

# OmaSp

## Yhtiöraportti

6.2.2023 22:03



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Häikäisevä kehitys jatkuu

OmaSp:n Q4-raportti oli sekä tuloksen että ohjeistuksen osalta odotuksiamme vahvempi ja olemme tehneet ennusteisiimme positiivisia tarkistuksia. Pidämme osaketta edelleen selvästi aliarvostettuna (2023e P/E 8x) ja näemme nykyisen kurssitason hyvänä ostopaikkana. Tarkistamme tavoitehintamme kohonneiden ennusteidemme perässä 26,0 euroon (aik. 24,0 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme.

## Kauttaaltaan vahva Q4-raportti

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q4:llä 28 %:lla 39,9 MEUR:oon ja olivat käytännössä linjassa 39,5 MEUR:n ennusteemme kanssa. Yhtiön vertailukelpoiset kulut ja luottotappiovaraukset olivat kuitenkin Q4:llä odotuksiamme matalammat ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja kohosi Q4:llä lopulta 20,8 MEUR:oon (+44 % v/v), ylittäen 18,1 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. OmaSp:n osinkoehdotus tilikaudelta 2022 oli 0,40 euroa/osake, mikä oli täsmälleen linjassa ennako-odotustemme kanssa. Yhtiö antoi myös kuluvalle vuodelle hyvin vahvan ohjeistuksen ja ohjeistaa sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja ylittävän 100 MEUR:n tason. Oma odotuksemme kuluvan vuoden vertailukelpoiseksi tulokseksi ennen veroja oli ennen Q4-raporttia noin 91,6 MEUR. Arviomme mukaan Q4-tulosta edeltäviä ennusteitamme vahvempi ohjeistus selittyi ensisijaisesti sillä, että yhtiön odotukset kuluvan vuoden luottotappiovarauksista ovat selvästi aiempia arvioitamme maltillisemmat.

## Tarkistimme ennusteitamme ylöspäin

Nostimme lähivuosien tulosennusteitamme noin 5-12 % odotuksiamme paremman Q4-tuloksen ja vahvan ohjeistuksen myötä. Keskeisin tekijä nousseiden ennusteiden takana on selvästi laskeneet odotuksemme lähivuosien luottotappiotasoista. Olimme sisällyttäneet luottotappioita koskeviin ennusteisiimme aiemmin selvää turvamarginaalia ja viime neljänneksinä OmaSp:n luottotappiovaraukset ovat jääneet systemaattisesti odotuksiamme pienemmiksi. Näemme myös, että pahimmat pelot Suomen talouskehityksen suhteen ovat aivan viime aikoina hellittäneet ja lisäksi annettu tulosohjeistus osaltaan alleviivaa luottotappiotasojen säilyvän myös kuluvana vuonna kohtuullisina. Odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja kasvavan nyt kuluvana vuonna noin 102 MEUR:oon ja vertailukelpoisen EPS:n noin 2,5 euroon (aik. 2,24e). Vuonna 2024 odotamme tuloskasvun jatkuvan etenkin volyymikasvun ja Liedon Säästöpankki-järjestelyn synergioiden ajamana ja ennustamme vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja nousevan noin 116 MEUR:oon, mikä tarkoittaa verojen jälkeen noin 2,8 euron vertailukelpoista EPS:ää. Nousseiden tulosennusteiden myötä teimme myös osinkoennusteisiimme positiivisia tarkistuksia.

## Arvostus on hyvin houkutteleva

OmaSp:n P/E-kerroin on oikaistusta 2022 tuloksesta laskettuna noin 10x. Tulosperusteinen arvostus on jo toteutuneella tuloksella mielestämme absoluuttisesti matala ja 18 % yhtiön omien 5 vuoden mediaanikertoimien (12,2x) alapuolella. Kuluvalle vuodelle ennustamallamme tulosparannuksella arvostustaso (oik. P/E 8x) painuu hyvin houkuttelevaksi ja näemmekin arvostuskertoimien nousuvaran sekä vahvan tuloskasvun myötä osakkeessa huomattavaa nousupotentiaalia. Yhtiö hinnoitellaan tulosperusteisesti myös poikkeuksellisesti selvällä diskontolla (12-18 %) pohjoismaiseen pankkisektoriin nähden. Mielestämme alennus suhteessa verrokkiryhmään on perusteeton ja näemme osakkeessa myös tätä kautta katsottuna selvää nousuvaraa.

## Suositus

### Osta

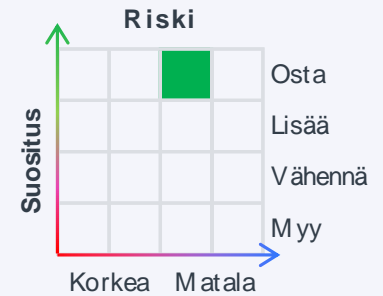
(aik. Osta)

**26,00 EUR**

(aik. 24,00 EUR)

### Osakekurssi:

20,25



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	144,4	211,9	231,3	246,6
<b>kasvu-%</b>	-8 %	47 %	9 %	7 %
<b>PTP</b>	69,2	101,8	118,7	128,5
<b>Nettotulos</b>	55,4	81,4	94,9	102,8
<b>EPS (oik.)</b>	2,02	2,50	2,81	3,04
<b>Osinko</b>	0,40	0,55	0,65	0,75
<b>P/E (oik.)</b>	9,2	8,1	7,2	6,7
<b>P/B</b>	1,5	1,4	1,2	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,1 %	2,7 %	3,2 %	3,7 %

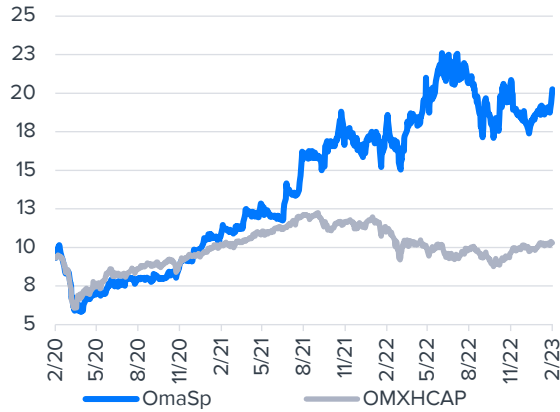
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

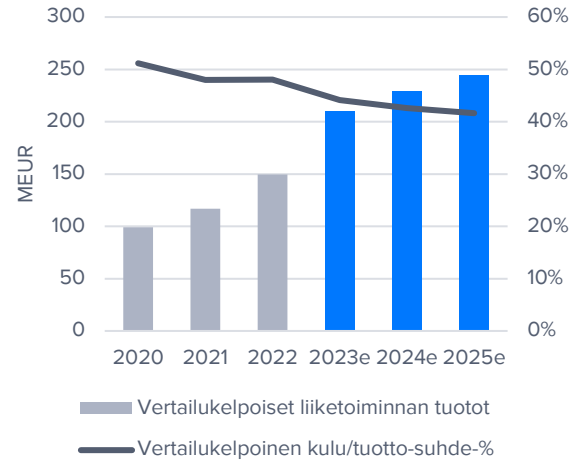
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2023 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 miljoonaa euroa.

## Osakekurssi

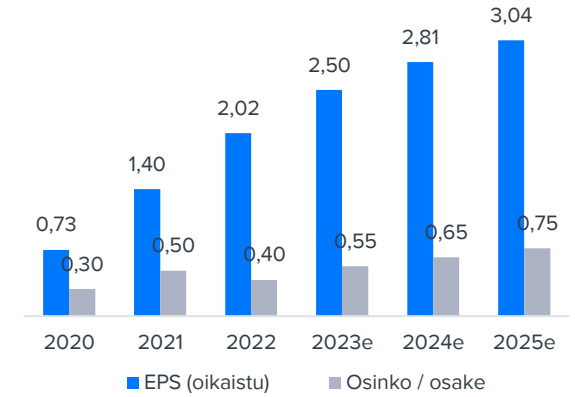


Lähde: Millstream Market Data AB

## Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun jatkuminen
- Liedon Säästöpankin integraatio
- Korkojen nousu
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt
- IRB-malliin siirtyminen
- Oman pääoman tuoton parantuminen pääomakevyyden liiketoiminnan osuuden kasvun kautta



### Riskitekijät

- Poikkeuksellisen marginaalitason kestävyys
- Luottotappioiden kehitys
- Toimialan ripeänä jatkuva murros
- Muuttotappiopaikkakuntien osuus luottosalkussa verrokkeja suurempi

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	20,3	20,3	20,3
Markkina-arvo	671	671	671
P/E (oik.)	8,1	7,2	6,7
P/E	8,1	7,1	6,5
P/B	1,37	1,18	1,04
Osinko/tulos (%)	22,4 %	22,7 %	24,2 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,2 %	3,7 %

Lähde: Inderes

# Kauttaaltaan vahva Q4-raportti

## Vertailukelpoiset tuotot osuivat käytännössä odotuksiin

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat Q4:llä 28 %:lla 39,9 MEUR:oon ja olivat käytännössä linjassa 39,5 MEUR:n ennusteemme kanssa. Pankin korkokate kasvoi Q4:llä peräti 40 %:lla 30,6 MEUR:oon ja ylitti selvästi 28,4 MEUR:n ennusteemme. Palkkiotuotot jäivät sen sijaan selvästi ennusteistamme (8,2 MEUR vs. 10,4 MEUR), kun luotonantoliitännäiset palkkiot jäivät odotuksistamme selvästi hidastuneen uusluotonannon myötä (lainakanta -0,8 % Q/Q). Kokonaisuutena tarkastellen päätuottorivien kehitys oli odotustemme mukaista ja hieman odotuksiamme korkeammat vertailukelpoiset tuotot selittyvät ennusteitamme korkeammilla liiketoiminnan muilla tuotoilla (0,3 MEUR yli ennusteen).

## Kulutehokkuus oli vahvaa ja luottotappiovaraukset odotuksiamme pienemmät

OmaSp:n liiketoiminnan kulut olivat Q4:llä 18,7 MEUR ja noin 3 % yli ennusteemme. Huomionarvoista kuitenkin on, että kulutaso piti sisällään 1,3 MEUR:n kertakulut yritysjärjestelyihin liittyen, joita emme Q4:lle odottaneet, ja tästä oikaistuna vertailukelpoinen kulutaso oli reilut 4 % ennusteitamme matalampi. OmaSp:n vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde parantui Q4:llä selvästi vertailukaudesta ja oli 44,1 % (Q4'21: 47,9 %).

OmaSp:n luottotappiovaraukset asettuivat Q4:llä -1,3 MEUR:oon ja taso oli selvästi -3,2 MEUR:n ennustettamme matalampi. Matalia luottotappiovarauksia tuki viimeisellä neljänneksellä osaltaan aiemmin tehtyjen johdon harkintaan perustuneiden luottotappiovarausten varausten

purku (2,0 MEUR). Pankin toteutuneet luottotappiot olivat Q4:llä nettomääräisesti viime vuotta matalammat.

## Vertailukelpoinen tulos nousi ennätystasolle ja ylitti ennusteemme, osinkoehdotus odotuksiin

OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja kohosi Q4:llä lopulta 20,8 MEUR:oon (+44 % v/v) ja ylitti 18,1 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Tulosityitys selittyi edellä mainituilla odotettua pienemmillä luottotappiovarauksilla ja ennusteitamme matalammalla vertailukelpoisella kulutasolla. Vertailukelpoinen EPS asettui 0,55 euroon ylittäen 0,48 euron tasolla olleen ennusteemme. OmaSp:n osinkoehdotus tilikaudelta 2022 on 0,40 euroa/osake, mikä oli täsmälleen linjassa ennako-odotustemme kanssa.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot
Liiketoiminnan tuotot	39,5	39,7	40,3				-2 %	144,4
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	31,2	39,9	39,5				1 %	149,7
Tulos ennen veroja (oik.)	14,4	20,8	18,1				15 %	75,9
Tulos ennen veroja	18,0	19,3	18,9				2 %	69,2
EPS (oik.)	0,38	0,55	0,48				14 %	2,02
EPS (raportoitu)	0,47	0,51	0,50				1 %	1,84
Osinko/osake	0,50	0,40	0,40				0 %	0,40

# Kauttaaltaan vahva Q4-raportti

## Vahva ohjeistus vuodelle 2023

OmaSp:n antoi kuluvalle vuodelle hyvin vahvan ohjeistuksen. Yhtiö ohjeistaa sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja kasvavan merkittävästi viime vuoteen nähden ja ylittävän 100 MEUR. Oma odotuksemme kuluvan vuoden vertailukelpoiseksi tulokseksi ennen veroja oli ennen Q4-raporttia noin 91,6 MEUR ja näin annettu tulosohjeistus on merkittävästi aiempia ennusteitamme korkeampi. Arviomme mukaan Q4-tulosta edeltäviä ennusteitamme vahvempi ohjeistus selittyy ensisijaisesti sillä, että yhtiön odotukset kuluvan vuoden luottotappiovarauksiksi ovat selvästi omia aiempia arvioitamme maltillisemmat.

## Talletuskanta kääntyi Q4:llä jälleen kasvuun, vakavaraisuus vahvistui 1,1 %-yksikköä

OmaSp:n talletuskanta kääntyi vuoden viimeisellä

neljänneksellä Q3:lla nähdyn notkahduksen (-5,7 % Q/Q) jälkeen takaisin kasvuun ja kasvoi syyskuun lopun tilanteesta 6 %:lla 3,1 mrd. euroon.

Talletuskannan elpymisen sekä luottokannan kasvun pysähtymisen myötä talletus- ja luottokannan välinen suhde kohosi Q4:llä 65,5 %:iin (Q3'22: 61,3 %).

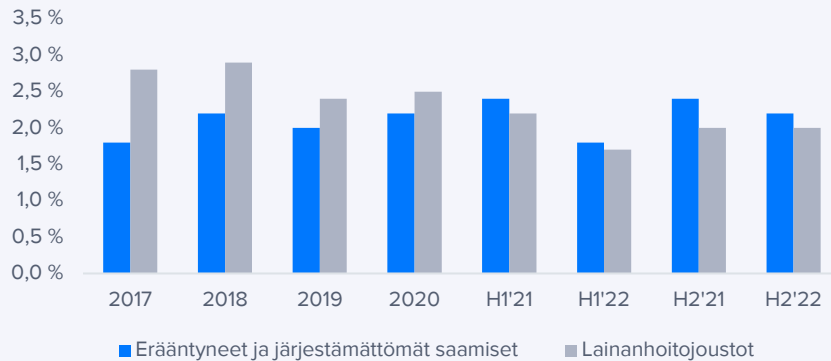
OmaSp:n erääntyneiden ja järjestämättömien saamisten osuus luottokannasta oli H2:lla 2,2 %, kun H1'22:lla vastaava luku oli 1,8 %. Vertailukauteen nähden luottokannan laatu kuitenkin parantui, sillä 2021 lopussa erääntyneiden ja järjestämättömien saamisten osuus oli luottokannasta 2,4 %. Lainanhoitojoustojen määrä pysyi vertailukauteen nähden ennallaan 2,0 %:ssa.

Yhtiön mukaan IRBA-hanke etenee suunnitellusti, mutta tarkemmat aikataulut IRB-laskentamenetelmän käyttöönoton suhteen ovat riippuvaisia

Finanssivalvonnasta. Arviomme mukaan siirtyminen voisi tapahtua hyvässä skenaariossa H2'23:lla tai viimeistään vuoden 2024 aikana.

OmaSp:n vakavaraisuussuhde (TC) vahvistui odotetusti viimeisellä neljänneksellä 1,1 %-yksiköllä 14,9 %:iin (vähimmäisvaade 12,0 %). Vakavaraisuutta tuki tulokertymän lisäksi marras-joulukuussa tehty 20 MEUR:n debentuurilainan liikkeeseenlasku.

Erääntyneet ja järjestämättömät saamiset sekä lainanhoitojouset (% luottokannasta)



OmaSp:n vakavaraisuussuhteen kehitys (TC)



# Tarkistimme ennusteitamme ylöspäin

## ROE-tavoitteeseen tasokorotus?

OmaSp:n johto kommentoi Q4-tulosinfossa pankin kannattavuuskehitystä. Yhtiön kulutehokkuus ei vertailukelpoisella kulu/tuotto-suhteella mitattuna vuonna 2022 parantunut sen jäätyä vertailukauden tasolle 48 %:iin. Yhtiön johto korosti ambitiotasojen olevan selvästi nähtyä korkeammalla, mikä ei ole yllättävää alle 45 %:n kulu/tuotto-suhdetta koskeva taloudellinen tavoite huomioiden. Yhtiön johto kommentoi myös nykyistä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotavoitetta (+ 10 %) ja antoi ymmärtää, että tavoitteen päivittäminen voi tulla ajankohtaiseksi jo lähiaikoina. Pidämme ennusteidemme valossa mahdollisena, että uusi tavoite tullaan asettamaan noin 15 %:n tuntumaan (ROE 15 % tai yli) ja tämä taso olisi toteutuessaan linjassa myös suurempien pohjoismaisten pankkien kanssa.

## Tarkistimme ennusteitamme ylöspäin

Nostimme lähivuosien tulosennusteitamme noin 5-12 % odotuksiamme paremman Q4-tuloksen ja vahvan ohjeistuksen myötä. Keskeisin tekijä nousseiden tulosennusteiden takana on selvästi laskeneet odotuksemme lähivuosien luottotappiotasoista. Olimme sisällyttäneet luottotappioita koskeviin ennusteisiimme aiemmin selvää turvamarginaalia ja viime neljänneksinä OmaSp:n luottotappiovaraukset ovat jääneet systemaattisesti odotuksiamme pienemmiksi. Näemme myös, että pahimmat pelot Suomen talouskehityksen suhteen ovat aivan viime aikoina hellittäneet ja lisäksi annettu vahva tulosohjeistus osaltaan alleviivaa luottotappiotasojen säilyvän myös kuluvana vuonna kohtuullisina.

Luottotappiovarauksia koskevien ennusteiden lisäksi teimme pieniä positiivisia tarkistuksia korkokate-ennusteisiimme, mutta tämä meni käytännössä päittäin nettopalkkiotuottoihin tekemiemme

negatiivisten ennustetarkistusten kanssa. Edellisten lisäksi teimme pieniä positiivisia tarkennuksia kuluennusteisiimme.

Kokonaisuudessaan OmaSp:n vahva Q4-raportti vahvisti selvästi luottamustamme pankin lähivuosien tuloskasvuedellytyksiä kohtaan. Odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja asetuttavan nyt kuluvana vuonna noin 102 MEUR:oon ja vertailukelpoisen EPS:n noin 2,5 euroon (aik. 91,6 MEUR ja 2,2 euroa).

Vuonna 2024 odotamme tuloskasvun jatkuvan etenkin volyymikasvun ja Liedon Säästöpankki-järjestelyn synergioiden ajamana ja ennustamme vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja nousevan noin 116 MEUR:oon, mikä tarkoittaa verojen jälkeen noin 2,8 euron vertailukelpoista EPS:ää. Nousseiden tulosennusteiden myötä teimme myös osinkoennusteisiimme positiivisia tarkistuksia.

Ennustemuutokset	2022	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteuma	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	149,4	149,7	0 %	208,4	209,5	1 %	227,7	228,9	0 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-72,6	-71,7	-1 %	-93,1	-92,5	-1 %	-97,8	-97,5	0 %
Vertailukelpoinen PTP	73,2	75,9	4 %	91,6	102,1	11 %	111,0	116,3	5 %
Raportoitu PTP	68,8	69,2	1 %	90,0	101,8	13 %	113,4	118,7	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,96	2,02	3 %	2,24	2,50	12 %	2,68	2,81	5 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,50	0,55	10 %	0,60	0,65	8 %

Lähde: Inderes

# Tuotto-odotus erinomaisella tasolla

## Näemme tuotto-odotuksen erittäin hyvänä

OmaSp:n P/E-kerroin on vertailukelpoisesta 2022 tuloksesta laskettuna noin 10x. Tulospurustein arvostus on jo toteutuneella tuloksella mielestämme absoluuttisesti matala ja noin 18 % yhtiön omien 5 vuoden mediaanikertoimien (12,2x) alapuolella. Kuluvalle vuodelle ennustamallamme tulospurannuksella arvostustaso (oik. P/E 8x) painuu hyvin houkuttelevaksi ja näemmekin arvostuskertoimien nousuvaran sekä vahvan tulospuravun myötä osakkeessa selvää nousupotentiaalia.

Mikäli oletamme, että OmaSp:tä hinnoiteltaisiin vuoden kuluttua sektorille ja yhtiölle tyyppillisellä tulospurusteisella arvostuksella (oik. P/E 10-12x), olisi osakkeella 12 kuukauden tähtäimellä nousupotentiaalia noin 25-30 euroon. Myös pidemmällä perspektiivillä näemme osakkeen tuotto-odotuksen erinomaisena lähivuosille ennustamamme vahvan 15 % vuotuisen tulospuravun ansiosta. Vahvan tulospuravun lisäksi tuotto-odotukselle pientä tukea antaa myös maltillinen (~2 %) osinkotuotto.

## Tulospurustein arvostus poikkeuksellisesti ja perusteetta diskontolla verrokkeihin nähden

OmaSp hinnoitellaan 2023-2024 tulospurusteillamme noin 12-18 % alennuksella pohjoismaiseen pankkisektoriin nähden. Tilanne on harvinainen, sillä viimeisen puolentoista vuoden ajan yhtiötä on hinnoiteltu käytännössä lähes poikkeuksetta preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Meidän on vaikea nähdä perusteita tulospurusteiselle alennukselle ja näkemyksemme mukaan yhtiö tulisi vähintäänkin arvostaa linjassa verrokkiryhmän kanssa. Näin ollen näemme osakkeessa myös tätä kautta

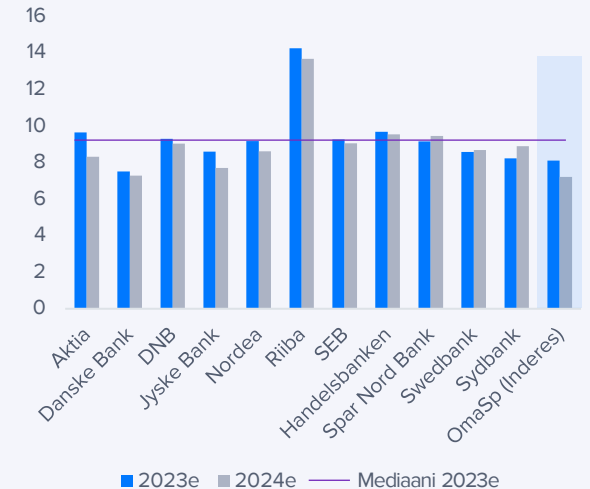
katsottuna nousuvaraa.

OmaSp hinnoitellaan 2023 ennusteillamme taseperusteisesti (P/B 1,4x) preemiolla verrokkiryhmän mediaaniin (1,1x) nähden. Arvostuseroa perustelee kuitenkin OmaSp:n selvästi verrokkeja korkeampi oman pääoman tuottotaso (2023e: 16,6 % vs. verrokkiryhmän mediaani 12,5 %) ja seuraavan sivun regressiotarkastelun perusteella P/B-perusteinen arvostus voisi olla nykyistä korkeampikin.

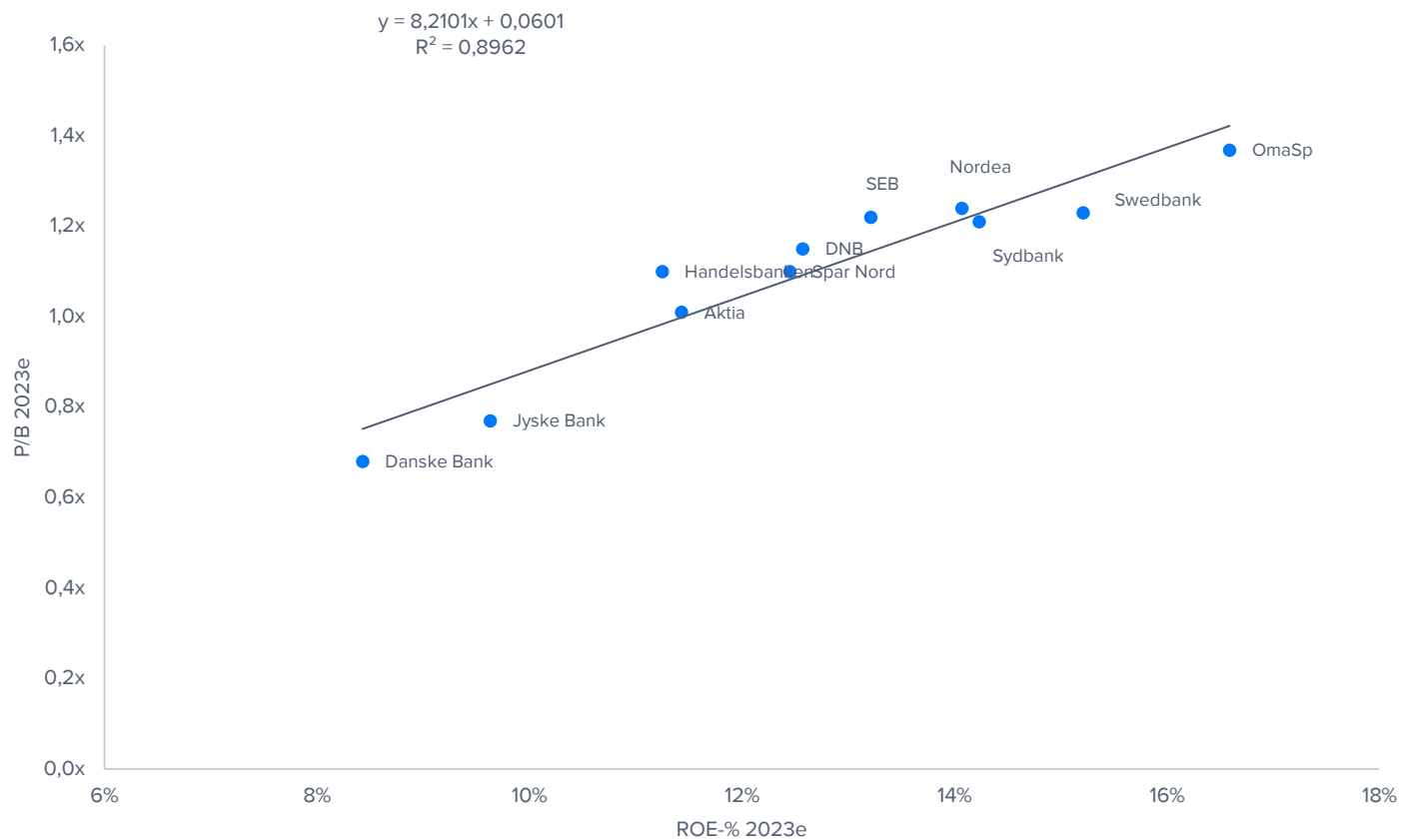
Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	20,3	20,3	20,3
Markkina-arvo	671	671	671
P/E (oik.)	8,1	7,2	6,7
P/E	8,1	7,1	6,5
P/B	1,37	1,18	1,04
Osinko/tulos (%)	22,4 %	22,7 %	24,2 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,2 %	3,7 %

Lähde: Inderes

## Pohjoismaisen pankkisektorin fwd P/E



# Pohjoismaisten pankkien 2023 P/B ja ROE-%

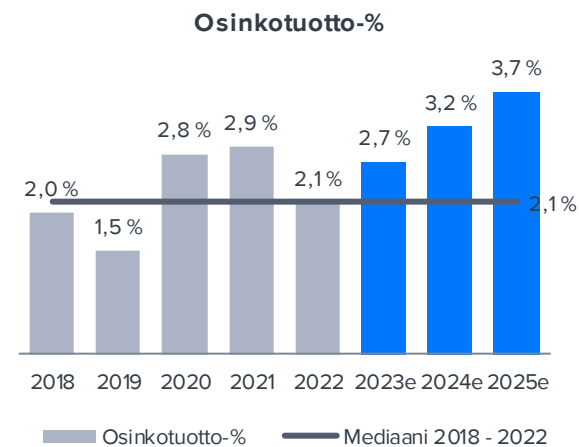
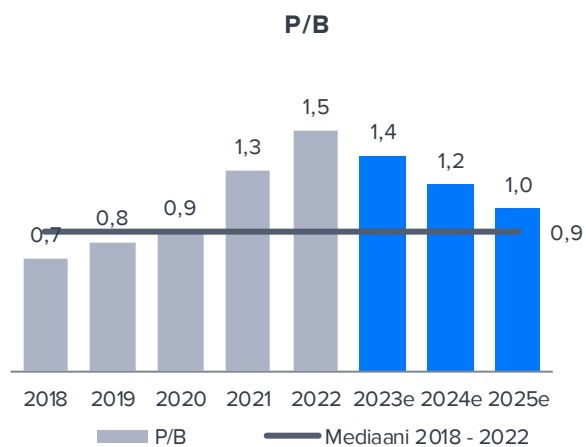
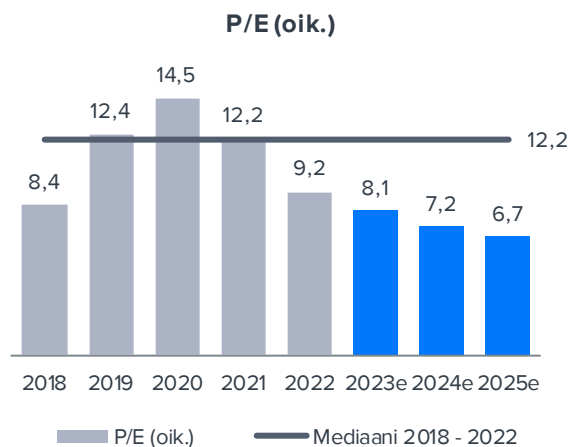




# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,00	8,88	10,6	17,1	18,6	20,3	20,3	20,3	20,3
Markkina-arvo	207	263	314	512	559	671	671	671	671
P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	12,2	9,2	8,1	7,2	6,7	6,2
P/E	8,9	9,5	10,2	7,7	10,1	8,1	7,1	6,5	6,0
P/B	0,7	0,8	0,9	1,3	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9
Osinko/tulos (%)	20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	22,4 %	22,7 %	24,2 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	2,7 %	3,2 %	3,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2023e	2022
Aktia	793	9,6	8,3	6,7	7,7	1,0	11,4	
Danske Bank	16058	7,5	7,3	7,2	7,9	0,7	8,4	18,0
DNB	26797	9,3	9,0	6,2	6,6	1,2	12,6	
Jyske Bank	4314	8,6	7,7	0,1	0,1	0,8	9,6	
Nordea	40149	9,2	8,6	7,5	8,0	1,2	14,1	
Riiba	3843	14,3	13,7	1,6	1,7	2,6	17,4	17,0
SEB	23850	9,3	9,1	5,7	6,0	1,2	13,2	
Handelsbanken	19700	9,7	9,6	7,2	7,5	1,1	11,3	
Spar Nord Bank	1814	9,2	9,5	5,9	6,0	1,1	12,5	
Swedbank	20558	8,6	8,7	6,3	7,1	1,2	15,2	
Sydbank	2428	8,2	8,9	5,6	5,5	1,2	14,2	
<b>OmaSp (Inderes)</b>	<b>671</b>	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>16,6</b>	<b>13,3</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>9,7</b>	<b>8,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>1,2</b>	<b>12,3</b>	<b>19,2</b>
<b>Mediaani</b>		<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>1,1</b>	<b>12,5</b>	<b>18,0</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>		<b>-12 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>22 %</b>		

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	80,1	23,1	24,2	27,0	30,6	104,9	35,0	39,9	40,5	40,7	156,2	169,5	180,2
Palkkiotuotot netto	33,7	10,3	10,7	10,2	8,2	39,4	10,3	13,2	12,4	13,5	49,4	55,4	60,0
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	5,2	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,4	2,4
Muut tuotot	37,5	3,0	1,1	0,3	1,0	5,4	1,0	1,0	1,0	1,0	3,9	4,0	4,0
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	<b>156,6</b>	<b>34,5</b>	<b>33,8</b>	<b>36,3</b>	<b>39,7</b>	<b>144,4</b>	<b>46,9</b>	<b>54,7</b>	<b>54,5</b>	<b>55,8</b>	<b>211,9</b>	<b>231,3</b>	<b>246,6</b>
Kertatuotot	39,7	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,4	2,4
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot</b>	<b>116,9</b>	<b>36,3</b>	<b>36,1</b>	<b>37,4</b>	<b>39,9</b>	<b>149,7</b>	<b>46,3</b>	<b>54,1</b>	<b>53,9</b>	<b>55,2</b>	<b>209,5</b>	<b>228,9</b>	<b>244,2</b>
Henkilöstökulut	-20,6	-6,1	-6,8	-5,8	-5,6	-24,3	-7,3	-8,5	-8,0	-7,8	-31,6	-32,4	-34,1
Liiketoiminnan muut kulut	-34,4	-10,8	-9,8	-9,3	-11,2	-41,2	-15,0	-13,5	-13,2	-13,5	-55,2	-56,3	-58,0
Poistot ja arvonalentumiset	-10,3	-1,9	-1,8	-1,9	-1,9	-7,5	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-8,3	-8,7	-9,4
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-65,3</b>	<b>-18,9</b>	<b>-18,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-73,1</b>	<b>-24,4</b>	<b>-24,1</b>	<b>-23,3</b>	<b>-23,4</b>	<b>-95,2</b>	<b>-97,5</b>	<b>-101,6</b>
Kertakulut	-9,5	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-2,7	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	0,0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut</b>	<b>-55,8</b>	<b>-18,9</b>	<b>-18,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,4</b>	<b>-71,7</b>	<b>-21,7</b>	<b>-24,1</b>	<b>-23,3</b>	<b>-23,4</b>	<b>-92,5</b>	<b>-97,5</b>	<b>-101,6</b>
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-7,3	2,5	-1,4	-1,6	-1,3	-1,7	-3,4	-3,8	-3,9	-3,9	-15,0	-15,1	-16,5
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	-0,7	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>83,3</b>	<b>18,2</b>	<b>13,9</b>	<b>17,8</b>	<b>19,3</b>	<b>69,2</b>	<b>19,2</b>	<b>26,8</b>	<b>27,3</b>	<b>28,5</b>	<b>101,8</b>	<b>118,7</b>	<b>128,5</b>
Kertaerät yhteensä	30,1	-1,8	-2,2	-1,1	-1,5	-6,6	-2,1	0,6	0,6	0,6	-0,3	2,4	2,4
<b>Tulos ennen veroja (oik.)</b>	<b>53,1</b>	<b>20,0</b>	<b>16,2</b>	<b>18,9</b>	<b>20,8</b>	<b>75,9</b>	<b>21,3</b>	<b>26,2</b>	<b>26,7</b>	<b>27,9</b>	<b>102,1</b>	<b>116,3</b>	<b>126,1</b>
Tuloverot	-17,0	-3,4	-2,8	-3,6	-4,0	-13,8	-3,8	-5,4	-5,5	-5,7	-20,4	-23,7	-25,7
Vähemmistöt	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>66,2</b>	<b>14,8</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>	<b>15,3</b>	<b>55,4</b>	<b>15,3</b>	<b>21,4</b>	<b>21,9</b>	<b>22,8</b>	<b>81,4</b>	<b>94,9</b>	<b>102,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,41</b>	<b>0,54</b>	<b>0,43</b>	<b>0,50</b>	<b>0,55</b>	<b>2,02</b>	<b>0,55</b>	<b>0,63</b>	<b>0,65</b>	<b>0,67</b>	<b>2,50</b>	<b>2,81</b>	<b>3,04</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>2,22</b>	<b>0,49</b>	<b>0,37</b>	<b>0,47</b>	<b>0,51</b>	<b>1,84</b>	<b>0,49</b>	<b>0,65</b>	<b>0,66</b>	<b>0,69</b>	<b>2,49</b>	<b>2,86</b>	<b>3,10</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,50</b>					<b>0,40</b>					<b>0,55</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>
<b>Avainluvut</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23e</b>	<b>Q2'23e</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
<b>Vertailukelpoisten tuottojen kasvu</b>	17,8 %	32,0 %	22,9 %	29,8 %	27,9 %	28,1 %	27,6 %	50,0 %	43,9 %	38,3 %	39,9 %	9,2 %	6,7 %
<b>Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde</b>	47,7 %	52,0 %	51,4 %	45,2 %	43,6 %	47,9 %	46,8 %	44,5 %	43,2 %	42,4 %	44,1 %	42,6 %	41,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Käteiset varat	198	402	416	458	495
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	86	115	119	131	141
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4326	4754	6261	6887	7438
Johdannaiset	2	2	2	2	2
Sijoitusomaisuus	645	553	773	781	851
Osakkuusyhtiöt	23	25	25	25	25
Aineettomat hyödykkeet	10	9	13	16	16
Aineelliset hyödykkeet	28	29	29	29	29
Muut varat	54	54	110	110	110
<b>Varat yhteensä</b>	<b>5373</b>	<b>5942</b>	<b>7749</b>	<b>8439</b>	<b>9107</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Velat yhteensä</b>	<b>4971</b>	<b>5577</b>	<b>7259</b>	<b>7872</b>	<b>8459</b>
Velat luottolaitoksille	213	243	496	442	442
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2898	3112	4445	4890	5281
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1762	2087	2161	2377	2567
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	40	60	60	60
Muut velat	83	95	97	103	108
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>401</b>	<b>365</b>	<b>490</b>	<b>567</b>	<b>648</b>
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	145	69	125	125	125
Kertyneet voittovarot	232	272	342	418	500
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	0	0	0
<b>Velat ja oma pääoma yhteensä</b>	<b>5373</b>	<b>5942</b>	<b>7749</b>	<b>8439</b>	<b>9107</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liiketoiminnan tuotot	111,1	156,6	144,4	211,9	231,3	EPS (raportoitu)	1,04	2,21	1,84	2,49	2,86
Liiketoiminnan kulut	-51,7	-65,3	-73,1	-95,2	-97,5	EPS (oikaistu)	0,73	1,40	2,02	2,50	2,81
Luottotappiot	-21,6	-7,3	-1,7	-15,0	-15,1	Osinko / osake	0,30	0,50	0,40	0,55	0,65
Voitto ennen veroja	37,7	83,3	69,2	101,8	118,7	Oma pääoma / osake	11,93	13,38	12,16	14,99	17,11
Nettovoitto	30,7	66,2	55,4	81,4	94,9						
Kertaluontoiset erät	11,0	30,1	-6,6	-0,3	2,4						
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Avainluvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2960	4326	4754	6261	6887	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	11 %	17 %	18 %	28 %	40 %
Sijoitusomaisuus	330	645	553	773	781	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	57 %	51 %	48 %	48 %	44 %
Riskipainoteut saamiset	1784	2037	2398	2547	3324	Luottokannan kasvu	17 %	46 %	10 %	32 %	10 %
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2006	2898	3112	4445	4890	EPS oik. kasvu-%	-14 %	2 %	92 %	44 %	24 %
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	938	1762	2087	2161	2377	Arvonalentumis-% luotoista	0,68 %	0,19 %	0,04 %	0,27 %	0,23 %
Oma pääoma	320	401	365	490	567	ROE-%	9,1 %	9,1 %	17,6 %	14,5 %	19,0 %
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	15,9 %	15,5 %	13,3 %	13,8 %	18,1 %
						Omavaraisuusaste	9,4 %	8,1 %	7,5 %	6,1 %	6,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
P/E (oik.)	14,5	12,2	9,2	8,1	7,2						
P/B	0,9	1,3	1,5	1,4	1,2						
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,9 %	2,1 %	2,7 %	3,2 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.12.2020	Osta	11,00 €	9,10 €
30.12.2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
9.2.2021	Osta	13,00 €	11,25 €
30.4.2021	Osta	14,00 €	11,95 €
4.5.2021	Osta	15,00 €	12,75 €
29.6.2021	Osta	15,50 €	13,15 €
3.8.2021	Osta	18,50 €	15,80 €
30.9.2021	Osta	19,00 €	16,70 €
2.11.2021	Lisää	19,00 €	17,95 €
8.2.2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
21.2.2022	Osta	20,00 €	16,55 €
3.5.2022	Osta	22,00 €	19,76 €
3.6.2022	Lisää	23,00 €	21,85 €
2.8.2022	Lisää	23,00 €	21,15 €
7.9.2022	Osta	23,00 €	17,70 €
12.10.2022	Osta	24,00 €	17,90 €
1.11.2022	Osta	24,00 €	19,94 €
7.2.2023	Osta	26,00 €	20,25 €

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**