

OmaSp

Yhtiöraportti

2.5.2022 22:05



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



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

Vakuuttavaa tekemistä kvartaalista toiseen

OmaSp:n alkuvuosi lähti käyntiin vahvasti ja vertailukelpoinen tulos ylitti ennusteemme reippaalla marginaalilla positiivisten luottotappiokirjausten tukemana. Kokonaisuudessaan pankin tulevaisuuden näkymät säilyvät kirkkaina ja näemme vahvan tuloskasvuvetoisen sijoittajatarinan hintalapun yhä houkuttelevana. Tarkistamme OmaSp:n tavoitehinnan 22,0 euroon (aik. 20,0 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme.

Vuosi lähti käyntiin erinomaisesti

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q1:llä 32 %:lla 36,3 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 32,4 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Tuottoriveistä sekä korkokate että palkkiotuotot kasvoivat alkuvuonna hieman odotuksiamme vahvemmin. Tämän lisäksi OmaSp kirjasi liiketoiminnan muihin tuottoihin 3,0 MEUR:n positiivisen erän talletussuojarahaston maksuun liittyen, mitä emme olleet huomioineet ennusteissamme. Erä on tulosvaikutusmielessä kirjanpitol tekninen, sillä yhtiö kirjasi vastaavan suuruisen erän myös liiketoiminnan muihin kuluihin. OmaSp:n kulutaso oli em. talletussuojarahaston maksuun liittyvästä kirjauksesta oikaistuna 15,9 MEUR ja linjassa 16,3 MEUR:n ennusteemme kanssa. Q1-raportissa suurin yllätys nähtiin luottotappiovarauksissa, jotka olivat vastoin odotuksiamme 2,5 MEUR positiiviset (Q1'22e: -3,9 MEUR). Positiivisten varauskirjausten taustalla olivat vähentyneet odotettavissa olevat luottotappiot ECL-mallien kehityksen myötä. Hieman odotettuja vahvemman tuottojen kasvun ja positiivisten luottotappiokirjausten myötä vertailukelpoinen PTP asettui lopulta 20,0 MEUR:oon (Q1'21: 10,0 MEUR) ja ylitti tuntuvalla marginaalilla 12,2 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Yhtiö toisti aiemman vertailukelpoisen tuloksen kasvua koskevan ohjeistuksen, joka vahvan Q1:n myötä näyttää hyvinkin varovaiselta. Odotammekin yhtiön tarkistavan ohjeistustaan ylöspäin vuoden edetessä.

Tarkistimme hieman ennusteitamme ylöspäin

Teimme Q1-raportin jäljiltä ennusteisiimme pieniä positiivisia tarkennuksia ja kokonaisuudessaan lähivuosien tulosenusteemme ovat nousseet vertailukelpoisen EPS:n osalta 2-16 %. Ennustenostot painottuvat kuluvalle vuodelle ja ne selittyvät valtaosin reippaalla Q1-tulosyliytyksellä. Tämän lisäksi nostimme hieman odotuksia korkokatteen ja palkkiotuottojen lähivuosien kehityksestä ennusteita paremman Q1-raportin myötä. Iso kuva ennusteissa on säilynyt ennallaan ja odotamme OmaSp:n tuottojen kasvavan lähivuosina keskimäärin 13 % vuosivauhtia (yhtiön tavoite 10-15 %). Tuottojen kasvua ajaa yhtiön vahva uusasiakashankinta ja markkinaosuuksien voittaminen. Kasvun keskiössä on korkokate, minkä lisäksi kasvu saa tukea antolainauksen mukana kasvavista palkkiotuotoista. Odotamme yhtiön kulutehokkuuden jatkavan parantumistaan kasvun myötä ja normalisoituvat luottotappiotasot huomioiden ennustamme EPS:n kasvavan ~13 %/v (2021-25e). Huomautamme, että ennusteemme ei huomioi oleellista korkojen nousua ja tämän toteutuessa olisi sillä selvä positiivinen vaikutus ennusteisiimme. Olemme avanneet ennusteita tarkemmin edelleen ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

Tuotto-odotus edelleen vahva

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n vertailukelpoisesta tuloksesta laskettuna noin 12x. Tulospohjaisessa arvostuksessa ei ole absoluuttisesti tai suhteellisesti nousuvaraa, mutta lähivuosille ennustamamme tuloskasvu (2021-2025e CAGR ~13%) yhdessä osingon kanssa tarjoavat sijoittajalle edelleen houkuttelevan tuotto-odotuksen (~15 % p.a.). Huomautamme, että lähivuosien tuotto-odotus nojaa hyvin vahvasti tuloskasvuun ja mikäli tuloskasvu jäisi syystä tai toisesta selvästi ennusteitamme heikommaksi, olisi osakkeelle vaikea nähdä kestäviä nousuajureita.

Suositus

Osta

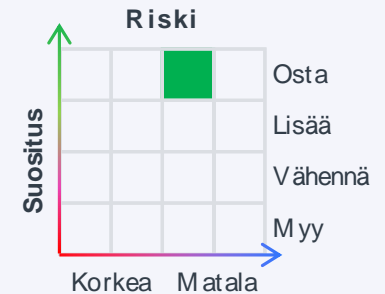
(aik. Osta)

22,00 EUR

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

19,76



Avainluvut

| | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liiketoiminnan tuotot | 156,6 | 145,6 | 158,1 | 174,7 |
| kasvu-% | 41 % | -7 % | 9 % | 10 % |
| PTP | 83,3 | 72,2 | 68,5 | 78,0 |
| Nettotulos | 66,2 | 58,1 | 54,9 | 62,5 |
| EPS (oik.) | 1,40 | 1,82 | 1,77 | 2,02 |
| Osinko | 0,50 | 0,40 | 0,50 | 0,60 |
| P/E (oik.) | 12,2 | 10,9 | 11,2 | 9,8 |
| P/B | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,2 |
| Osinkotuotto-% | 2,9 % | 2,0 % | 2,5 % | 3,0 % |

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

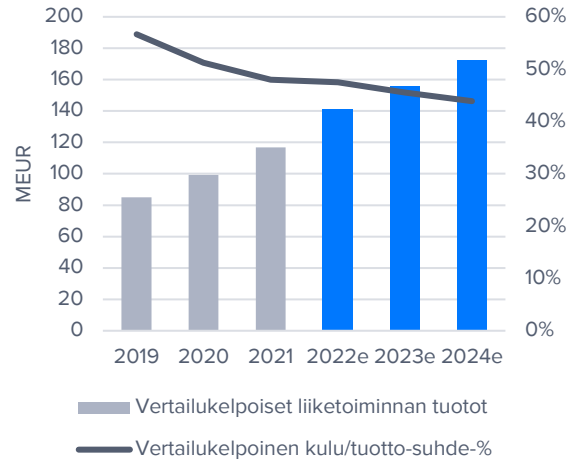
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2022 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa edelliseen tilikauteen verrattuna.

Osakekurssi

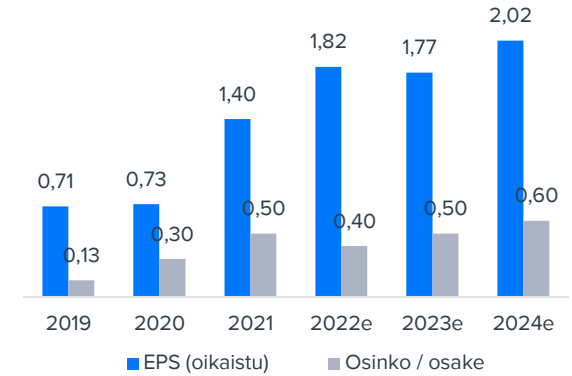


Lähde: Thomson Reuters

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun jatkuminen
- Korkeiden 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 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 19,8 | 19,8 | 19,8 |
| Markkina-arvo | 592 | 592 | 592 |
| P/E (oik.) | 10,9 | 11,2 | 9,8 |
| P/E | 10,2 | 10,8 | 9,5 |
| P/B | 1,4 | 1,3 | 1,2 |
| Osinko/tulos (%) | 20,6 % | 27,3 % | 28,8 % |
| Osinkotuotto-% | 2,0 % | 2,5 % | 3,0 % |

Lähde: Inderes

Vuosi lähti käyntiin erinomaisesti

Päätuottorivit kasvoivat hieman odotuksiamme vahvemmin

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q1:llä 32 %:lla 36,3 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 32,4 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Tuottoriveistä sekä korkokate (Q1'22: 23,1 MEUR vs. Q1'22e: 22,1 MEUR) että palkkiotuotot (10,3 MEUR vs. 9,6 MEUR) kasvoivat alkuvuonna hieman odotuksiamme vahvemmin. Tämän lisäksi OmaSp kirjasi liiketoiminnan muihin tuottoihin 3,0 MEUR:n positiivisen erän talletussuojarahaston maksuun liittyen, mitä emme olleet huomioineet ennusteissamme. Erä on tulosvaikutusmielessä kirjanpitotekninen, sillä yhtiö kirjasi vastaavan suuruisen erän myös liiketoiminnan muihin kuluihin.

Raportoitu kulutaso oli odotuksiamme korkeampi

OmaSp:n liiketoiminnan kulut olivat Q1:llä 18,9 MEUR ja taso oli selvästi 16,6 MEUR:n ennustettamme

korkeampi. Kuluylitystä selittää aiemmin mainittu talletussuojarahaston maksuun liittyvä kirjaus, minkä lisäksi kulutasoa kasvatti vertailukaudesta myös 0,7 MEUR:lla kasvanut vakausmaksu ja IT-kehityskulujen kasvu. Talletussuojarahaston maksuun liittyvästä kirjauksesta puhdistettuna OmaSp:n vertailukelpoinen kulutaso olisi ollut 15,9 MEUR ja hyvin linjassa 16,3 MEUR:n ennusteemme kanssa. Yhtiön vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde parantui vertailukaudesta ja oli 51,9 % (Q1'21: 52,4 %).

Positiiviset luottotappiokirjaukset tulosylityksen taustalla

Q1-raportissa suurin yllätys nähtiin OmaSp:n luottotappiovarauksissa, jotka olivat vastoin odotuksiamme 2,5 MEUR positiiviset (Q1'22e: -3,9 MEUR). Positiivisten varauskirjausten taustalla olivat 2,6 MEUR:lla vähentyneet odotettavissa olevat luottotappiot ECL-mallien kehityksen myötä. OmaSp purki Q1:llä 2,0 MEUR:lla johdon harkintaan perustuvia

varauksia, mutta kohonneen taloudellisen epävarmuuden myötä yhtiö teki vastaavansuuruisen 2,0 MEUR:n lisävarauksen. Näin ollen varauspuskurit pysyivät ennallaan 3,9 MEUR:ssa.

Hieman odotettuja vahvemman tuottojen kasvun ja erityisesti positiivisten luottotappiokirjausten myötä OmaSp:n vertailukelpoinen PTP asettui lopulta 20,0 MEUR:oon (Q1'21: 10,0 MEUR) ja ylitti tuntuvalle marginaalilla 12,2 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme.

Ohjeistuksen nosto todennäköistä

OmaSp:n Q1-raportti ei tarjonnut näkymien osalta isompia yllätyksiä. Yhtiö näkee sen liiketoimintavolyymien kasvun jatkuvan vahvana ja koko vuoden vertailukelpoisen tuloksen odotetaan parantuvan viime vuodesta. Ensimmäisen neljänneksen vahvan tuloksen myötä pidämme ohjeistuksen ylöspäin tarkastamista loppuvuonna hyvin todennäköisenä.

| Ennustetaulukko | Q1'21 | Q1'22 | Q1'22e | Q1'22e | Konsensus | | Erotus (%) | 2022e |
|------------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
| MEUR / EUR | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liiketoiminnan tuotot | 29,1 | 34,5 | 33,0 | | | | 5 % | 146 |
| Liiketoiminnan tuotot (oik.) | 27,5 | 36,3 | 32,4 | | | | 12 % | 141 |
| Tulos ennen veroja (oik.) | 10,0 | 20,0 | 12,2 | | | | 64 % | 67,6 |
| Tulos ennen veroja | 11,7 | 18,2 | 12,6 | | | | 45 % | 72,2 |
| EPS (oik.) | 0,26 | 0,54 | 0,33 | | | | 65 % | 1,81 |
| EPS (raportoitu) | 0,32 | 0,49 | 0,34 | | | | 47 % | 1,94 |

Tarkistimme ennusteitamme hieman ylöspäin

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Nostimme hieman odotuksiamme korkokatteen ja palkkiotuottojen lähivuosien kehityksestä odotettua paremman Q1-raportin myötä
- Kulutasoon tehty pieniä tarkennuksia
- 2022-tulosennusteiden nousu selittyy valtaosin Q1:n tulositylyksellä (8 MEUR)

Tulosodotukset 2022e-2024e

- OmaSp:n ohjeistus (vertailukelpoinen PTP kasvaa edellisvuodesta) näyttää vahvan Q1-tuloksen jälkeen varovaiselta ja ennusteemme odottavat vertailukelpoisen PTP:n asettuvan tänä vuonna 67,6 MEUR:oon (2021: 53,1 MEUR). Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee tarkistamaan ohjeistustaan ylöspäin vuoden edetessä.
- Isossa kuvassa ennusteemme ovat säilyneet pitkälti ennallaan ja odotamme pankilta lähivuosina edelleen vahvaa tuloskasvua (2021-2024 väillää EPS CAGR noin 13 %)
- Vuonna 2023 tuloskasvu pysähtyy ennusteissamme tilapäisesti normalisoituvien luottotappioiden myötä.

Operatiiviset tulosajurit 2022-2024e:

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja markkinaosuuksien voittaminen kilpailijoilta
- Antolainauskannan vahva kasvu ja vahvan antolainausmarginaalin ylläpitäminen
- Luottotappiovarausten purku tukee tuloskasvua vuonna 2022
- Palkkiotuottojen kasvu asiakasvolyyymien mukana
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen ja kulurakenteen skaalautuminen
- Eurajoen Säästöpankin tuloskontribuutio 2022 alkaen
- Korkotason mahdollinen nousu
- M&A sijoittajan kannalta positiivinen optio yhtiön vahvat näytöt huomioiden
- Olemme avanneet ennusteitamme tarkemmin edelleen ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

| Ennustemuutokset MEUR / EUR | 2022e | 2022e | Muutos | 2023e | 2023e | Muutos | 2024e | 2024e | Muutos |
|---------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä | 135,0 | 140,9 | 4 % | 151,6 | 155,7 | 3 % | 168,9 | 172,3 | 2 % |
| Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä | -64,0 | -67,0 | 5 % | -68,4 | -71,0 | 4 % | -74,5 | -75,6 | 1 % |
| Vertailukelpoinen PTP | 58,2 | 67,6 | 16 % | 64,5 | 66,1 | 2 % | 73,2 | 75,6 | 3 % |
| Raportoitu PTP | 64,3 | 72,2 | 12 % | 66,9 | 68,5 | 2 % | 75,6 | 78,0 | 3 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 1,56 | 1,81 | 16 % | 1,72 | 1,77 | 2 % | 1,96 | 2,02 | 3 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,40 | 0,40 | 0 % | 0,50 | 0,50 | 0 % | 0,60 | 0,60 | 0 % |

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus edelleen vahva

Vahva tuloskasvu pitää tuotto-odotuksen houkuttelevana

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n vertailukelpoisesta tuloksesta laskettuna noin 12x. Tulostuotoimissa ei näkemyksemme mukaan ole oleellista nousuvaraa, mutta lähivuosille ennustamamme vahva tuloskasvu (2021-2025e CAGR ~13%) yhdessä noin 2 % osinkotuoton kanssa tarjoavat sijoittajalle edelleen vahvan tuotto-odotuksen. Huomautamme, että lähivuosien tuotto-odotus nojaa hyvin vahvasti tuloskasvuun ja mikäli tuloskasvu jäisi syystä tai toisesta selvästi ennusteitamme heikommaksi, olisi osakkeelle vaikea nähdä kestäviä nousuajureita.

Verrokkiarvostus ei tarjoa kertoimiin nousuvaraa

OmaSp:tä hinnoitellaan 2022-2023 ennusteillamme tulos pohjaisesti noin 13-21 % preemiolla verrokkiryhmään nähden. Vaikka OmaSp:n tulos pohjaista arvostusta tukee selvästi sektoria vahvemmat pidemmän aikavälin tuloskasvufundamentit, on hyväksyttävälle arvostustasolle löydettävissä mielestämme myös tiettyjä diskonttekkijöitä (mm. pienempi koko ja vähemmän hajautunut liiketoimintarakenne). Kokonaisuudessaan OmaSp:n tulosperusteisen arvostuksen tulisikin näkemyksemme mukaan olla suunnilleen linjassa tai korkeintaan lievällä preemiolla verrokkeihin nähden. Näin ollen nykyisessä arvostuserossa on vaikea nähdä enää oleellista leventymisen varaa.

Taseperusteisesti OmaSp:tä hinnoitellaan 2022 ennusteillamme noin 1,4x P/B-luvulla, mikä on selvästi verrokkiryhmän mediaanin (1,1x) yläpuolella. Tase pohjaisen arvostuksen on vaikea nähdä tarjoavan osakkeelle oleellista nousuvaraa, mutta

suhteessa lähivuosien noin 13 % ROE-tasoon se on neutraali. Lisäksi huomautamme, että tuleva IRBA-mallin siirtymä saa P/B:n näyttämään selvästi aiempaa houkuttelevammalta (pitkässä juoksussa nostaa ROE-% tasoa).

Lisäarvomallin tulos linjassa näkemyksemme kanssa

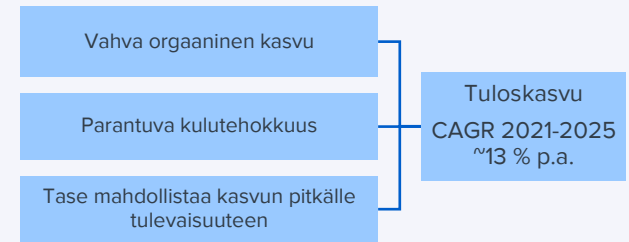
Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta myös taloudellisen lisäarvomallin (EVA) kautta. Oman pääoman lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo määräytyy jo kertyneestä omasta pääomasta eli oman pääoman tasearvosta ja ennustettujen taloudellisten lisäarvojen nykyarvosta.

Oman pääoman lisäarvomalli indikoi OmaSp:n käyväksi arvoksi noin 20,9 euroa ja tukee positiivista näkemystä osakkeesta. Lisäarvomallissamme OmaSp:n käyvästä arvosta (65 %) muodostuu oman pääoman kirjanpitoarvosta, noin 13% vuosien 2022-2026 ennustejakson lisäarvoista ja noin 24 % terminaaliarvon lisäarvoista. Olemme avaneet lisäarvomallia tarkemmin edelleen ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

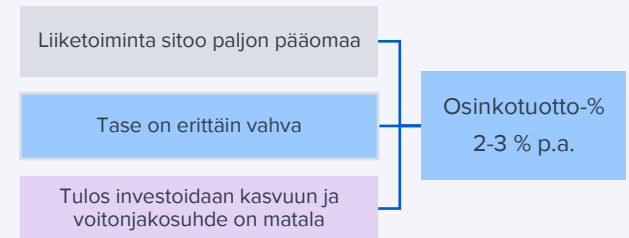
Osaketuoton ajurit 2021-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

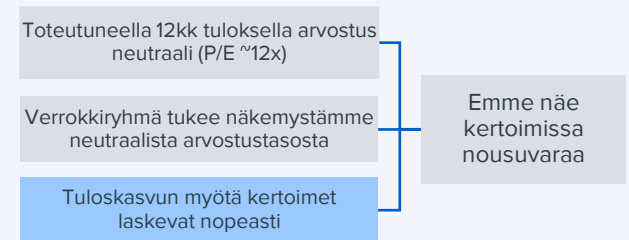
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

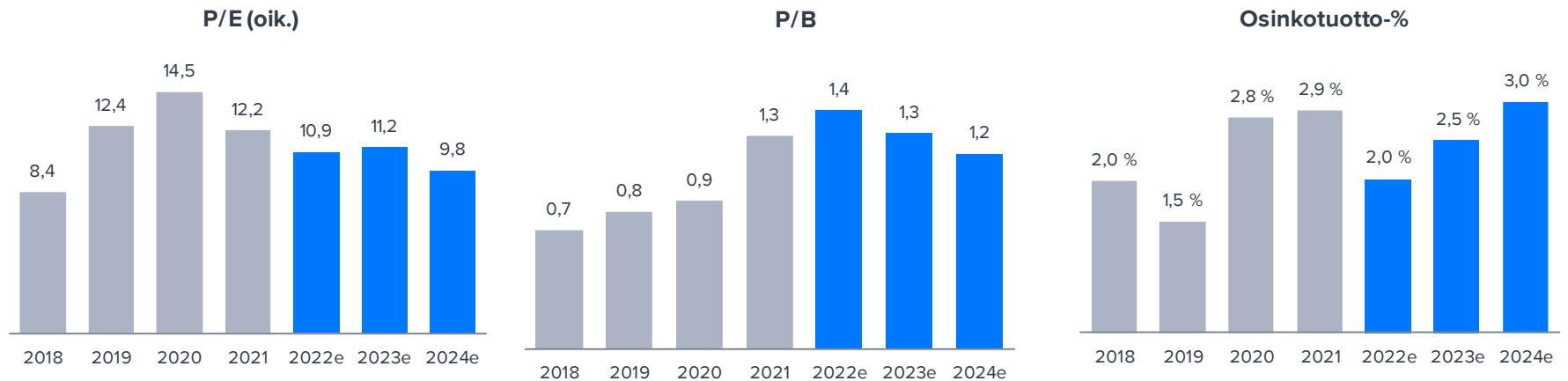


Osakkeen kokonaistuotto-odotus erittäin hyvällä 15-20 % p.a. tasolla

Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | | 7,00 | 8,88 | 10,6 | 17,1 | 19,8 | 19,8 | 19,8 | 19,8 |
| Markkina-arvo | | 207 | 263 | 314 | 512 | 592 | 592 | 592 | 592 |
| P/E (oik.) | | 8,4 | 12,4 | 14,5 | 12,2 | 10,9 | 11,2 | 9,8 | 8,7 |
| P/E | | 8,9 | 9,5 | 10,2 | 7,7 | 10,2 | 10,8 | 9,5 | 8,5 |
| P/B | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| Osinko/tulos (%) | | 20,5 % | 13,9 % | 29,0 % | 22,6 % | 20,6 % | 27,3 % | 28,8 % | 29,9 % |
| Osinkotuotto-% | | 2,0 % | 1,5 % | 2,8 % | 2,9 % | 2,0 % | 2,5 % | 3,0 % | 3,5 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo MEUR | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B | ROE-% | CET1-% |
|----------------------------------|--------------|-----------------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2022e | 2021 |
| Aktia | 9,80 | 695 | 9,6 | 8,4 | 6,3 | 7,7 | 0,9 | 10,2 | 11,2 |
| Danske Bank | 110,00 | 12648 | 7,6 | 6,8 | 7,3 | 7,8 | 0,5 | 7,1 | 17,7 |
| DNB | 182,35 | 28702 | 10,5 | 9,8 | 5,5 | 6,2 | 1,2 | 11,3 | 19,4 |
| Jyske Bank | 392,80 | 3654 | 8,3 | 8,3 | | | 0,7 | 8,1 | 18,2 |
| Nordea | 9,49 | 36516 | 10,6 | 9,2 | 6,7 | 7,1 | 1,1 | 10,4 | 17,0 |
| Riiba | 876,00 | 3393 | 16,7 | 15,8 | 1,6 | 1,8 | 2,6 | 16,3 | 17,6 |
| SEB | 110,80 | 23534 | 10,4 | 9,8 | 4,9 | 5,3 | 1,2 | 11,4 | 19,7 |
| Handelsbanken | 100,20 | 19056 | 10,5 | 10,0 | 6,0 | 6,6 | 1,0 | 10,0 | 19,4 |
| Spar Nord Bank | 90,80 | 1485 | 8,5 | 9,0 | 6,4 | 6,0 | 0,9 | 11,4 | 16,3 |
| Swedbank | 157,45 | 17165 | 9,0 | 8,5 | 5,7 | 6,3 | 1,1 | 11,9 | 18,3 |
| Sydbank | 246,80 | 1956 | 9,3 | 9,2 | 5,3 | 5,5 | 1,1 | 11,6 | 17,9 |
| OmaSp (Inderes) | 19,76 | 592 | 10,9 | 11,2 | 2,0 | 2,5 | 1,4 | 13,3 | 15,5 |
| Keskiarvo | | | 10,1 | 9,5 | 5,6 | 6,0 | 1,1 | 10,9 | 17,5 |
| Mediaani | | | 9,6 | 9,2 | 5,9 | 6,3 | 1,1 | 11,3 | 17,9 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | 13 % | 21 % | -65 % | -60 % | 30 % | | |

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21 | Q4'21 | 2021 | Q1'22 | Q2'22e | Q3'22e | Q4'22e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Korkokate | 67,8 | 18,0 | 19,7 | 20,6 | 21,9 | 80,1 | 23,1 | 23,8 | 23,8 | 24,5 | 95,1 | 108,2 | 121,5 | 134,2 |
| Palkkiotuotot netto | 29,3 | 7,9 | 8,6 | 8,1 | 9,1 | 33,7 | 10,3 | 10,2 | 9,6 | 10,6 | 40,7 | 44,7 | 48,0 | 51,6 |
| Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot | 10,9 | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 0,7 | 5,2 | -1,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| Muut tuotot | 3,1 | 1,6 | 28,0 | 0,1 | 7,8 | 37,5 | 3,0 | 0,7 | 0,7 | 4,7 | 9,1 | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| Liiketoiminnan tuotot | 111,1 | 29,1 | 57,6 | 30,3 | 39,5 | 156,6 | 34,5 | 35,5 | 34,9 | 40,7 | 145,6 | 158,1 | 174,7 | 190,9 |
| Henkilöstökulut | -16,9 | -4,5 | -5,3 | -4,4 | -6,5 | -20,6 | -6,1 | -5,8 | -5,0 | -5,6 | -22,5 | -24,6 | -26,8 | -29,0 |
| Liiketoiminnan muut kulut | -29,6 | -8,7 | -7,3 | -7,3 | -11,1 | -34,4 | -10,8 | -8,4 | -8,6 | -9,0 | -36,9 | -38,7 | -40,7 | -42,7 |
| Poistot ja arvonalentumiset | -5,2 | -1,2 | -5,9 | -1,3 | -1,9 | -10,3 | -1,9 | -1,9 | -1,9 | -1,9 | -7,6 | -7,6 | -8,2 | -8,3 |
| Liiketoiminnan kulut yhteensä | -51,7 | -14,4 | -18,4 | -12,9 | -19,5 | -65,3 | -18,9 | -16,1 | -15,5 | -16,5 | -67,0 | -71,0 | -75,6 | -80,0 |
| Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot | -21,6 | -2,8 | -0,8 | -2,1 | -1,6 | -7,3 | 2,5 | -2,3 | -2,4 | -4,3 | -6,4 | -18,7 | -21,1 | -23,4 |
| Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | -0,3 | -0,7 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Tulos ennen veroja | 37,7 | 11,7 | 38,3 | 15,3 | 18,0 | 83,3 | 18,2 | 17,1 | 17,0 | 19,9 | 72,2 | 68,5 | 78,0 | 87,5 |
| Kertaerät yhteensä | 11,0 | 1,6 | 23,6 | 1,3 | 3,5 | 30,1 | -1,8 | 0,8 | 0,8 | 4,8 | 4,6 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| Tulos ennen veroja (oik.) | 26,7 | 10,0 | 14,6 | 14,0 | 14,4 | 53,1 | 20,0 | 16,3 | 16,2 | 15,1 | 67,6 | 66,1 | 75,6 | 85,1 |
| Tuloverot | -7,1 | -2,4 | -7,8 | -3,1 | -3,7 | -17,0 | -3,4 | -3,4 | -3,4 | -4,0 | -14,2 | -13,7 | -15,6 | -17,5 |
| Vähemmistöt | 0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Nettotulos | 30,8 | 9,4 | 30,4 | 12,1 | 14,3 | 66,2 | 14,8 | 13,7 | 13,6 | 15,9 | 58,1 | 54,9 | 62,5 | 70,1 |
| EPS (oikaistu) | 0,73 | 0,26 | 0,40 | 0,37 | 0,38 | 1,41 | 0,54 | 0,44 | 0,43 | 0,40 | 1,81 | 1,77 | 2,02 | 2,28 |
| EPS (raportoitu) | 1,05 | 0,32 | 1,01 | 0,41 | 0,47 | 2,22 | 0,49 | 0,46 | 0,45 | 0,53 | 1,94 | 1,83 | 2,09 | 2,34 |
| Osinko per osake | 0,30 | | | | | 0,50 | | | | | 0,40 | 0,50 | 0,60 | 0,70 |

Tase

| Vastaavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Käteiset varat | 262 | 198 | 282 | 321 | 360 |
| Lainat ja saamiset luottolaitoksilta | 74 | 86 | 91 | 104 | 116 |
| Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä | 3434 | 4326 | 4989 | 5688 | 6370 |
| Johdannaiset | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Sijoitusomaisuus | 529 | 645 | 653 | 676 | 762 |
| Osakkuusyhtiöt | 24 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Aineettomat hyödykkeet | 11 | 10 | 12 | 15 | 16 |
| Aineelliset hyödykkeet | 30 | 28 | 29 | 28 | 27 |
| Muut varat | 17 | 54 | 32 | 32 | 32 |
| Varat yhteensä | 4382 | 5373 | 6112 | 6887 | 7707 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Velat yhteensä | 4029 | 4971 | 5698 | 6430 | 7202 |
| Velat luottolaitoksille | 224 | 213 | 207 | 176 | 201 |
| Velat yleisölle ja julkisyhteisöille | 2377 | 2898 | 3363 | 3834 | 4294 |
| Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat | 1347 | 1762 | 2006 | 2286 | 2561 |
| Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla | 16 | 16 | 17 | 20 | 22 |
| Muut velat | 66 | 83 | 104 | 115 | 124 |
| Oma pääoma yhteensä | 353 | 401 | 414 | 457 | 505 |
| Osakepääoma | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| Rahastot | 148 | 145 | 116 | 116 | 116 |
| Kertyneet voittovarot | 181 | 232 | 274 | 317 | 364 |
| Määräysvallattomien omistajien osuus | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Velat ja oma pääoma yhteensä | 4382 | 5373 | 6112 | 6887 | 7707 |

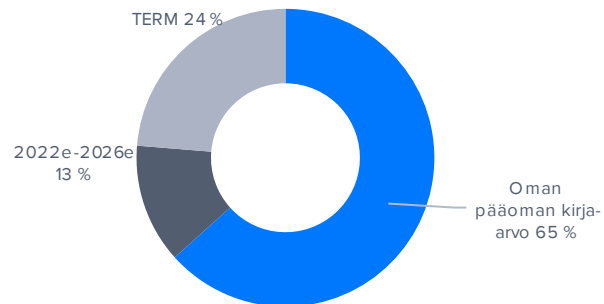
EVA-laskelma

| EVA-laskelma | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TERM |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| Nettotulos | 66,2 | 58,1 | 54,9 | 62,5 | 70,0 | 66,6 | |
| Oma pääoma | 401 | 414 | 457 | 505 | 557 | 602 | |
| Lisäarvo (EVA) | 34,4 | 22,0 | 17,6 | 21,4 | 24,7 | 16,6 | 224 |
| Ydinpääoma (CET1) | 372 | 394 | 435 | 481 | 533 | 578 | |
| RWA | 2398 | 2689 | 3030 | 2697 | 2969 | 3210 | |
| CET1-% | 15,5 % | 14,7 % | 14,3 % | 17,8 % | 17,9 % | 18,0 % | |
| Disk. EVA | | 20,8 | 15,3 | 17,0 | 18,0 | 11,1 | 150 |
| Disk. Kum. EVA | | 232 | 212 | 196 | 179 | 161 | 150 |
| + Oman pääoman kirja-arvo | | 401 | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | -15,0 | | | | | |
| Oman pääoman arvo EVA | | 619 | | | | | |
| Oman pääoman arvo EVA per osake | | 20,9 | | | | | |

Pääoman kustannus

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Riskitön korko | 2,0 % |
| Beta | 1,1 |
| Markkinoiden riskipremio | 4,8 % |
| Likviditeettipremio | 2,0 % |
| Oman pääoman kustannus | 9,0 % |

Arvon jakautuminen



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 |
|------------|----------|---------|-------------|
| 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 € |

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**