

AKTIA

15.12.2025 8.35 EEST



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI

Aktia

Varainhoito määrittää strategiakauden onnistumisen

Aktian tulostaso on noussut selvästi korkotason mukana, ja lainakysynnän piristymisen sekä varainhoidon tasaisen kasvun pitäisi pitää kannattavuustaso lähivuosina kohtalaisen vakaana. Mielestämme osake on näkymiin nähden maltillisesti hinnoiteltu, joten sijoittajan tuotto-odotus on houkutteleva. Toistamme lisää-suosituksen ja tarkastamme tavoitehintamme 12 euroon (aik. 11,0€) ennustemuutostemme mukana.

Varainhoitoon keskittynyt pankki

Aktia on suomalainen pankki, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito- ja henkivakuutuspalveluiden valikoimastaan. Aktia eroaa kotimaisista verrokeistaan erityisesti varainhoidon korkealla osuudella, ja pankin hallinnoitava varallisuus on yli kaksinkertainen lainakantaan nähden. Merkittävä tekijä varainhoidon kasvussa on ollut Taalerin varainhoitotoimintojen hankinta vuonna 2021. Kehitys on tämän jälkeen jäänyt kuitenkin vaisuksi, kun sijoitustiimien vaihtuvuus on johtanut huomattaviin lunastuksiin pankin keihäänkärkirahastoista.

Uusmyynnin vaisuun vetoon yhtiö vastasi julkaisemalla tuottojen kasvuun tähtäävän muutosohjelman vuonna 2025. Päivitetyssä kasvustrategiassaan Aktia hakee varainhoidossa kasvua erityisesti varakkaista yksityishenkilöistä, jossa sen markkina-asema on Suomessa jo varsin hyvä. Pankkipuolella keskeisen kasvusegmentin muodostavat puolestaan pk-yritykset.

Paluu tuloskasvuun siintää horisontissa

Olemme tehneet päivityksen yhteydessä Aktian ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia, ja kokonaisuudessaan lähivuosien tulosennusteemme nousivat noin 1–4 %.

Viime vuosina Aktian, kuten myös muun pankkisektorin, tulos ja kannattavuus ovat kohentuneet selvästi korkojen nousun ansiosta. Kelkka on kuitenkin hetkellisesti kääntynyt korkotason

mukana, ja vuonna 2025 odotamme Aktian vertailukelpoisen liiketuloksen laskevan 15 % ja vielä vuonna 2026 2 %. Tämän jälkeen arvioimme tuloksen kääntyvän takaisin tasaiseen mutta maltilliseen kasvuun liiketoiminnan volyymin mukana. Piristyvän lainakysynnän arvioimme kääntävän Aktian lainakannan selvempään kasvuun vuodesta 2026 alkaen. Varainhoidon kasvuennusteemme sen sijaan ovat varsin maltilliset, mikä heijastelee instituutiomyynnin haasteita. Pitkälti varainhoidon harteilla lepäävien kunnianhimoisten kasvutavoitteiden (yli 15 % oman pääoman tuotto ja 5 %:n palkkiotuottojen orgaaninen vuosikasvu) saavuttaminen vaatisikin selvästi tätä suotuisampaa kehitystä. Aktian raportoitu tulos sekä osakekohtainen tulos jatkavat kuitenkin ennusteissamme kasvussa myös vuosina 2025–2026 kertaluontoisten kuluerien räsittettua selvästi vuosien 2024 ja 2025 tuloksia.

Aktian voitonjaon odotamme olevan jatkossa varsin reipasta, sillä pankin vakavaraisuus on jo tavoitetason yläpuolella. Ennusteissamme keskimääräinen voitonjakosuhte on lähivuosina noin 80 %.

Tuotto-odotus on houkutteleva

Olemme tarkastelleet Aktian arvostusta tasekertoimien, osinkomallin sekä pohjoismaisten pankkiverrokkien kautta. Menetelmät indikoivat osakkeen arvoksi 11–14 euroa. Tavoitehintamme on lähempänä käyvän arvon haarukan alalaitaa, sillä arviomme mukaan nykyistä olennaisesti korkeampi kurssitaso vaatisi myynnin selvää tasonnousua varainhoidossa, sillä viime vuosina suoriutuminen on jäänyt vaisuksi ja hallinnoitavat asiakasvarat ovat polkeneet paikallaan. Joka tapauksessa osake on kannattavuusennusteisiimme nähden maltillisesti hinnoiteltu, ja näemme kertoimien nousuvaran ja vahvan osinkotuoton (~7–8 %) tarjoavan sijoittajalle hyvän 10–15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

12,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

11,38 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



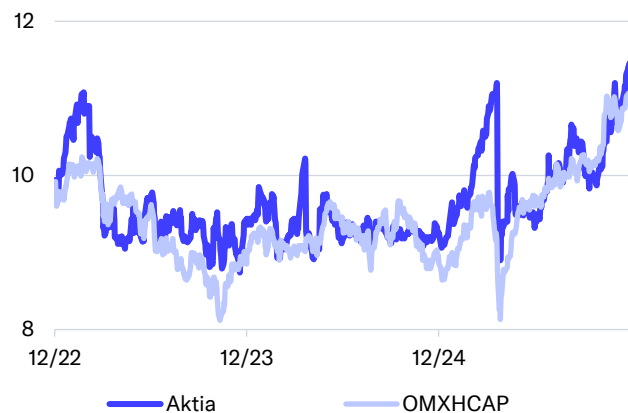
	2024	2025e	2026e	2027e
Liiketoiminnan tuotot	309	294	294	303
kasvu-%	7 %	-5 %	0 %	3 %
EBIT oik.	124,4	106,1	104,7	110,6
Nettotulos	75,9	77,4	82,2	89,5
EPS (oik.)	1,45	1,16	1,14	1,23
Osinko	0,82	0,83	0,94	0,95
Osingonjakosuhte	57 %	71 %	83 %	77 %
ROE-%	11,4 %	11,1 %	11,4 %	12,1 %
P/E (oik.)	6,4	9,8	10,0	9,3
P/B	1,0	1,2	1,1	1,1
Osinkotuotto-%	8,9 %	7,3 %	8,3 %	8,3 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

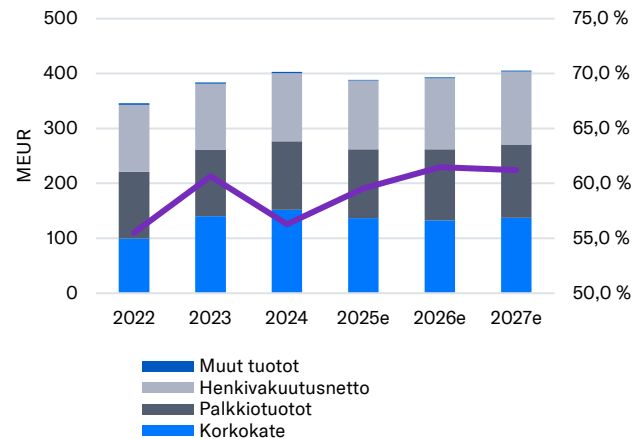
Aktia odottaa sen vuoden 2025 vertailukelpoisen liikevoiton olevan alhaisempi kuin vuoden 2024 vertailukelpoinen liikevoitto 124,5 miljoonaa euroa.

Osakekurssi

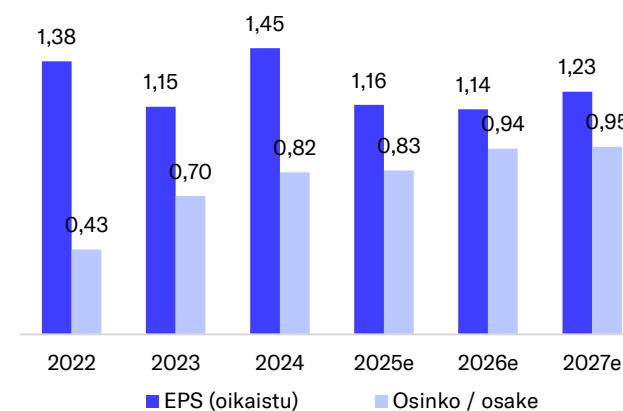


Lähde: Millistream Market Data AB

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korkojen nousu
- Varainhoidon kasvu
- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen pankkitoiminnassa
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Korkojen lasku
- Pankkitoiminnalle tyypillinen korkea velkavipu
- Jatkuvasti kiristynvä regulaatio
- Riippuvuus taloussuhdanteista ja pääomamarkkinakehityksestä
- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistömarkkinasta

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,4	11,4	11,4
Markkina-arvo	834	837	840
P/E (oik.)	9,8	10,0	9,3
P/E	10,8	10,2	9,4
P/B	1,2	1,1	1,1
Osinko/tulos (%)	78,6 %	84,1 %	78,4 %
Osinkotuotto-%	7,3 %	8,3 %	8,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–10
Pankkitoiminta	11–15
Varainhoito	16–17
Henkivakuutus	18
Toimiala	19–28
Historiallinen kehitys	29–32
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	33–35
Sijoitus- ja riskiprofiili	36–37
Ennusteet	38–43
Arvonmäärittäminen	44–47
Liitteet	48–50
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	51

Aktia lyhyesti

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

7,8 mrd. euroa

Lainakanta Q3'25 lopussa

16,3 mrd. euroa

Hallinnoitavat bruttoasiakasvarat Q3'25 lopussa

~3 %

Markkinaosuus Suomen lainamarkkinassa

298,7 MEUR

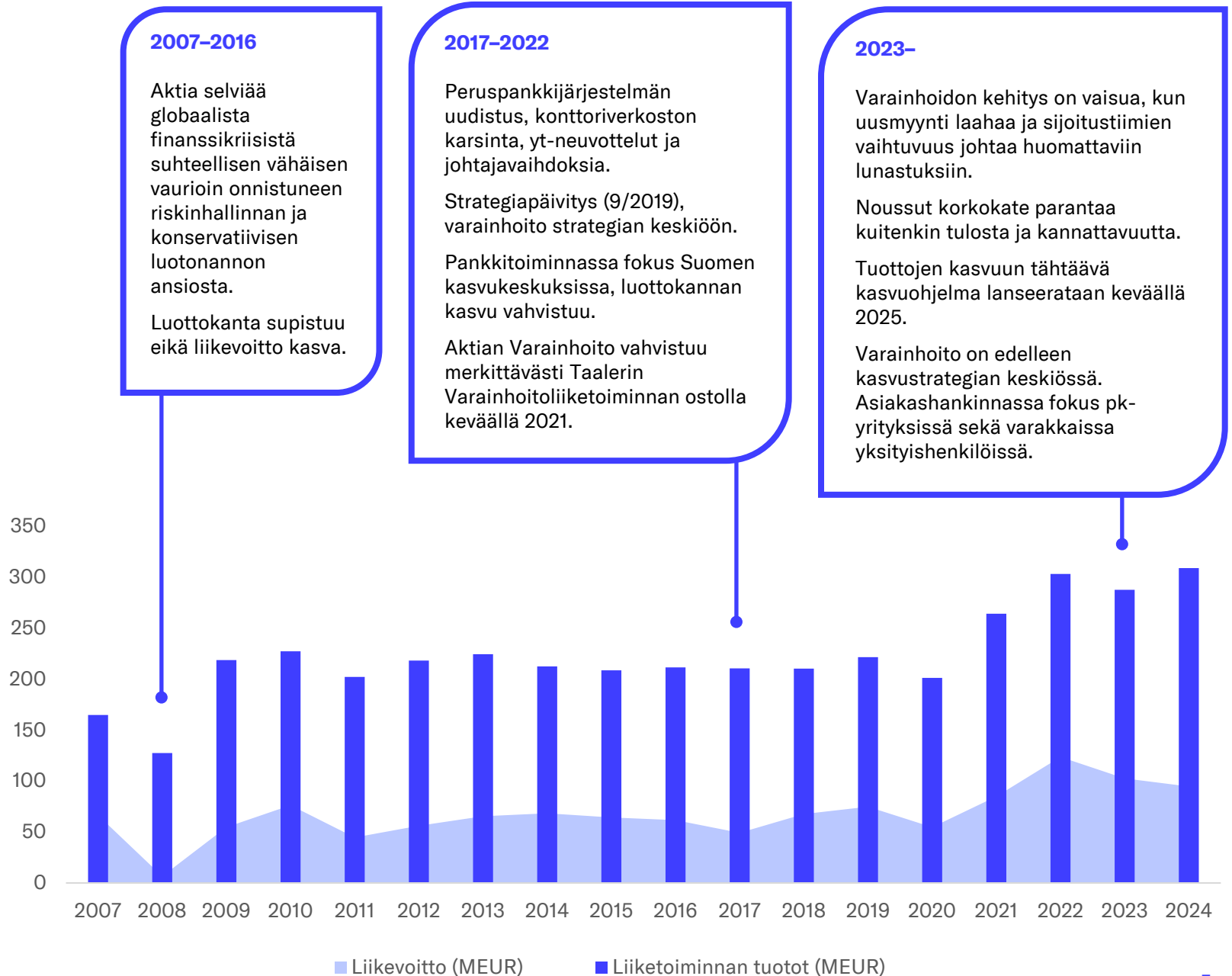
Liiketoiminnan tuotot viimeiset 12kk

110,6 MEUR

Vertailukelpoinen liikevoitto viimeiset 12kk

12,8 %

Vert.kelpoinen oman pääoman tuotto (Q1–Q3/2025)



Yhtiökuvaus 1/2

Aktia Pankki on vuonna 1825 perustettu suomalainen finanssikonserni, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ratkaisuja laajasta pankki-, varainhoito- ja henkivakuutuspalveluiden valikoimastaan. Konsernin maantieteelliseen toiminta-alueeseen kuuluvat Suomen kasvukeskukset, mutta toiminta on painottunut vahvemmin länsirannikolle. Asiakkaita palvelee pääosin verkon tai puhelimen välityksellä, mutta Aktialla on myös 13 toimipistettä käsittävä konttoriverkosto.

Aktian palveluksessa on noin 850 työntekijää ja asiakkaita yhtiöllä on noin 290 000 (yli 260 000 henkilöasiakasta ja 24 000 yritys- ja instituutioasiakasta). Aktian markkinaosuus Suomen asunto- ja yrityslainoista oli vuoden 2024 lopussa noin 3 % ja talletuksista 2 %.

Aktian luottokanta oli syyskuun 2025 lopussa noin 7,8 miljardia euroa ja varainhoidon hallinnoitavat bruttoasiakasvarat* (AUM) noin 16,3 miljardia euroa. Aktian liiketoiminta on jaettu neljään raportoivaan liiketoimintasegmenttiin, jotka ovat: Pankkitoiminta, Varainhoito, Henkivakuutus ja Konsernitoiminnot.

Aktian liiketoiminnan tuotot sisältävät kolme pääerää eli korkokatteen, nettopalkkiotuotot sekä henkivakuutusneton. Kulurakenne on toimialalle tyypilliseen tapaan varsin kiinteä, ja keskeisimmät kuluerät muodostuvat henkilöstö- ja IT-kuluista, muista kuluista sekä poistoista.

Pankkitoiminta

Segmentti sisältää pankkitoiminnan henkilö- ja yritysasiakkaat Private Bankingia lukuun ottamatta. Aktian henkilöasiakkaille tarjotaan laaja valikoima rahoitus-, vakuutus-, säästö- ja sijoitustuotteita ja -palveluita eri kanavien kautta. Aktian yritystoiminta palvelee yrityksiä ja yhteisöjä mikroyrityksistä ja yhdistyksistä pörssiyritysihin

sekä institutionaalisia asiakkaita muissa pankkiasioissa kuin varainhoidossa.

Varainhoito ja henkivakuutus

Varainhoito sisältää Aktian varainhoitotoiminnan sekä Private Bankingin ja tarjoaa institutionaalisille asiakkaille varainhoitoa sekä laajan valikoiman sijoitustuotteita. Tuotevalikoima sisältää sekä Aktian omia tuotteita että yhteistyökumppaneiden tuotteita. Lisäksi Aktian tuotteita jaellaan ulkoisten yhteistyökumppaneiden toimesta.

Henkivakuutus-liiketoiminta-alueen toimialana on riskihenkivakuuttaminen ja se hallinnoi ja tarjoaa laajan valikoiman sijoitussidonnaisia vakuutustuotteita.

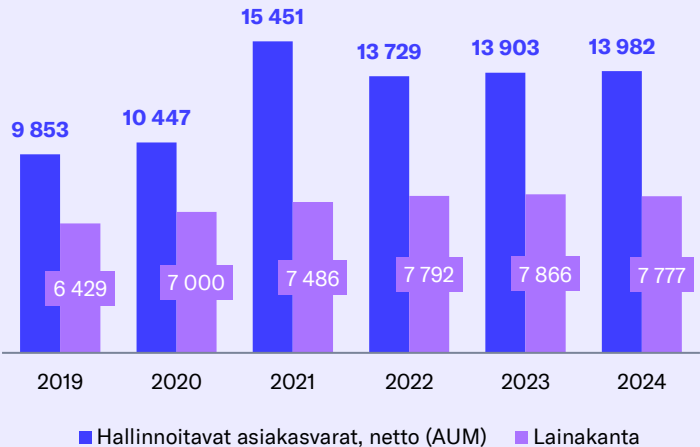
Konsernitoiminnot

Konsernitoiminnot koostuvat konsernin keskitetyistä toiminnoista. Yksiköt hoitavat konsernin rahoituksen ja likviditeetin hallinnan sekä tukevat muita liiketoimintasegmenttejä myynti-, IT- ja tuotetuen sekä -kehityksen kanssa. Konsernitoiminnot vastaavat myös riskien ja talouden seurannasta ja valvonnasta. Konsernitoimintojen koostuessa kulueristä on segmentin tulosvaikutus negatiivinen.

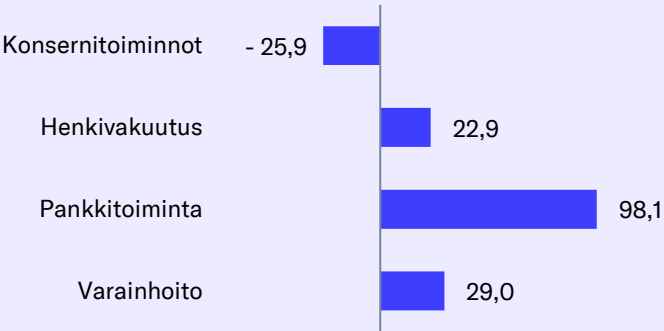
Varainhoitoon keskittynyt pankki

Aktia nosti syksyllä 2019 julkaistun strategiapäivityksen yhteydessä varainhoitoliiketoiminnan kasvattamisen strategiansa keskiöön. Varainhoidon rooli onkin kasvanut Aktian liiketoiminnassa merkittävästi ja viime vuosina varainhoidon sekä henkivakuutuksen palkkiot ovat tuoneet konsernin tuotoista noin 36 %. Osuus olisi vieläkin korkeampi, mikäli korkojen ripeä nousu ei olisi paisuttanut korkokatetta. Aktia on siis vahvasti varainhoitoon keskittynyt pankki.

Lainakanta ja AUM (MEUR)



Vertailukelpoisen liikevoiton jakauma, MEUR (2024)



*Varainhoidon bruttoasiakasvarat sisältävät rahastojen ja muiden tuotteiden lisäksi vakuutuksissa sekä varainhoitosopimuksissa olevat varat. Näin ollen bruttovaroihin on laskettu joitain pääomia kahteen kertaan. Vaikka luku ei ole täysin vertailukelpoinen, voidaan bruttovarojen ajatella vastaavan kaikkea sitä pääoman määrää, joka tuottaa Aktialle palkkiotuottoja.

Yhtiökuvaus 2/2

Varainhoitonsa kasvattamiseksi Aktia toteutti keväällä 2021 merkittävän yrityskaupan, kun se osti Taalerin Varainhoitoliiketoiminnan 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Aktian hallinnoitava varallisuus kasvoi kaupan myötä merkittävästi ja Q2’21 lopussa hallinnoitavat varat (15,6 mrd.) olivat yli kaksinkertaiset antolainaukseen (7,3 mrd.) nähden. Tämän jälkeen liiketoiminnassa on ollut tiettyjä haasteita, ja erityisesti uusmyynti on jäänyt vaatimattomaksi. Kaupan jälkeen nähtiin myös reippaita lunastuksia Aktian hallinnoimista rahastoista, mihin vaikutti Taalerilta tulleiden salkunhoitajien lähdön lisäksi myös Aktian korkosijoituksiin keskittyneen sijoitustisiin (Emerging Markets Debt) lähtö, joka ajoittui hieman ennen Taaleri-kauppaa. Aktian hallinnoitava varallisuus onkin yhä alle Taaleri Varainhoidon ostohetken. Myös kaupan mukana tullutta muuta henkilöstöä, ennen kaikkea yksityispankkiireita, on siirtynyt laajalti konsernin ulkopuolelle, joten integraatiota voidaan mielestämme pitää epäonnistuneena.

Varainhoidon vaisuun uusmyyntiin vastatakseen Aktia päivitti keväällä 2025 strategiaansa. Dramaattisia muutoksia pankin tulevaan suuntaan ei tehty, ja varainhoidossa kasvaminen on myös uuden strategiakauden prioriteetti. Yhtiö kuitenkin esitteli toimenpidelistan, jonka avulla pyrkii kääntämään palkkiotuotot takaisin kasvuun ja lisäksi nostamaan yhtiön kulutehokkuutta. Käsittelemme Aktian tulevaisuudensuunnitelmia tarkemmin tämän raportin strategiaosiossa.

Johdossa on ollut vaihtuvuutta

Aktian johdossa on ollut viime vuosina paljon vaihtuvuutta, ja erityisesti toimitusjohtajien vaihdokset ovat olleet julkisuudessa vahvasti esillä. Emme odota toimitusjohtajien viimeaikaisen vaihtuvuuden muodostavan varsin vakaalle

pankkitoiminnalle ongelmia, mutta muutokset voivat osaltaan hieman heikentää työntekijöiden sitoutuneisuutta ja viivästyttää näin strategiamuutoksen läpivientä.

Lokakuussa 2025 pankin toimitusjohtajana aloitti Anssi Huhta, joka ennen vastasi Aktian pankkitoiminnoista. Hän on toiminut Aktiassa eri tehtävissä vuodesta 2020 alkaen. Huhdalla on vankka kokemus pankkitoiminnasta, mutta mielestämme hän vaatii rinnalleen osaavan varainhoidon vetäjän Aktian hakiessa kasvua juuri palkkiotuotoista. Aktia nimittikin varainhoitoliiketoiminnasta vastaavaksi johtajakseen Pasi Vuorisen, jolla on vahva tausta erityisesti instituutioasiakkaiden parissa toimimisesta. Pidämme häntä kokemuksensa puolesta sopivana vetäjänä Aktian varainhoitotoiminnoille, joskin otanta on hyvin lyhyt ja näytöt vielä antamatta. Vuorinen siirtyi Aktian palvelukseen OP Varainhoidosta.

Muunkin johtoryhmän palvelusaika Aktiassa on varsin lyhytaikaista, mutta Huhdan ja Vuorisen tapaan arvioimme heidän taustansa ja pätevyytensä vastaavan hyvin tehtäviensä vaatimuksia.

Suurimmat osakkeenomistajat (tilanne 10/2025)	Osuus osakkeista
Erkki Etolan määräysvaltayhtiöt	19,96 %
Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas	8,24 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,68 %
Stiftelsen för Åbo Akademi	4,09 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	2,97 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	2,74 %
Stiftelsen Tre Smeder	2,34 %
Aktiastiftelsen i Borgå	2,11 %
Aktiastiftelsen i Vasa	1,67 %
Sparbanksstiftelsen i Karis-Pojo	1,29 %
10 suurinta yhteensä	50,09 %

Liiketoimintamalli 1/3

Pankit ovat rahoituslaitoksia, jotka toimivat taloudessa keskeisessä roolissa rahanvälittäjinä. Pankkien liiketoimintamalli on perusluonteeltaan yksinkertainen: ne ottavat vastaan talletuksia, lainaavat rahaa sitä tarvitseville ja tarjoavat erilaisia rahoituspalveluita, kuten varainhoitoa.

Jatkuviin tuottoihin (korkotuotot ja palkkiotuotot) perustuvan toimintamallinsa ansiosta pankin tulostaso ei tyypillisesti heilu lyhyellä aikavälillä merkittävästi. Markkinakorkojen muutoksilla on kuitenkin olennainen vaikutus tuloskehitykseen korkokatteen kautta, mutta pankkien käyttämistä korkosuojista johtuen tämän vaikutus näkyy viiveellä. Lisäksi syklit vaikuttavat muun muassa luottotappiotasoihin, lainojen kysyntään sekä varainhoitopalveluiden myyntiin. Pankkeja voidaan siis pitää syklisinä yhtiöinä niiden ollessa tiiviisti sidoksissa makrotalouden kehitykseen. Merkittävät heilahtelut kannattavuuksissa osuvat kuitenkin pääsääntöisesti vain kriisitilanteisiin, joten syklisyydestä huolimatta pankkitoiminnan tuloskehitystä voidaan pitää varsin vakaana. Olennaista kausiluonteisuutta pankkitoiminnassa ei sen sijaan ole.

Talletukset ovat pankille tärkein rahoituslähde

Pankkien erityispiirre on rahoitusratkaisuiden keskeinen rooli liiketoiminnassa. Tyypilliselle yhtiölle rahoitusratkaisut ovat erillään operatiivisesta toiminnasta, kun taas pankin tapauksessa velkarahoituksen voidaan ajatella muistuttavan enemmän liiketoiminnan vaatimaa raaka-ainetta.

Pankkien ensisijainen varainhankintatapa on talletusten kerääminen yksityishenkilöiltä, yrityksiltä ja julkisyhteisöiltä. Talletukset voivat olla esimerkiksi käyttötileillä, säästötileillä tai määräaikaistileillä. Pankit maksavat tallettajille talletuskorkoa, joka on tyypillisesti matala erityisesti käyttötileillä. Lisäksi pankit keräävät markkinalta rahoitusta pääosin joukkovelkakirjalainoina.

Eri rahoituslähteiden merkitys vaihtelee pankeittain, ja nyrkkisääntönä pienemmät toimijat ovat riippuvaisempia kotitalouksien ja yritysten talletuksista. Talletukset ovat pankin näkökulmasta myös edullisin rahoituskanava, sillä huomattava osa talletuksista on käytännössä nollakorkoisilla käyttötileillä. Tähän poikkeuksen teki nollakorkojen aika, joka painoi markkinarahoituksen hinnan hetkittäin jopa negatiiviseksi. Talletuskustannuksen osalta pankit hyötyvät erityisesti kansallisista talletussuojista, jotka esimerkiksi Suomessa turvaavat asiakkaan talletukset 100 000 euroon asti.

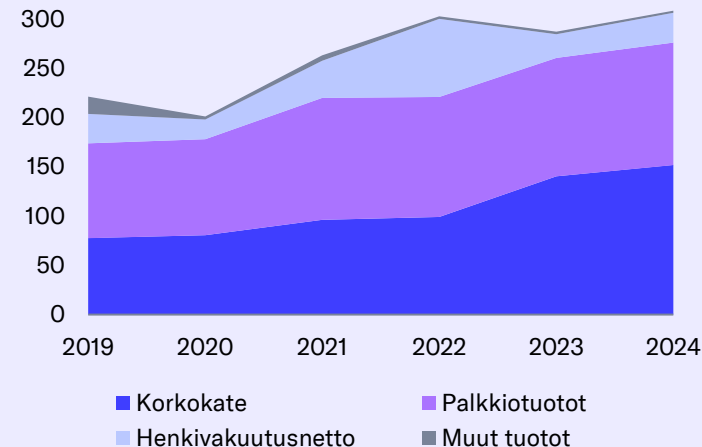
Aktian rahoituksesta lähes 90 % tulee talletuksista ja joukkovelkakirjalainoista, ja näiden suhteelliset osuudet ovat suurin piirtein yhtä suuret.

Korkokate on merkittävin tuottorivi

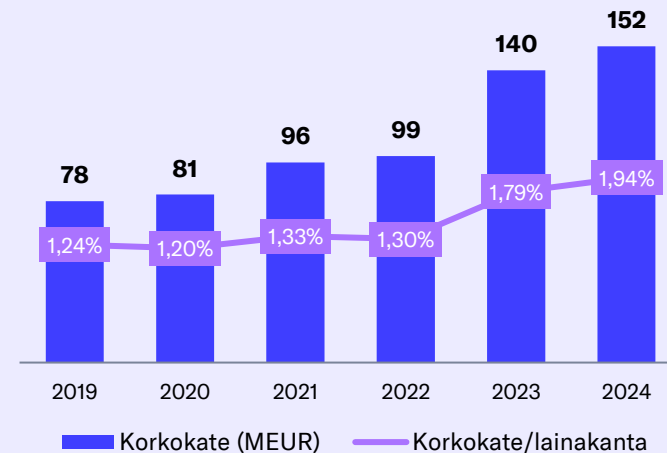
Keräämiään varoja pankit käyttävät luotonantoon. Ne myöntävät muun muassa asuntolainoja, kulutusluottoja ja yrityslainoja. Pankit ansaitsevat rahaa luotoista perimälläan korolla, joka on yleensä korkeampi kuin talletuksista ja muusta rahoituksesta maksettava korko. Tämän erotuksen, korkokatteen, pankki kirjaa tuloslaskelmalleen tuotoksi. Korkotuottojen tärkeimmät erät ovat henkilöasiakkaiden asuntolainat sekä erilaiset yrityksille myönnettävät lainat. Näistä korkeampiriskisille yritysluotoille saatavat korkotuotot ovat lähtökohtaisesti maltillisen riskitason asuntolainoitusta korkeampia.

Lisäksi sääntely vaatii pankkeja ylläpitämään likvidejä varoja muun muassa talletusten nostoja varten. Nämä sisältävät käteisen ja keskuspankkitalletusten lisäksi helposti rahaksi vaihdettavia omaisuususeriä kuten valtioiden velkakirjoja. Myös näille erille Aktia ansaitsee korkotuottoja, mikä kasvattaa korkokatetta. Aktian korkokate oli viime vuonna 152 MEUR, mikä vastasi noin puolta kaikista tuotoista.

Konsernin tuottojen kehitys (MEUR)



Korkokatteen kehitys



Liiketoimintamalli 2/3

Palkkiotuotot ovat myös keskeisessä roolissa

Luotonannon ja talletusten lisäksi pankit saavat palkkioita monista muista palveluista. Näitä ovat muun muassa:

- Varainhoito: Sijoitusneuvonta ja asiakkaiden varojen hallinnointi.
- Maksuliikennepalvelut: Tilisiirrot, verkkopankkipalvelut ja korttimaksut.
- Valuuttakauppa ja johdannaiset yritysten ja yksityishenkilöiden tarpeisiin.
- Vakuutuspalvelut: Muun muassa henkivakuutukset sekä eläkevakuutukset.

Näistä palveluista saadut palkkiotuotot ovat olennainen osa pankkien liikevaihtoa ja tasapainottavat korkotuottoihin perustuvaa ansaintalogiikkaa. Erityisesti varainhoito on pankeille merkittävä tulonlähde, ja varainhoitoon painottuneen strategian johdosta tämän merkitys on Aktialla korostunut.

Aktian nettopalkkiotuotot olivat vuonna 2024 yhteensä 124,3 MEUR eli 40 % pankin yhteenlasketuista tuotoista. Palkkiotuotoista suurimman osan tuovat varainhoitoon ja sijoittamiseen liittyvät erät (66 % nettopalkkiotuotoista). Aktialle palkkiotuotot ovatkin selvästi kotimaisia ja pohjoismaisia pankkiverrokkeja tärkeämpi tulonlähde (keskimäärin noin viidennes tuotoista), mikä selittyy varainhoidon suurella osuudella suhteessa lainakannan kokoon. Tämä juontaa juurensa suurilta osin asiakaskuntaan, sillä Aktian strategiana on keskittyä erityisesti varakkaiden yksityishenkilöiden palvelemiseen. Käsittelemme varainhoitoliiketoimintaa raportilla vielä tarkemmin erillisessä kappaleessa. Muut Aktian

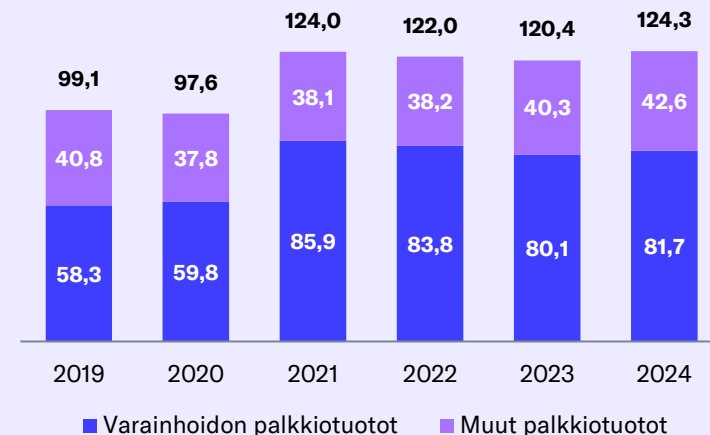
palkkiotuotot muodostuvat korttien ja maksuvälityksen palkkioista (~20 % palkkiotuotoista) sekä antolainaukseen liittyvistä palkkioista (~8 % palkkiotuotoista) kuten uusien lainojen järjestelypalkkioista. Palkkiotuotot heiluvat vuosittain ja kvartaaleittain tyypillisesti maltillisesti, kun taas korkokate voi vaihdella merkittävästikin markkinakorkojen mukana.

Henkivakuutusneton merkitys on vähäisempi

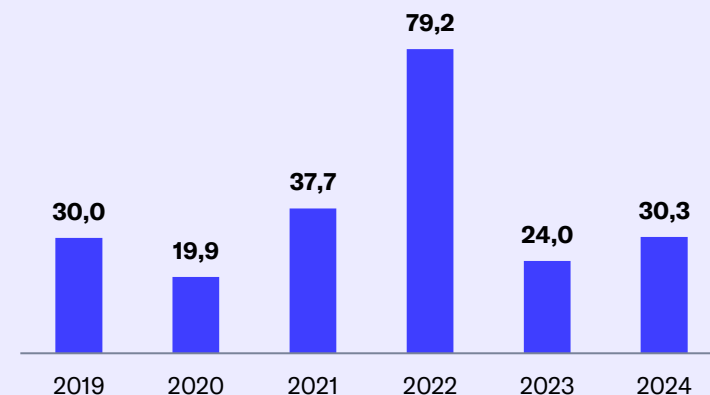
Aktian kolmanneksi suurimman tuottolähteen muodostaa henkivakuutustoiminta. Aktia Henkivakuutus tarjoaa kattavan valikoiman vakuutuksia yksityis- ja yritysasiakkaille. Näiden tuotto raportoidaan henkivakuutusnettona, joka toi vuonna 2024 noin 10 % konsernin tuotoista (30,3 MEUR).

Aktian muut tuotot sisältävät muun muassa rahoitusvarojen arvomuutoksia, omaisuuserien myyntivoittoja sekä muita pienempiä tuottorivejä. Näiden merkitys on kuitenkin vähäinen, sillä korkokate, palkkiotuotot sekä henkivakuutusnetto toivat 99 % liiketoiminnan yhteenlasketuista tuotoista vuonna 2024.

Palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Henkivakuutusneton kehitys (MEUR)



Liiketoimintamalli 3/3

Henkilöstö ja IT ovat suurimmat kuluerät

Aktian kulurakennetta ei ole mielestämme mielekäästä käsitellä segmenteittäin, vaikka näitä erikseen raportoidaankin, sillä jaottelu on varsin keinotekoinen. Tärkeimmät liiketoiminnot varainhoito ja pankkitoiminta ovat kuitenkin tiiviisti sidoksissa toisiinsa, kun iso osa pankkiasiakkaista on samalla varainhoidon asiakkaita. Näin ollen keskitymme kulurakenteen tarkastelussamme konsernitason lukuihin.

Aktian kulurakenne on toimialalle varsin tyypillinen, ja henkilöstökulut vastasivat viime vuonna noin 45 % kaikista kuluista. Muita suuria kulueriä ovat IT-kulut (29 %) sekä liiketoiminnan muut kulut (13 %), jotka pitävät sisällään mm. ostetut palvelut, viestintä- ja markkinointikulut, vuokratulot sekä Rahoitusvakuusvirastolle maksettavat vakaumaksut. Vakaumaksuja ei kuitenkaan ole kerätty vuoden 2023 jälkeen. Lisäksi poistot vastasivat noin 13 % kaikista kuluista, mutta tämän osuuden pitäisi laskea vuoden 2024 lopussa tehdyn peruspankkijärjestelmän alaskirjauksen takia. Luottotappiot Aktia raportoi erillisenä eränä eivätkä ne sisälly liiketoiminnan operatiivisiin lukuihin.

Aktian kulukehityksen osalta on kuitenkin huomioitava, että historiassa pankin raportoidut kulut ovat olleet tavan takaa vertailukelpoisia liiketoiminnan kuluja korkeammat. Tämä on johtunut ennen kaikkea uudelleenjärjestelyistä, minkä lisäksi muun muassa IT-järjestelmiin on tehty ei-kassavirtavaikutteisia alaskirjauksia.

Varakkaat yksityishenkilöt ovat tärkein asiakasryhmä

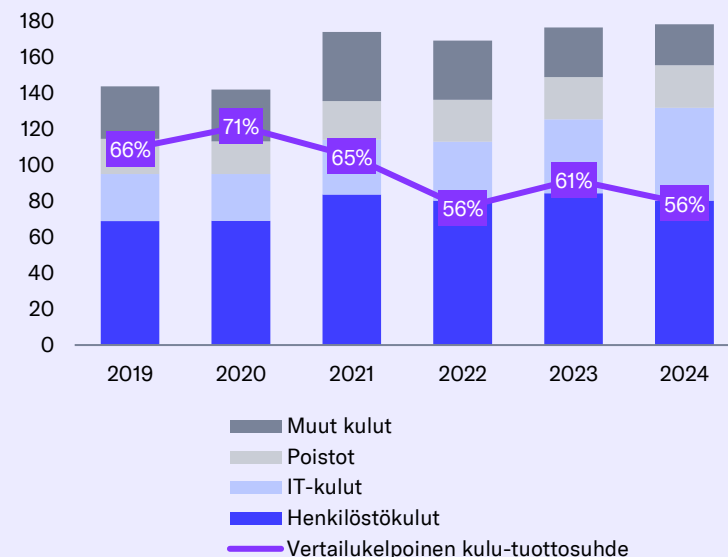
Sekä pankkitoiminnassa että varainhoidossa Aktian tärkeimmän asiakassektorin muodostavat Premium- ja Private Banking -asiakkaat eli varakkaat yksityishenkilöt. Aktian lainakannasta noin 65 % koostuu kotitalouksien lainoista. Painotus varakkaimpiin yksityishenkilöihin taas näkyy erityisesti siinä, että Aktian hallinnoimat varainhoidon

asiakasvarat ovat henkilöasiakkaiden kohdalla korkeat suhteessa segmentin lainakannan kokoon. Tästä voikin päätellä, että pankin asiakkaista moni on myös merkittävä varainhoidon asiakas. Pankkitoiminnassa asiakasfokus näkyy myös markkinaosuuksissa, sillä Aktian oman arvion mukaan sen markkinaosuus varakkaampien asiakkaiden asuntolainoissa on kaksi kertaa suurempi (~8 %) kuin pankin markkinaosuus kaikissa Suomen asuntolainoissa (~4 %). Varakkaimpiin asiakkaisiin keskittymisessä tavoitellaan ennen kaikkea varainhoidon kasvua, sillä asiakaskunnan varallisuus ei ole näkynyt kilpailijoita korkeampina tuottoina lainakannalle. Palvelun osalta Aktia panostaa erityisesti henkilökohtaiseen palveluun, mikä on arviomme mukaan kriittistä kyseisen asiakasryhmän tarpeiden täyttämiseksi.

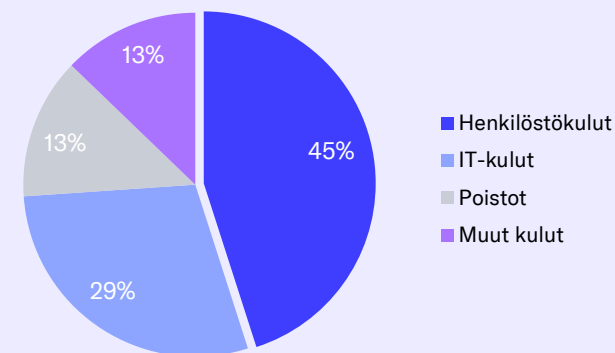
Premium- ja Private Banking -asiakkuuksiin keskittymisestä huolimatta myös yritysasiakkaiden liiketoiminta on pankin kannalta hyvin merkityksellistä, sillä varainhoidon nykyisistä asiakasvaroista noin puolet tulee instituutioasiakailta, minkä lisäksi Aktian lainakannasta noin 35 % koostuu yrityslainoista. Yritysluotoissa painotus on erilaisissa kiinteistötoimijoissa (erityisesti taloyhtiöt), mutta päivitetyn strategian myötä kasvua haetaan pk-yrityksissä muun muassa leasing-, osamaksu- ja laskurahoituksessa.

Lisäksi on hyvä huomioida, että vaikka asiakkuudet sekoittuvat eri liiketoiminnoissa (pankin asiakkaalla on usein myös vakuutustuotteita ja varainhoitopalveluita), muodostavat varainhoidon instituutioasiakkaat tähän poikkeuksen, sillä nämä eivät ole monessa tapauksessa lainkaan pankkipuolen asiakkaita. Tämä pitää erityisesti paikkansa kansainvälisissä varainhoitoasiakkuuksissa, jotka tyypillisesti ostavat vain yksittäisiä rahastotuotteita. Kansainvälisten asiakkaiden osuus hallinnoitavista varoista on arviomme mukaan kuitenkin vain noin 10 %, joten valtaosa Aktian nykyisestä asiakaskunnasta on potentiaalista tai jo olemassa olevaa asiakaskuntaa kaikille pankin palveluille.

Operatiiviset kulut (MEUR)



Kulujen jakauma, % (2024)



Pankkitoiminta 1/5

Käymme tässä osiossa läpi keskeisiä pankkitoiminnalle erityisiä piirteitä. Erityistä huomiota sijoittajan tulee pankkia analysoitaessa kiinnittää korkoriskiin sekä luottoriskiin.

Markkinakorkojen heiluntaa suojataan korkosuojilla

Pohjoismaisille pankeille on tyypillistä, että luotonanto on pääosin vaihtuvakorkoista. Näin on myös Aktian tapauksessa, sillä valtaosa luotonannosta on sidottu 3–12kk euriboreihin. Rahoituksesta huomattava osa taas on käytännössä kiinteäkorkoista, sillä esimerkiksi yön yli talletuksille ei tyypillisesti makseta korkoa, tai vaihtoehtoisesti korko on hyvin matala eikä elä voimakkaasti markkinakorkojen mukana. Lisäksi pankin ottamasta markkinarahoituksesta osa on kiinteäkorkoista. Tätä epäsuhtaa hallinnoidaan korkosuojilla, ja korkoriskin hallinta onkin olennainen osa pankkien liiketoimintaa. Välttämätöntä korkosuojien käyttö ei ole, mutta käytännössä kaikki pankit tätä jossain määrin harjoittavat. Korkosuojien hyöty tulee siitä, että korkotason muutokset eivät heiluta lyhyellä aikavälillä voimakkaasti pankin tuloskehitystä.

Tuloslaskelmalla tämä näkyy siten, että korkojen laskiessa korkosuojat vaimentavat korkokatteen laskua, kun taas korkojen noustessa vaikutus on päinvastainen. Aktian tapauksessa näiden vaikutusta on kuitenkin haastava arvioida, sillä pankki ei julkaise täsmällisiä tietoja korkosuojistaan tai näiden tulosvaikutuksesta.

Lopulta suojat ovat kuitenkin kohtalaisen lyhytaikaisia, joten vallitseva korkotaso määrää lopulta pankin korkokatteen tason yhdessä lainamarginaalien ja pankin oman rahoituskustannuksen kanssa. Erityisen haitallista pankeille oli viime vuosikymmenen aikana vallinnut nollakorkoympäristö, joka supisti pankin perimien viitekorkojen ja talletuskorkojen eroa, ja painoi korkokatteen historiallisen mataliksi läpi pankkisektorin. Sijoittajan onkin

tärkeä ymmärtää, että korkotasolla on olennainen vaikutus pankkien tulokseen.

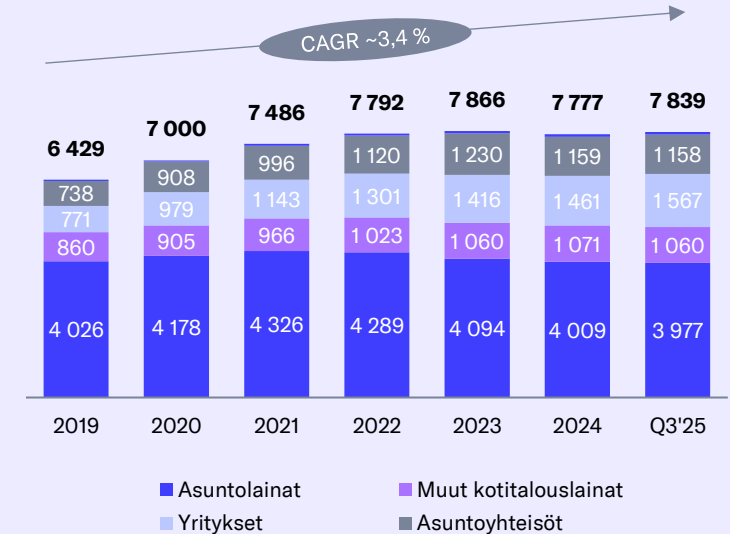
Luottosalkun riskiprofiili on matala

Luotonanto sisältää aina luottoriskin, eli riskin siitä, ettei lainanottaja pysty maksamaan lainaansa takaisin. Pankit hallinnoivat tätä riskiä arvioimalla lainanhakijoiden maksukykyä ja vakuuksia. Riskienhallinta onkin yksi pankin ydintoiminnoista, sillä korkeat luottotappiot suhteessa saatuihin lainakorkoihin heikentävät pankkitoiminnan kannattavuutta ja nostavat vakavaraisuus- ja likviditeettiongelmien riskiä. Tämän kautta riskienhallinnan laadulla on suora vaikutus kannattavuuden ohella tuottovaatimukseen.

Aktian 7,8 mrd. euron luottosalkun kokonaisriskiprofiili oli arviomme mukaan matala. Arviomme perustuu erityisesti Aktian kiinteistövakuudellisiin luottoihin painottuvaan lainaportfolioon sekä historiallisesti mataliin luottotappiomääriin.

Asuntolainat vastasivat Q3'25 lopussa noin 51 % Aktian lainaportfoliosta, ja muodostavat siten lainakannan suurimman erän. Näiden riskitasoa voidaan arvioida toteutuneiden luottotappioiden ohella luototusasteella, joka kuvaa luoton määrän suhdetta vakuuden arvoon. Kaikesta Aktian kiinteistövakuudellisesta lainoituksesta 83 % osuu alle 50 %:n luototusasteeseen, jota voidaan pitää hyvin maltillisena. Vastaavasti yli 70 %:n luototusasteen lainojen osuus on vain noin 4 %. Mielestämme yhtiön kohdalla ei ole perusteita olettaa vakuusarviointin olevan liian optimistista, joten jakauma antaa arviomme mukaan hyvän kuvan kiinteistövakuudellisen luototuksen maltillisesta riskitasosta. Tässä on hyvä huomioda, että luototusasteen tunnusluvut sisältävät myös kiinteistövakuudellisia yritysluottoja, mutta selkeä pääpaino on asuntolainoissa.

Aktian lainakannan kehitys (MEUR)



Pankkitoiminta 2/5

Yrityslainat (pl. asuntoyhteisöt) vastasivat kokonaisuutena 20 % Q3'25 lopun luottokannasta. Aktian yrityslainat ovat pienten ja keskisuurten yritysten sekä yrittäjien lainoja, ja käsityksemme mukaan yhtiö ei ole lainoittanut merkittävästi suuria yrityksiä. Yrityslainoissa suurin paino Aktialla oli vuoden 2024 lopussa kiinteistöalalle ja rahoitustoiminnalle suunnatuissa lainoissa. Yritysluotot ovat arviomme mukaan yhdessä kulutusluototuksen kanssa lainakannan riskisintä osaa, mikä näkyy esimerkiksi yritysluottojen hieman kotitalouslainoja korkeampina luottotappiovarauksina. Toisaalta myös yritysluotoissa on lähtökohtaisesti aina jokin vakuus tai takaus (kuitenkin vähemmissä määrin kiinteistövakuus), mikä laskee näiden riskitasoa. Erot luottotappiovarausten määrässä eivät olekaan dramaattisia.

Asuntoyhteisölle (taloyhtiöt) suunnatut lainat muodostivat noin 15 % Q3'25 lopun lainaportfoliosta. Näiden riskiprofiili on arviomme mukaan matala, koska asunto-osakeyhtiöiden luottotappiot ovat Suomen kasvukeskuksissa hyvin harvinaisia ja viime kädessä asuntoja omistavat osakkeenomistajat vastaavat asunto-osakeyhtiöiden lainoista. Lisäksi lainojen panttina on tyypillisesti kiinnitys esimerkiksi tonttiin tai muuhun omaisuuteen.

Loput lainoista (15 %) olivat muita luottoja kotitalouksille (mm. kulutusluotot) sekä luottoja mm. julkisyhteisöille ja yhdistyksille. Kotitalouksien kulutusluottojen osuus muista luotoista on käsityksemme mukaan pieni.

Riskienhallinta on ollut historiallisesti onnistunutta

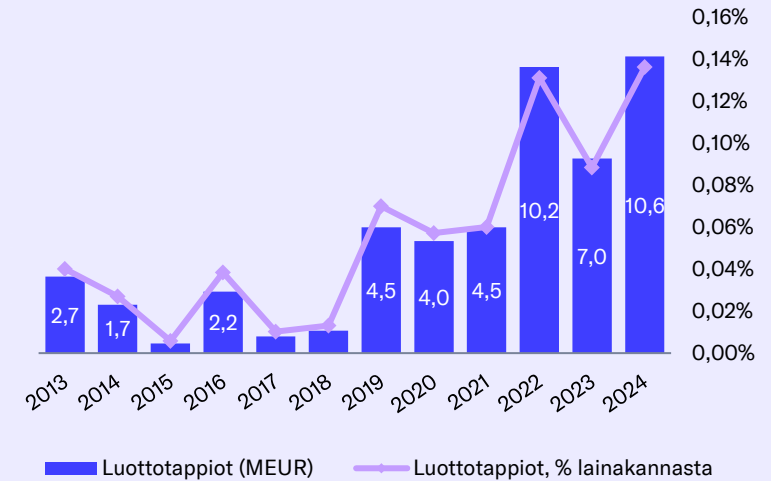
Aktian riskienhallinta on ollut mielestämme historiassa erittäin onnistunutta ja yhtiön luottotappiot ovat olleet suhteellisesti hyvin pieniä. Vahva track-record madaltaa sijoittajien näkökulmasta yhtiön kokonaisriskiprofilia ja antaa luottamusta siihen, että Aktia selviäisi suhteellisen vähäisin vaurioin, mikäli yleinen taloudellinen tilanne tulevaisuudessa heikentyisi esimerkiksi uuden taantuman

tai laskusuhdanteen myötä. Tätä arviota tukevat myös maltillisina säilyneet luottotappiot vuosina 2024–2025, vaikka konkurssimäärät sekä työttömyysluvut ovat Suomessa olleet selvässä kasvussa. Pidämme luottopolitiikkaa enemmän pankin prosesseista riippuvaisena, joten historiaan perustuvan arvion laatua ja johtopäätöksiä ei olennaisesti heikennä se, että Aktian henkilöstö on tarkastelujakson aikana jonkin verran muuttunut.

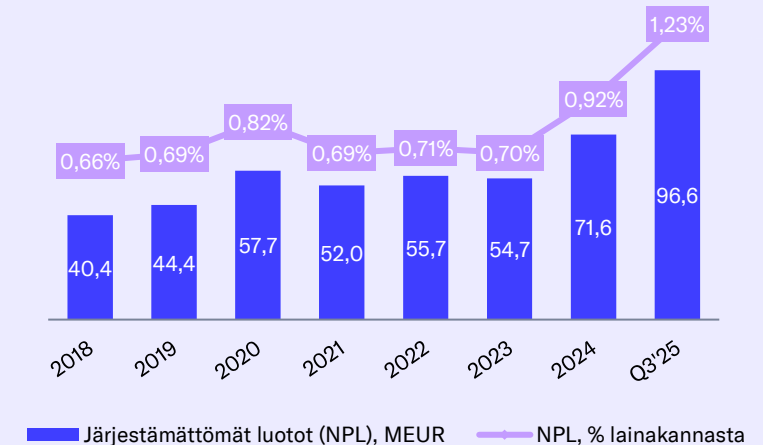
Aktia itse kertoo, että se noudattaa tiukkoja luotonantokriteereitä ja että sillä on varovainen ja matalariskinen antolainauspolitiikka. Historiallisen kehityksen perusteella arvioimme tämän pitävän paikkaansa, sillä yhtiön järjestämättömien luottojen osuus lainakannasta (yli 90 päivää myöhässä) on ollut viimeisen 8 vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,70 %, ja viimeisimmän kvartaaliraportin mukainen luku oli 1,23 %. Vaikka heikko taloussuhdanne onkin nostanut lukua jonkin verran, on taso sekä EU:n että Suomen mittakaavassa matala, mikä arviomme mukaan heijastelee yhtiön luottosalkun maltillista riskitasoa. Euroopan pankkivalvojan tilastojen mukaan Euroalueen keskiarvo järjestämättömien luottojen osalta oli Q2'25 lopussa 1,8 % (viimeisen 8v keskiarvo 3,3 %) ja Suomessa samalla hetkellä noin 1,7 %.

Lainakannan hyvä laatu on myös heijastunut maltillisina luottotappiovarauksina ja -kirjauksina. Ne ovat olleet viimeisen 12 vuoden aikana keskimäärin vain noin 0,06 % vuosittain koko lainakannasta. 2008–2009 finanssikriisillä oli arviomme mukaan suhteellisen pieni vaikutus Aktiaan, vaikkakin yhtiö kirjasi huomattavan arvonalentumisen 2009 (~0,5 % lainakannasta). Valtaosa luottotappioista on arviomme mukaan tullut yrityslainoista sekä muista kotitalouslainoista kuin asuntolainoista, sillä viimeksi mainituissa luottotappiotapahtumat ovat käsityksemme mukaan olleet Suomessa hyvin matalia koko markkinan osalta.

Luottotappioiden kehitys



Järjestämättömien luottojen kehitys



Pankkitoiminta 3/5

Lainat muodostavat taseen suurimman varallisuuserän

Aktian, kuten myös muiden pankkien, liiketoiminta on hyvin tasevetoista. Varainhoitoliiketoiminta ei kuitenkaan juuri tasetta rasita, joten taseen analysoinnissa katse on syytä kääntää pankkitoimintaan ja pienemmältä osin henkivakuutustoimintaan.

Aktian taseen varat voidaan jakaa neljään sijoittajan kannalta tärkeimpään pääerään. Nämä ovat antolainaus yleisölle (eli lainakanta), pankkitoiminnan likviditeettisalkku, sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät varat sekä henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku.

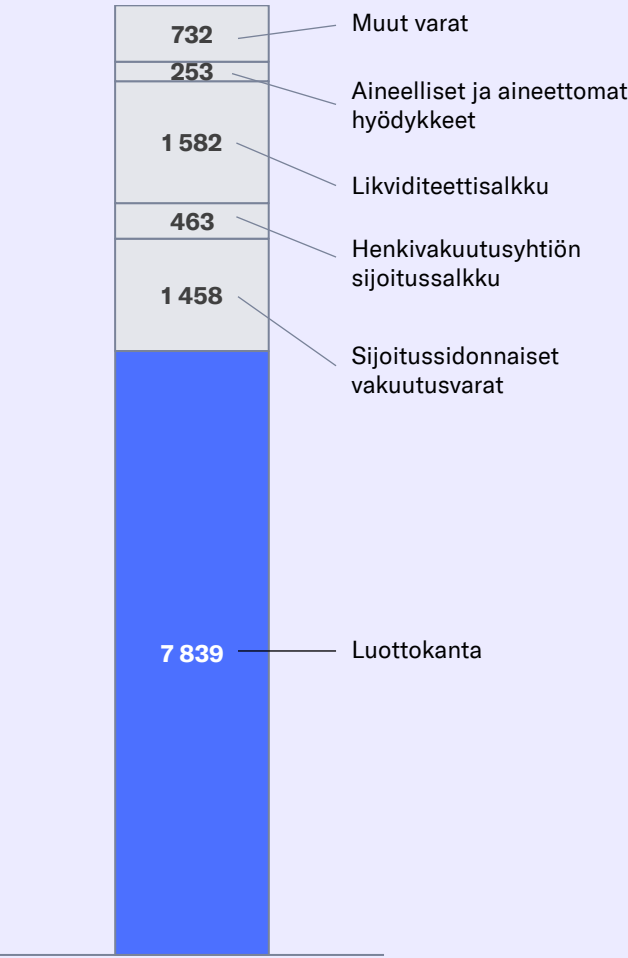
Aktian taseen rahoitusvarat koostuvat pääosin pankkikonsernin likviditeettisalkusta sekä henkivakuutusyhtiön sijoitussalkusta. Pankit tarvitsevat likviditeettiä eli helposti rahaksi muutettavia varoja (kuten käteistä ja arvopapereita) hoitaakseen asiakkaiden nostot, maksut ja siirrot. Puskuri toimii myös turvana odottamattomissa tilanteissa (mm. odotuksia suuremmat talletusnostot), jolloin rahoituksen saaminen muualta nopeasti voi olla vaikeaa tai hyvin kallista. Näin ollen likviditeettisalkun tehtävä ei ole tuoton maksimoiminen, vaan riittävän tuoton saaminen puskurivaroille. Aktian likviditeettiriskiä kuvaava maksuvalmiuden tunnusluku (LCR) oli Q3'25 lopussa 235 %, mikä ylitti viranomaisen 100 % vähimmäisvaatimuksen selvästi. Likviditeettisalkun markkina-arvo oli Q3'25 lopussa 1,6 mrd. euroa ja se koostui pääosin keskuspankkitalletuksista, käteisestä ja korkean luottoluokituksen korkosijoituksista. Näiden kirjanpitokäsittelystä on syytä huomioida, että valtaosa likviditeettisalkun arvonmuutoksista kirjataan laajan tuloksen kautta, joten nämä eivät näy nettotuloksessa. Oman pääoman määrässä nämä kuitenkin huomioidaan, joten piileviä riskejä omistusten arvonmuutosten osalta ei ole.

Henkivakuutusyhtiön sijoitussalkku on taas vakuutustoiminnan velkojen (mm. asiakkaiden kauden alussa maksamat vakuutusmaksut sekä laskuperusteisten sopimusten velat) katteena, eikä se sisällä varainhoitoon verrattavissa olevia sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Salkun tavoitteena on saavuttaa vähintään vakuutussäästöjen taattuja korkoja vastaava tuotto. Sijoitussalkun koko oli Q3'25 lopussa 463 MEUR ja se koostui pääosin korkosijoituksista.

Henkivakuutuksen oman sijoitussalkun lisäksi yhtiöllä on myös sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Näiden arvo taseen varoissa oli Q3'25 lopussa 1,5 mrd. euroa. Näissä asiakas kantaa itse vakuutusten katteena olevien varojen sijoitusriskin. Käytännössä Aktialla on taseen velkojen puolella euromääräisesti yhtä suuri sijoitussopimusvelka ja tämä erä taseessa on siten lähinnä kirjanpitotekninen.

Pankkitoimintaan suoraan liittyvien erien lisäksi Aktialla oli taseessaan aineettomia omaisuuseriä 165 MEUR. Aineettomasta omaisuudesta valtaosa liittyy Taalerin varainhoitoliiketoiminnan hankintaan, jonka alaskirjausriskin arvioimme matalaksi. Loppuosa aineettomista omaisuuseristä koostuu pääosin IT-järjestelmäkehityksen aktivoinneista. Kiinteää taseomaisuutta Aktialla ei juuri ole. Aktian taseen loppusumma oli Q3'25 lopussa 12,3 mrd. euroa.

Aktian taseen varat (Q3'25)



Pankkitoiminta 4/5

Liiketoimintaa rahoitetaan talletuksilla ja markkinarahalla

Aktian taseen velkojen puolella keskeiset erät muodostuvat talletuksista, muista rahoitusveloista, vakuutustoiminnan veloista sekä omasta pääomasta.

Aktian rahoitusvelat olivat Q3'25 lopussa 4,8 mrd. euroa ja ne koostuivat pääosin Aktian liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista. Joukkovelkakirjalainoista 2,5 mrd. euroa oli kiinteistövakuudellisia lainoja ja loppuosa vakuudettomia senior-velkakirjoja. Näillä velkakirjoilla Aktia rahoittaa talletusten ohella omaa antolainautointiaan. Valtaosa Aktian markkinarahoituksesta erääntyy vuosina 2026–2028, mikä vaatii jatkuvaa lainojen uudelleenrahoitusta osana normaalia liiketoimintaa. Toisaalta lyhyt markkinarahoitus mahdollistaa taseen joustavuuden muuttuvien tilanteiden varalta.

Talletusten määrä oli Q3'25 lopussa 4,6 mrd. euroa, joten Aktian rahoitus jakautuu karkeasti puoliksi talletusten ja markkinarahoituksen kesken.

Markkinaehtoisen rahoituksen hintaan vaikuttaa rahoituksen yleisen saatavuuden lisäksi ennen kaikkea luottoluokitus, joka riippuu pankkisektorin yleisen riskitason ohella yhtiökohtaisista tekijöistä. Moody'sin antama luottoluokitus Aktian pitkäaikaiselle varainhankinnalle on A2 ja S&P Globalin A-, ja näistä kumpikin implikoi hyvin maltillista rahoitusriskiä. Kokonaisuudessaan Aktian maksamat marginaalit sen vakuudettomasta markkinarahoituksesta ovat matalat.

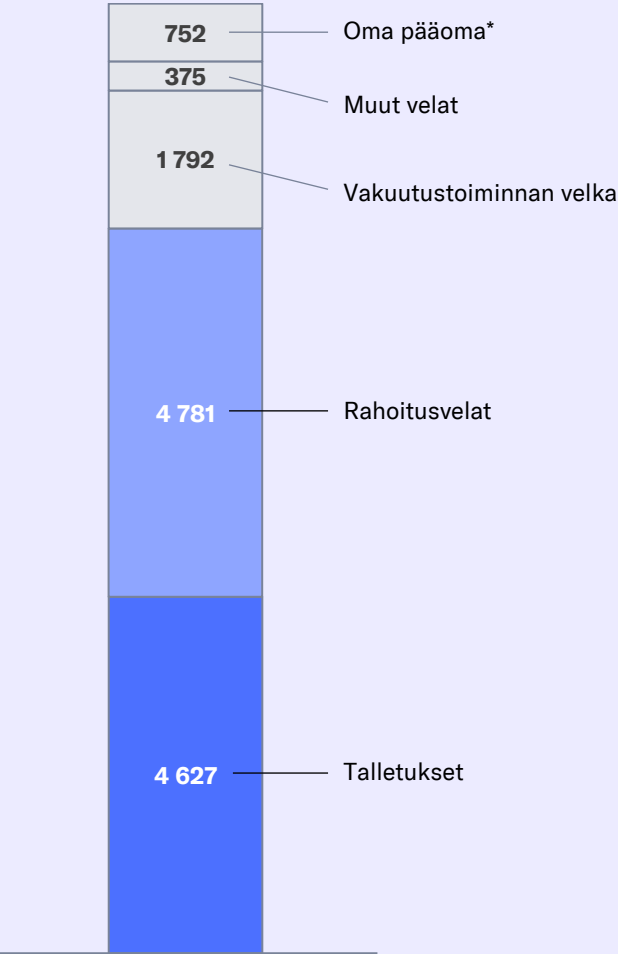
Suomen asuntomarkkinan selkeällä heikentymisellä voisi olla negatiivinen vaikutus Aktian sekä muiden pankkien varainhankinnan kustannukseen korkean kiinteistöaltistuksen takia, joskin markkinatilanteen muutoksen pitäisi olla arviomme mukaan kohtalaisen suuri

ennen kuin tämä vaikuttaisi olennaisesti korkokatteen kehitykseen. Lisäksi erityisesti yrityssektorin maksukyvyn heikentyminen voisi nostaa pankkien velkakirjojen marginaaleja.

Taseen vakuutustoiminnan velka koostuu pääosin sijoitussopimusvelasta, joka sisältää aiemmin mainittujen sijoitussidonnaisten sopimusten pääomat. Näissä pankilla ei siis ole sijoitusriskiä, vaan erä kuvaa henkivakuutustoiminnan varainhoitoon rinnastettavan liiketoiminnan kokoa. Varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden ohella sijoittajan tulee seurata tämän erän kehitystä, sillä se kasvattaa henkivakuutustoiminnan tulospotentiaalia.

Omaa pääomaa Aktialla oli Q3'25 lopussa 752 MEUR. Tästä noin 60 MEUR koostuu ensisijaisesta lisäpääomasta (AT1-instrumentti), joka on kirjanpitokäsittelystään huolimatta velkaa, eikä siten kuulu Aktian osakkeenomistajille. Aktian omavaraisuusaste on pankkitoiminnalle tyypilliseen tapaan hyvin matala – vain noin 6 %. Korkea velkaisuus sekä luotonannon keskittyminen kiinteistöihin (asuntolainat ja kiinteistösektorin yritysluotot) nostavatkin pankkitoiminnan riskitasoa ja altistavat pankkeja erilaisille rahoitusriskeille ja kriiseille. Vaikka omavaraisuusasteet ovatkin muihin toimialoihin nähden hyvin matalia, ovat ongelmallisen korkeat luottotappiomäärät toimialalla harvinaisia. Tässä auttavat erityisesti kiinteistövakuudet, jotka tarjoavat suojaa asiakkaiden maksukyvyyttömyystilanteiden varalle.

Aktian taseen velat (Q3'25)



*Sisältää 60 MEUR Tier 2 -lainaa, joka luetaan kirjanpidossa konsernin omaan pääomaan

Pankkitoiminta 5/5

Vakavaraisuus on vahvalla tasolla

Korkeasta velkavivusta johtuen pankkisääntelyn keskeisenä tehtävänä on ohjata pankkien riskinottoa sekä varmistua, että oman pääoman (tai tähän rinnastettavien velkainstrumenttien) määrä on riittävä kattamaan luottotappioita myös erilaisissa kriisitilanteissa. Sääntely ja vakavaraisuudelle sekä likviditeetille asetetut vaatimukset ovat selvästi kiristyneet finanssikriisin jälkeen.

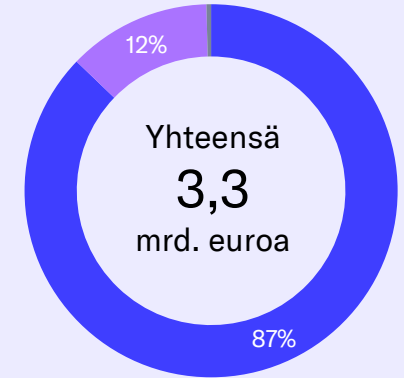
Pankkien on siis ylläpidettävä riittävää pääomapuskuria, jota säännellään tarkasti muun muassa Basel-vakavaraisuusasetuksilla. Omaksi varallisuudeksi luetaan pankkien vakavaraisuuslaskennassa oman pääoman lisäksi erilaisia hybridi-instrumentteja, jotka ovat mahdollisessa konkurssitilanteessa nokkimisjärjestyksessä kaikkien muiden velkojen alapuolella. Aktian vakavaraisuuslaskennan omat varat koostuvat oman pääoman lisäksi noin 100 MEUR:n debentuurilainoista (Tier 2 -instrumentit). Muita huomioitavia eriä ovat muun muassa taseen aineeton omaisuus sekä maksamaton osinko, jotka vähentävät oman varallisuuden määrää laskelmassa.

Toisena puolena vakavaraisuuden määräytymisessä ovat niin kutsutut riskipainotetut erät, jotka kuvaavat sen riskin määrää, johon pankin tulee omilla varoillaan varautua. Näistä Aktialle selvästi tärkein on luottoriski (~87 % kokonaisriskistä). Luottoriski määräytyy kertomalla lainojen määrä niille asetetuilla riskipainoilla. Riskipainot vaihtelevat jonkin verran luoton tyypistä ja vakuuksista riippuen. Esimerkiksi asuntolainoille riskipainot ovat selvästi pk-yritysten lainoja pienemmät, minkä takia myös lainamarginaalit ovat matalammat. Pankin vakavaraisuus (CET1-taso) saadaan laskettua jakamalla oman varallisuuden määrä riskipainotettujen erien kokonaismäärällä. Luottoriskin hallitsevasta osuudesta seuraa se, että ilman uusia regulaatiomuutoksia Aktian lainakannan kehitys ajaa

pitkälti myös tulevia pääomatarpeita.

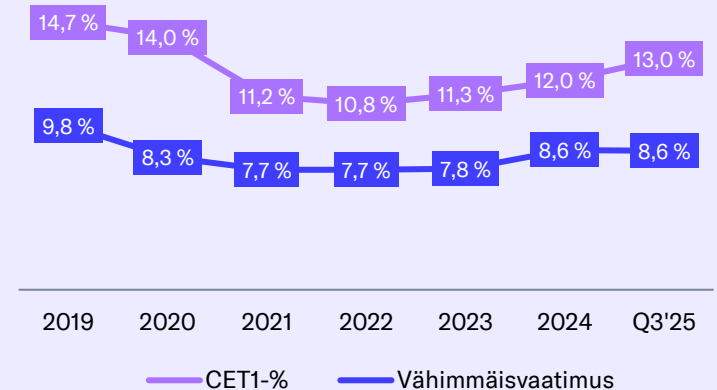
Aktia-konsernin CET1-vakavaraisuus oli Q3'25 lopussa 13,0 %. Viranomaisen asettama vähimmäisvaade CET1-vakavaraisuudelle oli 8,6 % ja näin ollen CET1-vakavaraisuus ylitti vähimmäisvaateen 4,4 %-yksiköllä. Pankin tavoitteena on ylläpitää 2–4 % vähimmäisvaateen ylittävää tasoa. Johto on kuitenkin täsmentänyt pankin pyrkivän pysymään ylärajan tuntumassa. Pidämme puskuria varsin turvallisena Aktian lainakannan maltillisiksi arvioimamme riskitason huomioiden. Puskuri antaa myös joustovaraa voitonjakoon mahdollisten yleisten pääomavaateiden kiristymisten varalta. Aktian vakavaraisuustaso on myös kotimaisista verrokkipankeista matalimpia, mitä emme näe ongelmana lainakannan maltillisesta riskitasosta johtuen.

Riskipainotetut saamiset (Q3'25)



■ Luottoriski ■ Operatiivinen riski ■ Muu riski

Konsernin vakavaraisuus (CET1)



Varainhoito 1/2

Pääomavaatimukset, markkinan kasvuajurit ja liiketoiminnan kannattavuus ovat hyvin erilaisia varainhoidossa ja pankkitoiminnassa, joten liiketoimintoja on järkevää tarkastella erillisinä. Varainhoitoliiketoiminta ei myöskään juuri tasetta rasita, joten taseen tarkastelu voidaan rajoittaa pankkitoiminnan yhteyteen. Osa asiakkaista on kuitenkin samoja, ja pankkitoiminta tarjoaakin erinomaisen jakelukanavan varainhoitoliiketoiminnalle. Varainhoidossa on toki reilusti myös pankin ulkopuolisia asiakkaita, esimerkiksi kansainvälisiä instituutioita.

Varainhoidon merkitys on Aktialla korostunut

Varainhoito on Aktian tärkein liiketoiminta ja sen kasvustrategian keihäänkärki. Aktian varainhoito otti ison strategisen kasvuharppauksen, kun se osti vuonna 2021 Taalerin Varainhoidon. Tämä kasvatti hallinnoitavat asiakasvarat noin 15,5 mrd. euroon. Aktian fokus on historiallisesti ollut etenkin tuotemyynnissä ja vahvin osaaminen on ollut kehittyvien markkinoiden ja Pohjoismaiden korkotuotteissa. Myös Taaleri tunnettiin erityisesti tuotetalona, mutta erottautumista haettiin enemmän vaihtoehtoisista tuotteista, jotka nykyisin hoidetaan pääosin kumppanien kautta. Aktian omat tuotteet painottuvatkin yhä perinteiseen varainhoitoon (osake-, yhdistelmä- ja korkorahastot). Hallinnoitava varallisuus painottuu korkotuotteisiin, joiden osuus oli 46 % vuoden 2024 lopussa (osakkeet 34 % ja pääomarahastot 12 %).

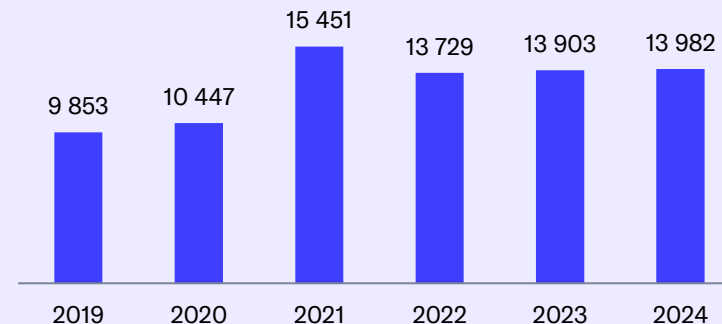
Asiakaskunnassa Aktian fokus on historiallisesti ollut kotimaisissa instituutioissa. Taaleri-kaupan myötä fokus siirtyi kuitenkin vahvemmin varakkaisiin yksityishenkilöihin. Toki Taalerin mukana tuli jonkin verran lisää hallinnoitavaa varallisuutta myös kotimaisilta instituutioilta.

Aktian varainhoitomalli nojaa palveluun sekä kilpailukykyiseen hinnoitteluun

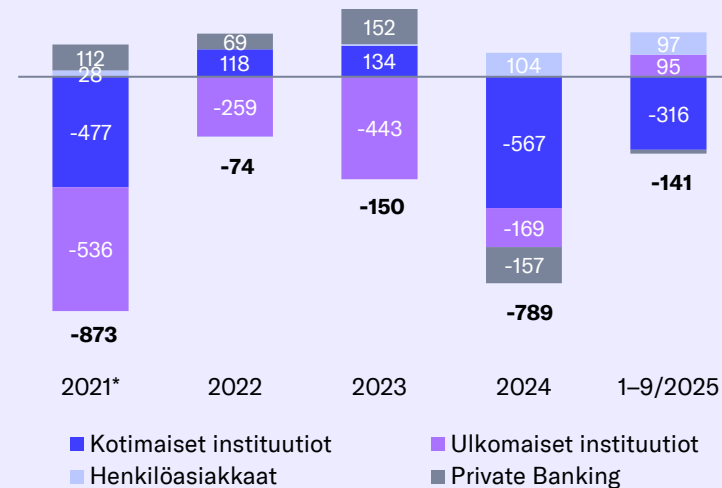
Nykyisin Aktian varainhoitomalli nojaa vahvemmin täyden valtakirjan varainhoitoon, jossa pankin omia tuotteita täydennetään muun muassa indeksirahastoilla. Näin asiakkaan kokonaiskustannusta saadaan laskettua hintakilpailukyvyyn parantamiseksi, minkä lisäksi Aktia pystyy tarjoamaan hyvin laajan valikoiman erilaisia sijoitustuotteita pankin oman valikoiman ulkopuolelta. Varainhoitomallissa Aktia keskittyy siten asiakkaan neuvomiseen, sijoitussuunnitelman laatimiseen sekä parhaiden tuotteiden valitsemiseen. Tämä on selkeä muutos Aktian varainhoitoliiketoiminnan suunnassa, sillä aiemmin painopiste oli vahvemmin tuotemyynnissä. Valinta on kuitenkin mielestämme looginen, sillä varainhoidon kasvustrategian keskiössä olevien varakkaiden yksityishenkilöiden sekä pienempien instituutioiden segmentissä korostuu juuri varainhoitopalvelun laatu sekä kasvavissa määrin hintatietoisuus. Samalla riippumattomuus pelkistä Aktian omista tuotteista parantaa tuotevalikoiman laatua, sillä on selvää, ettei yksikään varainhoitotalo voi olla paras jokaisessa omaisuusluokassa. Kolikon käänköpuolena on toki tuotemyyntiä matalampi palkkiotaso.

Aktian varainhoitomallin osalta on toki syytä huomioida, ettei edellä kuvattu avoimen arkkitehtuurin varainhoito ole mitenkään poikkeuksellinen toimintamalli. Vastaavat tekevät jossain mittakaavassa lähes kaikki varainhoitotalot. Arviomme mukaan Aktialla matalakuluisten indeksi- ja ETF -rahastojen osuus asiakassalkuissa on kuitenkin keskimääräistä korkeampi, mikä selittää osaltaan maltillista palkkiotasoa ja hyvää hintakilpailukykyä. Lisäksi vaihtoehtoiset tuotteet hoidetaan yleensä pääosin varainhoitajan omasta valikoimasta, joten tämä on myös selvä erottautumistekijä Aktialle. Näiden valikoima on käsityksemme mukaan toistaiseksi varsin rajallinen, mikä toisaalta tarjoaa tulevaisuudessa kasvupotentiaalia.

Hallinnoitava netto-AUM (MEUR)



Aktian varainhoidon nettomerkinnot (MEUR)



*2021 luvuista yhtiö ei tarjoa tarkkaa jakoa Private Bankingin ja henkilöasiakkaiden nettomerkitöjen välillä

Varainhoito 2/2

Instituutioasiakkaat ovat myös tärkeä asiakasryhmä

Vaikka Aktian varainhoitoliiketoiminnan strateginen fokus on pankkitoiminnan tapaan varakkaissa yksityishenkilöissä, hakee Aktia kasvua myös instituutioasiakkaista. Näiden osalta fokus on kuitenkin vahvemmin tuotemyynissä (esim. kehittyviin maihin sijoittavat korkotuotteet). Aktian kansainvälinen jakelu puolestaan nojaa yhteistyökumppaneihin, joita on pitkin Eurooppaa ja lisäksi latinalaisessa Amerikassa. Instituutiomyynissä olennaisessa roolissa ovat Aktian omien rahastojen tuottotasot, joiden on oltava kilpailukykyisiä kansainvälisillä areenoilla pärjäämiseksi.

Varainhoidon tuotot ovat pääosin jatkuvia

Hallinnoitavaa bruttovarallisuutta (AUM) Aktialla oli Q3'25 lopussa 16,3 mrd. euroa ja hallinnoitavaa nettovarallisuutta 13,5 mrd. euroa. Bruttovararat sisältävät rahastojen ja muiden tuotteiden lisäksi vakuutuksissa sekä varainhoitosopimuksissa olevat varat, joten bruttovaroissa osa pääomista on huomioitu kahteen kertaan (ensin varainhoitosopimuksessa ja sitten rahastossa). Tämä kuvastaa kuitenkin paremmin sen varallisuuden määrää, joka tuottaa Aktialle palkkiovirtaa. Aktian hallinnoitavien nettovarojen historiallista kehitystä tarkasteltaessa on lisäksi huomioitava, että varojen laskentatapa on hieman muuttunut vuosien varrella. Näin ollen käyttämämme luvut vuosilta 2023–2024 sisältävät eriä, joita Aktia ei enää sisällyttä AUMin laskentaansa. Hallinnoitavien varojen kehityksestä nämä antavat kuitenkin todenmukaisen kuvan.

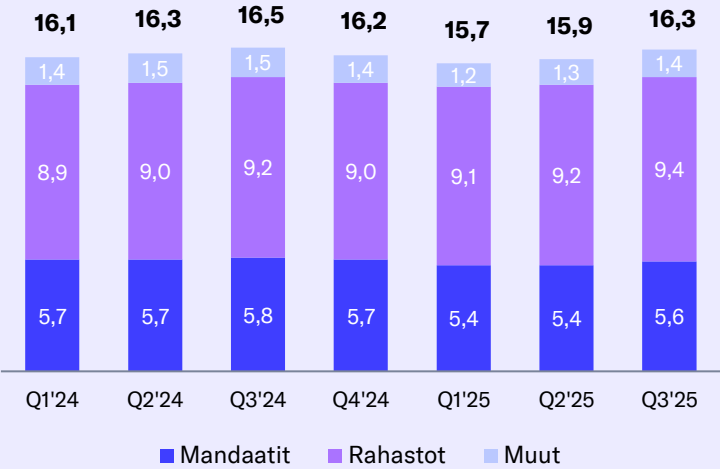
Yhtiö on hallinnoitavilla varoilla mitattuna seuraamistamme varainhoitajista kolmanneksi suurin Evlin ja Mandatumin jälkeen. Aktian AUM:sta noin 50 % tulee instituutioilta ja loput 50 % yksityishenkilöiltä. Instituutioasiakkaiden varoista valtaosa tulee kotimaisilta toimijoilta. Tuottojen

osalta jakauma näyttää arviomme mukaan hieman erilaiselta, ja oletamme yksityishenkilöiden vastaavan enemmistöstä nettopalkkiotuottoja. Eroa selittää instituutioiden vahva hinnoitteluvoima ja tästä seuraava matalampi palkkiotaso.

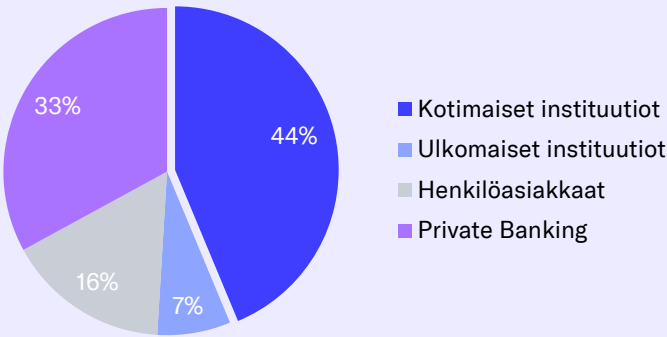
Vaikka Aktia ei julkaise palkkioidensa tarkempaa jakaumaa, arvioimme näiden olevan myös valtaosin jatkuvia, sillä yhtiöllä ei juurikaan ole tuottosidonnaisia komponentteja tai transaktiopalkkioita. Taalerilla puolestaan kertatuotot näyttelivät merkittävää roolia, mutta viime vuosina näiden painoarvo on laskenut selvästi. Erityisesti Taalerilta tulleiden keihäänkärkirahastojen kokoluokan merkittävä supistuminen on arviomme mukaan johtanut tuottosidonnaisten palkkioiden laskuun.

Aktian viimeisen 12 kuukauden varainhoitopalkkioista noin 84 % tuli rahastoista ja 16 % varainhoidon palkkioista sekä välityspalkkioista. Isossa kuvassa Aktian hallinnoitava asiakasvarallisuus onkin mielestämme laadukasta, mutta palkkiotaso on matala (keskimäärin ~0,5 % hallinnoitavalle varallisuudelle) johtuen instituutioiden huomattavasta painosta sekä maltillisemman palkkiotason korkotuotteiden korkeasta osuudesta.

Hallinnoitavat bruttovarat (mrd. euroa)



Hallinnoitavien varojen jakauma (2024)



Henkivakuutus

Henkivakuutus liittyy vahvasti varainhoitoon

Henkivakuutuksen tulos (henkivakuutusnetto) muodostuu kahdesta erästä: vakuutustoiminnan kannattavuudesta (vakuutustekninen tulos) ja sijoitustoiminnan tuloksesta. Vakuutustoiminnan tulokseen vaikuttavat sekä sijoitussidonnaisten sopimusten palkkiot että riskihenkinvakuuttamisen tulos. Henkivakuutuksen tuloksen pitäisi kehittyä linjassa sijoitussidonnaisiin asiakasvaroihin sekä riskihenkinvakuutussopimusten määrään, joskin kvartaaleittain vaihtelua esiintyy esimerkiksi vakuutuskorvausten ajoituksista ja määristä johtuen. Sijoitussidonnaisten tuotteiden merkittävästä roolista johtuen henkivakuutusta tulee kuitenkin tarkastella ennen kaikkea varainhoitoa täydentävänä toimintona.

Henkivakuutus sisältää myös sijoitustoimintaa

Aktian tarjoamat sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet sisältävät vakuutusmuotoisia sijoitusratkaisuja kuten eläkevakuutuksia, säästöhenkinvakuutuksia sekä kapitalisaatiosopimuksia. Aktian tuotot muodostuvat sopimusten sisällä oleville varoille saatavista palkkioista, kuten hallinnointipalkkioista. Tuotteiden hyödyt perustuvat vahvasti verotuksellisiin tekijöihin. Riski sijoitusten arvonkehityksestä taas on asiakkaalla, joten nämä ovat rinnastettavissa varainhoitoon. Poikkeuksen tähän tekevät niin kutsutut laskuperusteiset sopimukset (<20 % vakuutussäästöistä), joissa Aktia on sitoutunut maksamaan vakuutuksenottajien säästöille tietyn takuukoron. Näiden osalta sijoitusriski on siten Aktialla.

Riskihenkinvakuutukset puolestaan tarjoavat vakuutuksenottajalle ja tämän läheisille turvaa esimerkiksi vakavaa sairautta, pysyvää työkyvyttömyyttä tai kuolemaa vastaan. Riskihenkinvakuuttamisessa Aktia kerää asiakkailtaan vuosittain vakuutusmaksuja, joilla se kattaa vakuutuskorvauksia. Näissä vakuutuksissa riski on myös

Aktialla. Koska riskihenkinvakuuttamisessa asiakkaat maksavat vakuutusmaksunsa kauden alussa, syntyy tästä taseeseen vakuutusvelkaa. Nämä varat Aktia sijoittaa vakuutuksen voimassaoloaikana. Myös laskuperusteisten sopimusten alaisista varoista syntyy taseeseen vakuutusvelkaa.

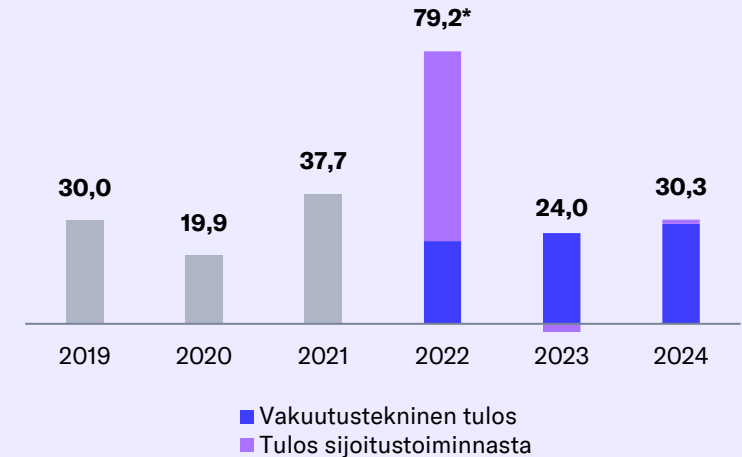
Näistä tekijöistä johtuen Aktialla on noin 460 MEUR:n henkinvakuutustoiminnan sijoitussalkku, jonka tuotto määrittää sijoitustoiminnan tuloksen. Myös korkomuutoksilla on vaikutusta tuloskehitykseen, sillä vakuutusvelka arvostetaan taseessa käypään arvoon. Mikäli korot nousevat, on tällä lähtökohtaisesti positiivinen vaikutus tulokseen. Korkojen laskiessa vaikutus taas on päinvastainen. Aktia on kuitenkin suojannut korkoriskiään, joten tulosvaikutus on maltillinen. Kokonaisuudessaan Aktian henkinvakuutusneton pääpaino on vakuutusteknisessä tuloksessa sijoitustoiminnan näytellessä selvästi pienempää roolia.

Sijoitussidonnaisissa tuotteissa on kasvupotentiaalia

Henkinvakuuttamisessa Aktian markkinaosuus on varsin vaatimaton (~3 % vakuutussäästöistä ja 6 % riskihenkinvakuutuksen maksutuloista), ja markkina on muutamien suurien toimijoiden hallussa (viiden suurimman markkinaosuus >90 %). Liiketoiminta tarjoaa kuitenkin Aktialle kohtalaisen vakaata tulovirtaa. Segmenttiraportoinnin sekä Henkinvakuutusyhtiön tilinpäätösten perusteella liiketoiminnan kannattavuus on myös vahvaa.

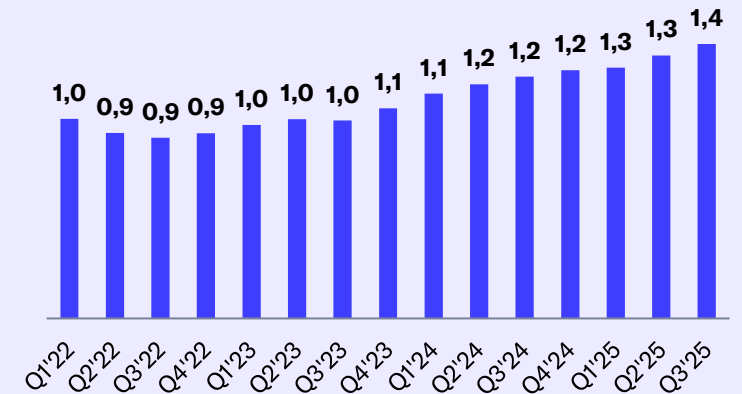
Tuotealueiden kasvunäkymät kuitenkin eroavat toisistaan. Arviomme mukaan riskihenkinvakuutusten kasvupotentiaali on kohtalaisen rajallinen, sillä markkina ei juuri kasva, ja markkinaosuuksien voittaminen on haastavaa. Sijoitussidonnaisissa vakuutustuotteissa näkymä on huomattavasti parempi, ja näiden pitäisi kasvaa varainhoitomarkkinan mukana.

Henkinvakuutusnetto (MEUR)



*IFRS 17 -siirtymä paisutti 2022 sijoitustoiminnan tulosta

Sijoitussidonnaiset vakuuussäästöt (mrd. euroa)



Lähde: Aktia

Toimiala 1/10 – Pankkitoiminta

Suomen pankkiala on keskittynyt mutta vakaa

Suomalainen pankkisektori on Euroopan keskittyneimpiä: kolmen suurimman toimijan yhteenlaskettu markkinaosuus lainoista on lähes 70 % ja talletuksista ~80 %¹. Kokonaisuudessaan Suomen pankkisektori koostuu 12 erillisestä pankkikonsernista (vuoden 2024 lopun tilanne). Markkina on myös varsin vakaa, eivätkä markkinaosuudet ole olennaisesti heiluneet viimeisen vuosikymmenen aikana. Uusia merkittäviä toimijoitakaan ei markkinalle ole tullut, vaan ovi on käynyt lähinnä toiseen suuntaan. Keskittyneisyyden lisäksi Suomen pankkisektori on vahvasti linkittynyt muihin Pohjoismaihin omistusten ja sijoitusten kautta. Esimerkiksi Nordea on Pohjoismaiden suurin pankki ja Danske Bank sekä Handelsbanken ovat merkittäviä toimijoita Suomessa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat yhteyden kautta levitä maasta toiseen, eli pankkisektorilla on tartuntariski.

Muita toimialan erityispiirteitä ovat varsin korkea riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta sekä asuntolainojen huomattava osuus luotonannosta. Korkea riippuvuus markkinarahoituksesta tarkoittaa, että lainakannan suhde talletuskantaan on korkea (~160 % vs. EU-keskiarvo 105 %)². Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) nostikin Suomen rahoitusjärjestelmää tarkastelevassa arviossaan esiin suomalaispankkien riippuvuuden lyhytaikaisesta tukkuvarainhankinnasta yhtenä riskitekijänä. Toisaalta Finanssiala ry huomauttaa tämän mahdollistavan pankeille joustavuuden varojen käytössä, jotta nämä voivat nopeasti sopeuttaa taseitansa vastaamaan muuttuvia olosuhteita.

Kiinteistöjen suuri painoarvo taas näkyy siinä, että asuntoihin ja kiinteistöihin sidoksissa olevien luottojen osuus pankkien lainakannasta oli Suomessa vuoden 2024 lopussa noin 37 %, mikä on euroalueen keskitasoa korkeampi (27 %)². Suomalaiset pankit ovat siis riippuvaisia asuntomarkkinoista, ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä

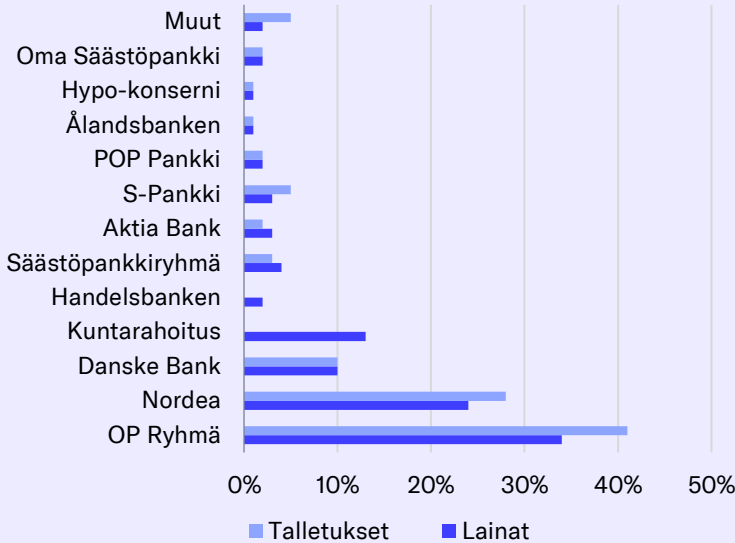
olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa asuntolainoista valtaosa on vaihtuvakorkoisia. Korkojen muutoksilla voi siten olla huomattava vaikutus suomalaiseen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

Suomalaisten pankkien kannattavuus kestää puolestaan kansainvälisen vertailun: tehokkuuden sekä oman pääoman tuoton osalta Suomen pankkisektori on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut eurooppalaisen keskiarvon yläpuolella. Pankkisektorin oman pääoman tuotto jäi kuitenkin nollakorkoaikana useiden muiden toimialojen tuottoja vaatimattommaksi. Viimeisen kahden vuoden aikana korkojen nousu ja tästä seurannut korkokatteen paisuminen on kuitenkin selvästi parantanut tilannetta. Toisaalta tämä on myös sektorin keskeinen riskitekijä. Mikäli korkotaso laskisi selvästi alle vallitsevan 2 %:n, olisi hyviä kannattavuustasoja erittäin haastava ylläpitää nykyisessä kilpailuympäristössä.

Toisaalta varainhoitomarkkinan rakenteellinen kasvu tarjoaa selkeitä kasvumahdollisuuksia. Suuret pohjoismaiset pankit ovat jo alueen johtavia varainhoitajia, ja varainhoidossa onnistuminen mahdollistaisi myös korkokatteen painoarvon laskun. Varainhoito on lisäksi pääomakevyttä luotonantoon verrattuna, joten varainhoidon osuuden kasvun pitäisi johtaa myös parantuvaan oman pääoman tuottoon.

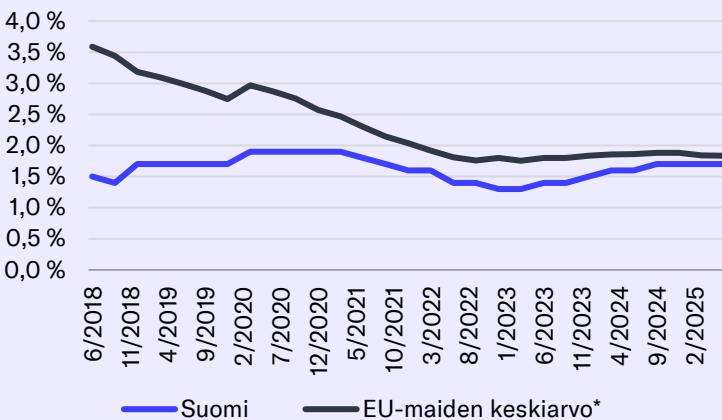
Järjestämättömien luottojen osuus suomalaisten pankkien kokonaisluotonannosta on ollut matala, mikä viittaa maltilliseen riskitasoon, myös suhteessa eurooppalaiseen keskiarvoon. Viimeisen kahdeksan vuoden aikana (2018–2025) järjestämättömien luottojen osuus kaikista lainoista on ollut keskimäärin 1,6 %, kun vastaava luku koko Euroopan pankkisektorin osalta on 2,3 %³. Ero on kuitenkin viime vuosina kaventunut Suomen talouden heikentyneestä tilanteesta ja korkotason noususta johtuen.

Suomalaisten pankkien markkinaosuudet (6/2025)



Lähde: Suomen Pankki

Järjestämättömät luotot lainakannasta



*EU:n luku sisältää vain EKP:n suorassa valvonnassa olevat suuret pankit, Suomen luku sisältää kaikki toimijat.
Lähteet: Finanssivalvonta, EBA

¹Lähde: Suomen Pankki, ²Lähde: EBA, ³Lähteet: Finanssivalvonta, EBA

Toimiala 2/10 – Pankkitoiminta

Pankkien konkurssit ovatkin harvinaisia, ja viimeksi merkittävän kokoisia luottolaitoksia ajautui Suomessa ongelmiin 1990-luvun pankkikriisissä. Tällöin nähtiin useita fuusioita, jotka selittävät nykyisin hyvin keskittyntä pankkimarkkinaa. Finanssikriisissä sen sijaan yksikään suomalainen pankki ei tarvinnut ulkopuolista apua. Finanssikriisin jälkeen pääomavaatimukset ovat kuitenkin globaalisti nousseet vakavaraisuuden ja likviditeetin osalta, mikä on tukenut sektorin iskunkestävyyttä. Samalla on hyvä muistaa, että pankkien omavaraisuusasteet ovat hyvin matalia (tyypillisesti 4–6 %) ja riippuvuus markkinarahoituksesta on korkea, joten pankit ovat jatkossakin alttiita erilaisille markkinahäiriöille ja taloussuhdanteille. Näin ollen erityisen matalariskisenä liiketoimintaa ei mielestämme voida pitää.

Toimialan kilpailudynamiikka

Uusien alalle tulijoiden uhka: matala. Pankkitoiminta on tarkasti säänneltyä ja vaatii huomattavien pääomien lisäksi laajaa osaamista riskienhallinnassa, mikä muodostaa merkittävän alalle tulon esteen. Tämän takia valtaosalla toimijoista on takanaan pitkä historia. Liiketoiminnassa on hyötyä myös koosta, mikä vaikeuttaa uusien yhtiöiden perustamista ja rajoittaa pienien toimijoiden kilpailuedellytyksiä. Näin ollen emme näe uusien alalle tulijoiden uhkaa suurena, joten toimialan kilpailutilanne nykyisten toimijoiden kesken määrittää vahvemmin kotimaisten pankkien keskimääräistä kannattavuutta.

Korvaavien tuotteiden uhka: matala/kohtalainen. Pankkitoiminnan palkkiotuotot ovat tulevaisuudessa selkeimmän disruptiuhan alla, kun esimerkiksi uusia maksuratkaisuja kehitetään jatkuvasti. Lisäksi pankkisektorin ulkopuolelta tuleva kilpailu vaatii pankkia parantamaan asiakaskokemustaan. Fintech-toimijat voivatkin siten toimia myös pankkien kumppaneina ja parantaa esimerkiksi verkkopankin käyttäjäkokemusta

hyvin toimivilla ratkaisuillaan. Disruptiuhkaan vastaaminen joko kumppanuuksilla tai omalla vastaavalla palvelulla on joka tapauksessa mielestämme tärkeää, sillä siten pankit pystyvät säilyttämään suoran asiakaskontaktin sekä tästä syntyvän datan itsellään. Muuten riskinä on asiakasuskollisuuden (ja ristiinmyyntipotentiaalin) heikentyminen. Suorat liikevaihtomenetykset eivät ole dramaattisia, sillä pankkitoimintaan sidonnaisten palkkiotuottojen määrä on maltillinen.

Luotonannossa pankeilla on sen sijaan vahva asema, ja muiden kuin pankkitoimiluvallisten on hyvin vaikea kilpailla lainamarkkinassa talletuskannan (ja kansallisen talletussuojan) mahdollistamasta matalasta rahoituskustannuksesta johtuen. Toki muun muassa listaamattomiin velkapapereihin sijoittavat pääomarahastot tarjoavat jo huomattavan määrän yritysrahoitusta, mutta näiden asiakkaat ovat riskitasoltaan pääosin pankeille epäsopivia.

Asiakkaiden neuvotteluvoima: kohtalainen. Pankin asiakaskunta on tyypillisesti hyvin hajautunutta, mikä laskee yksittäisen asiakkaan neuvotteluvoimaa. Toisaalta pankkipalvelut ovat luonteeltaan pääosin bulkkitavaraa, ja erottautuminen uusien asiakkaiden silmissä pelkästään tuotteilla on hyvin haastavaa. Tyypillisesti ihmiset kuitenkin kilpailuttavat pankkia vain elämän murroskohdissa (mm. asunnon osto, yrityksen perustaminen, avioero ym.), joten olemassa olevien asiakkaiden pito on hyvä. Tätä tukee kohtalaisen korkea vaihdon kustannus, joka syntyy vaihtoehtojen vertailusta ja varsinaisesta pankin vaihtamiseen liittyvästä työstä. Tämän takia pankkiasiakkuudet ovat tyypillisesti pitkiä. Tulevaisuudessa on toki mahdollista, että digitaalisten palveluiden kehittyessä pankkipalveluiden ja lainojen kilpailuttamisesta ja vaihtamisesta tulee aiempaa selvästi helpompaa. Tämän takia hintakilpailun riski ei ole tulevaisuudessa ainakaan laskemaan päin.

Kilpailuvoima	Vaikutus kannattavuuteen
Uusien alalle tulijoiden uhka	
Korvaavien tuotteiden uhka	
Asiakkaiden neuvotteluvoima	
Toimittajien neuvotteluvoima	
Nykyinen kilpailutilanne	



Arviomme mukaan toimialan kannattavuusnäkymä on varsin kelvollinen (ROE-% keskimäärin ~10–11 %), sillä kilpailuvoimat ovat kokonaisuudessaan varsin tasapainossa. Korkotason mahdollinen lasku muodostaa keskeisen kannattavuusriskin.

Toimiala 3/10 – Pankkitoiminta

Toimittajien neuvotteluvoima: matala. Henkilöstön osalta emme näe olennaisia palkkapaineita, ja tulevaisuudessa teknologian merkitys korostuu. Pankille on kuitenkin tärkeää hallita toimittajariskiään, jottei esimerkiksi yksittäinen IT-palveluntarjoaja saavuta korkeaa neuvotteluvoimaa. Riski on kuitenkin arviomme mukaan hyvin hallittavissa. Kiristyvät rahaolot taas voisivat parantaa rahoittajien asemaa (mm. korkeammat korkokulut talletuksista), mutta lähtökohtaisesti tämä vaatisi myös samanaikaista vahvaa lainakysyntää ja kohoavia lainamarginaaleja.

Nykyinen kilpailutilanne: kohtalainen/korkea.

Pankkitoiminta ei ole mikään varsinainen kasvuala, joten kilpailu asiakkaita on kohtalaisen kireää. Asuntolainojen luottomarginaalit ovatkin Suomessa historiallisen matalia. Toisaalta toimiala on varsin keskittynyt ja dataa on hyvin saatavilla, mikä mahdollistaa kilpailijoiden hinnoittelutoimien tehokkaan seurannan. Näin ollen yksittäisillä toimijoilla ei ole kannustimia hintakilpailun kiristämiseksi. Tyypillisesti aloite tähän tulee toimialan ulkopuolelta, mutta pankkitoiminnan matala uusien tulijoiden uhka pitää todennäköisyyden pienenä. Toimialan sisältä hintakilpailun kiristymisen taas pitäisi olla lähtöisin suurista toimijoista, sillä vakavaraisuusvaatimuksista johtuen voimakas kasvu ei ole pienemmille pankeille edes mahdollista. Näin ollen nämä eivät voi hakea nopeasti selvästi suurempaa skaalaa hintoja painamalla. Tämä käytännössä vesittää koko toimenpiteen logiikan, kun hintakilpailutoimillaan pankit lopulta laskevat vain omaa kannattavuuttaan. Ja koska isot pankit ovat pääosin pörssilistattuja, on todennäköisyys epärationaaliseen toimintaan (jota hintakilpailu selvästi on) mielestämme rajallinen.

Arviomme mukaan pankkien pitäisikin kyetä varsin kelvolliseen kannattavuuteen (keskimäärin >10 %), sillä kilpailuvoimat eivät kokonaisuutena ole mielestämme

erityisen epäsuotuisessa asennossa. Toisaalta nollakorkoajan vaatimaton kannattavuus sekä laskeneet asuntolainamarginaalit kertovat osaltaan kilpailun kireydestä. Markkinakorot eivät siis saisi laskea olennaisesti nykytasolta (~2 %), jotta kelvollista kannattavuutta voidaan ylläpitää koko toimialan tasolla. Huomattavia pankkikohtaisia eroja kuitenkin esiintyy myös jatkossa.

Huomautamme, että yllä oleva toimiala-analyysi pätee pankkitoimintoihin. Varainhoidossa kannattavuusnäkymä on toimialan hyvistä fundamenteista johtuen selvästi parempi.

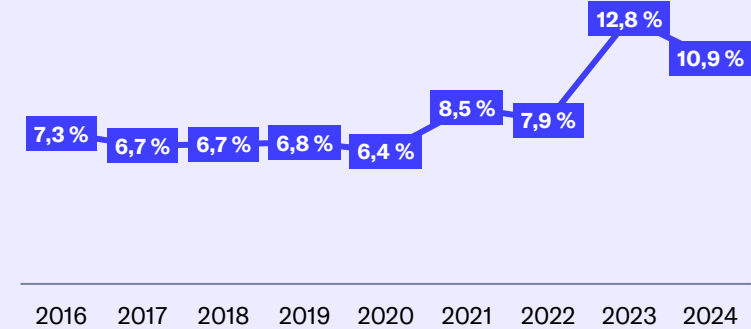
Digitalisaatio muokkaa yhä toimialaa

Mielestämme kaksi selkeästi pankkialaa muokkaavaa muutosvoimaa ovat digitalisaatio sekä kiristynvä sääntely.

Digitalisaatio on muovannut pankkisektoria jo pitkään, kun palveluita on siirtynyt enenevässä määrin verkkoon ja pankit ovat tehostaneet sisäisiä prosessejaan. Tämä on pitänyt konttorimäärät voimakkaassa laskussa. Myös toimialan työntekijämäärä on laskenut tasaisesti koronakriisiin asti. Tämän jälkeen työntekijöiden määrä on kääntynyt lievään nousuun, minkä arvioimme johtuvan kasvaneen regulaation lisäksi pankkien yhä kasvaneista panostuksista digitaalisten kyvykkyyksiensä (sisäinen tehokkuus, digitaaliset palvelukanavat) parantamiseksi.

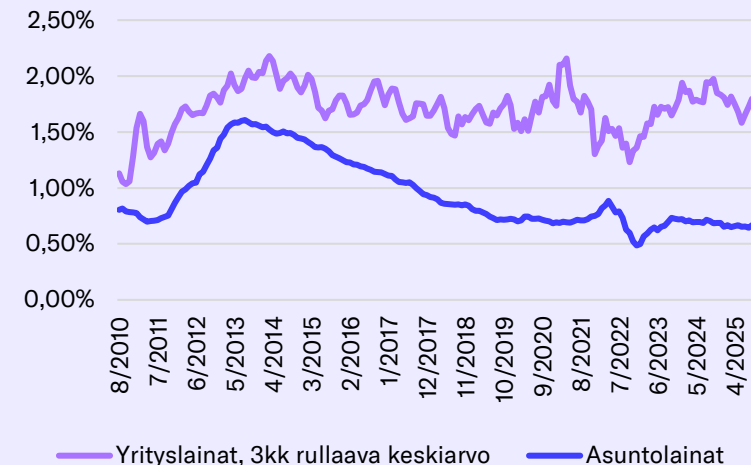
Erityisesti tekoäly on muuttumassa perustavanlaatuiseksi osaksi pankkitoimintaa, kattaen muun muassa luotonannon automaation, petostentorjunnan, asiakaspalvelun ja riskienhallinnan. Emme kuitenkaan odota tämän vaikuttavan olennaisesti toimialan keskeiseen kannattavuuteen kohtalaisen kireästä kilpailutilanteesta johtuen, sillä arviomme mukaan iso osa tuottavuusloikasta johtaa matalampiin palvelumaksuihin asiakkaille (näin on tutkimusten mukaan historiassa tapahtunut).

Suomalaisen pankkisektorin oman pääoman tuotto-%



Lähde: Finanssivalvonta

Uusien lainojen laskennalliset marginaalit



Lähde: Suomen Pankki

Toimiala 4/10 – Pankkitoiminta

Yhtiökohtaisia eroja tämä kuitenkin todennäköisesti kasvattaa, joten yksittäisen pankin kohdalla digitaalisten kyvykkyyksien kehittäminen on tärkeää riittävän kulutehokkuuden ylläpitämiseksi. Tässä suuret pankit ovat pienempiä paremmassa asemassa, sillä tuottavuuden parantaminen vaatii huomattavia investointeja (nykyinen digitaalinen infra on hyvin pirstaloitunutta, lisäksi sääntely lisää monimutkaisuutta).

Sääntelyvaatimukset (mm. viranomaisraportointi, riskienhallinta, ESG) ovat kiristyneet jatkuvasti, ja odotamme tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa. Lisäksi pankkien on integroitava kestävyystekijöitä liiketoimintastrategioihinsa ja riskienhallintakehyksiinsä. Nämä kasvattavat pankkitoiminnan kiinteitä kustannuksia. Suuri koko on siis lähtökohtaisesti paras keino varautua myös sääntelyn tuomiin haasteisiin.

IT-panostustenkaan ei voida olettaa olevan takana päin, sillä esimerkiksi Rahoitusvakausvirasto on esittänyt, etteivät kaikkien sen valvonnassa olevien pankkien tietojärjestelmät ole kaikilta osin vaatimusten mukaisia. Arvioimme mukaan olennaisia eroja löytyy yhä myös digitaalisten palvelukanavien (verkkopankki, mobiilisovellus) laadussa. Myös kasvavat kyberturvallisuushat vaativat jatkuvia tietoturvainvestointeja.

Pienempiä yritysjärjestelyjä lienee luvassa

Koska pankkitoiminnassa on hyötyä koosta, tulee yrityskauppoja ja pankkien yhteenliittymiä varmasti esiintymään myös jatkossa. Toisaalta Suomen markkina on jo niin keskittynyt, että kolmen suurimman kohdalla yritysjärjestelyt todennäköisesti tyssäisivät viimeistään kilpailuviranomaisen pöydällä. Arvioimme kuitenkin pienempien järjestelyjen jatkuvan. Esimerkiksi vuosi 2023 oli järjestelyiden osalta kohtalaisen vilkas, kun Nordea osti Danske Bankin Norjan henkilöasiakasliiketoiminnot, OmaSp

osti Handelsbankenin pk-yritystoiminnot ja S-Pankki osti Handelsbankenin henkilöasiakastoiminnot. Varainhoidon puolella yritysjärjestelyitä on nähty runsaamminkin, ja arvioimme näiden jatkuvan myös tulevaisuudessa toimialan yhtiöiden hyötyessä pankkitoiminnan tapaan kokoluokan mahdollistamasta tehokkuudesta.

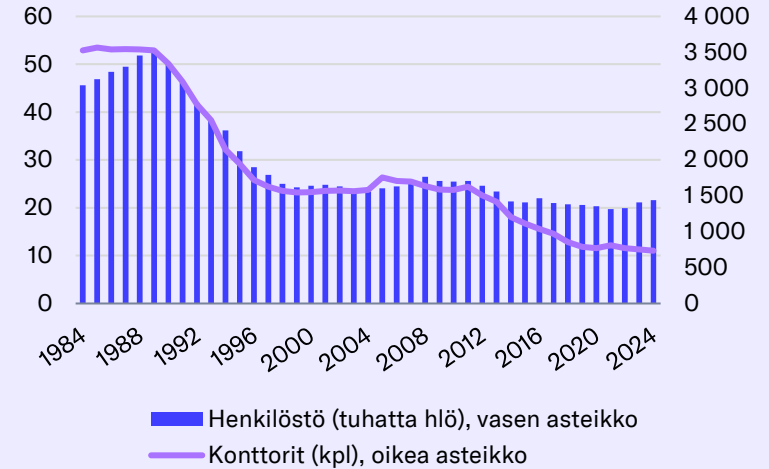
Viime vuosien haasteet eivät ole heiluttaneet Suomen pankkisektoria

Suomen lainakysyntä on käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen viiden vuoden aikana. Vuoden 2020 alun suhteellisen vilkkaan lainakysynnän jälkeen korkojen nopea nousu vuosina 2022–2024 jarrutti merkittävästi sekä kotitalouksien että yritysten lainanottoa. Vuonna 2025 markkinoilla on nähty ensimmäisiä elpymisen merkkejä korkojen laskiessa, mutta kokonaiskysyntä on edelleen varovaisella tasolla. Vaisu talouskehitys sekä korkea työttömyys ovat rajoittaneet yritysten investointien ja kotitalouksien suurempien hankintojen kysyntää.

Koronapandemian ja Ukrainan sodan vaikutukset pankkisektoriin jäivät sen sijaan maltillisiksi ja tulivat pääosin korkojen noususta seuranneen luottokysynnän hiipumisen kautta. Toki heikentynyt taloustilanne nosti myös luottotappiotapahtumien ja -varausten määrää erityisesti koronakriisissä, mutta kokonaisuudessaan nämä eivät rasittaneet suuresti suomalaisten pankkien tuloskehitystä. Suomalainen pankkisektori onkin kokonaisuudessaan vahvasti pääomitettu (CET1-vakavaraisuus Suomessa 18,2 % vs. 16,6 % muu Eurooppa), joten toimialan iskunsietokyky on hyvä. Tätä tukee vahvan vakavaraisuuden lisäksi maltillinen järjestämättömien luottojen määrä.

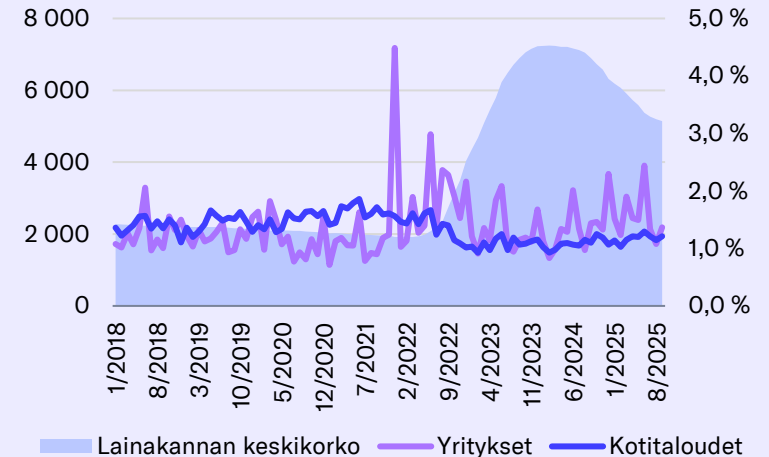
Varainhoitomarkkinaan viime vuosien haasteilla taas ei ole ollut pitkäkestoisia vaikutuksia, ja sijoitustuotteiden kysyntä on jatkunut vahvana.

Henkilöstö- ja konttorimäärän kehitys



Lähde: Finanssiala ry

Uudet nostetut lainat (MEUR) ja kannan keskimääräinen korko



Lähde: Suomen Pankki

Toimiala 5/10 – Pankkitoiminta

Pankkialan kasvu noudattelee yleistä talouskehitystä

Pankkitoiminta on hyvin kypsä toimiala, joka kasvaa arviomme mukaan pitkällä aikavälillä suunnilleen bruttokansantuotteen vauhtia. Tätä nopeampi kasvu vaatisi yritysten sekä kotitalouksien velkasuhteiden selvää kasvua. Varainhoito sen sijaan on nuorempi toimiala, jolla on rakenteellisia kasvutekijöitä. Käsitlemme varainhoitomarkkinan kasvunäkymää tarkemmin seuraavassa osiossa.

Pankkimarkkinan kasvuajurina toimii ennen kaikkea lainakanta, josta pankit saavat valtaosan tuotoistaan lainakorkoina. Viimeisen 15 vuoden aikana pankkien yhteenlaskettu lainakanta on ollut noin 91 % vuotuisesta bruttokansantuotteesta. Suhdeluku kasvoi tasaisesti aina koronakriisiin asti (~100 % vuonna 2020), mutta tämän jälkeen kotitalouksien säästämisasteen kasvu on palauttanut suhteen jo hieman alle vuosien 2010–2024 keskimääräisen tason. Mielestämme taso on kokonaisuudessaan järkevä, emmekä oleta markkinan kasvuennusteessamme merkittävää trendinomaista kehitystä suuntaan tai toiseen.

Toisaalta viime vuosina lainakasyntä on asuntomarkkinan ja talouden heikosta tilasta johtuen jäänyt vaisuksi ja lainakannat ovat supistuneet. Näin ollen keskimääräistä nopeampi lainakannan kasvuennuste on mielestämme perusteltu ainakin muutamalle vuodelle eteenpäin. Tämä perustuu oletukseen kotitalouksien velkasuhteen lievistä kasvusta historiallisen keskiarvon tasolle. Esimerkiksi vuosina 2010–2020 pankkisektorin lainakannan keskimääräinen kasvu (3,6 %) ylitti Suomen nimellisen BKT:n kasvuvauhdin (2,0 %) juuri velkasuhteen nousun ansiosta. Vuosina 2020–2024 tilanne kääntyi pääläelleen, kun lainakannan keskimääräinen vuosikasvu jäi 1,5 %:iin (nimellinen BKT:n vuosikasvu +3,9 %).

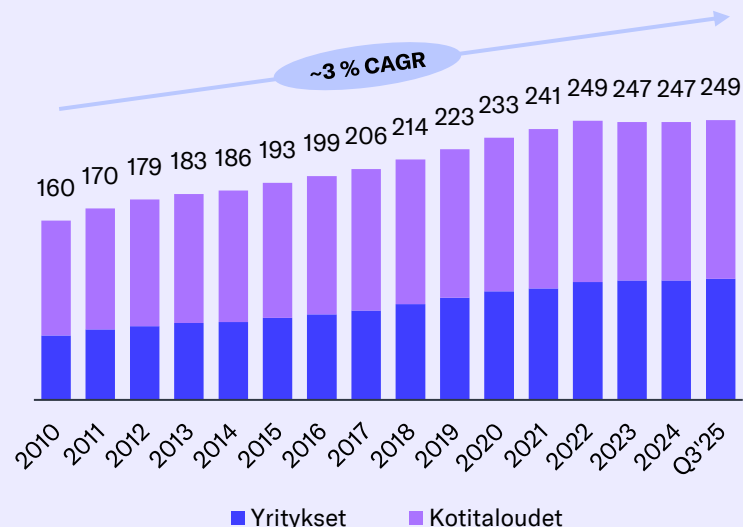
Korkokatteen toinen osatekijä eli korkokatemarginaali (korkokate/lainakanta) sen sijaan elää hyvin todennäköisesti voimakkaasti myös tulevaisuudessa. Koska tämän ennustaminen on historiallisen osumatarkkuuden perusteella hyvin vaikeaa, oletamme myös marginaalin säilyvän pitkällä aikavälillä vakaana.

Pankkitoiminnan palkkiotuottojen voidaan sen sijaan olettaa korreloivan enemmän asiakasmäärien mukaan, sillä tyypillisesti nämä palkkiotuotot ovat määrältään kiinteitä, eikä näitä ole tyypillisesti sidottu esimerkiksi lainan kokoon. Näiden osalta pidämme hyvänä kasvuoletuksena inflaatiota, sillä arviomme mukaan pankit pystyvät viemään yleisen kulujen kasvun asiakashintoihinsa. Pankkialan asiakasmäärissä emme odota olennaista kasvua, sillä vaikka Suomen väestö yhä kasvaa maltillisesti, on työikäinen väestö kääntynyt jo laskuun.

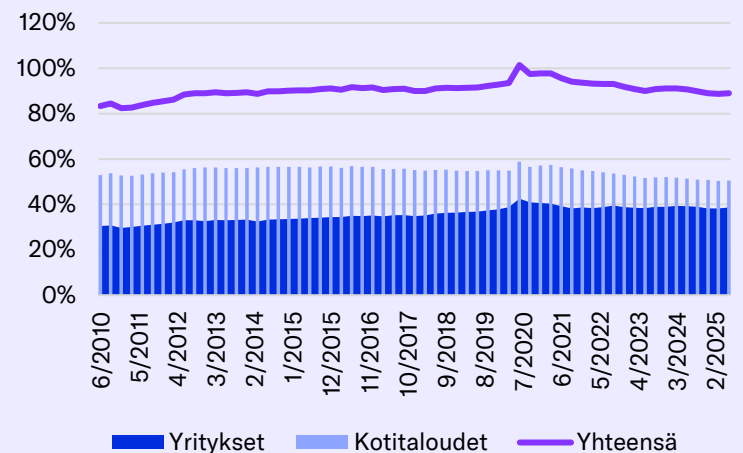
Toisaalta muun muassa maksupalveluiden disruptiivuhka muodostaa painetta kyseisille tuottoerille. Tästä seuraa, että mikäli talous kasvaa reaalisesti, ylittää lainakannan ja korkokatteen kasvu pitkällä aikavälillä pankkitoiminnan palkkiotuottojen kasvun.

Korkokatteen määräävästä roolista johtuen koko pankkimarkkinan kasvun pitäisi kuitenkin noudattaa pitkälti bruttokansantuotteen ja lainakannan kehitystä. Tuottojen korkoherkkyydestä johtuen kasvuvauhti voi tuki lyhyellä aikavälillä vaihdella selvästi. Bruttokansantuotetta olennaisesti nopeampi kasvu taas olisi mahdollista vain, mikäli kotitaloudet ja yritykset ottaisivat jatkuvasti enemmän lainaa suhteessa tulotasoonsa, tai mikäli korkotaso nousisi pysyvästi ilman kiristyvää kilpailua talletusasiakkaista. Pankkien varainhoitotoiminnot voivat kuitenkin vetää pankkien kokonaistuotot BKT-kasvua vauhdikkaampaan kasvuun myös hieman pidemmällä tähtäimellä.

Lainakannan kehitys (mrd. euroa)



Lainakanta/BKT-suhdeluku



Toimiala 6/10 – Varainhoito

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 miljardia euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arviomme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet

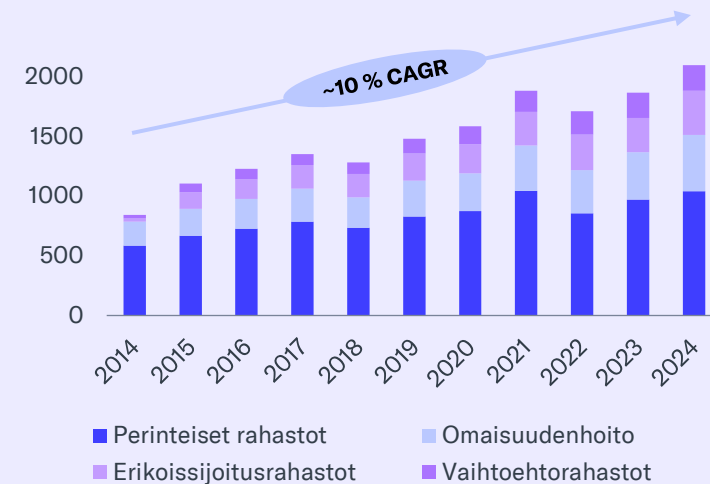
selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, näistä on tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraaville aiempaa, pienemmille sukupolville perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta, ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisistä ajureista Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyseessä on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa, ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

dp eQ Nordea

TITANIUM UB
UNITED BANKERS

EVLI TAALERI

Toimiala 7/10 – Varainhoito

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 4–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päätyy varainhoidon piiriin. Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päätyy varainhoitajille. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaamat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailtuna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä suhteellisen korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiiviin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta

(omaisuudenhoito), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkymä taas on parempi, sillä nämä vaativat rahastoyhtiön hallinnoimaan aktiivisesti omistuksia. Kokonaisuudessaan arviomme hintapaineen ja passiivisten tuotteiden kasvun vaikuttavan toimialan AUMiin negatiivisesti noin 1 % per vuosi.

Näiden pohjalta olemme hahmotelleet varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 6–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 5–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala. Lisäksi arvioimme, että kasvupotentiaali on korkeampi varainhoitajilla, jotka onnistuvat tuomaan tuotevalikoimaansa laadukkaita vaihtoehtoisia tuotteita, sillä näiden osuus sijoittajien salkuista on kyselyiden perusteella yhä kasvamassa.

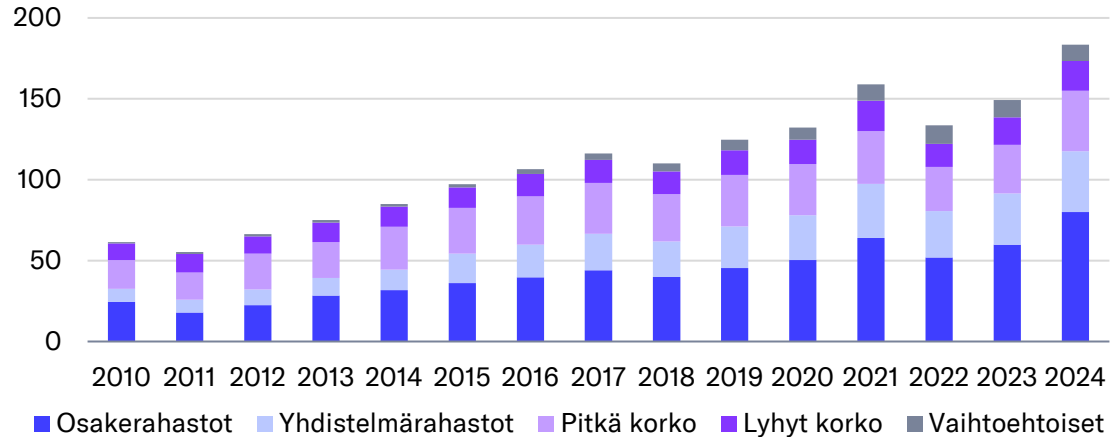
Arviomme markkinakasvusta huomioi vain hallinnointipalkkiot, jotka tuovat valtaosan toimialan ansainnasta. Todellisuudessa tähän tulevat kuitenkin päälle vielä muut palkkiotuotot, joista tuottosidonnaiset palkkiot ovat merkittävä tulonlähde erityisesti vaihtoehtorahastojen hoitajille. Kasvunopeuden hahmotelussa on lisäksi syytä huomioda, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnät hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Näin ollen uskomme markkinakasvun painopisteen siirtyvän pidemmällä aikavälillä nykyistä vahvemmin omaisuuserien arvonnousun varaan.

Varainhoitomarkkinan ajurit

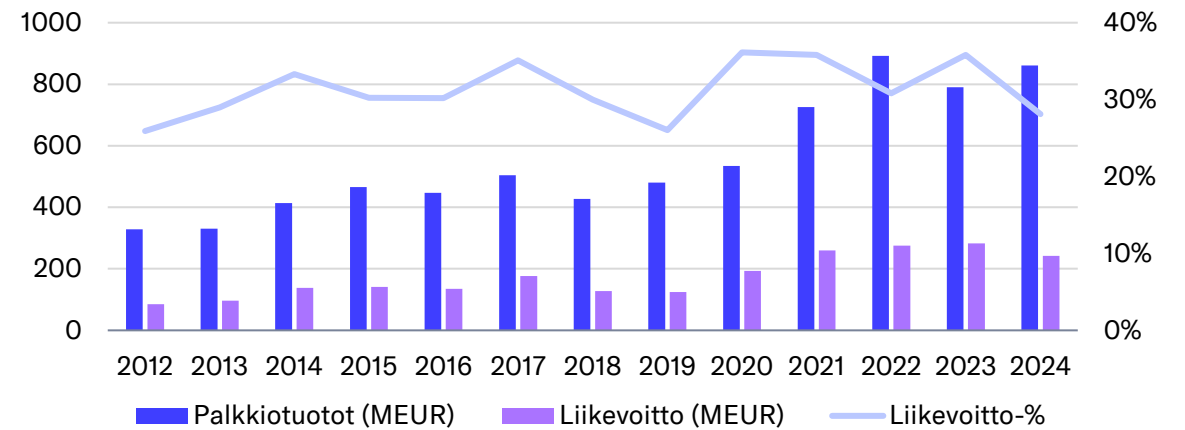


Toimiala 8/10 – Varainhoito

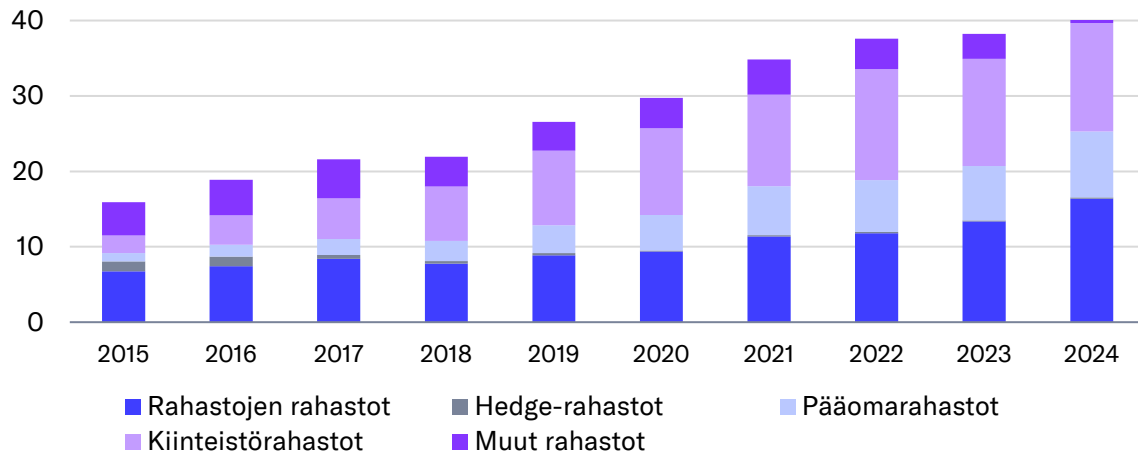
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



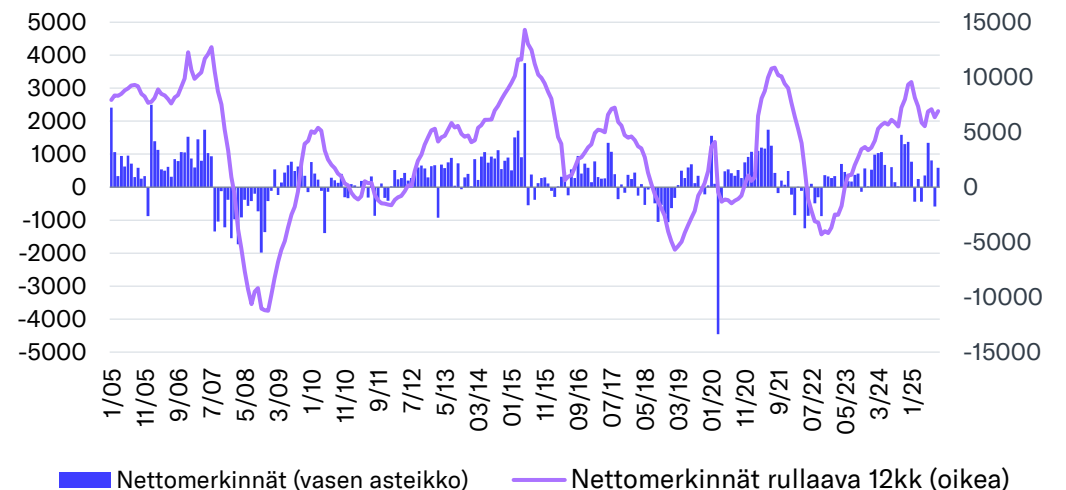
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Toimiala 9/10 – Varainhoito

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala 10/10 – Varainhoito

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä



Historiallinen kehitys 1/3

Yrityspuolen lainakehitys on ollut väkevää

Korkokate on Aktian tärkein tuottorivi, ja korkokatteen kehitys onkin historiassa ajanut myös pankin liiketoiminnan yhteenlaskettuja tuottoja. Aktian korkokate on kokenut merkittäviä vaihteluita viime vuosina, mikä heijastaa erityisesti markkinakorkojen muutoksia.

Vuosina 2019–2021 Aktian korkokate kasvoi tasaisesti erityisesti lainakannan kasvun mukana, sillä korkotasoa säilyi kohtalaisen vakaana. Erityisen voimakasta kasvu oli yritysluotoissa, joissa pankin markkinaosuus kasvoi 0,8 %:sta 1,3 %:iin. Arviomme mukaan yrityslainakannan voimakasta kasvua on ajanut erityisesti osamaksu- ja leasingrahoituksen kysyntä. Näissä on taustalla aina vakuus, joten arviomme mukaan reipas kasvu ei ole olennaisesti nostanut Aktian riskitasoa. Lisäksi asuntoyhteisöille myönnettyt lainat ovat kasvaneet ripeästi.

Vuosina 2022–2024 Aktian korkokate kääntyi voimakkaaseen kasvuun, mikä oli pääosin seurausta selvästi nousseesta korkotasosta. Nollakorkoaika oli yleisesti pankeille haastavaa, sillä talletuskorkojen ja lainakorkojen erotus oli historiallisen matalalla tasolla. Lainakannan kasvu jäi sen sijaan selvästi vaatimattomammaksi, mikä johtui pitkälti heikentyneestä asuntolainakysynnästä. Yritysluotoissa Aktian markkinaosuus säilyi kasvussa, ja yritysluottokanta kasvoi edellisvuosien tapaan voimakkaasti. Asuntolainapuolella Aktia on sen sijaan hävinnyt hieman markkinaosuutta muille toimijoille. Tämä selittyy osaltaan strategisella valinnalla keskittyä varakkaampiin yksityishenkilöihin. Vuonna 2025 markkinakorkojen lasku painoi kuitenkin korkokatteen laskuun vuoden 2024 huipputasoltaan.

Aktian pankkitoiminnan palkkiotuotot kasvoivat sen sijaan tasaisesti vuosina 2019–2024 luotonannon volyymin sekä

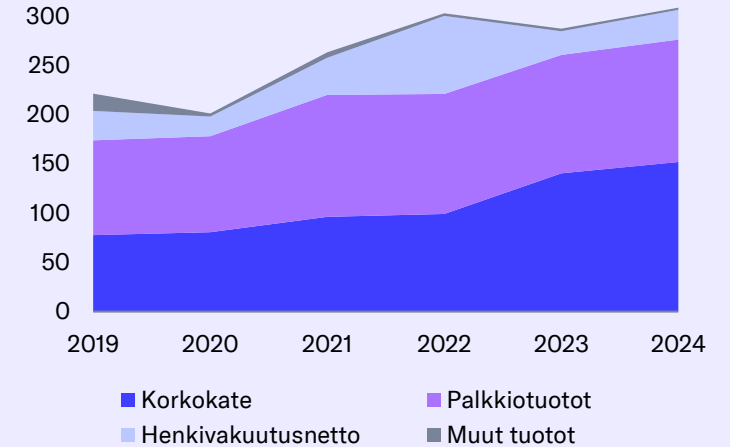
asiakasmäärien mukana. Pankkitoiminnan palkkiotuottojen tärkeimmät erät ovat maksuliikenteeseen sekä antolainaukseen liittyvät palkkiot. Antolainauksen palkkiot kehittyvät luotonannon mukana, mutta luottokorttiyhteistyö Finnairin kanssa on käsityksemme mukaan vaikuttanut positiivisesti maksuliikenteen palkkiotuottoihin. Henkivakuutusnetto taas on vaihdellut pääosin 20–37 MEUR:n välillä. Tähän poikkeuksen teki vuosi 2022, jolloin henkivakuutusnetto nousi lähes 80 MEUR:oon IFRS 17 -siirtymän kertaluonteisen laskennallisen vaikutuksen takia.

Aktian varainhoito on kehittynyt vaisusti

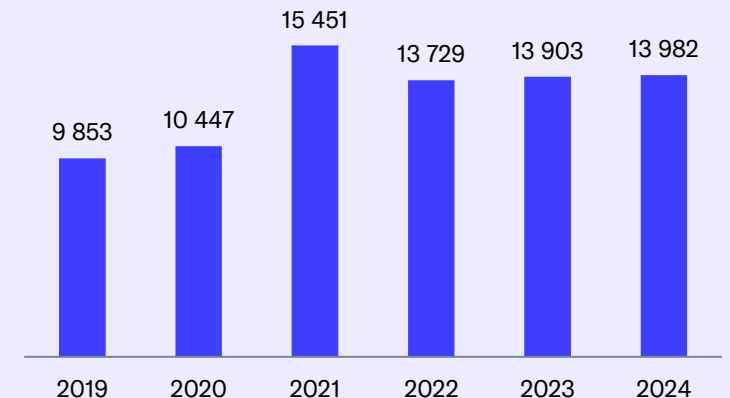
Taalerin varainhoitoliiketoiminnan osto vuonna 2021 nosti Aktian hallinnoitavan varallisuuden reilusta 10 mrd. eurosta lähes 16 mrd. euroon. Aktian ja Taalerin strateginen yhteensopivuus ei kuitenkaan ollut arviomme mukaan erityisen hyvä, minkä takia valtaosa kaupan mukana siirtyneestä henkilöstöstä (pankkiirit ja salkunhoitajat) on siirtynyt Aktian ulkopuolelle.

Kauppaa seuranneena vuonna Aktian hallinnoimat pääomat myös laskivat huomattavan kokoisten nettolunastusten takia. Samalla mainetta niittäneen kehittyviin markkinoihin sijoittavan korkotiimin lähtö johti tulkintamme mukaan lunastuksiin erityisesti instituutioasiakkaiden puolelta, jotka tyypillisesti sijoittavat juuri sijoitustiimiin varainhoitajan nimen sijasta. Lisäksi useampi nimekäs salkunhoitaja siirtyi Aktian ulkopuolelle. Epäonnistuneesta integraatiosta johtuneen myyntihenkilöstön ja pankkiirien lähdöllä taas oli arviomme mukaan salkunhoitajia maltillisempi vaikutus, sillä myynti Private Banking -asiakkaille on sujunut kaupan jälkeen yhä kohtalaisesti.

Konsernin tuottojen kehitys (MEUR)



Hallinnoitava netto-AUM (MEUR)



Historiallinen kehitys 2/3

Aktian hallinnoitava varallisuus pohjasi vuoden 2022 lopulla, jonka jälkeenkin kasvu on ollut maltillista. Vaikka omaisuusarvot ovat kehittyneet pääsääntöisesti hyvin, olivat nettomerkinnot miinuksella myös vuosina 2022–2024. Tämä johtui sekä kotimaisten että ulkomaisten instituutioasiakkaiden tekemistä lunastuksista. Myös yksityishenkilöiden nettomyynti jäi vaatimattomaksi, vaikka olikin plussan puolella. Vaisusta myynnistä johtuen hallinnoitava varallisuus on yhä (Q3'25 tilanne) kaupantekohetkeä matalammalla.

Samalla yhtiön saama palkkiotaso (palkkiotuotot / hallinnoitava varallisuus) on laskenut tasaisesti. Arviomme mukaan tämä selittyy matalampituottoisten varainhoitomandaattien osuuden kasvun lisäksi kertatuottojen (tuottosidonnaiset palkkiot, välityspalkkiot, merkintä- ja lunastuspalkkiot) laskulla. Huomautamme, että palkkiotason lasku on koskettanut myös muuta toimialaa. Aktian henkivakuutuksen alaisten sijoitussidonnaisten vakuutussopimusten (rinnastettavissa varainhoitoon) määrä on kuitenkin kasvanut viime vuosina varsin reippaasti.

Varainhoidon vaisusti kehittyneistä palkkiotuotoista huolimatta Aktian liiketoiminnan tuotot olivat vuonna 2024 selvästi korkeammalla kuin ennen koronapandemiaa korkokatteen selvän kasvun ansiosta.

Kulukehitys on ollut vaihtelevaa

Aktia on pyrkinyt parantamaan kulutehokkuutta muun muassa peruspankkijärjestelmäudistuksella (valmistui 2017), digitaalisiin palvelukanaviin panostamalla sekä konttoriverkostoa ja henkilöstöä karsimalla. Näiden ansiosta kulujen kasvu on ollut kokonaisuutena varsin maltillista, joskin Taalerin varainhoitotoimintojen osto nosti luonnollisesti selvästi liiketoiminnan kokonaiskuluja.

Vuosina 2022–2024 kohonnut inflaatio sekä kasvaneet IT-panostukset ovat kääntäneet operatiiviset kulut jälleen

kasvuun. Henkilöstömäärän ja henkilöstökulujen kasvu on sen sijaan ollut maltillista, mikä selittyy muun muassa vuonna 2023 toteutetuilla muutosneuvotteluilla.

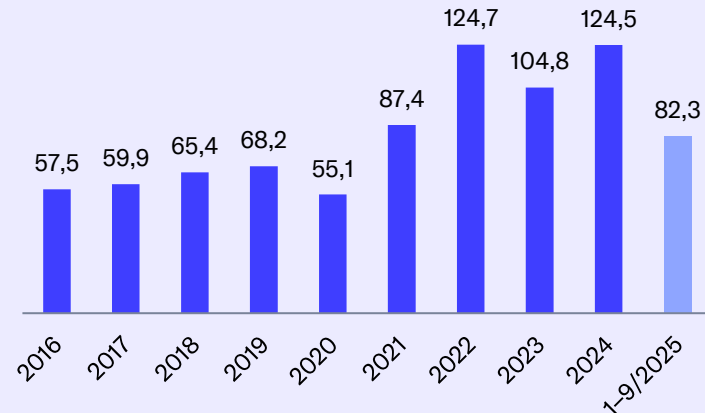
Korkotason nousu on tukenut selvästi tulosta

Korkokatteen mukana kasvaneiden tuottojen myötä Aktian vertailukelpoinen liike-tulos on noussut selvästi sen poljettua käytännössä paikallaan vuodet 2015–2019. Tämä on heijastunut myös oman pääoman tuottoon, joka on parantunut nollakorkoajan aneemiselta alle 10 %:n tasolta. Vuonna 2024 oman pääoman tuotto oli 11,4 %. Tällöin raportoitua tulosta kuitenkin rasittivat huomattavan kokoiset kertaluonteiset kulut, joita aiheutui muutosohjelmansa lisäksi peruspankkijärjestelmän alaskirjauksesta. Näistä oikaistuna Aktian oman pääoman tuotto oli jo erinomainen 15 %. Sijoittajan on kuitenkin syytä huomioida, että yhtiö on kirjannut kertaluonteisia kulueriä vuosittain vuodesta 2017 lähtien, joten mielestämme näitä ei täysin voi sivuuttaa kannattavuustarkastelussa.

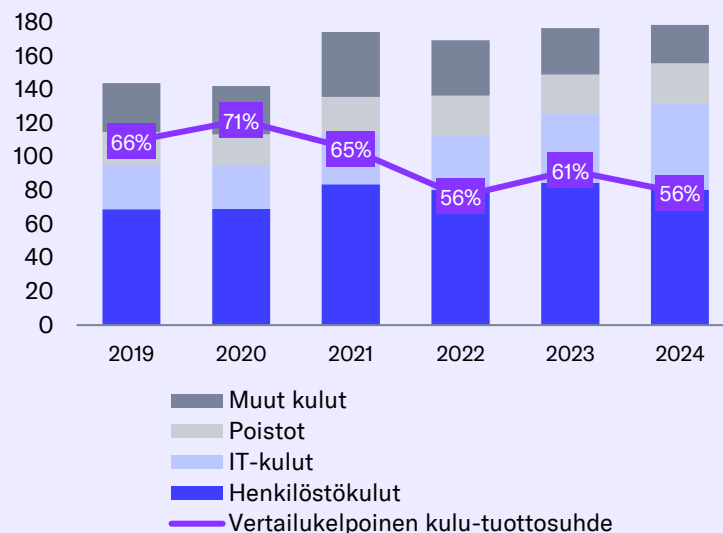
Vuonna 2025 kannattavuus taas on laskenut korkokatteen mukana. Kokonaisuudessaan korkotason nousu on kuitenkin nostanut Aktian oman pääoman tuoton selvästi yli pankin pääoman kustannuksen. Jatkossa tuloskehityksen kannalta keskeinen kysymys liittyy korkotason lisäksi volyymeihin, joita Aktia pyrkii kasvattamaan erityisesti varainhoidossa.

Aktian vakavaraisuudessaakin on tapahtunut huomattavia muutoksia. Yrityslainakannan voimakas kasvu nosti riskipainotettujen erien määrää selvästi pankin omaa pääomaa ripeämmin. Tämän myötä Aktian vakavaraisuus laski vuoteen 2022 asti (CET1-% 20,7 % vuonna 2015 vs. 10,8 % vuonna 2022). Tämän jälkeen vaatimaton luottokannan kasvu sekä maltillinen voitonjako ovat vahvistaneet tasetta selvästi (Q3'25 13,0 %), ja nykyinen puskuri on jo mielestämme varsin turvallinen, reilu 4 % yli viranomaisvaateen.

Vertailukelpoinen liikevoitto (MEUR)



Operatiiviset kulut (MEUR)



Historiallinen kehitys 3/3

Henkilöstön tyytyväisyys on kohentunut

Aktian henkilöstövaihdokset ovat saaneet mediassa paljon palstatilaa, ja vaihtuvuutta nähtiin erityisesti Taaleri varainhoidon hankinnan jälkeen. Tämän jälkeen henkilöstön vaihtuvuus ei kuitenkaan ole ollut rahoitusalan keskimääräiseen tasoon nähden korkeaa. Myös työntekijöiden tyytyväisyys koki selvän kolauksen muutosneuvotteluiden aikaan, ja vuonna 2022 työntekijöiden suosittelevuusindeksi (eNPS) laski lukemaan -13. Sitten tyytyväisyys on palautunut jo varsin kelvolliselle tasolle (eNPS 19 vuonna 2024) mitä pidämme positiivisena signaalina. Yli 20 lukemaa pidetään yleisesti jo hyvänä tasona, ja esimerkiksi EasyFlow'n vertailuaineistossa suomalaisten yritysten keskiarvo oli 23 vuonna 2023. Näin ollen raportoidut luvut eivät mielestämme osoita yhtiöllä olevan tällä hetkellä olennaisia haasteita työntekijöidensä viihtyvyyden osalta, vaikka keskeisillä varainhoitoverrokeilla (Evli, eQ, Mandatum) lukema onkin korkeampi. Aktian mukaan huomiota on kiinnitetty muun muassa tavoitteiden asettamiseen, johtamismalleihin sekä palkitsemiseen.

Aktia pärjää toimialan kannattavuusvertailussa

DuPont-analyysissä yhtiöiden oman pääoman tuotto jaetaan kahteen osaan: kannattavuuteen sekä velkavipuun. Kannattavuus lasketaan suhteuttamalla yhtiön nettotulos taseen loppusummaan. Tämä siis kertoo, kuinka paljon tulosta pankki saa nykyisellä taseellaan aikaiseksi. Velkavipu taas suhteuttaa taseen loppusumman oman pääoman määrään. Mitä korkeampi velkavipu, sitä suurempi vaikutus nettotuloksella on oman pääoman tuottoon. Käytämme vertailussamme vuoden 2024 lukuja, sillä vuoden 2025 osalta kaikki verrokkit eivät julkaise kvartaalilukuja. Kokonaisuudessaan kannattavuudet ovat toimialalla laskeneet, kun korkotason lasku on painanut korkokatteita. DuPont-vertailu löytyy seuraavan sivun taulukosta.

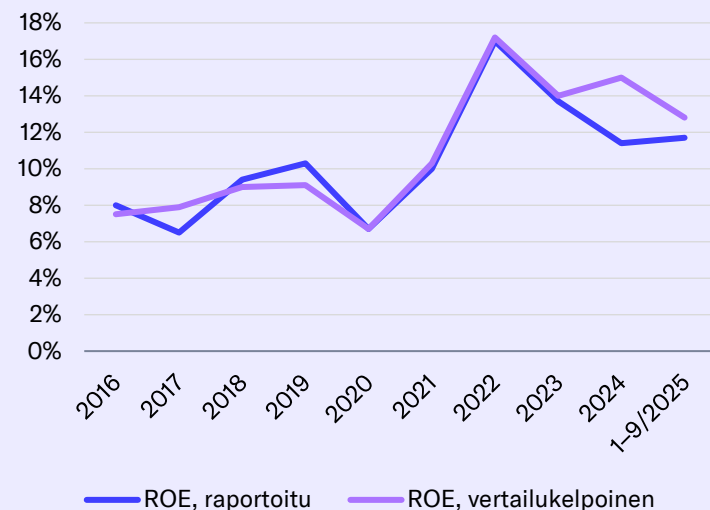
Aktian korkotuotoissa näkyy luotonannon maltillinen

riskitaso, sillä Aktian korkotuotot suhteessa lainakantaan ovat verrokkiryhmän matalimmat. Toisaalta tämä on pitänyt luottotappiomäärät kurissa. Tuottojen osalta Aktia kirii kuitenkin eroa hieman umpeen nettopalkkiotuotoilla, jotka ovat korkeat suhteessa kilpailijoihin yksityishenkilöiden varainhoidon hyvästä markkina-asemasta johtuen. Tämä kompensoi matalaa korkokatetta. Aktian kulutehokkuus on sen sijaan hieman kotimaisten pankkisektorin keskiarvon yläpuolella. Kokonaisuudessaan Aktia saa kuitenkin aikaiseksi verrokkejaan vähemmän nettotulosta tasevarallisuudelleen. Tätä Aktia taas on kompensoinut velkavivulla, joka on korkeampi ainoastaan Nordealla.

Jatkossa Aktian pitäisikin saada luotonannon korkotasoaan nostettua järkevällä riskillä. Arvioimme mukaan erityisesti Aktian asuntolainoituksen riskitaso on hyvin maltillinen, joten emme pitäisi markkinaosuuden kasvattamista huonona kehityssuuntana. Ero luottotappioissa ei kuitenkaan ole ollut niin huomattava, että varovainen riskinotto luotonannossa olisi historialukujen valossa täysin perusteltua. Suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti myös kasvupyrkimyksiin pk-yritysten vakuudellisessa rahoituksessa (laskurahoitus, osamaksurahoitus ja leasingrahoitus). Tämä on toki kaksiteräinen miekka, sillä yritysloainojen riskipainot ovat asuntolainoja selvästi korkeammat. Näin ollen pk-yritysloainojen kasvu voi vaatia hieman nykyistä matalampaa velkavipua.

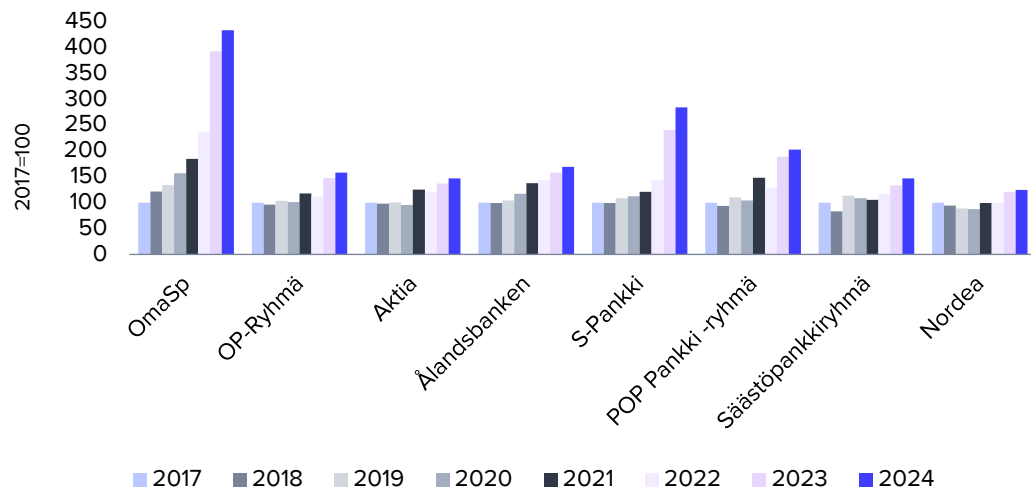
Aktian kohdalla on myös huomioitava, että kertakulut rasittivat vuoden 2024 tulosta. Kokonaisuudessaan Aktia pärjääkin hyvin kotimaisten pankkiverrokkien kannattavuusvertailussa, vaikka selkeitä kilpailuetuja (esim. mittakaava) yhtiöllä ei mielestämme ole. Lähivuosina kannattavuuskehityksen suurimmat riskit ovat korkotason lasku, joka supistaisi koko toimialan kannattavuutta sekä kilpailun kiristymisen, sillä Aktia on lainapuolella hinnan ottaja suurempien toimijoiden määrittäessä pitkälti hintatason. Kilpailun selkeän kiristymisen todennäköisyyden arvioimme kuitenkin maltilliseksi (tästä lisää toimiala-analyysissä).

Aktian oman pääoman tuotto-% (ROE)

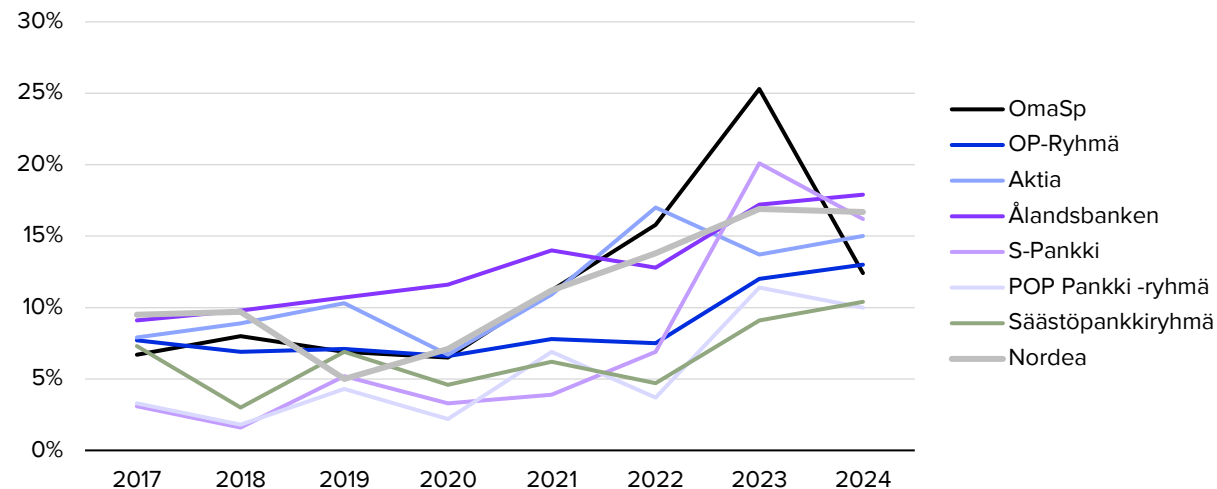


Verrokkien kannattavuusvertailu

Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



Oman pääoman tuotto (vertailukelpoinen)



Kannattavuuden ajurit 2024 (DuPont)	Aktia	Ålandsbanken	OmaSp	OP-Ryhmä	POP Pankki	S-Pankki	Säästöpankki	Nordea
Tuotot yhteensä	2,58 %	4,22 %	3,52 %	2,69 %	3,91 %	3,77 %	3,06 %	2,00 %
Korkokate	1,27 %	2,03 %	2,78 %	1,74 %	3,05 %	2,63 %	2,03 %	1,26 %
Nettopalkkiotuotot	1,04 %	1,49 %	0,66 %	0,51 %	0,72 %	0,80 %	0,85 %	0,52 %
Muut tuotot	0,27 %	0,70 %	0,08 %	0,44 %	0,14 %	0,34 %	0,19 %	0,22 %
Kulut yhteensä	-1,49 %	-2,87 %	-1,45 %	-1,08 %	-2,13 %	-1,98 %	-1,75 %	-0,88 %
Tuotot-kulut	1,09 %	1,35 %	2,07 %	1,61 %	1,78 %	1,78 %	1,31 %	1,12 %
Luottotappiot	-0,09 %	-0,08 %	-1,09 %	-0,06 %	-0,36 %	-0,37 %	-0,19 %	-0,03 %
Nettotulos/tase	0,63 %	1,02 %	0,78 %	1,24 %	1,18 %	1,13 %	0,93 %	0,84 %
Velkavipu	18,0x	16,7x	13,7x	9,4x	8,5x	14,3x	11,2x	19,0x
CET1-%	12,0 %	14,5 %	14,4 %	21,5 %	22,0 %	19,4 %	20,9 %	15,8 %
Oman pääoman tuotto*	11,4 %	17,1 %	10,7 %	11,7 %	10,0 %	16,2 %	10,4 %	15,9 %
Ei-operatiiviset erät	-0,21 %	0,00 %	-0,02 %	0,00 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Oman pääoman tuotto, oikaistu*	15,0 %	17,1 %	10,9 %	11,6 %	9,7 %	16,3 %	10,4 %	15,9 %
Ero keskiarvoon (13,4 %)	1,8 %	3,7 %	-2,5 %	-1,7 %	-3,7 %	2,9 %	-3,0 %	2,5 %

*DuPont-mallilla laskettu ROE voi erota pankkien raportoimista luvuista, sillä laskelmassa on huomioitu vain liikevoiton alapuoliset kertaerät. Lisäksi oman pääoman määrä on laskettu vuodenvaihteiden keskiarvona.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Muutosohjelmasta vauhtia kasvuun

Aktian varainhoito ei ole lunastanut Taaleri-kaupan jälkeisiä kasvuodotuksia, vaan hallinnoitavat varat ovat viime vuosina laskeneet. Kehityksen kääntäminen on keskeinen teema nykyisellä strategiakaudella, ja tähän yhtiö vastasi julkaisemalla tuottojen kasvuun tähtäävän muutosohjelman vuonna 2025. Pankkipuolella Aktian kehitys taas on mielestämme ollut varsin kelvollista, ja lainakanta on kasvanut erityisesti yritysasiakkaissa.

Kasvuohjelman (acceleration programme) varsinainen strateginen anti kohdistui valittuihin asiakassegmentteihin keskittymiseen (Premium ja Private Banking), palvelu- ja myyntimallien kehittämiseen sekä toiminnan tehostamiseen muun muassa IT-järjestelmiä kehittämällä. Vaikka toimenpiteet ja tavoitteet vaikuttavat itsessään järkeviltä, ratkaisee toteutuksen onnistuminen lopulta näiden vaikutuksen. Muutosohjelmallaan Aktia hakee 20 MEUR:n vuotuista tulosparannusta pääosin tuottojen kasvun kautta.

Henkilökohtaiseen palveluun perustuva palvelumalli on mielestämme järkevä pankin keskittyessä varakkaisiin yksityishenkilöihin. Aktialla tämä näkyy myös konkreettisesti, sillä EPSI Ratingin kyselyssä Aktian asiakkaat kokivat pankin yhteydenpidon sekä yhteyshenkilön aktiiviseksi ja laadukkaaksi. Toisaalta Aktia ei ole pärjännyt Kantar Prosperan Private Banking -tutkimuksissa, mutta varsin pienestä otannasta johtuen tämän informaatioarvo on kuitenkin arviomme mukaan rajallinen. Aktian itsensä julkaisemienkin lukujen perusteella asiakastyytyväisyys on hyvällä tasolla (Private Bankingin NPS 60 asiakaspalvelusta). Instituutioasiakkaat taas ovat käsityksemme mukaan tyypillisesti pääosin korkopuolen tuoteostajia, joten tarve palvelulle on matalampi.

Tiettyä kilpailukykyä Aktia saa arviomme mukaan myös

tunnetusta brändistään, vaikka viime aikojen negatiivinen uutisointi pankin ympärillä onkin saattanut hieman laskea pisteitä. Lisäksi yhtiö on menettänyt tunnettuja salkunhoitajiaan. Emme kuitenkaan odota tästä olennaista negatiivista vaikutusta yhtiön ydinkohderyhmiin eli varakkaisiin yksityishenkilöihin sekä pk-yrityksiin.

Kokonaisuutena strategia on mielestämme isoilta linjoiltaan järkevä, ja strategiset valinnat tarjoavat Aktialle edellytykset asemansa vahvistamiseen Suomen yksityisvarainhoidossa.

Yrityspuolella Aktia keskittyy pk-yrityksiin

Yrityspuolen luotonannossa ja pankkipalveluissa Aktia hakee jatkossa kasvua erityisesti pk-yrityksistä, joille potentiaalisimpina tuotteina yhtiö näkee osamaksu-, leasing- ja laskurahoituksen. Näissä on taustalla aina vakuus, ja yhtiön arvion mukaan nämä tarjoavat järkevää riski-tuottosuhdetta. Vastaavasti Aktia on kommunikoinut halustaan laskea suurempien yritysasiakkaidensa määrää ja painoarvoa. Pidämme tätä perusteltuna, sillä nämä voivat muodostaa selkeitä riskikeskittymiä. Esimerkiksi vuoden 2025 luottotappioista (Q1–Q3) 40 % on tullut yksittäiseltä kiinteistöalan toimijalta.

Henkilöasiakkaissa fokus varakkaissa yksityishenkilöissä

Pankkitoiminnan henkilöasiakaspuolella Aktia hakee kasvua erityisesti varakkaista yksityishenkilöistä, jotka muodostavat jo nyt vahvan selkärangan Aktian toiminnalle. Tämän pitäisi tukea myös varainhoitoa, sillä Aktia on ollut historiallisesti vahva tämän segmentin laaja-alaisessa palvelemisessa. Tästä todisteena on mielestämme Private Banking -asiakkaiden hallinnoitavien varojen korkea määrä suhteessa lainakantaan.

Aktian kasvustrategian prioriteetit

Kasvua Private Banking- ja Premium-segmenteissä

- Asiakasmäärien kasvu
- Omaisuudenhoitomandaatit
- Lisäarvopalvelut

Tehokas henkilöasiakkaiden palvelumalli

- Digitaalisiin palvelukanaviin panostaminen

Keskittyminen pk-yrityksiin

- Korkealaatuinen henkilökohtainen palvelu
- Kokonaisvaltainen palvelutarjooma

Vakuutusmyynnin tehostaminen

- Ristiinmyynti nykyisille asiakkaille
- Uudet jakelukanavat

Varainhoidon vahvistaminen

- Kasvua instituutioasiakkaissa

Lähde: Aktia

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Arviomme mukaan segmentti on myös rakenteellisesti kasvava, sillä tulevana vuosikymmeninä merkittävä määrä varallisuutta siirtyy seuraaville sukupolville. Lisäksi yhteistyö Finnairin kanssa on tuonut Aktialle 30 000 uutta korttiasiakasta. Nämä tarjoavat potentiaalia muun muassa varainhoitopalveluiden myyntiin (varakkaammat ihmiset lentävät useammin) sekä talletuskannan ja pankkipalveluiden palkkiotuottojen kasvattamiseen.

Varainhoitomalli nojaa kulutehokkaisiin ratkaisuihin

Varainhoidossa Aktia painottaa kokonaisvaltaista omaisuudenhoitomallia, jossa yhtiö keskittyy muun muassa asiakkaan sijoitussuunnitelman laatimiseen sekä tuottotavoitteeseen sopivien rahastojen valintaan. Tämä myös mahdollistaa omaisuudenhoito- ja rahastopalkkioiden ohella muitakin tuottolähteitä (juridinen apu, varallisuuden suunnittelu, sukupolvenvaihdotukset ym.).

Omien tuotteiden lisäksi Aktialla on valikoimassaan laadukkaita ulkopuolisten rahastoyhtiöiden tuotteita. Tämä mahdollistaa asiakkaille laajemman sijoitustuotteiden valikoiman, sillä perinteisesti pankit ovat suosineet omaisuudenhoidossa ensisijaisesti omia tuotteitaan. Lisäksi Aktia hyödyntää omaisuudenhoitomallissaan matalakuluisia indeksirahastoja. Vaikka toimintamalli ei ole toimialalla uniikki, painottaa Aktia käsityksemme mukaan verrokkejaan enemmän rahastovalintaa.

Samalla tämä laskee palkkiotuottojen potentiaalia, ja yhtiö itsekin on arvioinut sen palkkioitasossa olevan tulevana vuosina laskupainetta. Asiakastytyväisyyteen ja tuottoihin tämä voi kuitenkin vaikuttaa positiivisesti, sillä on selvää, ettei yksittäinen varainhoitaja voi tarjota kilpailijoitaan parempia tuotteita jokaisessa omaisuuslajissa. Mielestämme malli on kaiken kaikkiaan järkevä ja vastaa hyvin avainasiakassegmenttien tarpeita, sillä perinteisiä osake- ja korkorahastoja voidaan täydentää asiakkaan toiveiden ja riskinottohalukkuuden perusteella muun

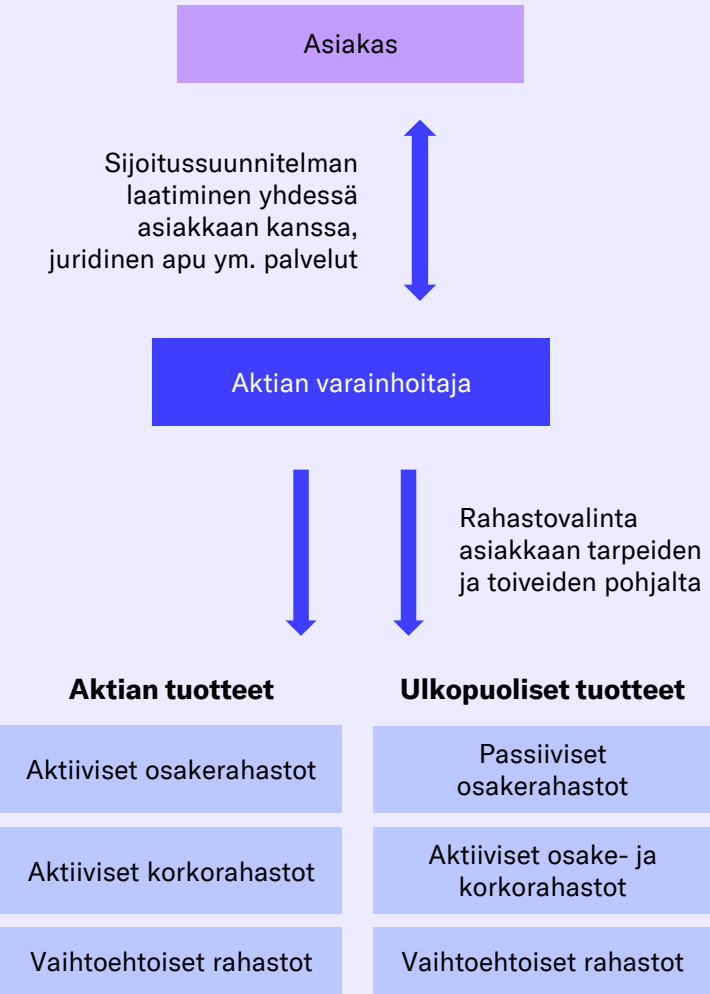
muussa vaihtoehtoisilla tuotteilla. Omien tuotteiden osalta arviomme Aktian kasvattavan valikoimaansa juuri vaihtoehtoisissa tuotteissa, sillä näissä hintatasot ovat lähtökohtaisesti houkuttelevimmat.

Henkilökohtaisen palvelumallin kääntöpuolena on korkeampi luontainen kulurakenne. Näin ollen Aktian tulee kehittää aiempaa paremmin skaalautuvia toimintamalleja varainhoitoasiakkailleen. Tämän yhtiö aikoo saavuttaa keskitetyillä mandaateilla, joissa omaisuudenhoitopalvelun runko rakennetaan samoista yhdistelmätuotteista. Näihin tuotteisiin Aktia valitsee parhaaksi katsomansa vaihtoehdot esimerkiksi osake- ja korkorahastojen valikoimasta, mikä laskee yksittäisen salkun yksilöinnin tarvetta ja kustannusta.

Instituutiopuolella kasvu on haastavampaa

Varainhoidon kasvuambitiot eivät rajoitu pelkästään suomalaisiin yksityishenkilöihin, vaan Aktia hakee kasvua myös instituutioasiakkaissa. Nämä luonnollisesti tarjoavat myös suurinta skaalautumispotentiaalia. Varainhoidon tuore vetäjä arvioi kuitenkin instituutiopuolen kasvun olevan Suomessa haastavaa, joten instituutiomyyntin kohdalla pankki on suunnannut katseensa vahvemmin ulkomaille. Ulkopuolisiin jakelijoihin nojaava kasvu vaatii kuitenkin onnistuakseen ennen kaikkea kilpailijoista erottuvia tuotteita. Selvin potentiaali on mielestämme Aktian kehittyvien markkinoiden korkorahastoissa, sillä kyseisessä omaisuusluokassa kilpailu on toistaiseksi kohtalaisen rajallista, eikä järkeviä indeksivaihtoehtoja ole juuri tarjolla. Aktian kärkirahastot ovat kuitenkin viime vuosina hävinneet vertailuindeksilleen, joten tuotot eivät mielestämme ole olleet tasolla, joka perustelisi kovat kasvuodotukset kilpailun kansainvälisistä asiakkuuksista ollessa yleisesti todella kovaa. Uudet tuotteet voivat tuki toimia tähän yhtenä ratkaisuna, mutta näiden ylösajo ilman yrityskauppoja on väistämättä hidasta. Näin ollen arvioimme Aktian varainhoidon lähivuosien kasvupotentiaalin parhaaksi kotimaisten yksityisasiakkaiden puolella.

Aktian omaisuudenhoitomalli



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Varainhoidon kasvutavoitteet ovat kunnianhimoiset

Aktia tavoittelee yli 25 mrd. euron hallinnoitavia bruttovaroja vuoden 2029 loppuun ylettyvällä strategiakaudellaan. Tämä on pankin kasvutavoitteista tärkein, sillä pääomakevyessä varainhoidossa kasvu luo lähes poikkeuksetta arvoa. Tästä seuraa myös Aktian yli 5 %:n keskimääräinen nettopalkkiotuottojen orgaaninen kasvutavoite. Hallinnoitavien varojen kasvutavoitetta tukee 2 %:n kasvutavoite Premium- ja Private Banking -asiakkuuksien määrässä. Aktia ei kuitenkaan raportoi asiakasmäärien kehitystä, joten tavoitteen etenemisen seuraaminen on hyvin haastavaa. Loppuosa tavoitellusta hallinnoitavan varallisuuden kasvusta on arviomme mukaan tarkoitus saavuttaa nykyisiltä asiakkailta sekä uusilta instituutioasiakkailta.

Palkkiotuottojen yli 5 %:n vuosittainen kasvutavoite kyllä onnistuu, mikäli hallinnoitava varallisuus kasvaa yhtiön toivomalla tavalla. Tämä siitäkin huolimatta, että varainhoidon palkkiomarginaalin voidaan olettaa laskevan. Hallinnoitavien varojen kasvattaminen yli 25 mrd. euroon vaatii kuitenkin yli 10 %:n vuosittaista kasvua. Aktia itse on arvioinut omaisuuserien tuottojen kasvattavan varoja noin 4 % vuodessa, joten pankin tulisi saada vuosittaista uusmyyntiä keskimäärin yli 6 % suhteessa edellisvuoden lopun pääomiin. Tämä on hyvin kunnianhimoinen tavoite ja vaatisi selvästi arvioimaamme markkinakasvua parempaa kehitystä. Myös euromääräinen myyntivauhti olisi hurja, noin 1,4 mrd. euroa vuodessa. Tähän voisivat pystyä arviomme mukaan vain toimialan kärkiyhtiöt, kuten Evli ja Mandatum. Lisäksi myynnin selkeän käänteen aikaansaaminen vie helposti useita vuosia, joten tämänkin takia pidämme Aktian strategiakauden orgaanisia kasvutavoitteita turhan kunnianhimoisina.

Yli 15 %:n oman pääoman tuoton kannattavuustavoite taas

on alisteinen tuottojen kasvuille, sillä arviomme mukaan kulurakenteessa ei ole merkittävästi tehostamisvaraa. Tämän puolesta puhuu myös muutosohjelma, joka ei sisältänyt kululeikkauksia. Markkinakorkojen nousu voisi toki tukea kannattavuutta selvästi ja nostaa oman pääoman tuoton yli 15 %:n ilman varainhoidon selvää vetoapua, mutta tähän nojaamista emme pidä järkevänä.

Vakavaraisuustavoitteet viitoittavat kasvavaa voitonjakoa

Aktian tavoitteena on ylläpitää CET1-vakavaraisuussuhdetta, joka ylittää viranomaisvaatimuksen 2–4 %:lla. Viimeisimmän kvartaaliraportin (Q3’25) aikaan Aktian CET1-suhde ylitti vaateen 4,4 %:lla. Tämän jälkeen yhtiö on tiedottanut pienestä pääomavaateen noususta (alle 0,2 %), joten vakavaraisuustilannetta tämä ei olennaisesti muuttanut.

Voitonjakosuhde taas nivoutuu tiiviisti vakavaraisuussuhteeseen. Aktian virallisena voitonjakopolitiikkana on jakaa osinkoina noin 60 % tilikauden tuloksesta, ja tätä voidaan täydentää omien osakkeiden ostoilla tai lisäosingoilla. Vakavaraisuusvaatimus kuitenkin määrittää, että ilman yrityskauppoja tai regulaatiomuutoksia lähivuosien voitonjaon tulee olla selvästi korkeampaa, sillä muuten pankin vakavaraisuus nousee selvästi yli tavoitetason. Yhtiö itse on kommentoinut pyrkivänsä pitämään vakavaraisuuden tavoitehaarukan ylälaidalla (~4 %). Mielestämme sijoittajien onkin syytä odottaa selvästi kasvavaa voitonjakoa lähivuosina.

Aktian taloudelliset tavoitteet

Hallinnoitava varallisuus	>25 mrd. euroa vuoden 2029 loppuun mennessä	
Nettopalkkiotuottojen kasvu	>5 % vuosittain	
Oman pääoman tuotto	>15 % vuoteen 2029 mennessä	
Vakavaraisuus	CET1-taso 2–4 % yli viranomaisvaateen	
Voitonjakosuhde	~60 % tilikauden tuloksesta	

Inderesin arvio tavoitteen haastavuudesta:

-  Haastava
-  Keskivaikea
-  Helppo

Sijoitusprofiili

1

Varainhoidon kehitys on ollut vaisua, mutta kasvupotentiaalia riittää erityisesti varakkaissa yksityishenkilöissä.

2

Pankkitoiminnassa kasvunäkymä on vakaa. Potentiaalia on erityisesti yrityspuolella, jossa Aktia on viime vuosina kasvanut vahvasti.

3

Toimialan fundamentit ovat kohtalaisen hyvät, joskin kilpailu erityisesti laina-asiakkaista on Suomessa kireää.

4

Tase on vakavarainen, mikä mahdollistaa kasvavan osingonjaon.

5

Tuloskehityksen riippuvuus korkotasosta sekä talouskehityksestä nostaa ennustekerkeä.

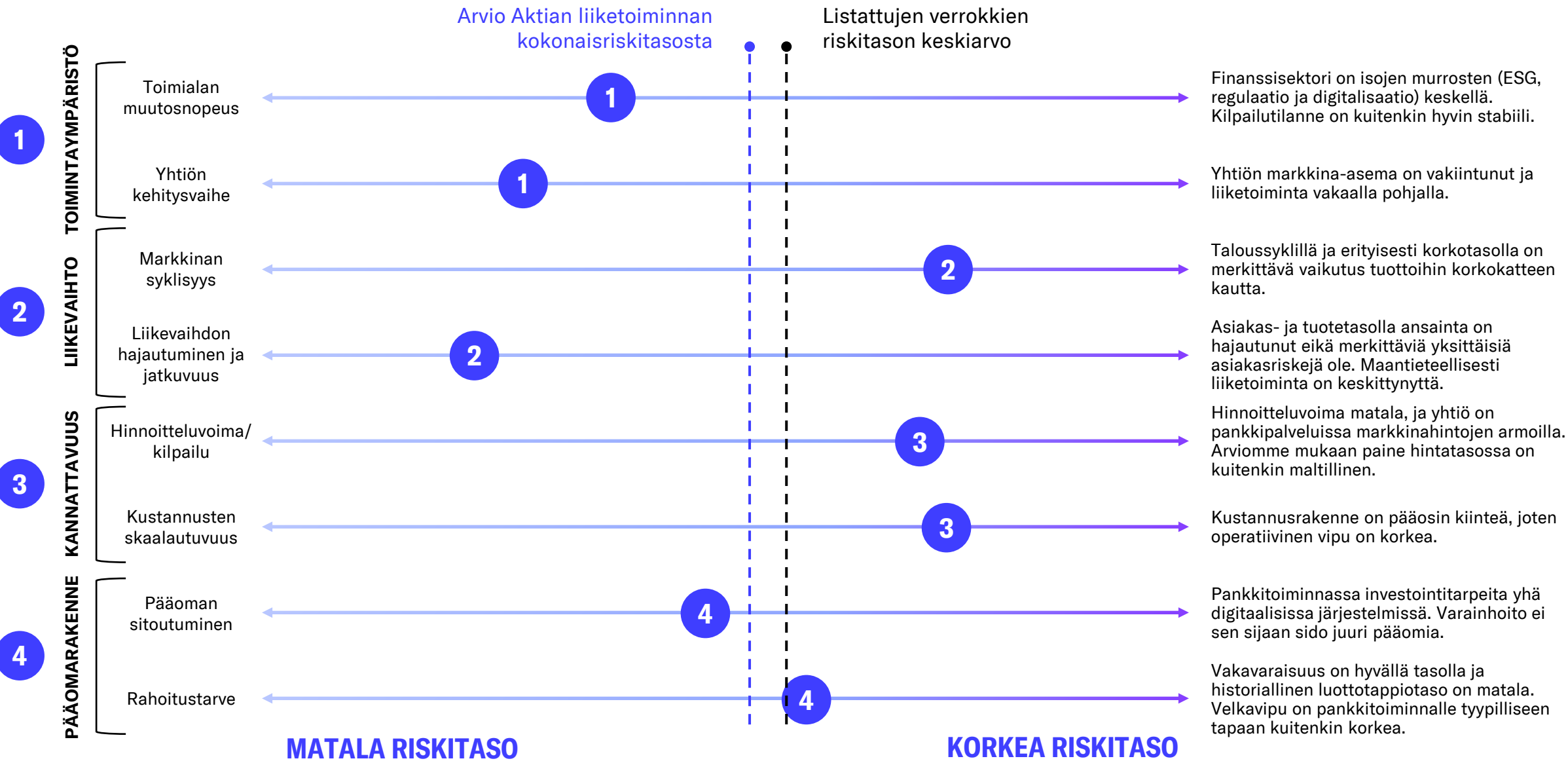
Potentiaali

- Korkojen nousu
- Varainhoidon kasvu
- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen pankkitoiminnassa
- Yritysjärjestelyt

Riskit

- Korkojen lasku
- Pankkitoiminnalle tyypillinen korkea velkavipu
- Jatkuvasti kiristynvä regulaatio
- Riippuvuus taloussuhdanteista ja pääomamarkkinakehityksestä
- Korkea riippuvuus Suomen kiinteistömarkkinasta

Liiketoiminnan riskiprofiili



Ennusteet 1/3

Korkokatteen pohja on käsillä

Korkokate, palkkiotuotot sekä henkivakuusnetto muodostavat Aktian tärkeimmät tuottoerät. Näistä erityisesti korkokate on riippuvainen makrotaloudellisista tekijöistä kuten korkotasosta. Korkokatetta mallinamme lainakannan kasvun sekä korkokatemarginaalin yhtälönä.

Korkokatemarginaali huomioi sekä rahoitustuottojen (lainojen korot ja likviditeettisalkun tuotto) lisäksi rahoituskulut (talletuskorot ja markkinarahoituksen korot). Odotamme korkokatemarginaalin saavuttavan pohjansa vuoden 2026 aikana, jonka jälkeisille vuosille oletamme vakaata marginaalia. Näin ollen emme ota vahvaa näkemystä tulevasta korkokehityksestä, vaan oletamme korkotuottojen ja korkokulujen kehittyvän suunnilleen samansuuntaisesti. Nykyiset korkoennusteet odottavat keskeisten viitekorkojen (3kk ja 12kk euribor) olevan lähivuosina hieman 2 %:n yläpuolella.

Lainakysyntä taas on pitkälti riippuvaista yleisestä talouskehityksestä, joten markkinan lainakannan kehityksen pitäisi mukailla suunnilleen Suomen BKT:n kasvua. Pankkien ja tutkimuslaitosten perusskenaarioiden mukaiset ennusteet odottavat lähivuosille keskimäärin noin 3 %:n nimellistä kasvuvauhtia. Lähivuosina erityisesti asuntolainojen kasvu voi olla tätä nopeampaa, sillä kotitalouksien säästämisaste on viime vuosina ollut tavanomaista korkeampi. Aktian kohdalla arvioimme kuitenkin lainakannan kasvun olevan voimakkaampaa yritysluotoissa, sillä pankki on viimeisen vuosikymmenen aikana hävinnyt markkinaosuuksia asuntolainoissa. Kokonaisuudessaan odotamme Aktian lainakannan kasvavan noin 2,7 % vuosina 2026–2027 ja tämän jälkeen noin 2 % vuodessa, minkä pitäisi vetää myös Aktian liiketoiminnan tuotot kasvuun vuodesta 2026 eteenpäin.

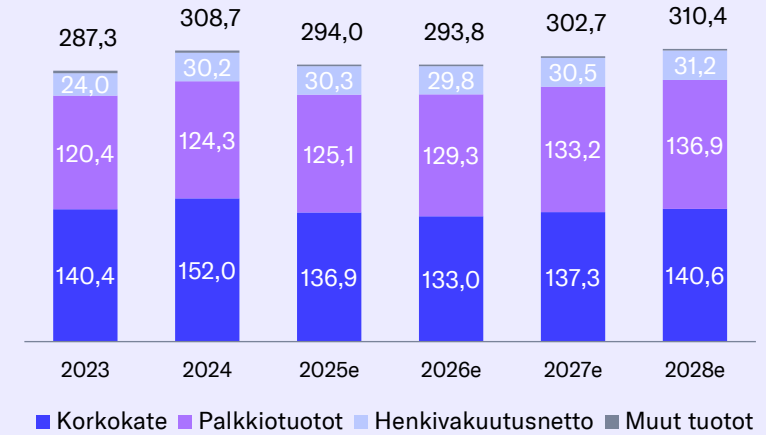
Lainakannan pitkän aikavälin markkinakasvun

ennusteenamme käytämme Suomen Pankin perusskenaarion mukaista noin 2%:n BKT:n nimelliskasvua. Pankkitoiminnan palkkiotuottojen kasvun oletamme vastaavan karkeasti lainakannan kasvuvauhtia, sillä arvioimme Aktian asiakasmäärän kasvavan erityisesti uusien yritysasiakkaiden ansiosta.

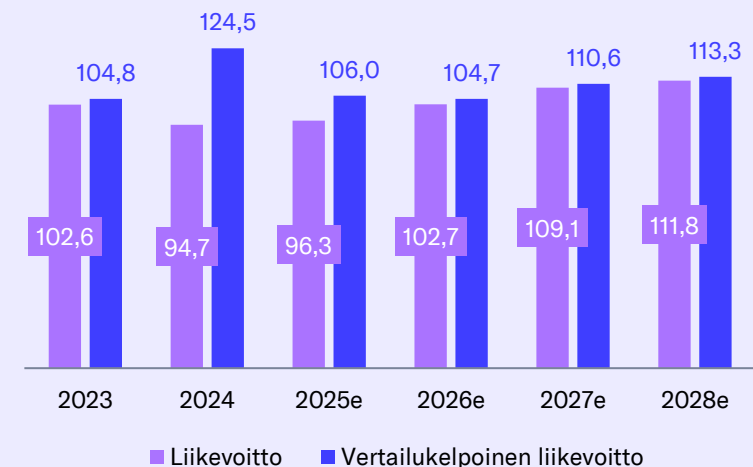
Odotamme Aktian korkokatteen saavuttaneen lähivuosien huippunsa tilikaudella 2024, ja vuonna 2025 (Q1–Q3) korkokate on supistunut noin 9 % korkotason laskun seurauksena. Korkokatteen laskun pitäisi kuitenkin arviomme mukaan pysähtyä H1'2026 aikana, ja tästä eteenpäin ennustamamme korkokatteen kasvu on pitkälti lainavolyymien vetämää. Korkomuutosten vaikutus pankin korkokatemarginaaliin tulee viiveellä korkosuojista sekä hiljalleen päivittyvistä lainojen viitekoroista (erityisesti asuntolainoissa yleisesti käytetty 12kk euribor) johtuen.

Varainhoidon palkkiotuottojen keskeiset ennusteparametrit ovat hallinnoitavien varojen sekä näille saatava keskimääräinen palkkiotasoa. Varainhoitomarkkina on Suomessa selkeä kasvuala, mutta erityisesti passiivisten sijoitustuotteiden suosion kasvu johtaa arviomme mukaan maltillisesti supistuvaan palkkiotasoon. Aktian palkkiotuottojen odotamme kasvavan tasaisesti varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden kasvun sekä asteittain piristyvän lainakysynnän ansiosta. Hallinnoitavien asiakasvarojen ennustamme kasvavan noin 4,5 %:n vuosivauhtia. Arviomme hallinnoitavien varojen positiivisesta arvomuutoksesta on noin 4 %, joten uusmyyntiennusteenme ovat varsin vaatimattomat.

Tuottojen ennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

Varovaisten uusmyyntiennusteidemme taustalla on erityisesti instituutiovarainhoito, jossa lunastuksia on nähty viime vuosina reippaasti. Arviomme mukaan suunta ei ole heti kääntymässä, kun taas yksityishenkilöiden nettomerkinnoista odotamme tasaista mutta maltillista kasvua. Kokonaisuudessaan odotamme Aktian palkkiotuottojen kasvavan noin 3 % vuodessa (varainhoidon palkkiotuotot +4 % ja muut palkkiotuotot + 2 %).

Aktian henkivakuutusneton arvioimme kasvavan hiljalleen sijoitussidonnaisten vakuutusten hallinnoitavien varojen mukana. Riskihenkivakuutusten kasvun arvioimme puolestaan maltilliseksi, sillä maksutulon kehitys on viime vuosina jäänyt hyvin vaatimattomaksi. Kokonaisuudessaan odotamme Aktian liiketoiminnan tuottojen kasvavan noin 2 % vuodessa 2026–2028.

Kertakulujen poistuminen laskee kulutasoa

Raportoitujen kulujen odotamme laskevan ensi vuonna huomattavien kertakulujen poistuessa. Kertakuluja Aktia on kirjannut käynnissä olevasta muutosohjelmastaan (~6 MEUR vuonna 2025), henkilöstövaihdoksistaan (~2 MEUR vuosina 2024 ja 2025) sekä IT-järjestelmien alaskirjauksista (~26 MEUR vuonna 2024). On kuitenkin huomioitava, että Aktia on kirjannut kertaluonteisia kulueriä jokaisena vuonna viimeisen yhdeksän tilikauden aikana. Näin ollen nämä mielestämme muodostavat jo trendin, minkä takia olemme sisällyttäneet varovaisuuden nimissä ennusteisiimme uudelleenjärjestelykuluja vuosittain 1,5 MEUR:n edestä.

Vertailukelpoisten kulujen sen sijaan arvioimme kasvavan tasaisesti liiketoiminnan kokoluokan mukana. Voimakkainta kulujen kasvu on ennusteissamme vuonna 2026, kun uudet taseeseen aktivoitavat IT-investoinnit kasvattavat poistotasoa vuoteen 2025 verrattuna. Vertailukelpoisten henkilöstökulujen odotamme kasvavan noin 3 % vuosittain. Tästä 2 % tulee palkkainflaatiosta ja 1 % henkilöstömäärän kasvusta. Voimakkainta operatiivisten kulujen kasvu on

kuitenkin IT-liitännäisissä kuluissa (suorat IT-kulut ja poistot), sillä arviomme mukaan Aktialla muun toimialan tapaan yhä investointitarpeita sen digitaalisissa kanavissa.

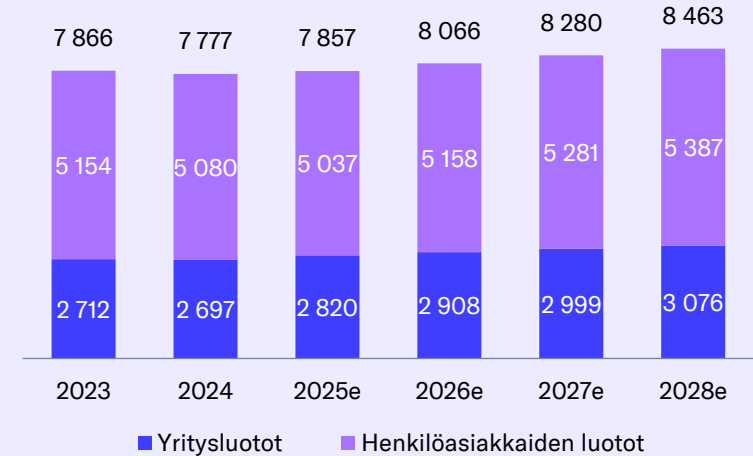
Luottotappioiden arvioimme olevan hieman koholla vielä ensi vuonna ja laskevan sitten normaaliksi arvioimалlemme tasolle (0,10 % lainakannasta). Tämä on hieman yli viimeisen 10 vuoden keskimääräisen tason (0,08 % lainakannasta), sillä arviomme mukaan yrityslainakannan osuuden kasvu nostaa aavistuksen keskimääräistä luottotappiotasoa. Tässä on toki syytä huomioida, että Aktian painottamat laskurahoitus, leasingrahoitus sekä osamaksurahoitus ovat vakuudellisia, mikä rajaa riskitasoa. Ennusteissamme luottotappiot jäävätkin kaiken kaikkiaan mataliksi, mikä heijastelee pankin konservatiivista riskienhallintaa ja luottosalkun maltillista riskitasoa.

Paluu tulokasvuun siintää horisontissa

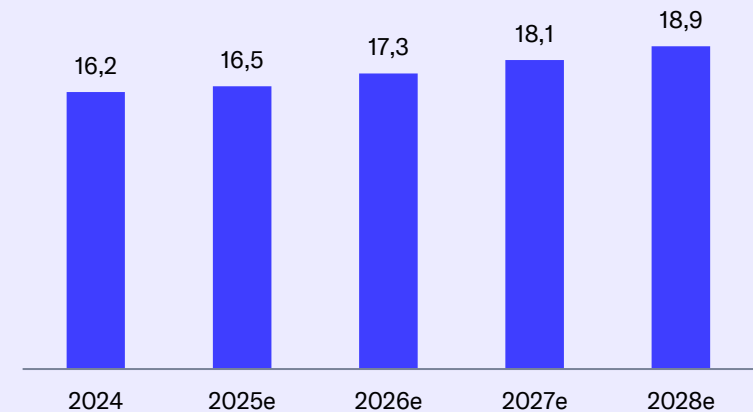
Laskevista tuotoista sekä maltillisesti kasvavista kuluista johtuen odotamme Aktian vertailukelpoisen liike tuloksen laskevan vuonna 2025 15 % ja vuonna 2026 2 %, ja kääntyvän tämän jälkeen takaisin kasvuun liiketoiminnan volyymin (lainakanta + hallinnoitavat asiakasvarat) mukana. Raportoitu tulos sekä osakekohtainen tulos jatkavat kuitenkin ennusteissamme kasvussa myös vuosina 2025–2026 kertaluontoisten kuluerien (IT-järjestelmien alaskirjaukset ja muutosohjelman kulut) rasisettua selvästi vuosien 2024 ja 2025 tuloksia. Samalla Suomen yhteisöveron lasku tukee nettotuloksen kehitystä vuodesta 2027 eteenpäin. Kokonaisuudessaan kasvu- ja kannattavuusennusteemme ovat kuitenkin Aktian kunnianhimoisina pitämiemme strategiakauden tavoitteiden alapuolella.

Oman pääoman tuotto pysyttelee ennusteissamme noin 12 %:ssa, minkä arvioimme Aktialle kestäväksi tasoksi nykyisessä korkoympäristössä.

Lainakannan ennusteet (MEUR)



AUM-ennusteet, brutto (mrd. euroa)



Ennusteet 3/3

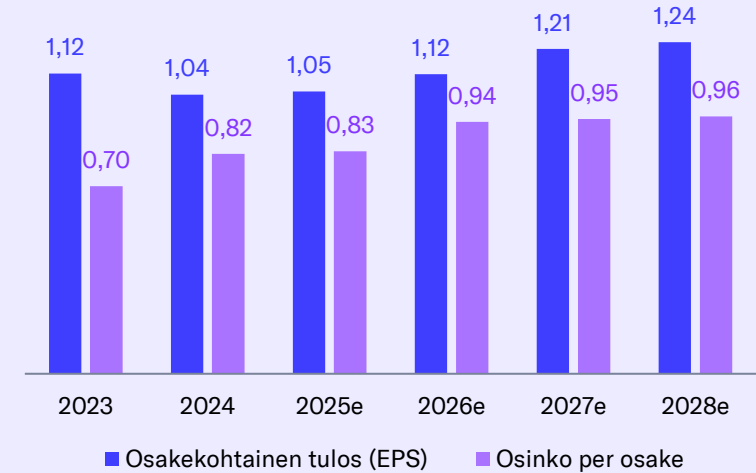
Odotamme kasvavaa voitonjakoa

Aktian virallisena voitonjakopolitiikkana on jakaa osinkoina noin 60 % tilikauden tuloksesta, ja tätä voidaan täydentää omien osakkeiden ostoilla tai lisäosingoilla. Huomautamme, että jako perusosion ja lisäosion välillä on teennäinen, joten suosittelemme sijoittajaa keskittymään kokonaisvoitonjaon kehitykseen ja näkymään.

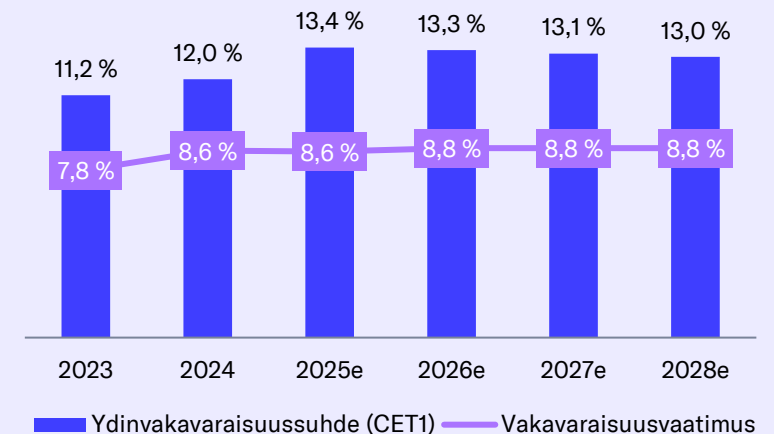
Vuodelta 2025 odotamme 0,83 euron osakekohtaista osinkoa, mikä tarkoittaisi sentin kasvua edellisvuodesta. Tämän jälkeenkin odotamme voitonjaon kasvavan vuosittain, sillä muuten Aktian vakavaraisuus nousisi tulosennusteillamme selvästi yli tavoitetason. Aktian voitonjako- ja vakavaraisuustavoitteita olemme käsitelleet tarkemmin raportin taloudellisia tavoitteita käsittelevässä osiossa. Kokonaisuudessaan voitonjakoennusteemme odottavat lähivuosilta noin 80 %:n voitonjakosuhdetta, mikä tarkoittaisi selvää kasvua vuosiin 2021–2024 verrattuna, jolloin Aktia keskittyi vahvistamaan tasettaan. Odotamme voitonjaon tulevan puhtaasti osingoista, vaikka yhtiö onkin pitänyt oven auki myös omien osakkeiden ostoille. Historiassa näitä ei kuitenkaan ole käytetty voitonjaon välineenä.

Aktian ydinvakavaraisuussuhteen odotamme pysyvän 13 %:n tuntumassa, mikä vastaa yhtiön tavoittelemaa noin 4 %:n puskuria viranomaisen määrittämään minimitasoon.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Vakavaraisuuden ennusteet



Ennustemuutokset

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia edellisestä päivityksestämme:

- Nostimme nettopalkkiotuottojen sekä henkivakuutusneton kasvuennusteitamme, mutta osa tämän vaikutuksesta kumoutui lähivuosien kuluennusteidemme pienellä nousulla.
- Kokonaisuudessaan vertailukelpoisen liikevoiton ennusteamme nousivat 1–4 % ja nettotuloksen ennusteamme 1–2 %.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Korkokate	137	137	0 %	133	133	0 %	136	137	1 %
Nettopalkkiotuotot	125	125	0 %	128	129	1 %	131	133	2 %
Henkivakuutusnetto	30	30	0 %	29	30	2 %	30	31	2 %
Liiketoiminnan tuotot	294	294	0 %	292	294	0 %	299	303	1 %
Liiketoiminnan kulut	-185	-185	0 %	-181	-183	1 %	-184	-187	1 %
Luottotappiot	-13	-13	0 %	-11	-10	-7 %	-8	-8	1 %
Liikevoitto	96	96	0 %	102	103	1 %	107	109	2 %
Vertailukelpoinen liikevoitto	106	106	0 %	104	105	1 %	107	111	4 %
EPS	1,06	1,05	0 %	1,11	1,12	1 %	1,18	1,21	2 %
EPS oikaistu	1,19	1,19	0 %	1,13	1,14	1 %	1,18	1,23	4 %
Osinko per osake	0,83	0,83	0 %	0,94	0,94	0 %	0,95	0,95	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Korkokate	140,4	39,1	38,8	36,1	38,1	152,0	35,2	34,7	34,0	33,0	136,9	133,0	137,3	140,6
Nettopalkkiotuotot	120,4	30,1	30,8	30,9	32,5	124,3	30,8	30,3	31,2	32,7	125,1	129,3	133,2	136,9
Henkivakuutusnetto	24,0	7,7	7,4	8,9	6,3	30,2	6,5	8,0	8,2	7,6	30,3	29,8	30,5	31,2
Muut tuotot	2,5	0,4	-0,3	0,2	1,9	2,2	0,9	0,3	0,0	0,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	287,4	77,3	76,7	76,1	78,7	308,8	73,5	73,3	73,5	73,8	294,0	293,8	302,7	310,4
Kertaluonteiset tuotot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	287,1	77,3	76,7	76,1	78,7	308,8	73,5	73,2	73,5	73,8	293,8	293,8	302,7	310,4
Henkilöstökulut	-84,5	-19,3	-20,1	-19,4	-21,6	-80,5	-20,6	-21,1	-20,3	-22,1	-84,1	-84,1	-86,5	-89,1
IT-kulut	-41,1	-11,0	-12,7	-12,0	-15,8	-51,5	-12,8	-13,2	-13,4	-14,8	-54,2	-55,8	-57,4	-59,2
Poistot aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä	-23,5	-6,0	-6,1	-6,1	-5,5	-23,7	-4,0	-4,1	-4,6	-4,7	-17,4	-18,6	-18,7	-18,8
Liiketoiminnan muut kulut	-27,5	-5,1	-5,9	-5,5	-6,3	-22,8	-6,7	-8,5	-6,2	-7,8	-29,2	-24,2	-24,1	-24,6
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-176,6	-41,4	-44,8	-43,1	-49,3	178,6	-44,0	-46,9	-44,4	-49,4	-184,7	-182,6	-186,8	-191,7
Kertaluonteiset kulut	-2,5	-0,6	-0,7	-0,3	-3,2	-4,8	-2,1	-3,2	-2,1	-2,5	-10,0	-2,0	-1,5	-1,5
Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut	-174,2	-40,8	-44,1	-42,8	-46,1	-173,8	-42,0	-43,7	-42,3	-46,9	-174,9	-180,6	-185,3	-190,2
Arvonalentumiset	-8,3	-2,7	-1,8	-1,8	-29,3	-35,6	-2,9	-3,2	-3,8	-3,1	-12,9	-10,5	-8,3	-8,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	102,6	33,3	30,1	31,2	0,1	94,6	26,6	23,3	25,3	21,2	96,4	102,7	109,1	111,8
Vertailukelpoinen liikevoitto	104,8	33,9	30,8	31,5	28,3	124,5	28,7	26,2	27,4	23,7	106,0	104,7	110,6	113,3
Verot	-21,3	-6,0	-6,0	-6,4	-0,3	-18,8	-4,9	-4,8	-5,2	-4,2	-19,1	-20,5	-19,6	-20,1
Nettotulos	81,3	27,3	24,1	24,8	-0,2	76,0	21,8	18,5	20,1	17,0	77,4	82,2	89,5	91,7
EPS (oikaistu)	1,15	0,38	0,34	0,34	0,38	1,45	0,33	0,30	0,30	0,27	1,19	1,14	1,23	1,26
EPS (raportoitu)	1,12	0,38	0,33	0,34	0,00	1,04	0,30	0,25	0,27	0,23	1,06	1,12	1,21	1,24
Osinko per osake	0,70	-	-	-	-	0,82	-	-	-	-	0,83	0,94	0,95	0,96

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	-5,2 %	11,5 %	11,2 %	2,4 %	5,7 %	7,5 %	-5,0 %	-4,7 %	-3,4 %	-6,3 %	-4,8 %	0,0 %	3,1 %	2,5 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	60,7 %	52,8 %	57,5 %	56,2 %	58,5 %	56,3 %	57,2 %	59,8 %	57,6 %	63,6 %	59,5 %	61,5 %	61,2 %	61,3 %
Hallinnoitavat asiakasvarat, brutto (mrd. euroa)	-	16,1	16,2	16,5	16,2	16,2	15,7	15,9	16,3	16,5	16,5	17,3	18,1	18,9
Varainhoidon palkkiot/AUM-%	-	0,50 %	0,50 %	0,48 %	0,53 %	0,51 %	0,50 %	0,49 %	0,50 %	0,52 %	0,49 %	0,50 %	0,49 %	0,48 %
Korkokate/lainakanta-%	1,79 %	1,99 %	1,98 %	1,85 %	1,96 %	1,94 %	1,82 %	1,78 %	1,73 %	1,68 %	1,75 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %
Henkilöstön keskimääräinen lukumäärä	857	820	828	877	846	843	851	856	860	865	858	866	874	882
Keskimääräinen henkilöstökulu (TEUR)	-99	-94	-97	-88	-102	-95	-97	-99	-94	-102	-98	-97	-99	-101
Oman pääoman tuotto-%	13,3 %	16,5 %	14,5 %	14,9 %	-0,1 %	11,4 %	12,5 %	10,8 %	11,8 %	9,7 %	11,1 %	11,4 %	12,1 %	12,2 %
Oman pääoman tuotto-% (oikaistu)	13,6 %	16,8 %	14,9 %	15,0 %	13,1 %	15,0 %	13,5 %	12,1 %	12,8 %	10,8 %	12,2 %	11,6 %	12,3 %	12,3 %
Ydinvakavaraisuussuhde (CET1)	11,2 %	11,4 %	11,5 %	11,9 %	12,0 %	12,0 %	13,0 %	12,8 %	13,1 %	13,4 %	13,4 %	13,3 %	13,1 %	13,0 %

Lähde: Inderes

Varat	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Saamiset Suomen Pankilta ja luottolaitoksilta	698	581	905	929	954	975
Saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	7866	7777	7857	8066	8280	8463
Käteiset varat	92	65	76	78	80	82
Sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät sijoitukset	1134	1326	1461	1500	1540	1574
Aineettomat hyödykkeet	168	155	166	171	176	176
Muut varat	2080	478	469	481	494	505
Varat yhteensä	12038	11904	12356	12685	13022	13306
Lähde: Inderes						

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Velat yhteensä	11333	11162	11587	11896	12215	12487
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	4564	4084	4131	4241	4354	4450
Velat keskuspankeille ja luottolaitoksille	308	330	320	330	342	352
Muut rahoitusvelat	4480	4668	4963	5095	5230	5346
Vakutusvelka	1529	1691	1796	1844	1893	1935
Muut velat	452	389	376	386	396	405
Sidottu oma pääoma	131	141	150	150	150	142
Vapaa oma pääoma	515	542	559	579	597	617
Määräysvallattomat	60	60	60	60	60	60
Oma pääoma yhteensä	705	742	769	789	807	819
Velat ja oma pääoma yhteensä	12038	11904	12356	12685	13022	13306

Arvonmääritys 1/4

Tuotto-odotus on houkutteleva

Olemme tarkastelleet Aktian arvostusta tasekertoimien, osinkomallin sekä pohjoismaisten pankkiverrokkien kautta. Menetelmät indikoivat Aktian osakkeen käyväksi arvoksi 11–14 euroa keskipisteen ollessa noin 12,5 euroa. Käyvän arvon haarukkamme sisältää oletuksen 10–15 %:n virhemarginaalista arvonmääritysmenetelmästä riippuen. Arvonmääritysmenetelmien yhteenveto löytyy raportin sivulta [46](#).

Kokonaisuudessaan pidämme Aktian arvostusta edelleen huokeana ja näemme kertoimien nousuvaran ja korkean osinkotuoton (~7–8 %) tarjoavan sijoittajille hyvän tuotto-odotuksen. Tuotto-odotuksen painottuminen osinkotuottoon rajaa samalla arvostukseen liittyvää riskitasoa.

Varainhoidon vaisu kehitys sekä henkilöstövaihdoksista johtuvat epäjatkuvuuskohdat saattavat kuitenkin viivästyttää varainhoidon kasvukäänteen etenemistä, mikä arviomme mukaan hioo tuotto-odotukselta terävimmän kärjen. Tämän takia tavoitehintamme (12,0 euroa osakkeelta) on hieman lähempänä määrittelemämme käyvän arvon haarukan alalaitaa. Tästäkin huolimatta arvioimamme vuosittainen tuotto-odotus lähivuosille on noin 10–15 %, mikä ylittää Aktialle soveltamamme 9,5 %:n tuottovaatimuksen.

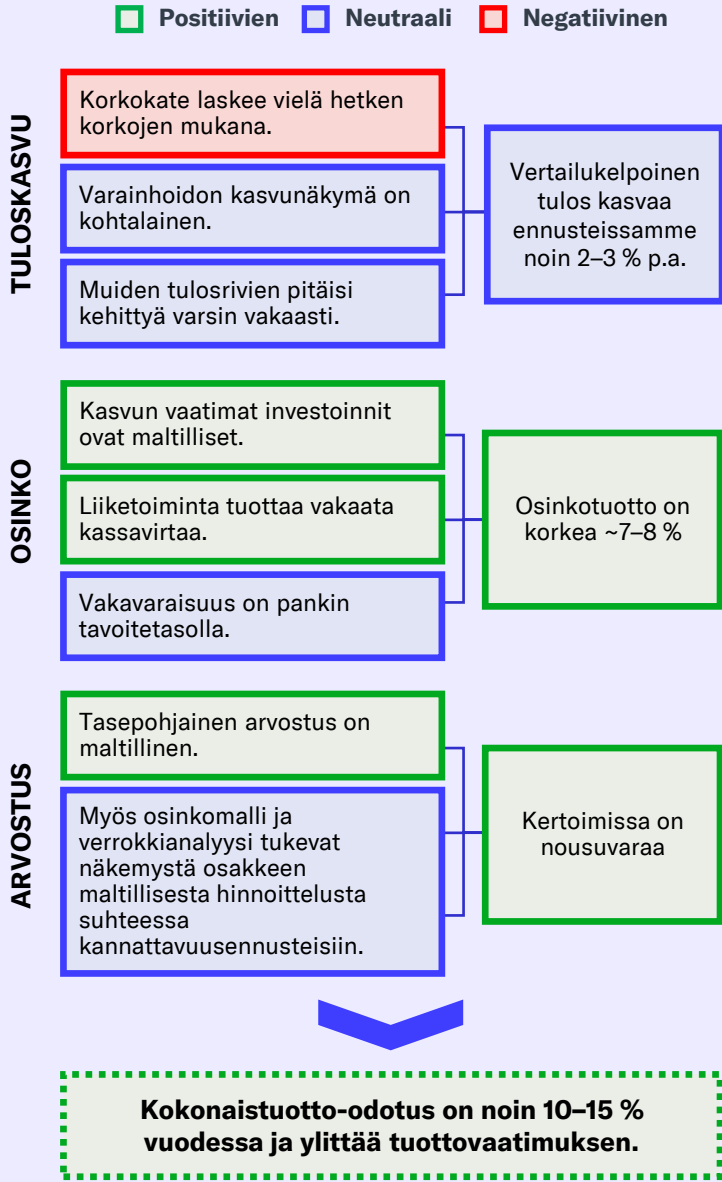
Aktian potentiaalin täysimääräinen ulosmittaaminen vaatisi puolestaan markkinoiden vakuuttelua siitä, että yhtiö kykenee 1) pitämään kiinni lainoituksen markkinaosuudestaan sekä 2) kääntämään varainhoidon nettomerkinnot taas selvään kasvuun. Nämä ovat näkemyksemme mukaan jatkossa myös osakkeen ja yhtiön arvon keskeiset ajurit.

Pankkien arvonmäärityksessä on muutamia erityispiirteitä

Pankin arvonmäärityksessä on syytä huomioida muutama seikka näiden varsin poikkeuksellisesta liiketoimintamallista johtuen. Ensinnäkin pankit ovat varsin velkaisia, ja esimerkiksi Aktian omavaraisuusaste oli vuoden 2024 lopussa vain noin 6 %. Tämä luonnollisesti nostaa riskiprofiilia. Toisaalta Aktian tapauksessa lainakannan maltillinen riskitaso laskee hieman tuottovaatimusta. Viime vuosina pankkisektorin keskimääräinen tuottovaatimus on liikkunut arviomme mukaan noin 10 %:ssa, joten Aktialle soveltamamme 9,5 %:n oman pääoman tuottovaatimus on hieman tämän alapuolella.

Toiseksi koko liiketoiminta perustuu erilaisille rahoitusratkaisuille, jolloin taseessa oleva vieras pääoma on pankeille lähempänä raaka-ainetta kuin varsinaista korollista velkaa. Lisäksi pankkien pääomarakenteeseen liittyvät ratkaisut ovat vahvasti säänneltyjä, joten taseen ylimääräistä varallisuutta ja mahdollista voitontjakoa määrittävät vakavaraisuutta koskevat rajoitteet. Näin ollen yritysarvoon (EV) nojaava arvonmääritys ei pankkien kohdalla toimi, sillä pankeilla ei ole varsinaista korollista velkaa eikä ylimääräistä kassaa voida vakavaraisuus- ja likviditeettirajoitteista johtuen jakaa pankin omistajille. Pankkien arvonmääritystä tuleekin tarkastella osakkeenomistajille kuuluvien kassavirtojen (nettotulos tai osingot), taseeseen sitoutuvien pääomien sekä oman pääoman tuoton näkökulmasta. Tunnuslukujen osalta käyttökelpoisimmat ovat P/E-luku sekä P/B-luku, joista jälkimmäistä sovellamme omassa kertoimiin perustuvassa arvonmäärityksessämme liiketoiminnan tasevetoisuudesta johtuen.

Osaketuoton ajurit 2025–2028e



Arvonmääritys 2/4

Tasepohjainen arvostus ei ole haastava

Pankkitoiminnan pääomaintensiivisyydestä johtuen kerroinpohjaista arvostusta tarkastellaan tyypillisesti tasepohjaisella P/B-luvulla, jossa pankin markkina-arvo suhteutetaan sen taseen omaan pääomaan.

Aktian hyväksyttävää, fundamentteihin perustuvaa P/B-lukua voidaan arvioida tekemällä oletuksia kestävästä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotasosta (ROE), oman pääoman tuottovaatimuksesta (CoE) sekä kestävästä kasvutekijästä (g). Mikäli oletamme Aktian yltävän suhdannesyklin yli kestävästi noin 12 %:n ROE-tasoon ennusteidemme mukaisesti (vrt. nykyinen taloudellinen tavoite +15 %, viimeisen 10 vuoden keskiarvo ~11 %) ja sovellamme yhtiölle 9,0–10,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta sekä 2,0 %:n kasvutekijää, asettuisi hyväksyttävä P/B-kerroin noin 1,3x–1,4x välille. Viimeisimmän tulosraportin mukaisella oman pääoman määrällä osakkeen arvo liikkuisi näillä kertoimilla 11,8–13,5 euron välillä. Nykyistä hinnoittelua ei voida siten pitää kireänä osakekurssin ollessa alle haarukan alalaidan.

Aktian arvostusta voidaan myös tarkastella suhteuttamalla nykyistä arvostusta yhtiön historiallisiin kertoimiin. Aktiaa on hinnoiteltu viimeisen 5 vuoden aikana taseperusteisesti keskimäärin P/B-kertoimella 1,0x, joka on alle nykyisen arvostustason. Pidämme tätä perusteltuna, sillä kannattavuusnäkökulma on selvästi aiempaa parempi korkotason nousun ansiosta.

Skenaarioanalyysi arvonmäärityksen tukena

Olemme hahmotelleet kerroinpohjaisen arvonmäärityksemme tueksi kolme erilaista tulevaisuudenskenaariota. Keskeiset muuttujat ennusteissamme liittyvät hallinnoitavien varojen ja lainakannan kasvuun sekä korkotason kehitykseen. Korkokatteen ennusteriskiä nostaa ennen kaikkea

korkokehityksen historiallisesti heikko ennustettavuus. Muiden tuottorivien kehityksestä sijoittajan ei tarvitse yhtä paljon huolehtia, sillä pankkitoiminnan palkkiotuottojen ei pitäisi olennaisesti poiketa lainakannan kehityksestä ja henkivakuutusnetonkin pitäisi kehittyä varsin vakaasti. Näiden ulkopuolisten tuottorivien merkitys taas on kokonaisuuden kannalta olematon. Erityisesti varainhoidon odotuksiamme voimakkaampi kasvu tukisi Aktian kannattavuutta ja osakkeen arvoa. Eri skenaariot sekä näistä vastaavat vuotuiset tuotto-odotukset on esitetty sivupalkin taulukossa.

Huonossa skenaariossa Aktian kannattavuus painuisi korkotason laskun tai instituutioasiakkaiden huomattavien lunastusten jatkumisen takia nollakorkoajan tasolle. Samalla pankkisektorin heikentynyt kasvunäkymä nostaisi hieman koko sektorin tuottovaatimuksia.

Perusskenaariossa Aktia yltää ennusteidemme mukaiseen 12 %:n oman pääoman tuottoon ja kasvaa pitkällä aikavälillä suunnilleen Suomen BKT:n ennustettua kasvuvauhtia, mikä vastaa arviotamme koko toimialan kasvunopeudesta. Varainhoidon kehitys on perusskenaariossa kohtalaisen maltillista nykyisten ennusteidemme mukaisesti.

Hyvässä skenaariossa korkojen nousu tai varainhoidon kasvun selvä kiihtyminen yhtiön omien tavoitteiden mukaisesti nostaa sekä kannattavuutta että kasvuoletusta. Liiketoiminnan suotuisasta näkökulmasta johtuen myös tuottovaatimuksella olisi tilaa laskea pykälällä.

Tällä hetkellä järkevä arvostustaso Aktialle löytyy mielestämme perusskenaarion tuntumasta. Tavoitehintamme on kuitenkin hieman tämän alapuolella, sillä varainhoidon kehitys on jäänyt viime vuosina vaisuksi. Näin ollen laskelmissamme huonon skenaarion todennäköisyys on hieman korkeampi kuin selvästi parantuvaan kannattavuusnäkökulmaan nojaavan hyvän skenaarion.

		Oman pääoman tuotto					
		9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
Tuottovaatimus	7 %	1,4x	1,6x	1,8x	2,0x	2,2x	2,4x
	8 %	1,2x	1,3x	1,5x	1,7x	1,8x	2,0x
	9 %	1,0x	1,1x	1,3x	1,4x	1,6x	1,7x
	10 %	0,9x	1,0x	1,1x	1,3x	1,4x	1,5x
	11 %	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x
	12 %	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x

Arvonmäärityksen skenaariot 2025–2028

Muuttuja	Huono	Perus	Hyvä
ROE-%	9 %	12 %	14 %
Kasvu-%	1,5 %	2,0 %	2,5 %
Tuottovaatimus	10,0 %	9,5 %	9,0 %
Hyväksytty P/B	0,9x	1,3x	1,8x
P/B-luvun muutos	-9 %	4 %	16 %
OPO:n kasvu-%	1,5 %	2,0 %	2,5 %
Osinkotuotto-%	~7 %	~7 %	~7 %
Tuotto-odotus p.a.	~0 %	~13 %	~26 %

Arvonmääritys 3/4

Osinkomalli (DDM)

Olemme lähestyneet Aktian arvoa myös osinkojen nykyarvomallin (DDM) kautta. Osinkomalli indikoi osakkeen arvoksi noin 12,8 euroa (aik. 12,7 €) tukien näkemystämme osakkeen edullisesta hinnoittelusta. Aktian nykyiseen osakekurssiin ladatut odotukset ovatkin siten maltilliset ja arvostukseen liittyvä riskitaso rajallinen. Olemme soveltaneet osinkomallissamme Aktialle 9,5 %:n oman pääoman tuottovaatimusta sekä 2,0 %:n osingon terminaalikasvuoletusta. Osinkomalli oletuksineen löytyy raportin sivulta [50](#).

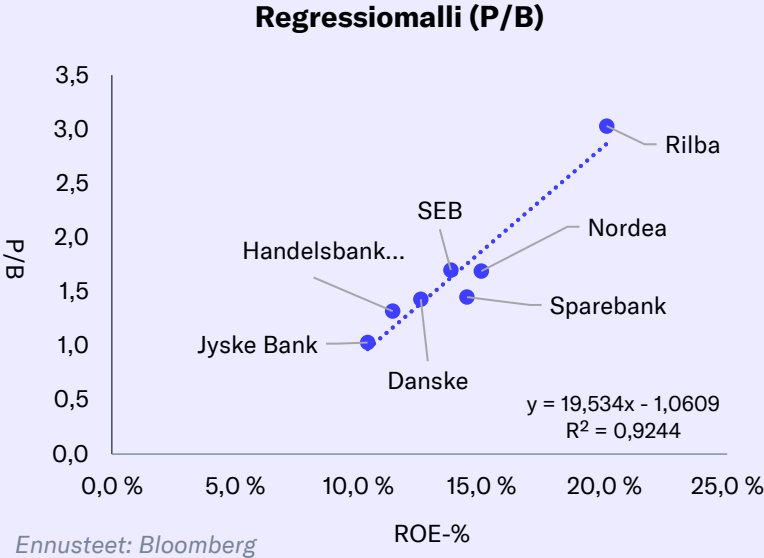
Verrokkianalyysi on linjassa muihin menetelmiin

Aktiaa hinnoitellaan taseperusteisesti (P/B) verrokkiryhmää matalammin kertoimin. Tämä on toki perusteltua, sillä verrokkiryhmän keskimääräinen kannattavuus on Aktiaa korkeampi. Paremman kuvan arvostuksesta saakin huomioimalla erot pankkien ennustetuissa kannattavuustasoissa. Regressiomallissa olemme suhteuttaneet verrokkiyhtiöiden nykyiset P/B-kertoimet (selitettävä muuttuja) konsensusennusteiden mukaiseen oman pääoman tuottoon (selittävä muuttuja). Oman pääoman tuoton ja pankin hyväksytyn P/B-luvun välillä vallitsee lineaarinen riippuvuus, minkä lisäksi kasvunäkymät eivät toimialan kypsästä vaiheesta sekä kohtalaisen kireästä kilpailutilanteesta johtuen mielestämme eroa olennaisesti pankkien välillä. Näin ollen regressiomalli antaa mielestämme varsin relevantin tarkastelupisteen arvonmäärityksen tueksi.

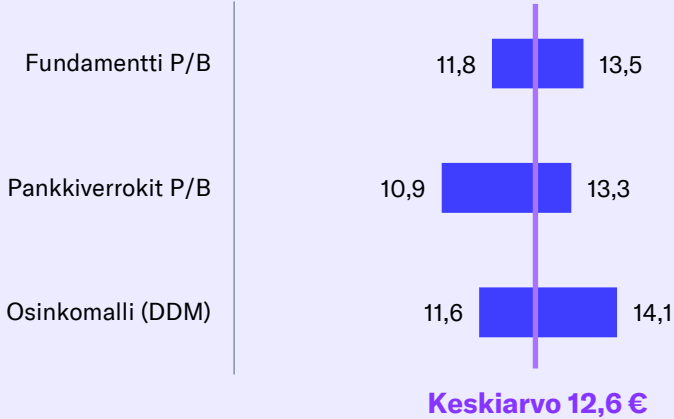
Verrokkiryhmä koostuu pohjoismaisista suurista ja keskikokoisista pankeista, sillä kotimaisesta pankkisektorista ei ole saatavissa relevantteja listattuja verrokkeja. Kokonaisuudessaan vertailtavuus on kuitenkin mielestämme hyvä, vaikka erityisesti maantieteellisessä

painotuksessa on selkeitä eroja Aktian toimiessa Suomen rajojen sisällä (pois lukien varainhoidon kansainväliset asiakkuudet).

Yhtiökohtaiset kannattavuuserot huomioiva regressiomalli kertoo muiden menetelmiemme kanssa yhteneväistä tarinaa Aktian osakkeen maltillisesta hinnoittelusta. Kyseisen markkinapohjaisen mallin valossa (graafi oikealla) Aktialle voitaisiin perustella P/B-kerroin 1,1–1,4x, mikä vastaisi noin 11,4–13,9 euron kurssitasoa.

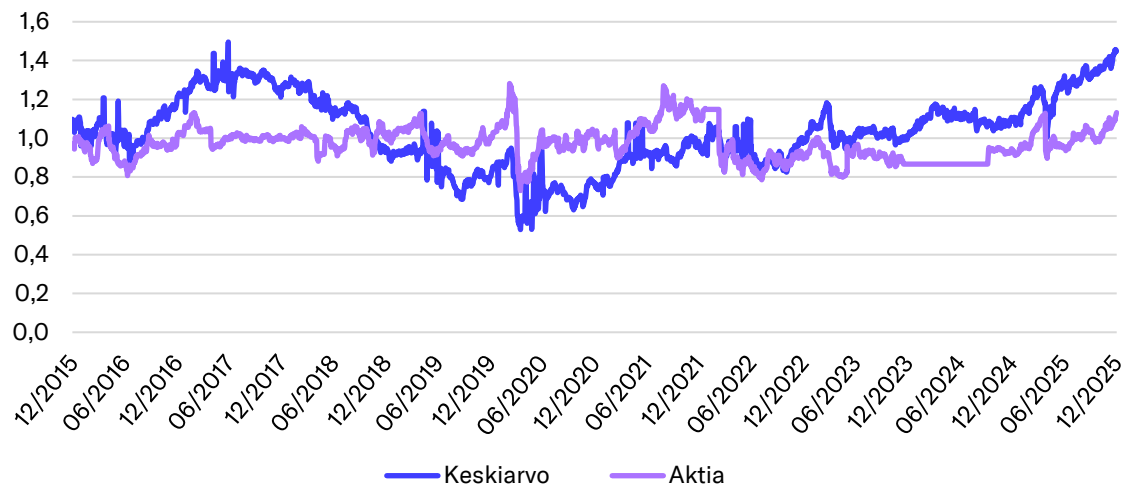


Arvonmääritysmenetelmien yhteenveto (EUR/osake)

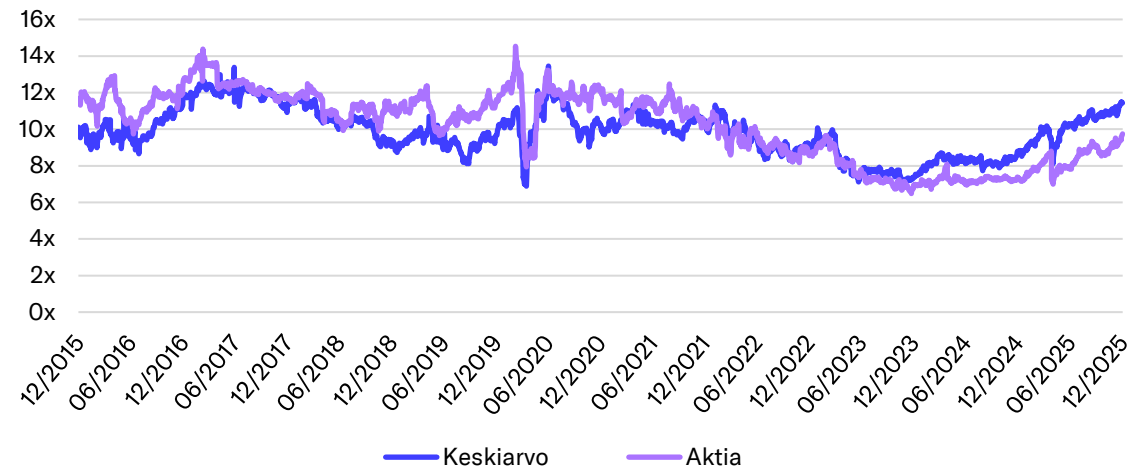


Arvonmääritys 4/4

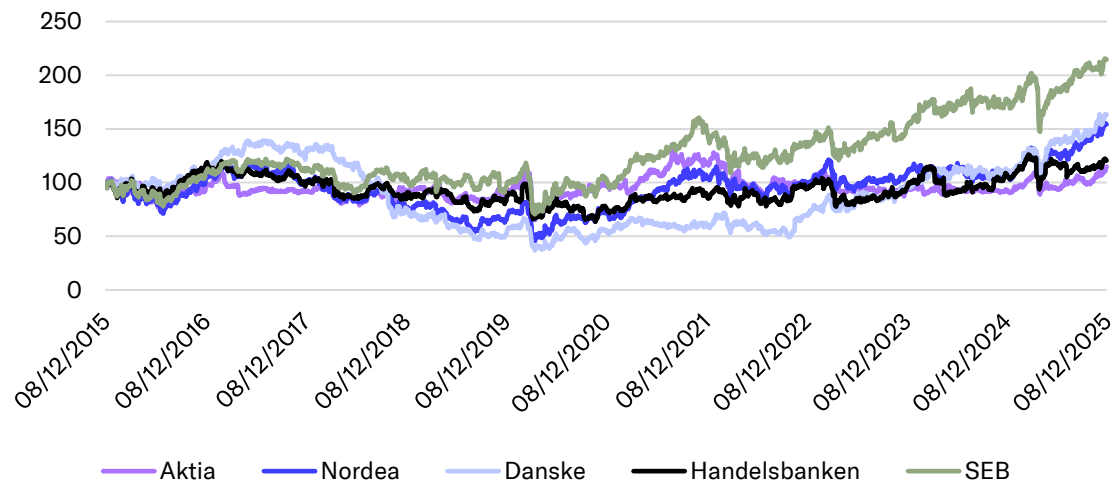
Pankkisektorin P/B-luku



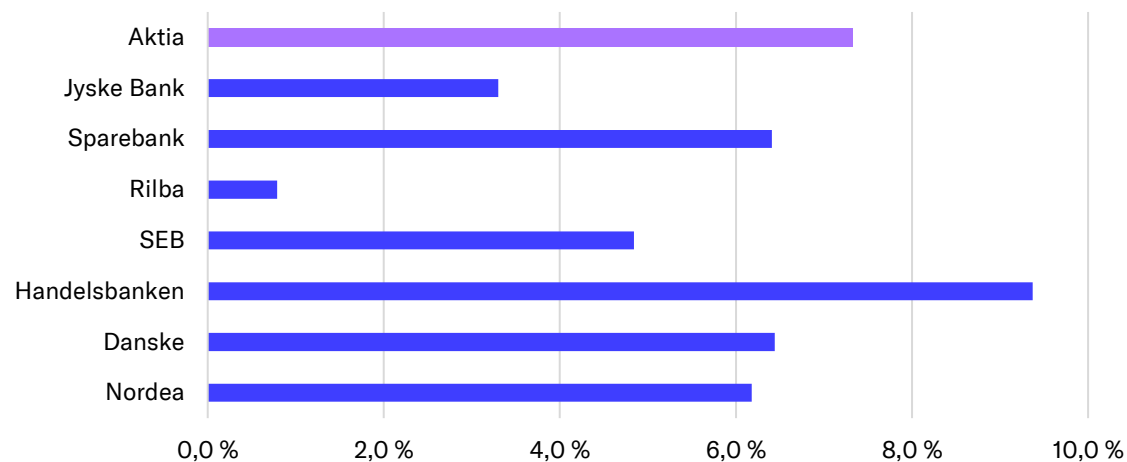
Pankkisektorin P/E-luku (12kk fwd)



Verrokkien kurssikehitys indeksoituna (2015=100)



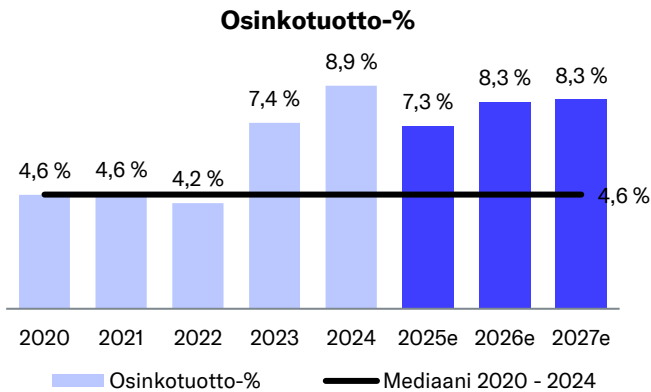
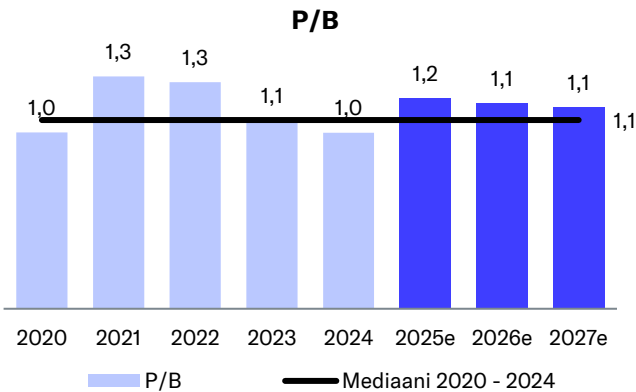
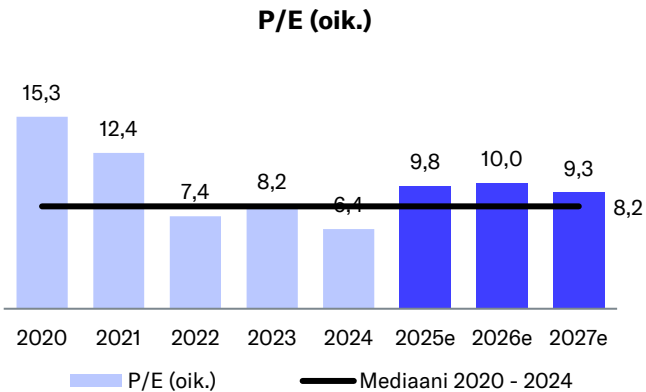
Verrokkien ennustetut osinkotuotot 2025e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,45	12,3	10,2	9,42	9,21	11,4	11,4	11,4	11,4
Markkina-arvo	657	882	736	684	672	834	837	840	844
P/E (oik.)	15,3	12,4	7,4	8,2	6,4	9,8	10,0	9,3	9,1
P/E	15,4	13,0	7,5	8,4	8,9	10,8	10,2	9,4	9,2
P/B	1,0	1,3	1,3	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
Osinko/tulos (%)	70,2 %	60,2 %	31,5 %	62,5 %	78,9 %	78,6 %	84,1 %	78,4 %	77,6 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,6 %	4,2 %	7,4 %	8,9 %	7,3 %	8,3 %	8,3 %	8,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Nordea	53077	11,0	10,9	6,3	6,3	1,7
Danske	34150	11,2	10,8	6,6	6,9	1,4
Handelsbanken	23917	11,1	11,7	9,6	7,7	1,3
SEB	35518	12,1	11,5	4,9	5,0	1,7
Rilba	4895	15,3	15,1	0,8	0,8	3,0
Sparebank	2354	10,6	10,7	6,5	6,4	1,5
Jyske Bank	6773	10,1	10,5	3,3	3,2	1,0
Aktia (Inderes)	834	9,8	10,0	7,3	8,3	1,2
Keskiarvo		11,6	11,6	5,4	5,2	1,6
Mediaani		11,1	10,9	6,3	6,3	1,5
Erotus-% vrt. mediaani		-11 %	-8 %	16 %	31 %	-19 %

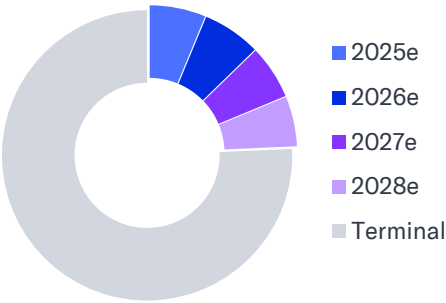
Lähde: Refinitiv / Inderes

Osinkomalli (DDM)

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal
Nettotulos	75,9	77,4	82,2	89,5	91,7	
Nettotuloksen kasvu-%	-6,7 %	2,0 %	6,2 %	8,9 %	2,4 %	2,0 %
ROE-%	11,4 %	11,1 %	11,4 %	12,1 %	12,2 %	
Osinko	59,8	60,8	69,1	70,2	71,2	968
Osingonjakosuhde	79 %	79 %	84 %	78 %	78 %	
CET1-%	12,0 %	13,3 %	13,2 %	13,1 %	13,0 %	
Disk. osinko		58,7	61,0	56,5	52,4	712
Disk. Kum osinko		941	882	821	765	712
Oman pääoman arvo, DDM		941				
Per osake		12,9				

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	1,5 %
Markkinoiden riskipreemio	4,8 %
Yrityksen Beta	1,0
Likviditeettipreemio	3,2 %
Pääoman kustannus	9,5 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19/02/2021	Vähennä	10,00 €	9,69 €
11/03/2021	Osta	11,00 €	9,36 €
06/05/2021	Osta	13,00 €	10,36 €
06/08/2021	Osta	14,00 €	12,80 €
09/09/2021	Osta	14,00 €	12,34 €
27/09/2021	Osta	14,00 €	11,90 €
05/11/2021	Osta	14,00 €	12,54 €
17/02/2022	Lisää	12,00 €	11,16 €
09/05/2022	Lisää	10,50 €	9,46 €
12/05/2022	Osta	10,50 €	9,03 €
30/05/2022	Lisää	10,50 €	9,85 €
18/07/2022	Lisää	9,50 €	8,73 €
08/08/2022	Osta	11,00 €	9,90 €
28/10/2022	Osta	11,00 €	10,14 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,89 €
20/02/2023	Lisää	11,00 €	10,24 €
12/05/2023	Lisää	10,50 €	9,62 €
10/08/2023	Lisää	10,50 €	9,40 €
10/11/2023	Lisää	10,50 €	9,09 €
09/02/2024	Lisää	10,50 €	9,08 €
02/05/2024	Lisää	10,50 €	9,56 €
05/02/2024	Lisää	10,50 €	9,41 €
07/11/2024	Lisää	10,50 €	9,23 €
13/02/2025	Lisää	10,50 €	9,84 €
08/05/2025	Lisää	10,50 €	9,57 €
06/08/2025	Lisää	10,50 €	9,97 €
07/11/2025	Lisää	11,00 €	10,60 €
15/12/2025	Lisää	12,00 €	11,38 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**