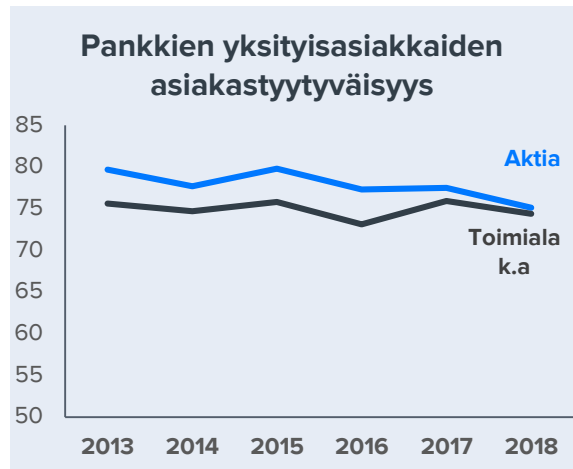
Suomessa pankkien välinen kilpailu yksityisasiakkaista on arviomme mukaan pankkien keskittyneisyydestä huolimatta kireää eikä Aktialla ole selkeää kilpailuetua, jolla se pystyisi hinnoittelemaan lainojaan tai palveluitaan olennaisesti kilpailijoitaan korkeammin. Yhtiö arviomme mukaan erottautuu erityisesti suurista alan toimijoista kaksikielisyydellä ja maantieteellisellä keskittyneisyydellä. Yhtiö tarjoaa myös useita muita alan toimijoita kattavammin palveluita (pankki, kiinteistönvälitys, vakuutus, varainhoito) mikä voi olla tärkeää joillekin asiakkaille. Kuitenkin Aktian asiakastytyvyisyys vastaa alan keskiarvoa, eikä Aktia erotu tällä mittarilla edukseen muista toimijoista.

Aktia on käsityksemme mukaan yksi ensimmäisistä Pohjoismaisista pankeista, joka on saanut modernin peruspankkijärjestelmän uudistuksen valmiiksi. Tämä mahdollistaa Aktialle jatkossa paremman tehokkuuden ja sen, että yhtiö pystyy kehittämään uudenlaisia digitaalisia pankkipalveluita asiakkailleen. Aktia on suhteellisen pieni toimija ja sillä olisi arviomme mukaan edellytykset tuoda markkinoille nopeasti ja ketterästi täysin uudenlaisia tuotteita esimerkiksi liittoutumalla fintech-yhtiöiden kanssa. Toisaalta, yhtiön

resurssit panostaa uusiin palveluihin ovat rajallisia verrattuna suuriin pankkeihin.

## Varainhoito on vahvuus ja pieni kilpailuetu

Näkemyksemme mukaan Aktian instituutiovarainhoito on konsernille vahvuus ja kilpailuetu. Yhtiön vahvuus on etenkin kehittyvien talouksien korkomarkkinoissa ja yhtiön korkotiimi on palkittu useissa eri tutkimuksissa. Lisäksi Aktian Varainhoito on pärjännyt varsin hyvin myös kotimaisten instituutioiden tyytyväisyyttä mittaavissa Sifo/SFR –tutkimuksissa. Tämän myötä varainhoidon on arviomme mukaan mahdollista jatkaa viime vuosien vahvaa kasvuaan lähivuosina ja arviomme mukaan Aktia pystyy myös ylläpitämään nykyisiä varainhoidon suhteellisia palkkiotasojaan.



Lähde: EPSI Rating



# Pankkitoimialan murros 4/4

## Sääntely-ympäristö

- PSD2
- Basel III ja IV
- MiFID2
- IFRS 9

## Kilpailuympäristö muuttuu

- Fintech
- Suuret IT-yhtiöt
- Muiden toimialojen uudet liiketoimintamallit
- Globalisaatio

## Teknologian kehittyminen ja digitalisaatio

- Tekoäly ja robotiikka
- Sosiaalinen media
- Mobiililaitteet
- Pilviteknologia

## Uusi digitaalinen ekosysteemi

## Kuluttajakäyttäytyminen ja kuluttajien vaatimukset

- Asiakasuskollisuus vähenee
- Asiakastyytyväisyys ei ole enää vakio
- Jatkuva kilpailu kuluttajien huomiosta

- Perinteisen pankkiliiketoiminnan liikevaihto ja kannattavuus laskevat
- Toimialojen välinen raja hämärtyy
- Teknologiainvestointeja tai/ja kumppanuuksia
- Kuluttaja on uusi kuningas
- Luova tuho, konsolidaatio

# Ennusteet 1/6

## Ennustamme Aktian yltävän lähivuosina 9 %:n ROE-tasoon

Ennustamme Aktian raportoidun liiketuloksen laskevan vuonna 2019 pääasiassa aikaisemmin purettujen korkosuojausten tuottojen vähentyessä. Tämän jälkeen vuosina 2020-2022 ennustamme Aktian liiketuloksen kasvavan ja pystyvän ylläpitämään keskimäärin noin 9 %:n oman pääoman tuottoa (2017: 7,9 %) ja saavuttavan vuosittain kasvavan osingon haastavassa markkinaympäristössä. Aktia ei perusskenaariossamme yllä 2022 strategiaan tavoitteisiinsa. Tavoitteet olisivat arviomme mukaan saavutettavissa, mikäli yhtiö onnistuisi kasvattamaan varainhoitoaan ennusteitamme enemmän ja/tai yhtiö onnistuisi karsimaan kulujaan arvioimaamme enemmän.

Pidämme mahdollisena, että Aktia tulee nostamaan 2018 ohjeistustaan vielä loppuvuoden aikana, koska se on mielestämme liian varovainen. Aktia ohjeisti Q3'18-raportissaan odottavansa 2018 vertailukelpoisen liikevoiton olevan jonkin verran korkeampi kuin vuoden 2017 vertailukelpoinen liikevoitto. Tammi-syyskuun 2018 vertailukelpoinen liikevoitto oli 55,2 MEUR ja koko vuoden 2017 vertailukelpoinen liikevoitto oli 59,9 MEUR. Omassa ennusteessamme 2018 vertailukelpoinen liikevoitto on 69,2 MEUR eli selvästi 2017 tasoa korkeampi.

Käsitlemme seuraavilla sivuilla tarkemmin ennusteidemme taustalla olevia oletuksia.

## Ennusteidemme lähtökohta on tase ja talousympäristö

Aktian ennusteemme lähtökohtana on yhtiön tase ja se, miten arviomme Aktia pystyvän

kasvattamaan antolainaustaan ja tasettaan huomioiden pääomavaatimukset ja ennustamamme talousympäristön kehitys. Tämän jälkeen ennustamme miten yhtiön tuotot, kulut ja luottotappiot kehittyvät. Korostamme, että Aktian tuleva kehitys on vahvasti riippuvaista siitä, miten yleinen talousympäristö kehittyy ja suositlemme siksi Aktiaan sijoittavaa arvioimaan tarkkaan yleistalouden näkymiä ja riskejä.

## Aktian lainakanta kasvaa markkinakasvun mukaisesti

Lainojen kysyntää taloudessa ajavat erityisesti korkotaso ja yleinen talouden aktiviteetti. Korkotason noustessa lainojen kysyntä tyypillisesti laskee ja vastaavasti talouskasvu kiihdyttää lainojen kysyntää. Suomessa yleisölle myönnettyjen lainojen yhteenlaskettu lainakanta on viime vuosina seurannut melko tarkkaan nimellisen BKT:n kehitystä ja lähdemme ennusteissamme siitä, että tämä yhteys säilyy myös tulevaisuudessa historiallisella tasolla.

Ennusteessamme Suomen yleisölle myönnettyjen lainojen kanta kasvaa nimellisen BKT:n mukana noin 3,6 % vuonna 2018 ja keskimäärin noin 2,8 % vuosittain vuosina 2019-2022. Olemme käsitelleet ennusteidemme pohjalla olevaa makronäkemyistä tarkemmin sivulla 30. Ennusteessamme Aktia pystyy säilyttämään nykyisen markkinaosuutensa lainoissa eli noin 2,6 %:ssa koko ennusteperiodin ajan. Aktian nykyinen strategiakausi 2017-2022 painottaa varainhoitoa ja kustannustehokkuutta, emmekä siksi odota yhtiön kasvattavan markkinaosuuttaan myönnettyissä lainoissa. Arviomme mukaan yhtiö pitää ennemmin kiinni kannattavuustavoitteistaan kuin lähtee

kasvattamaan markkinaosuuttaan.

Ennusteessamme Aktian tase kasvaa samassa suhteessa lainakannan kasvun kanssa eli yhtiö pystyy kasvattamaan samassa suhteessa talletuksiaan, likvideettisalkkua ja myös markkinaehtoisia rahoitusvelkojaan. Ennusteessamme lainojen suhde talletuksiin säilyy vuoden 2017 tasolla ja yhtiön täytyy siis jatkossakin hakea markkinaehtoista rahoitusta markkinoilta. Riskipainotetut sitoumusten (RWA) osuus taseesta säilyy ennusteessamme lähivuosina Q3'18 tasolla ja taseen aineettomat erät säilyvät ennallaan eli poistojen osuus vastaa investointeja.

## Vakavaraisuusvaatimukset täyttyvät selvästi

Perusskenaariossamme Aktian ydinpääoma (CET1) säilyy ennusteperiodimme ajan 15,7-16,1 %:n tasolla (Q3'18: 16,6 %) eli selvästi yli viranomaisvaatimusten. Vähimmäisvaatimus on tällä hetkellä 10,3 % ja se nousee heinäkuussa 2019 11,3 %:iin. Aktian oma taloudellinen tavoite on pitää ydinpääoma 1,5-3 %-yksikköä yli viranomaisvaateen vuonna 2022 eli 2019 voimaantulevien vaatimusten jälkeen 12,8-14,3 %:ssa.

Finanssivalvonta voi niin päättyessään nostaa Suomalaisten pankkien vaatimusrajaa esimerkiksi asettamalla muuttuvan lisäpääomavaatimuksen 0-2,5 %-yksikköä. Tämän lisäksi Aktia todennäköisesti haluaa varautua vuosina 2022-2027 mahdollisesti tuleviin Basel IV-vaatimuksiin. Näiden syiden takia pidämme todennäköisenä, että Aktia haluaa pitää tietyn turvamarginaalin vakavaraisuudessaan ja siten pitää ydinpääomansa tason noin 16 %:ssa lähivuosina.

# Ennusteet 2/6

## Korkokate laskee lähivuosina

Ennustamme Aktian korkokatteen jatkavan viime vuosina nähtyä laskuaan lyhyellä aikavälillä. Pääsiallinen syy tämän taustalla on korkojohdannaisten tuottojen vähentyminen. Inderesin näkemyksen mukaan korkotasoa tulee myös pysymään vuosina 2018-2022 matalana ja tämä talousympäristö ei mahdollista Aktialle korkokatteen kasvua huomioiden Suomalaisten pankkien välinen marginaalikiilpailu ja matala korkotasoa. Edelleen, myös Aktian likviditeettisalkun tuotto ennusteessamme laskee matalan korkotason jatkumisen takia ja myös tämä painaa Aktian korkokatetta.

Aktian korkokate laski tammi-syyskuussa 2018 noin 4 % vertailukaudesta ja yhtiö kertoi Q3-raportissaan, että alhaisena jatkuva korkotilanne sekä vähentyneet tuotot aiemmin puretuista korkosuojauksista tulevat vaikuttamaan negatiivisesti korkokatteeseen vuonna 2018. Ennustamme korkokatteen laskevan kuluvana vuonna noin 4 %, vuonna 2019 noin 5 %. Tämän jälkeen vuosina 2020-2022 korkokatteen lasku asettuu noin 1 %:n vuotuisalle tasolle.

## Suojaustoimien vaikutus hiipuu

Aktian mukaan vuosina 2008-2009 sovittujen ja vuonna 2012 purettujen korkosuojauksen vaikutus korkokatteeseen on 10,3 MEUR vuonna 2018 ja vuonna 2019 2,4 MEUR. Olemme huomioineet nämä laskevat korkosuojaukset ennusteessamme. Yhtiö on sopinut myös uusia korkosuojauksia ja näiden korkotuotot Q3'18 aikana olivat 0,3 MEUR. Ennustamme näiden suojausten korkotuottojen säilyvän tällä tasolla lähivuodet.

## Matala korkotasoa ja kilpailu painavat otto- ja antolainauksen korkokatetta

Aktian Otto- ja antolainauksen korkokate nousi viime vuonna noin 14 %, mikä johtui yhtiön mukaan oman antolainauksen kasvusta, alhaisemmista talletuskoroista ja jälleenerahoituskustannusten laskusta. Tammi-syyskuussa otto- ja antolainauksen korkokate ei kuitenkaan kasvanut emmekä ennusta sen kasvavan Q4'18 ja 2019-2022 aikana. Ennusteessamme yhtiön antolainaus kasvaa, mutta antolainauksen supistuva tuotto ei riitä kompensoimaan tätä laskua.

Asuntolainojen marginaalit ovat Suomessa laskeneet pankkien kiristyneen kilpailun takia ja myös Aktian lainakannan marginaali on tämän myötä laskenut. Esimerkiksi syyskuussa 2018 uusien asuntolainojen marginaali oli Suomessa enää 0,87 %, kun vielä vuonna 2015 ne olivat 1,6 %:in tasolla. Ennustamme pankkien välisen kilpailun jatkuvan kireänä myös lähivuosina ja Aktian myöntämien lainojen marginaalien laskevan tämän myötä vuosina 2019-2022.

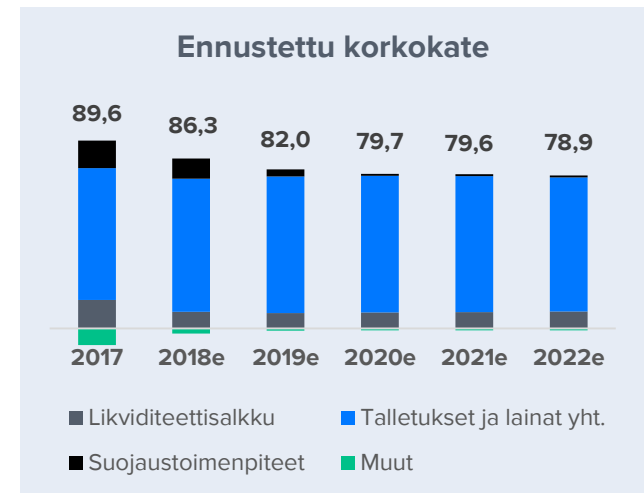
Viime vuosina Aktia on pystynyt laskemaan talletuksille maksettavia korkoja ja myös laskemaan selvästi velkakirjojensa ja velkojensa korkokuluja. Emme kuitenkaan ennusta näiden enää laskevan nykyisestä, koska ne ovat jo absoluuttisesti arviomme mukaan hyvin matalalla tasolla.

Aktia on mukana Euroopan keskuspankin TLTRO-lainaohjelmassa. Kesäkuussa EKP vahvisti Aktian rahoituksen kustannuksen tässä ohjelmassa, minkä seurauksena yhtiö kirjasi 2,6 MEUR:n positiivisen tulosvaikutuksen Q2'18 korkokatteeseen ja noin 0,5 MEUR:n

tulosvaikutuksen Q3-korkokatteeseen. Käytännössä Aktia saa ohjelmassa lainaa negatiivisella korolla ja arvioimme korkoprosentin olevan noin -0,4 % ja yhtiön kirjaavan jatkossa noin 0,4 MEUR:n positiivisen tulosvaikutuksen korkokatteeseen per kvartaali. TLTRO-ohjelma päättyy käsityksemme mukaan vuosina 2020-2021.

## Likviditeettisalkun tuotto paineessa

Ennustamme Aktian likviditeettisalkun tuoton laskevan lähivuosina. Tammi-syyskuussa 2018 likviditeettisalkun tuotto lähes puolittui vertailukaudesta ja sen tuotto oli arviomme mukaan vain 0,5 % vuositasolla. Aktian mukaan korkosalkun tuotto on kuitenkin pystytty pitämään positiivisena uudelleensijoitusten avulla ja ennustamme itse tuoton vakiintuvan noin 0,4 %:iin lähivuosiksi (2018e: 0,5 %).



# Ennusteet 3/6

## Henkivakuutusnetto pitää pintansa

Arviomme mukaan Aktian henkivakuutusnetto laskee vuonna 2018, mutta tämän jälkeen yhtiö pystyy ylläpitämään tällä tasolla olevaa henkivakuutusnettoa lähivuodet. Matalalla pysyvä korkotaso painaa henkivakuutuksen korkosalkun tuottoja myös jatkossa, mutta hyvä vakuustekninen suorituskyky kompensoi heikentyviä sijoitustuottoja.

## Vakuustekninen tulos kasvaa

Aktian Henkivakuutuksen vakuustekninen suorituskyky on viime vuosina ollut mielestämme erinomaista. Liikekustannussuhde on jatkuvasti laskenut ja yhtiö on pystynyt kasvattamaan markkinaosuuttaan vakuutusmaksutulolla mitattuna. Viime vuonna vakuustekninen tulos kasvoi noin 75 % 6,2 MEUR:oon. Ennusteessamme yhtiö pystyy ylläpitämään nykyistä liikekustannussuhdetta lähivuodet ja kasvattamaan vakuutusmaksutulojaan hieman yleistä markkinaa nopeammin.

## Sijoitustoiminnan tuotot laskevat

Ennustamme sijoitustoiminnan tuottojen jatkavan viime vuosina nähtyä laskua lähivuodet. Yhtiö joutuu nykyään IFRS9 myötä kirjaamaan osakkeiden ja osuuksien käyvän arvon muutokset henkivakuutuksen sijoitustoiminnan tuottoihin ja tämä tulee arviomme mukaan painamaan jatkossa tuottoja, koska odotamme sijoitusympäristön säilyvän yleisesti haasteellisena lähivuodet. Sijoittajan on olennaista huomioida, että Aktian vakuutusvelasta noin 67 % (Q3'18) on sijoitussidonnaista, jonka tuotto kuuluu vakuutuksenottajalle. Aktia saa näiden sijoitusten hallinnoinnista palkkion itselleen

vaikka varsinainen sijoitustoiminta kääntyisi tappiolliseksi. Ennustamme Aktian saavuttavan lähivuosina noin 1,2 %:n tuoton/palkkion keskimääräiselle sijoitussalkulle (2017 Inderesin arvio noin 1,5 %).

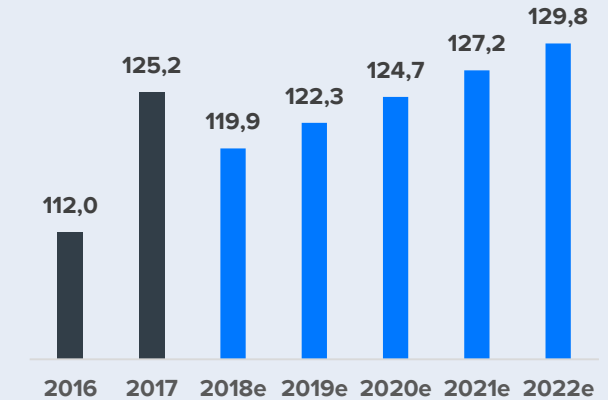
## Palkkiotuotot ovat lähivuosien kasvuajuri

Palkkiotuotot ja näiden osalta erityisesti varainhoito on näkemysmme mukaan Aktian kasvuajuri lähivuodet. Aktian nettopalkkiotuotot kasvoivat viime vuonna noin 15 %. Tammi-syyskuun 2018 aikana palkkiotuotot kasvoivat noin 8 % vertailukaudesta ja yhtiö kertoi Q3-raportissa odottavansa palkkiotuottojen kasvavan vuonna 2018. Ennustamme palkkiotuottojen kasvavan noin 6 % vuonna 2018 ja keskimäärin noin 3 % vuosittain vuosina 2019-2020.

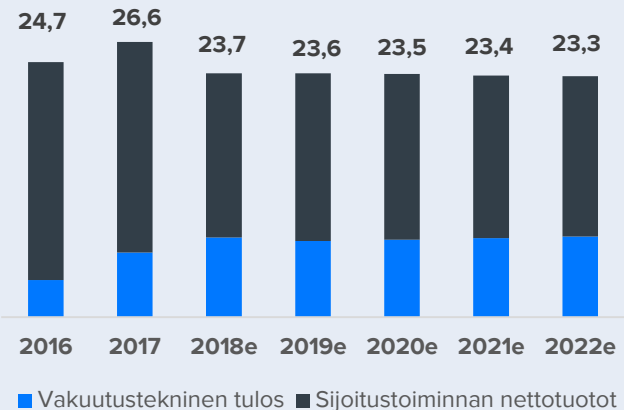
## Korttien ja maksujen välityksen palkkiotuotot hiipuvat 2020-2022

Aktian korttien ja maksujen välityksen palkkiotuotot kehittyivät vahvasti tammi-syyskuun 2018 aikana ja ne kasvoivat 20 %. Tämän taustalla oli käsityksemme mukaan pääasiassa uudistettu hinnoittelu ja uudistettu asiakaskonsepti. Ennustamme Aktian pystyvän ylläpitämään nykyistä korttien ja maksujen välitysten palkkiotuottoja loppuvuonna 2018 ja vuonna 2019, mutta tämän jälkeen ennustamme näiden laskevan PSD2-direktiivin implementoinnin ja sen aiheuttaman arvioimamme kilpailun väistämättömän kiristymisen seurauksena. Ennustamme korttien ja maksujen välityksen palkkiotuottojen laskevan keskimäärin 10 % vuosittain vuosina 2020-2022 yhtiön taseen ennustamastamme kasvusta huolimatta.

## Vakuutusmaksutulo (MEUR)



## Henkivakuutusnetto (MEUR)



# Ennusteet 4/6

## Säästämisen ja sijoittamisen palkkiotuotot jatkavat kasvuaan

Säästämisen ja sijoittamisen palkkiotuotot, joihin yhtiö laskee ottolainauksen, rahastot, varainhoidon ja arvopaperivälityksen ovat kasvaneet kuluvana vuonna vahvasti. Nämä nettopalkkiotuotot kasvoivat tammi-syyskuussa 17 %. Merkittävin ajuri tämän taustalla oli yhtiön hallinnoitava varallisuus (AUM), joka kasvoi syyskuuhun 2018 mennessä 21 % vertailukaudesta. Ottolainauksen palkkiotuottojen kasvuun vaikutti yhtiön mukaan osaltaan myös uusi hinnoittelu.

Ennustamme Aktian hallinnoitavan varallisuuden nousevan kuluvan vuoden lopussa noin 9,6 miljardiin euroon (Q3'18: 9,3 miljardia euroa) ja kasvavan tämän jälkeen vahvan instituutiomyynnin myötä noin 14 % vuonna 2019 ja keskimäärin 7 % vuosittain vuosina 2020-2022. Ennusteessamme tuotto AUM:sta laskee hieman, koska kasvu painottuu matalamman palkkiotason instituutiovarainhoitoon ja hintakilpailu kotimaassa pysyy kireänä.

Korostamme, että varainhoidossa on myös ennusteitamme enemmän potentiaalia. Olemme tietoisesti osittain varovaisia ennusteissamme, koska mielestämme nykyiseen suhteellisen hyvän sijoitusmarkkinatilanteen kestävytyteen liittyy epävarmuutta ja markkinatilanteen heikentymiselle olisi arviomme mukaan selvästi negatiivinen vaikutus Aktian varainhoidon AUM:in ennustamaamme kasvuun.

Aktia perusti syyskuussa ensimmäisen kiinteistörahastonsa. Tämän rahaston ennustamamme kasvu ja tuotto sisältyvät varainhoidon ennusteisiimme.

## Kiinteistönvälityksen ja vakuutusten välityksen palkkiotuotot laskevat

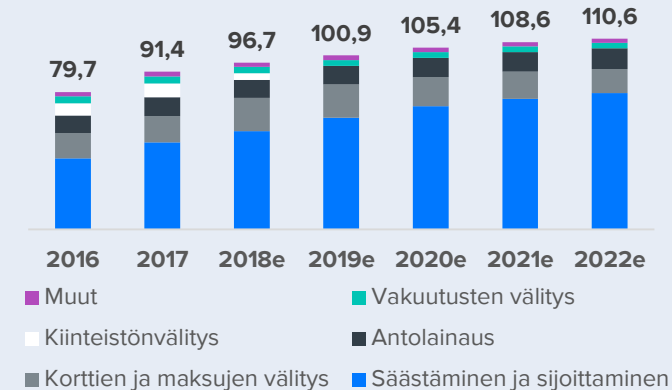
Aktia myi heinäkuussa 2018 81 %:n omistusosuuden Aktia Kiinteistönvälityksestä ja kirjasi kaupasta 1,1 MEUR:n kertaluonteisen voiton. Myynnin seurauksena kiinteistönvälityksen nettopalkkiotuotot laskivat Q3'18 aikana 0 MEUR:oon (Q3'17: 1,8 MEUR). Arvioimme myynnin seurauksena kiinteistönvälityksen palkkiotuottojen olevan myös jatkossa 0 MEUR vuosittain, mutta vaikutuksen koko yhtiön nettotulokseen jäävän olemattomaksi. Aktia Kiinteistönvälityksen vuoden 2017 tilikauden tulos oli vain 0,2 MEUR ja vuosina 2015-2016 sen tulos oli nollassa.

Lokakuussa 2018 Aktia myi jäljellä olevan 10 %:n omistusosuutensa Folksam Vahinkovakuutus Oy:ssä Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennialle ja kirjasi kaupasta 4 MEUR:n myyntivoiton. Tämä myynti tulee arviomme mukaan jatkossa pienentämään vakuutusten välityksen nettopalkkiotuottoja Aktialle. Palkkiotuotot vakuutusten välityksestä eivät kuitenkaan kokonaan häviä, koska Aktia käsityksemme mukaan jatkaa yhteistyötä vahinkovakuutus-tuotteiden välityksessä ja edelleen välittää myös muita vakuutuksia kuin vahinkovakuutuksia. Ennustamme vakuutusten välittämisen palkkiotuottojen asettuvan lähivuosina noin 3,3 MEUR:n vuositasolle (2017: 4,2 MEUR).

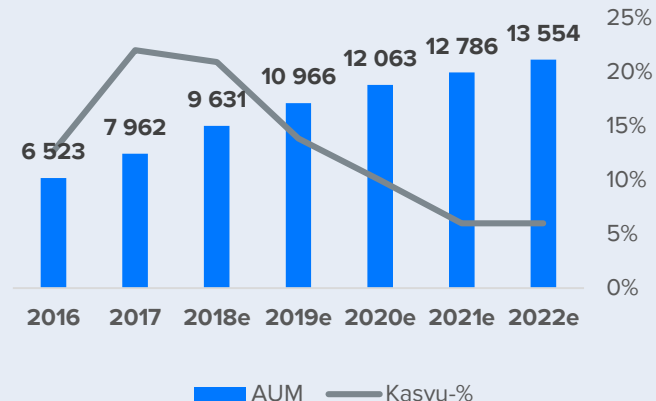
## Antolainauksen palkkiotaso säilyy stabiilina

Ennustamme antolainauksen palkkiotuottojen jatkavan kasvuaan yhtiön ennustamamme lainakannan kasvun mukana. Ennusteessamme antolainauksen vuotuinen palkkiotuotto taso säilyy noin 0,17 %:n tasolla lainakannasta.

## Nettopalkkiotuotot (MEUR)



## Hallinnoitava varallisuus



# Ennusteet 5/6

## Kulurakenteessa on edelleen laskuvaraa

Aktia sai viime vuonna valmiiksi peruspankkijärjestelmän uudistuksen, karsi konttoriverkostoaan ja henkilöstömääräänsä. Näiden lisäksi yhtiö on yksinkertaistanut liiketoimintarakennettaan. Nämä uudistukset alkoivat tuottaa tuloksia vuonna 2018 ja yhtiö sai tammi-syyskuussa 2018 laskettua kulujaan selvästi. Näkemyksemme mukaan Aktian kuluissa on edelleen laskuvaraa ja odotamme peruspankkijärjestelmän uudistuksen tehostavan lähivuosina yhtiön toimintaa, mikä myös laskee hieman kuluja.

## Henkilöstömäärä ei enää laske

Aktia henkilöstömäärä oli Q3'18 aikana keskimäärin 810 ja kauden lopussa yhtiöllä oli 770 työntekijää. Yhtiön kommenttien perusteella emme odota henkilöstömäärän enää laskevan nykyisestä, vaan ennustamme henkilöstömäärän asettuvan keskimäärin noin 780 työntekijään vuosina 2019-2022. Arviomme mukaan Aktian henkilöstömäärässä olisi yhtiön verrokkien henkilöstömäärät huomioiden laskuvaraa, mutta arvioimme Aktian panostavan strategiansa mukaisesti myös kasvuun emmekä siksi ennusta henkilöstömäärässä vähennyksiä.

Aktian keskimääräiset henkilöstökulut per työntekijä olivat vuonna 2018 uudelleenjärjestelykulut huomioiden noin 77 TEUR sivukuluneen. Ennustamme keskimääräisten henkilöstökulujen asettuvan noin 79 TEUR:oon vuosina 2018-2019 ja tämän jälkeen kasvavan noin 1 % vuosittain. Arviomme mukaan keskimääräiset henkilöstökulut per työntekijä ovat selvästi verrokkien yläpuolella, mutta emme ennusta tähän muutosta.

## IT-kulut asettuvat nykyiselle tasolle

Aktia sai viime vuonna valmiiksi peruspankkijärjestelmän uudistuksensa, minkä seurauksena IT-kulut laskivat kuluvan vuoden tammi-syyskuussa noin 4,3 MEUR eli 19 %. Yhtiö on aikaisemmin kertonut vuotuisen kustannussäästön olevan uudessa IT-järjestelmässä noin 5 MEUR ja tämä vaikuttaa mielestämme vuoden 2018 kehityksen perusteella hyvin uskottavalta. Ennustamme IT-kulujen olevan noin 25-26 MEUR lähivuosina (2017: 30,5 MEUR).

## Kasvatavat poistot kumoavat IT-säästöt

IT-hankkeen aktivoitujen investointikulut olivat noin 62 MEUR ja tämä investointi poistetaan käsityksemme mukaan 10 vuodessa eli vuotuiset poistot kasvavat sen myötä noin 6,2 MEUR:lla. Ennusteessamme IT-kuluissa saavutetut säästöt kumoutuvat kokonaan kasvaneilla poistoilla. Muut poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä säilyvät historiallisella tasolla.

## Liiketoiminnan muut kulut laskevat hieman

Aktian liiketoiminnan muut kulut muodostuvat mm. vuokratuloista, ostetuista palveluista, markkinointi- ja edustuskuluista, toimistokuluista, valvontamaksuista ja muista henkilöstökuluista. Nämä kulut laskivat noin 4 % vuoden 2018 tammi-syyskuussa. Kulut laskivat siitä huolimatta että ne sisälsivät 1,7 MEUR:n EU:n määräämän maksun rahoitusvakausrahastoon (2017 vastaava maksu kokonaisuutena 1,4 MEUR). Vastaavasti vuoteen 2017 sisältyi yhteensä myös 1,4 MEUR:n uudelleenjärjestelykuluja. Kokonaisuutena vertailukelpoiset kulut arviomme mukaan hieman laskivat tammi-

syyskuussa 2018.

Ennustamme Aktian pystyvän lähivuosina uuden IT-järjestelmän myötä hieman tehostamaan toimintaansa aikaisemmasta ja vähentämään liiketoiminnan muita kuluja. Ennustamme liiketoiminnan muiden kulujen laskevat noin 2 % vuonna 2019 ja 1 % vuosittain vuosina 2020-2022.

## Kulu/tuotto-suhde laskee 65 %:iin vuoteen 2022 mennessä

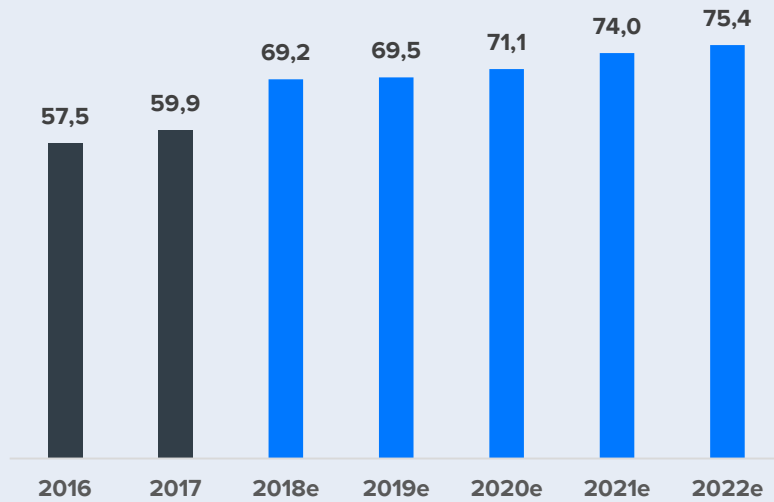
Edellisten oletusten pohjalta Aktian kulut laskevat hieman lähivuosina ja kulu/tuotto-suhde laskee noin 65 %:iin vuoteen 2022 mennessä (2017 vertailukelpoinen: 71 %). Ennusteessamme kulu/tuotto suhde jää yhtiön tavoittelemasta 2022 tasosta eli 61 %:sta ja Suomen pankkisektorin vuoden 2017 keskimääräisestä tasosta (56 %). Pidämme 61 %:n tasoa mahdollisena Aktialle, mutta tämä vaatisi näkemyksemme mukaan uusia merkittäviä toimenpiteitä kulurakenteessa (esimerkiksi konttorien määrässä) tai vaihtoehtoisesti ennustamaamme korkeampaa tuottojen kasvua.

## Luottotappiot pysyvät myös jatkossa matalina

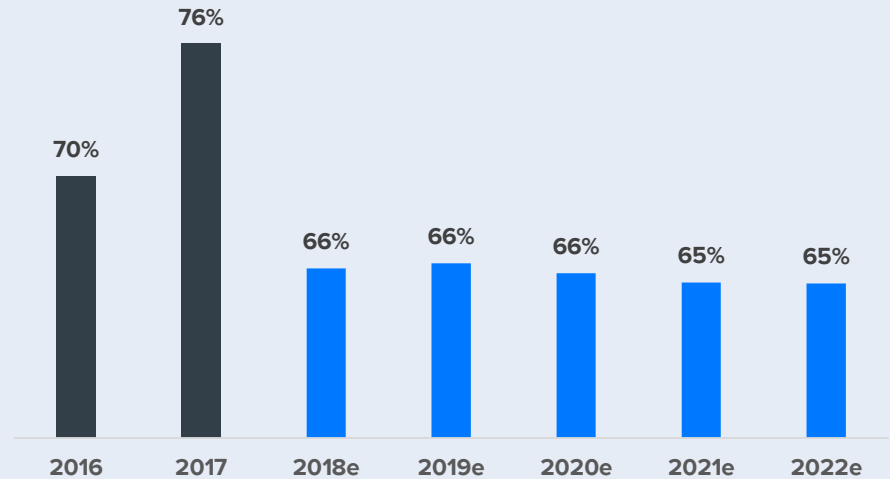
Ennustamme Aktian luottotappioprosenttien säilyvän lähivuosina historiallisella tasolla. Aktian historialliset luottotappiot ovat olleet suhteellisen vähäisiä ja yhtiö on arviomme mukaan ollut hyvin konservatiivinen antolainauksessaan. Ennustamme luottotappioprosenttien olevan lähivuosina noin 0,035 %:n tasolla vuosittain lainakannasta, mikä vastaa 2012-2017 toteutunutta keskiarvoa.

# Ennusteet 6/6

Vertailukelpoinen liikevoitto (MEUR)



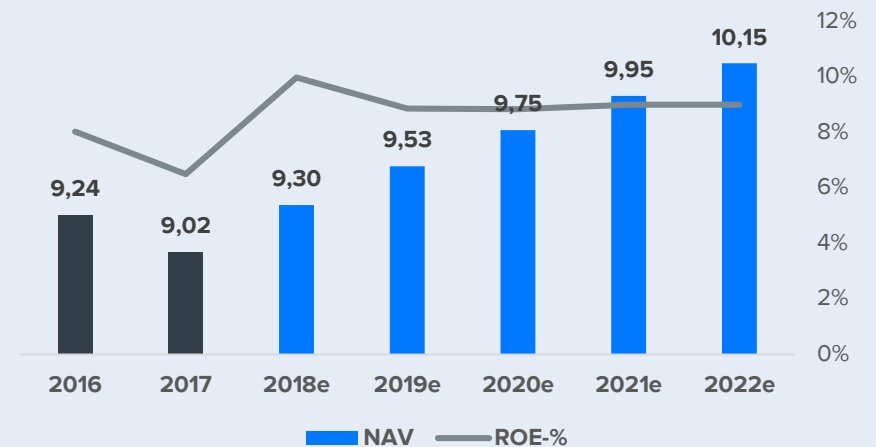
Kulu/tuotto -suhde (raportoitu)



EPS (oik.)



Osakekohtainen NAV ja ROE-%





# Arvonmääritys 1/8

## Pankkien arvonmäärityksen erityispiirteet

Pankkien arvonmäärityksessä on muutamia erityispiirteitä, jotka sijoittajien on tärkeä tiedostaa. Ensinnäkin, pankkien liiketoiminta on prosessoida ja hallinnoida riskejä sekä pääomaa. Tämän takia velkapääoma nähdään ennemmin liiketoiminnan raaka-aineena, kuin osana pääomarakennetta. EV-pohjaisia tunnuslukuja ei tämän takia sovelleta pankkien arvonmäärityksessä. Toisaalta pankeissa taseen varojen arvot heijastavat tyypillisesti tarkkaan tase-erien markkina-arvoja ja oma pääoman kirja-arvo on siten suhteellisen tarkka kuvaus yhtiön varojen käyvästä arvosta osakkeenomistajille. Tämä takia pankkien arvonmäärityksen lähtökohtana ovat usein tasepohjaiset arvostuskertoimet kuten P/B.

Toiseksi, pankkien tulee kaikissa tapauksissa täyttää viranomaisten vakavaraisuusvaatimukset ja tämä vaikuttaa niiden osingonmaksukykyyn. Arvonmäärityksen taustalla olevien ennusteiden ja erityisesti osinkoennusteiden täytyy olla linjassa vakavaraisuusvaatimusten kanssa. Sijoittajien tulee siis mm. arvioida voidaanko nykyinen osingonjakosuhte ylläpitää, vaikka tuloksen puolesta ongelmia osingonmaksulle ei olisi.

Kolmanneksi, kassavirta pankeille on ongelmallinen käsite, koska pankeille ei voi kunnolla määrittää käyttöpääomaa ja kassavirta (jos sellainen edes raportoidaan) voi heilua huomattavasti eikä anna välttämättä luotettavaa kuvaa todellisesta tuloksentekokykyvystä. Tämän takia DCF-malleja ei yleisesti sovelleta, vaan pankkien arvonmääritys painottuu usein osinkopohjaisiin DDM-malleihin tai osakkeenomistajien kassavirtaa diskonttaaviin malleihin.

## Aktian arvonmäärityksen lähtökohdat

Perustamme Aktian arvonmäärityksemme suurilta osin hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, joihin vaikuttavat yhtiön kokonaisriskiprofiili, historiallinen arvostustaso ja verrokkiryhmän arvostuskertoimet. Annamme suurimman painoarvon verrokkiryhmä-arvonmääritykselle, koska Aktialle on saatavilla riski/tuotto-profiililtaan vertailukelpoinen ja laadukas verrokkiryhmä. Sovellamme arvonmäärityksessä erityisesti tasepohjaisia P/B ja P/TB -kertoimia. Lisäksi tarkastelemme tulospohjaisia P/E-kertoimia ja Aktian vakaan liiketoiminnan myötä myös osinkotuoton merkitys korostuu.

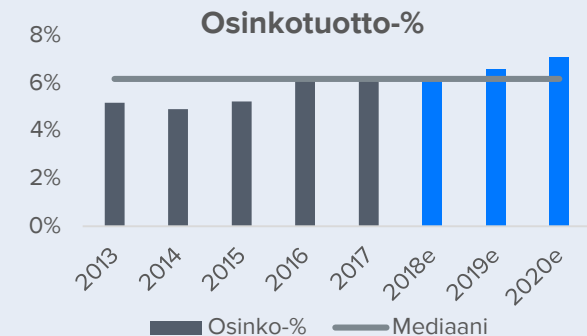
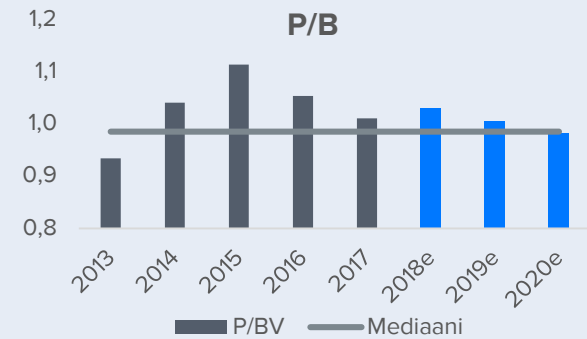
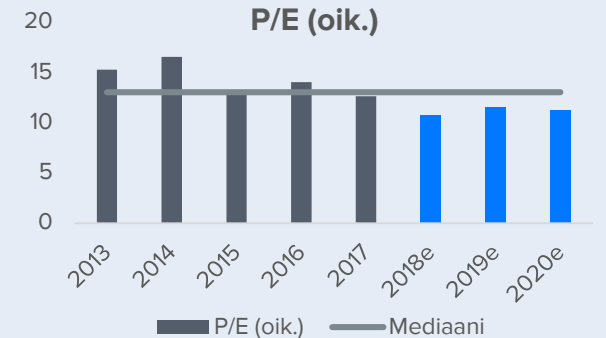
Olemme laatineet myös tuleviin diskontattuihin osinkoihin perustuvan DDM-mallin ja tämä arvonmääritystapa tukee muita arvonmääritysmenetelmiä. Tarkastelemme myös Aktian arvoa DDM-mallilla ennusteitamme heikommassa ja paremmassa skenaariossa.

## Arvostus suhteessa historialliseen tasoon

Aktian osakkeen P/E-kerroin oli vuosina 2012-2018 keskimäärin (mediaani) noin 13x, P/B-kerroin noin 1,0x, P/TB-kerroin noin 1,1x ja osinkotuotto noin 6,2 %. On huomioitava, että osake on melko tarkasti seurannut näitä tasoja, vaikkakin 2011-2013 eurokriisi painoi Aktian osaketta ja tällöin kertoimet painuivat selvästi alle historiallisen tason.

Osake on tällä hetkellä P/E-kertoimella (noin 11x) ja osinkotuotolla (6,3-7,1 %) mitattuna nykyisillä 2018-2020 ennusteillamme arvostettu hieman historiallisen tason alapuolelle, mutta P/B (1,0x) ja P/TB (1,1-1,2x) -kertoimilla lähelle historiallista tasoa.

## Aktian arvostuskertoimet

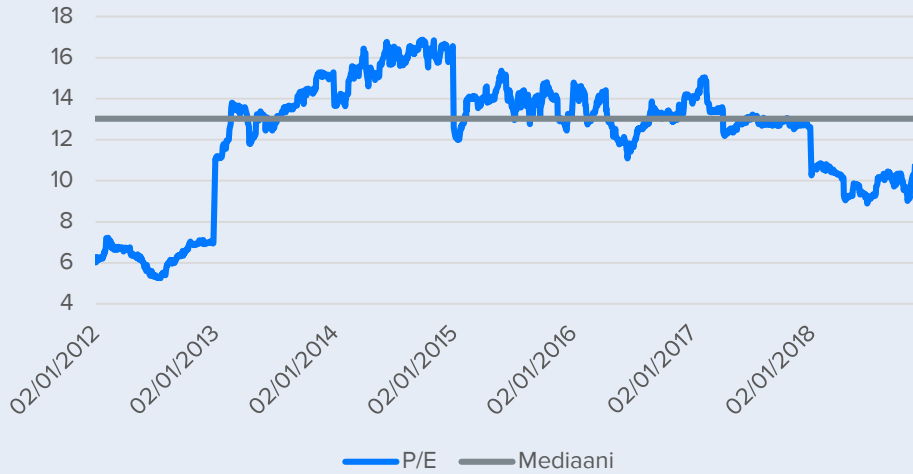


Lähde: Inderes

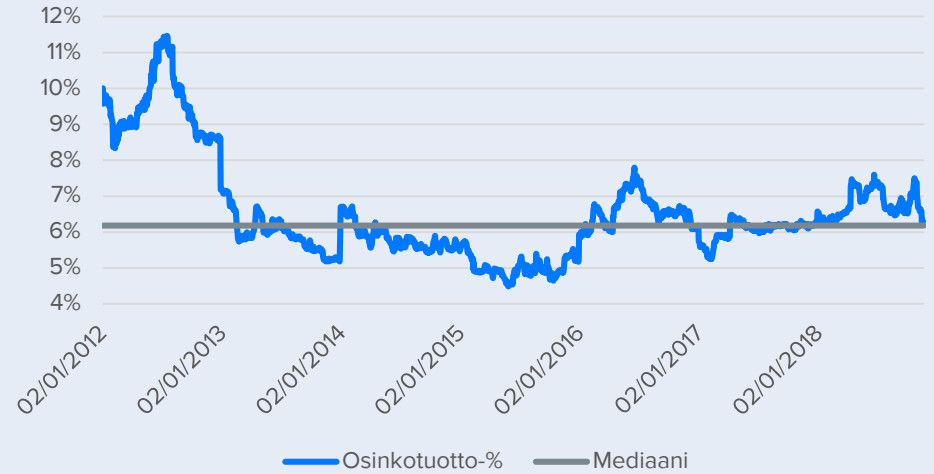


# Arvonmääritys 2/8

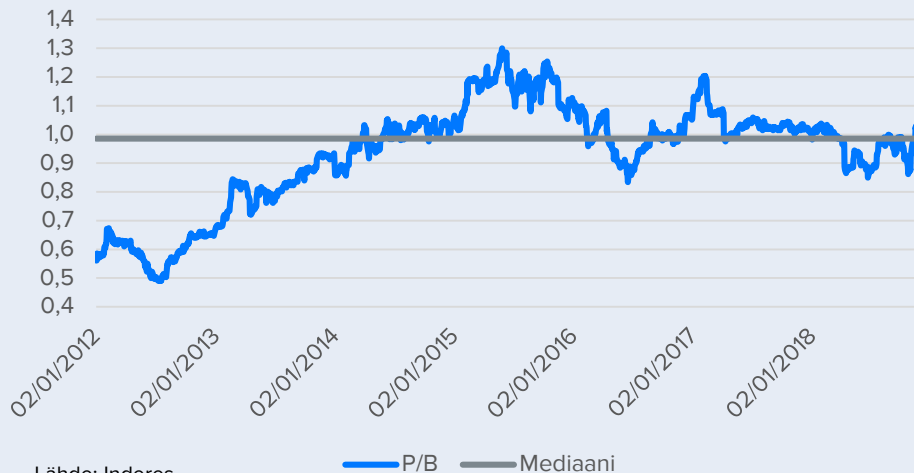
## P/E (oik.) 2012-2018



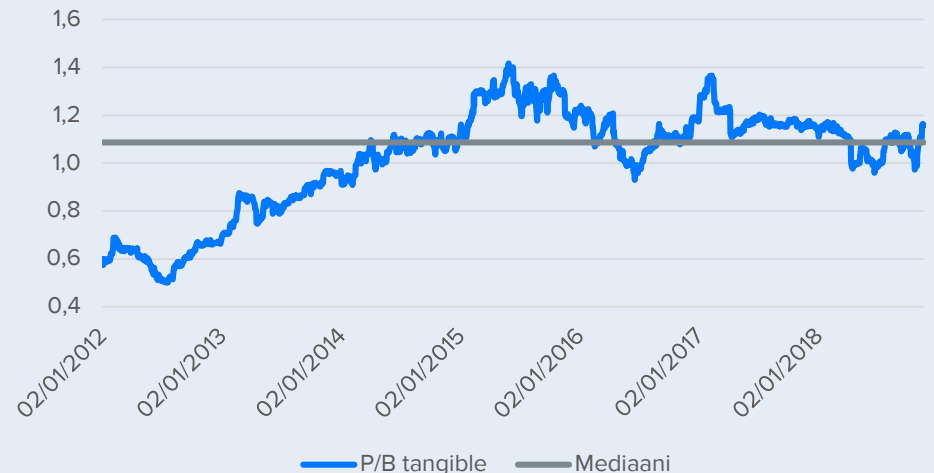
## Osinkotuotto-% 2012-2018



## P/B 2012-2018



## P/TB 2012-2018



# Arvonmääritys 3/8

## Verrokkiryhmäarvonmääritys

Olemme valinneet Aktian verrokkiryhmäksi Pohjoismaisen pankkisektorin. Huomautamme, että Aktia ei ole pelkästään pankki, vaan finanssikonserni, jolla on myös muuta liiketoimintaa. Kuitenkin, verrokkiryhtiöiden riski/tuotto -profiili ja sijoitusprofiili ovat mielestämme hyvin samantyyppisiä ja niiden arvostusta ajavat samanlaiset ajurit. Tästä syystä nämä verrokkit ja niiden arvostustasot tarjoavat hyvät lähtökohdan arvioida Aktian osaketta. Olemme käsitelleet Aktian eroa verrokkiryhmään tarkemmin raportin sivulla 35. Verrokkiryhmäarvonmäärityksessä on otettava ainakin seuraavat tekijät huomioon:

- Suuret verrokkit ovat taseeltaan ja markkina-arvoltaan 30-60x Aktian kokoisia kansainvälisiä toimijoita ja tämän myötä niiden riskiprofiili on erilainen
- Aktian lainaportfolio on näkemyksemme

mukaan verrokkiryhtiöitä laadukkaampi ja yhtiö on toiminnassaan konservatiivinen ja näiden myötä yhtiön riskiprofiili on verrokkeja matalampi

- Aktian kasvu ja pääoman tuotto olivat vuosina 2012-2017 suhteellisen heikkoja ja tämä mielestämme painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia suhteessa verrokkiryhmään
- Aktialla on peruspankkijärjestelmän uudistuksen ja varainhoidon myötä useita verrokkeja paremmat kasvuedellytykset, mikä nostaa hyväksyttäviä kertoimia
- Aktian osinkoon liittyvä riski on näkemyksemme mukaan matala

Edelliset tekijät huomioiden, verrokkiryhmän keskimääräinen 2018 P/E-kerroin on tällä hetkellä 10,4x ja 2019 vastaava kerroin 10,0x. Vuoden 2018e P/B-kerroin on taas 1,1x ja 2017 P/TB on 1,1x. Keskimääräinen ennustettu

osinkotuotto vuosille 2018-2019 on 6,6 %. Kokonaisuutena Aktian osake on vuosien 2018-2019 ennusteillamme ja näillä kertoimilla hinnoiteltu hyvin lähelle verrokkiryhmää.

## Koko sektorin arvostustaso on matala

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat tulos pohjaisesti absoluuttisesti matalia (P/E-kertoimet 10x) ja selvästi esimerkiksi Helsingin pörssin keskimääräisen vastaavan arvostustason alapuolella (2018e P/E 14,7x ja 2019e P/E 12,5x). Myös sektorin P/B 1,1x on suhteellisen matala huomioiden vuoden 2017 keskimääräinen noin 12 %:n ROE-%. Arviomme mukaan sektorin matala arvostustaso heijastelee vaatimattomia tuloskasvunäkymiä ja sitä, että markkinat hinnoittelevat pankeille riskin siitä, että niiden kannattavuus tulee laskemaan pysyvästi aikaisempaa matalammalle tasolle toimialan murroksen takia. Myös makrotalouden riskit ja esimerkiksi Italian huolet heijastuvat arviomme mukaan tällä hetkellä sektorin arvostukseen.

Yhtiö	Osake	Market Cap	P/E 2018e	P/E 2019e	Osinko-% 2018e	Osinko-% 2019e	P/B 2018e	P/TB 2017	CET1-% 2017
Swedbank	210,0	23 084	11,3	11,4	6,8	6,6	1,7	2,0	24,6
Nordea	7,9	32 696	10,3	10,2	8,8	9,1	1,0	1,1	19,5
SEB	94,5	20 198	10,7	11,1	6,7	6,8	1,4	1,5	-
Handelsbanken	99,3	18 846	11,5	11,5	6,4	6,6	1,3	1,5	22,7
Spar Nord	54,6	897	6,6	8,0	7,9	7,7	0,8	0,8	14,4
Jyske	262,5	3 011	8,9	8,2	3,7	3,6	0,7	0,7	16,4
Sydbank	161,7	1 488	8,4	9,2	6,0	5,4	0,9	0,9	17,3
Danske	136,0	16 270	7,2	6,6	6,8	7,9	0,8	0,8	17,6
DNB	148,5	24 449	10,5	9,8	5,4	5,9	1,1	1,1	16,4
Ringkjoebing	357,5	1 497	11,2	11,6	2,9	3,2	1,5	2,0	16,5
Ålandsbanken	14,0	213	-	-	-	-	-	1,0	12,9
<b>Aktia (Inderes)</b>	<b>9,6</b>	<b>640</b>	<b>10,8</b>	<b>11,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>18,0</b>
Keskisarvo			9,7	9,8	6,1	6,3	1,1	1,2	17,8
Mediaani			10,4	10,0	6,6	6,6	1,1	1,1	16,9
Erotus vs. mediaani			3,4 %	14,5 %	-4,4 %	0,4 %	-2,3 %	10,2 %	6,8 %

Lähde: Reuters ja Inderes. Tiedot kerätty 28.11.2018.

# Arvonmääritys 4/8

## Arvokartta



# Arvonmääritys 5/8

## DDM-arvonmääritys

Käytämme Aktian arvonmäärityksessä tukena diskontattujen osinkojen arvonmääritysmallia (DDM). Tässä arvonmäärityksessä ennustemallimme tulevat osakkeenomistajien saamat osingot diskontataan nykyhetken arvioimallamme oman pääoman tuottovaatimuksella. Mallin taustalla on oletus, jonka mukaan yhtiön arvo omistajille on pelkästään tulevien osinkojen nykyarvon summa. Annamme arvonmäärityksessämme suhteellisen pienen arvon DDM-arvonmääritykselle, koska malli on erittäin herkkä erityisesti terminaalijakson oletuksille.

Tuottovaatimuksessamme olemme käyttäneet Inderesin osaketutkimuksen soveltamaa 4,8 %:n markkinoiden riskipreemiota ja 3 %:n riskitöntä korkoa. Tulevan beta-arvon olemme määritelleet Aktialle 0,9 tasolle perustuen Euroopan pankkisektorin historiallisiin tasoihin ja omaan subjektiiviseen arvioomme. Lisäksi olemme asettaneet ylimääräisen 2,0 %:n likviditeettipreemion Aktialle perustuen omaan näkemykseen osakkeen riskiprofilista. Oman pääoman kustannus on osakkeelle mallissamme 9,3 %. Vertailun vuoksi esimerkiksi BIS on arvioinut vuosina 1990-2009 globaalien pankkien oman pääoman tuottovaatimuksen olleen 7,5-10,7 %:n tasolla.

Mallissamme Aktian oman pääoman arvoksi muodostuu 611,9 MEUR eli 9,2 euroa per osake 2,0 %:n terminaalikasvuoletuksellamme. Oletuksilla 70 % arvosta muodostuu terminaalijakson arvosta, mikä on korkea taso ja tarkoittaa sitä, että terminaalijakson oletuksella on huomattava vaikutus arvoon.

On huomioitava, että Aktialla on mallissamme ylimääräistä omaa pääoma eli (ns. excess capital), koska sen 2022 ennustamamme CET1-

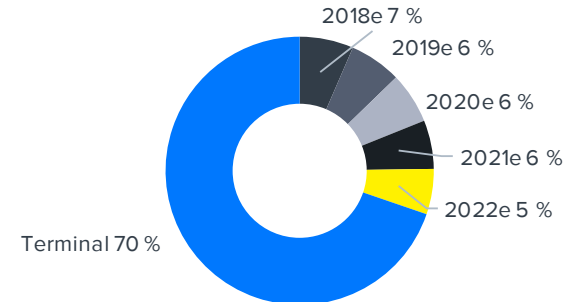
% ylittää melko selvästi nykyiset vakavaraisuusvaateet. Emme kuitenkaan ole lisänneet tätä pääomaa arvonmääritykseen, koska ennustamme yhtiön ylläpitävän tämän puskurin myös jatkossa ja sen arvo ei näin ollen realisoidu osakkeenomistajille.

## Arvonmääritysmalli

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal
<b>Nettotulos</b>	<b>60,8</b>	<b>55,6</b>	<b>56,9</b>	<b>59,2</b>	<b>60,4</b>	
-Nettotuloksen kasvu-%	54,5 %	-8,5 %	2,2 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
<b>Osinko</b>	<b>40,1</b>	<b>42,3</b>	<b>45,5</b>	<b>47,3</b>	<b>48,3</b>	<b>672,8</b>
-Osingonjako-%	66 %	76 %	80 %	80 %	80 %	
Ydinpääoma (CET1)	398,4	413,9	428,5	442,2	455,2	
RWA	2378,7	2447,2	2522,5	2587,6	2654,4	
<b>CET1-%</b>	<b>16,7 %</b>	<b>16,9 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>17,1 %</b>	
Disk. osinko	39,7	38,3	37,7	35,9	33,5	426,8
Disk. Kum osinko	611,9	572,1	533,8	496,1	460,3	426,8
Oman pääoman arvo, DDM	611,9					
<b>Per osake</b>	<b>9,2</b>					

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipreemio	2,0%
Pääoman kustannus	9,3%

Rahavirran jakauma jaksittain



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 6/8

## Skenaarioanalyysi

Olemme laatineet skenaarioanalyysin siitä, miten Aktian arvo kehittyisi ennustemallissamme, jos yhtiön kehitys olisi vuosina 2018-2022 ennustamaamme heikompaa tai myönteisempää. Myönteinen skenaario kuvastaa sitä, että yhtiö yltää omiin strategisiin 2022 tavoitteisiinsa esimerkiksi arvioimaamme paremman kustannustehokkuuden myötä. Heikko skenaario puolestaan heijastaa tilannetta, jossa yhtiön kehitys jää ennustamaamme heikommaksi, minkä lisäksi viranomaiset kiristävät vakavaraisuusvaatimuksiaan ja osingonjakosuhdetta joudutaan laskemaan. Myönteisessä skenaariossa osakkeen arvo on 10,4 euroa ja heikossa arvo on 6,4 euroa per osake.

## Myönteinen skenaario 10,4 euroa

Myönteisessä skenaariossa Aktian ROE-% on ennusteitamme paremman kustannustehokkuuden myötä keskimäärin 10 % vuosina 2018-2022 (nyk. ennuste 9,1 %) ja oikaistu liikevoitto saavuttaa 85 MEUR vuonna 2022 (nyk. Inderesin ennuste 75,4 MEUR). Aktia pystyy hieman nostamaan osingonjakosuhdettaan, mikä johtuu perusskenaariota korkeammasta vakavaraisuudesta. Osinko per osake nousee siten 0,82 euroon vuonna 2022 (nyk. ennuste 0,72 euroa). Terminaalikasvu ja tuottovaatimus ovat kuitenkin samat kuin perusskenaariossa. Osakkeen arvoksi muodostuu tässä skenaariossa 10,4 euroa. Arvioimme skenaarion todennäköisyydeksi 30 % (suhteessa perusskenaarioon).

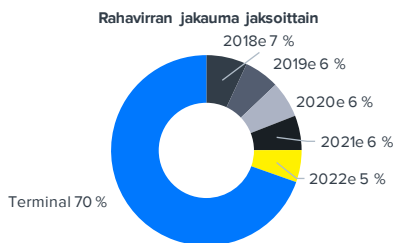
## Heikossa skenaariossa arvo 6,4 euroa

Heikossa skenaariossa Aktian lainakannan ja tuottojen kasvu jää ennustamaamme heikommaksi esimerkiksi kilpailun odotettua kovemman kiristymisen takia tai yleistalouden yllättävän heikentymisen seurauksena. 2018-2022 keskimääräinen ROE-% jää noin 8 %:iin (nyk. ennuste 9,1 %) ja 2022 liiketulos jää 68 MEUR:oon (nyk. 75,4 MEUR). Basel IV-vakavaraisuusvaatimukset astuvat voimaan sellaisenaan, minkä takia yhtiö joutuu laskemaan osingonjakosuhdettaan nostaakseen ydinpääoman (CET1-%) 19 %:iin vuonna 2022. Terminaalikasvu ja tuottovaatimus ovat samat kuin perusskenaariossa. Osakkeen arvoksi muodostuu 6,4 euroa. Arvioimme tämän skenaarion todennäköisyydeksi 20 %.

## Myönteinen skenaario

Myönteinen skenaario, DDM (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal
<b>Nettotulos</b>	<b>60,8</b>	<b>56,9</b>	<b>64,5</b>	<b>66,9</b>	<b>68,2</b>	
-Nettotuloksen kasvu-%	54,5 %	-6,4 %	13,4 %	3,7 %	1,9 %	2,0 %
<b>Osinko</b>	<b>48,6</b>	<b>45,5</b>	<b>51,6</b>	<b>53,5</b>	<b>54,5</b>	<b>760,0</b>
-Osingonjako-%	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	
Ydinpääoma (CET1)	398,4	406,7	425,7	441,0	455,6	
RWA	2378,7	2447,2	2522,5	2587,6	2654,4	
<b>CET1-%</b>	<b>16,7 %</b>	<b>16,6 %</b>	<b>16,9 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>17,2 %</b>	
Disk. osinko	48,2	41,2	42,8	40,6	37,8	482,1
Disk. Kum osinko	692,6	644,5	603,2	560,5	519,9	482,1
Oman pääoman arvo, DDM	692,6					
<b>Per osake</b>	<b>10,4</b>					

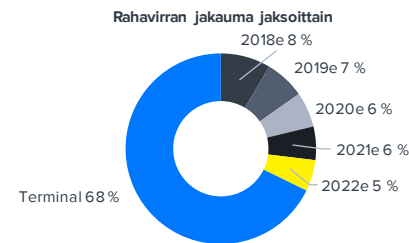
Pääoman kustannus	
Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipreemio	2,0%
Pääoman kustannus	9,3%



## Heikko skenaario

Heikko skenaario, DDM (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal
<b>Nettotulos</b>	<b>60,8</b>	<b>53,1</b>	<b>51,0</b>	<b>53,1</b>	<b>54,4</b>	
-Nettotuloksen kasvu-%	54,5 %	-12,6 %	-4,0 %	4,2 %	2,3 %	2,0 %
<b>Osinko</b>	<b>36,5</b>	<b>31,9</b>	<b>30,6</b>	<b>31,9</b>	<b>32,6</b>	<b>454,5</b>
-Osingonjako-%	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %	
Ydinpääoma (CET1)	398,4	415,1	434,2	456,7	479,2	
RWA	2378,7	2342,4	2402,9	2464,9	2528,5	
<b>CET1-%</b>	<b>16,7 %</b>	<b>17,7 %</b>	<b>18,1 %</b>	<b>18,5 %</b>	<b>19,0 %</b>	
Disk. osinko	36,1	28,9	25,4	24,2	22,6	288,3
Disk. Kum osinko	425,4	389,3	360,4	335,0	310,9	288,3
Oman pääoman arvo, DDM	425,4					
<b>Per osake</b>	<b>6,4</b>					

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipreemio	2,0%
Pääoman kustannus	9,3%



# Arvonmääritys 7/8

## Yhteenveto arvonmäärityksestä

Eri arvonmääritysmenetelmät antavat Aktian osakkeen arvoksi 6,4-10,8 euroa per osake. Oman näkemyksemme mukaan Aktian osakkeen käypä arvo on **9,4 euroa**. Perustamme arviomme eri arvostusmenetelmille antamillemme painoarvoille sekä hyväksyttäviin arvostuskertoimiin.

Aktia on tällä hetkellä hinnoiteltu pääosin verrokkiryhmän tasolle ja tämä on mielestämme perusteltua. Aktian kokonaisriskiprofiili on näkemyksemme mukaan verrokkeja matalampi ja sen kasvunäkymät ovat useita verrokkeja paremmat. Kuitenkin huomioiden vuosien 2012-2017 suhteellisen heikko kasvu ja kannattavuus, verrokkiryhmää korkeammat kertoimet eivät mielestämme ole tällä hetkellä perusteltuja.

Aktian arvostusta olisi mahdollista tarkastella osien summa -arvonmäärityksen kautta. Esimerkiksi yhtiön varainhoitoa voitaisiin arvottaa perustellusti pankkiliiketoimintaa korkeammilla arvostuskertoimilla. Käytännössä kuitenkin varainhoito on riippuvainen Aktian konsernitoiminnoista ja sen arvottaminen erilliseksi yksiköksi olisi siksi osittain keinotekoista. Myös Aktian verrokeilla on huomattavia palkkiotuottoja ja yhtiö ei tältä osin mielestämme olennaisesti eroa verrokeistaan. Varainhoito on siten huomioitu osakkeen verrokkiryhmäarvonmäärityksessä.

Osakkeen käypä arvo voisi olla arvioimaamme korkeampi, mikäli yhtiö yltäisi ennustamaamme korkeampaan kasvuun ja/tai pääoman tuottoon. Avainasemassa tässä ovat uudet digitaaliset palvelut sekä varainhoito, joka on viime vuosina kasvanut vauhdilla. Edelleen, näemme Aktian kulurakenteessa selvää laskuvaraa ja kuluja alentamalla Aktian olisi mahdollista nostaa kannattavuuttaan nykyisestä. Kulujen lasku vaatisi kuitenkin arviomme mukaan konkreettisia toimenpiteitä kuten konttoriverkoston karsintaa.

Mikäli yhtiö pystyisi nostamaan kannattavuuttaan yli ennusteemme, kasvaisi luottamuksemme yhtiötä kohtaan ja myös hyväksyttävä arvostustaso voisi tällöin nousta. Myös mikäli näkyvyys toimialan murrokseen selkenisi, voisi tämä vaikuttaa positiivisesti koko sektorin hyväksyttävään arvostustasoon.

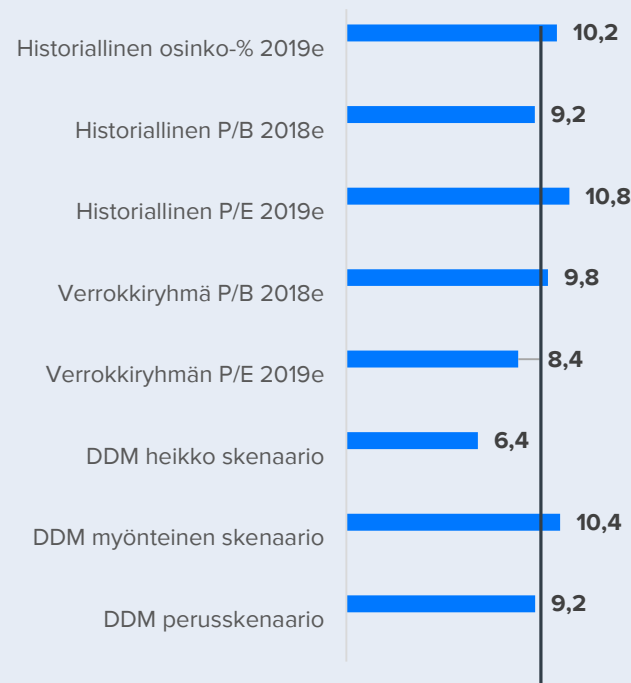
## Suositus ja tavoitehintaa

Aloitamme Aktia Pankin seurannan vähennä-suosituksella ja 9,4 euron tavoitehinnalla. Näkemyksemme mukaan osake on tällä hetkellä neutraalisti hinnoiteltu ja yhtiön pitäisi pystyä todistamaan, että se pystyy ylläpitämään vuonna 2018 saavutettua yli 10 %:n oman pääoman tuottoa lähivuodet, jotta nykyistä korkeampi arvostustaso olisi perusteltu. Osaketta tukee näkemyksemme mukaan tällä hetkellä absoluuttisesti korkea 7 %:n osinkotuotto, mikä on yksi Helsingin pörssin korkeimpia. Osinko ei mielestämme ole kuitenkaan itsessään riittävä peruste positiivisen suosituksen perustelemiseksi huomioiden osakkeeseen ja sektoriin liittyvät riskit.

Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee julkaisemaan positiivisen tulosvaroituksen loppuvuoden 2018 aikana ja nostamaan 2018 ohjeistustaan. Tämä ohjeistuksen nosto sisältyy kuitenkin jo ennusteisiimme, eikä sillä ole vaikutusta näkemykseemme Aktian osakkeen käyvästä arvosta.

Merkittävimmät lyhyen aikavälin riskit Aktian arvostuksen kannalta ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yleistalouteen liittyvät riskit. Talouden yllättävä heikentyminen tai/ja markkinoiden epävarmuuden kasvu voisivat toteutuessaan painaa koko sektorin arvostustasoa alaspäin sekä myös laskea Aktian kannattavuutta varainhankinnan kallistumisen ja varainhoidon AUM:in laskun myötä.

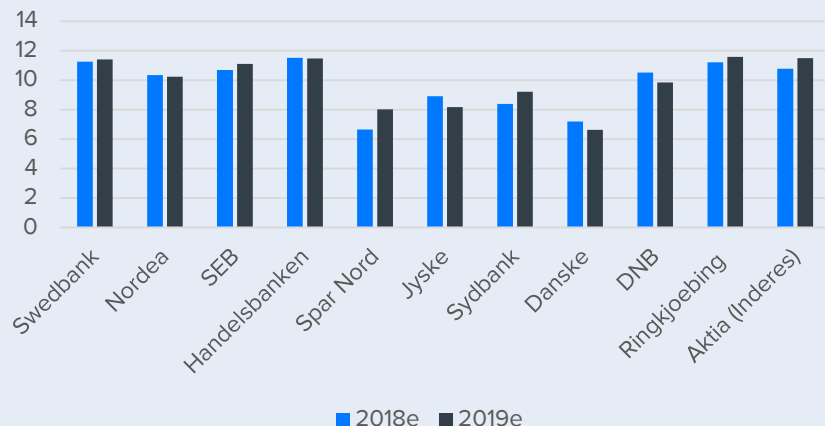
## Arvonmäärityksen yhteenveto



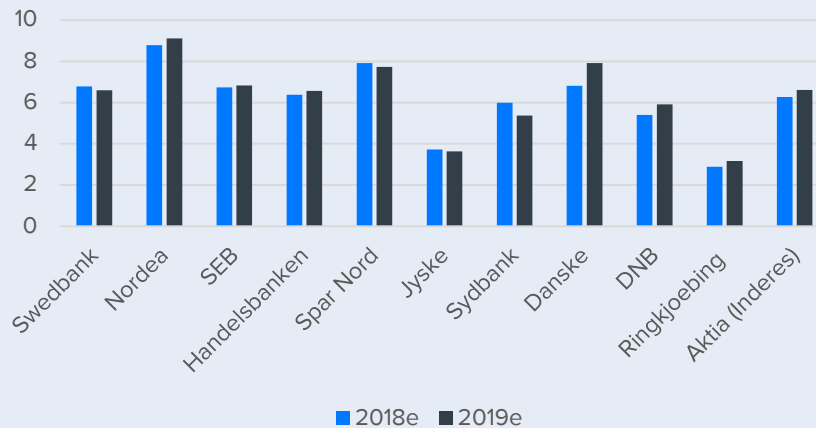
**Painotettu keskiarvo**  
**9,4 euroa**

# Arvonmääritys 8/8

P/E-kertoimet suhteessa verrokkeihin

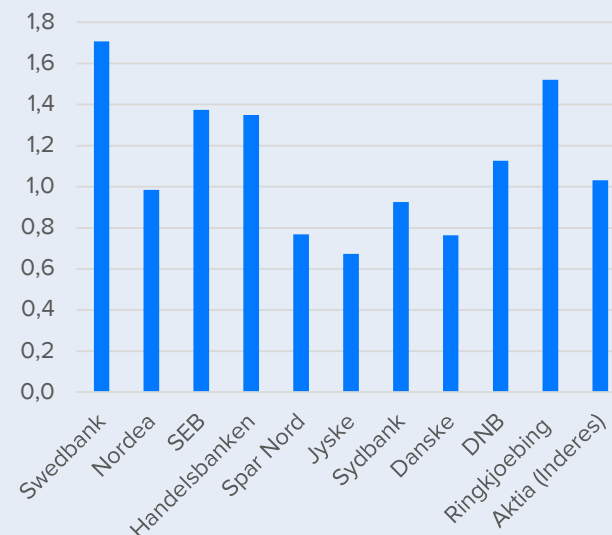


Osinkotuotto-% suhteessa verrokkeihin



Avainluvut	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Osake (euroa)	9,7	9,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Markkina-arvo (MEUR)	646,0	604,3	639,9	639,9	639,9	639,9	639,9
Kulu/tuotto-suhde	70,2 %	76,4 %	65,9 %	66,2 %	65,7 %	65,3 %	65,2 %
ROA-%	0,5 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %
ROE-% (raportoitu)	8,0 %	6,5 %	10,0 %	8,8 %	8,8 %	9,0 %	9,0 %
ROTE-%	8,9 %	7,3 %	11,3 %	10,0 %	9,9 %	10,1 %	10,1 %
P/E (raportoitu)	13,1	15,4	10,5	11,5	11,3	10,8	10,6
<b>P/E (oik.)</b>	<b>14,0</b>	<b>12,6</b>	<b>10,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>
P/PPP	10,2	12,2	8,5	8,9	8,7	8,4	8,2
<b>P/B</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/B tangible	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Osingonjakosuhte-%	81%	96%	66%	76%	80%	80%	80%
Osinko per osake	0,60	0,57	0,60	0,63	0,68	0,71	0,72
<b>Osinkotuotto-%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>
Omavaraisuusaste-%	6,5 %	6,3 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,1 %
Ydinpääoma-% (CET1)	19,5 %	18,0 %	16,7 %	16,9 %	17,0 %	17,1 %	17,1 %

2018e P/B-kerroin suhteessa verrokkeihin



Lähde: Reuters ja Inderes

# Tase

Varat	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Käteiset varat	380	282	299	308	317	326	334
Myytävissä olevat rahoitusavarat	1 841	1 925	1 998	2 056	2 119	2 174	2 231
Eräpäivään asti pidettävät rahoitusvarat	445	368	382	393	405	415	426
Johdannaissopimukset	132	84	87	90	93	95	97
<b>Lainat ja muut saamiset yhteensä</b>	<b>5 760</b>	<b>5 889</b>	<b>6 110</b>	<b>6 287</b>	<b>6 482</b>	<b>6 650</b>	<b>6 823</b>
Saamiset Suomen Pankilta ja luottolaitoksilta	43	50	52	53	55	56	58
Saamiset yleisöltä	5 717	5 839	6 058	6 233	6 427	6 594	6 765
Sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät sijoitukset	723	803	833	857	883	906	930
Sijoitukset osakkuusyrittämissä	0	0	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	64	71	71	71	71	71	71
Sijoituskiinteistöt	58	55	57	59	61	62	64
Muut aineelliset hyödykkeet	8	5	5	5	5	5	5
Muut varat	67	63	66	68	70	71	73
Verosaamiset	8	5	5	5	5	5	5
<b>Varat yhteensä</b>	<b>9 486</b>	<b>9 550</b>	<b>9 911</b>	<b>10 197</b>	<b>10 510</b>	<b>10 782</b>	<b>11 060</b>

Velat	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2021e
<b>Talletukset</b>	<b>4 673</b>	<b>4 813</b>	<b>4 996</b>	<b>5 141</b>	<b>5 303</b>	<b>5 443</b>	<b>5 586</b>
Velat luottolaitoksille	509	694	723	744	770	792	814
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	4 164	4 119	4 273	4 397	4 533	4 651	4 772
Johdannaissopimukset	54	34	35	36	37	38	39
Muut rahoitusvelat	2 800	2 746	2 849	2 932	3 022	3 101	3 182
Vakuutusvelka	1 162	1 217	1 263	1 300	1 340	1 375	1 410
Muut velat yhteensä	120	83	86	89	92	94	96
Varaukset	1	0	0	0	0	0	0
Verovelat	61	59	61	63	65	66	68
<b>Velat yhteensä</b>	<b>8 873</b>	<b>8 952</b>	<b>9 290</b>	<b>9 560</b>	<b>9 859</b>	<b>10 117</b>	<b>10 382</b>
Sidottu oma pääoma	230	215	215	215	215	215	215
Vapaa oma pääoma	383	383	406	422	437	450	463
Määräysvallattomat	0	0	0	0	0	0	0
<b>Velat ja oma pääoma yhteensä</b>	<b>9 486</b>	<b>9 550</b>	<b>9 911</b>	<b>10 197</b>	<b>10 510</b>	<b>10 782</b>	<b>11 060</b>



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Korkokate	95,6	89,6	86,2	82,0	79,7	79,6	78,9
Osingot	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Palkkiotuotot netto	79,7	91,4	96,7	100,9	105,4	108,6	110,6
Henkivakuutusnetto	24,7	26,6	23,7	23,6	23,5	23,4	23,3
Rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotot	8,3	0,8	5,9	2,4	2,4	2,4	2,4
Liiketoiminnan muut tuotot	3,1	1,5	2,1	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Liiketoiminnan tuotot yhteensä</b>	<b>211,3</b>	<b>210,3</b>	<b>214,7</b>	<b>210,2</b>	<b>212,3</b>	<b>215,3</b>	<b>216,6</b>
Henkilöstökulut	-72,3	-79,1	-64,0	-61,5	-62,1	-62,7	-63,4
IT-kulut	-28,4	-30,5	-24,5	-25,2	-25,3	-26,0	-26,5
Poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä	-8,2	-9,5	-12,6	-12,8	-12,9	-13,0	-13,0
Liiketoiminnan muut kulut	-39,6	-41,7	-40,3	-39,5	-39,1	-38,7	-38,4
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-148,4</b>	<b>-160,7</b>	<b>-141,5</b>	<b>-139,0</b>	<b>-139,5</b>	<b>-140,5</b>	<b>-141,2</b>
Arvon alentumistappiot aineellisista ja aineettomista	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Arvon alentumistappiot luotoista ja sitoumuksista	-2,2	-0,6	-1,4	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,7	0,6	1,4	0,5	0,5	1,5	2,5
Liiketulos (raportoitu)	61,5	49,1	73,6	69,5	71,1	74,0	75,4
<b>Liiketulos (vertailukelpoinen)</b>	<b>57,5</b>	<b>59,9</b>	<b>69,2</b>	<b>69,5</b>	<b>71,1</b>	<b>74,0</b>	<b>75,4</b>
Verot	-12,2	-9,8	-12,8	-13,9	-14,2	-14,8	-15,1
Voitto ennen vähemmistöjä	49,3	39,3	60,8	55,6	56,9	59,2	60,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>49,3</b>	<b>39,3</b>	<b>60,8</b>	<b>55,6</b>	<b>56,9</b>	<b>59,2</b>	<b>60,4</b>
EPS	0,74	0,59	0,91	0,83	0,85	0,89	0,90
<b>Vertailukelpoinen EPS</b>	<b>0,69</b>	<b>0,72</b>	<b>0,89</b>	<b>0,83</b>	<b>0,85</b>	<b>0,89</b>	<b>0,90</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,60</b>	<b>0,57</b>	<b>0,60</b>	<b>0,63</b>	<b>0,68</b>	<b>0,71</b>	<b>0,72</b>
<b>Kulu/tuotto-suhde</b>	<b>70,2 %</b>	<b>76,4 %</b>	<b>65,9 %</b>	<b>66,2 %</b>	<b>65,7 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>65,2 %</b>
<b>Raportoitu ROE-%</b>	<b>8,0 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,0 %</b>

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e
Korkokate	20,7	23,5	21,0	21,0	86,2	20,8	20,6	20,4	20,2	82,0
Osingot	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Palkkiotuotot netto	23,8	26,2	22,9	23,8	96,7	24,4	25,0	25,5	26,0	100,9
Henkivakuutusnetto	5,8	5,0	5,5	7,4	23,7	6,1	6,2	5,3	6,0	23,6
Rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotot	0,6	0,7	4,6	0,0	5,9	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4
Liiketoiminnan muut tuotot	0,2	0,3	1,3	0,3	2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2
<b>Liiketoiminnan tuotot yhteensä</b>	<b>51,2</b>	<b>55,8</b>	<b>55,4</b>	<b>52,5</b>	<b>214,7</b>	<b>52,3</b>	<b>52,7</b>	<b>52,1</b>	<b>53,1</b>	<b>210,2</b>
Henkilöstökulut	-16,5	-17,8	-14,3	-15,4	-64,0	-16,2	-16,7	-13,8	-14,8	-61,5
IT-kulut	-5,6	-6,3	-6,1	-6,5	-24,5	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-25,2
Poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä	-3,1	-3,2	-3,1	-3,2	-12,6	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-12,8
Liiketoiminnan muut kulut	-8,2	-11,0	-8,4	-12,7	-40,3	-8,0	-10,8	-8,2	-12,5	-39,5
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-33,5</b>	<b>-38,3</b>	<b>-31,9</b>	<b>-37,8</b>	<b>-141,5</b>	<b>-33,8</b>	<b>-37,0</b>	<b>-31,5</b>	<b>-36,8</b>	<b>-139,0</b>
Arvon alentumistappiot aineellisista ja aineettomista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Arvon alentumistappiot luotoista ja sitoumuksista	-0,6	0,7	-0,8	-0,7	-1,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,5	0,0	0,9	0,0	1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,5
Liiketulos (raportoitu)	17,7	18,2	23,7	14,0	73,6	18,5	15,2	20,0	15,8	69,5
<b>Liiketulos (vertailukelpoinen)</b>	<b>18,0</b>	<b>18,5</b>	<b>18,6</b>	<b>14,0</b>	<b>69,2</b>	<b>18,5</b>	<b>15,2</b>	<b>20,0</b>	<b>15,8</b>	<b>69,5</b>
Verot	-2,6	-3,5	-3,9	-2,8	-12,8	-3,7	-3,0	-4,0	-3,2	-13,9
Voitto ennen vähemmistöjä	15,1	14,7	19,8	11,2	60,8	14,8	12,2	16,0	12,7	55,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>15,1</b>	<b>14,7</b>	<b>19,8</b>	<b>11,2</b>	<b>60,8</b>	<b>14,8</b>	<b>12,2</b>	<b>16,0</b>	<b>12,7</b>	<b>55,6</b>
EPS	0,22	0,21	0,29	0,17	0,91	0,22	0,18	0,24	0,19	0,83
<b>Vertailukelpoinen EPS</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,27</b>	<b>0,17</b>	<b>0,89</b>	<b>0,22</b>	<b>0,18</b>	<b>0,24</b>	<b>0,19</b>	<b>0,83</b>
<b>Osinko per osake</b>					<b>0,60</b>					<b>0,63</b>
<b>Kulu/tuotto-suhde (raportoitu)</b>	65 %	69 %	58 %	72 %	<b>65,9 %</b>	65 %	70 %	61 %	69 %	<b>66,2 %</b>
<b>Raportoitu ROE-%</b>	10,2 %	10,1 %	13,7 %	-	<b>10,0 %</b>	-	-	-	-	<b>8,8 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.11.2018	Vähennä	9,40 €	9,58 €

# Inderes Oy

## Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)