

OmaSp

Yhtiöraportti

3.5.2023 09:12



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



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

Ostohousumme pysyvät jalassa

OmaSp:n Q1-tulos ylitti odotuksemme ja raportti vahvisti luottamustamme pankin tulosnäkyymiä kohtaan. Yhtiön arvostus on painettu pohjoismaisen sektorin mukana hyvin matalalle (2023e: P/E 7,5x) ja mielestämme nykyinen hinnoittelu korostaa kohtuuttomasti tuloskehitykseen liittyviä riskejä. Näemmekin nykyisen kurssitason edelleen hyvänä ostopaikkana. Tätä mukaillen toistamme aiemman 26,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme.

Korkokate ja matalat luottotappiovaraukset toivat tulositylyksen

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q1:llä 49,7 MEUR:oon ja taso ylitti selvästi 46,3 MEUR:n ennusteemme. Päätuottoriveistä korkokate kasvoi vertailukaudesta 57 %:lla 36,2 MEUR:oon ja ylitti 35,0 MEUR:n ennusteemme. OmaSp:n nettopalkkiotuotot olivat pitkälti ennusteemme mukaiset (Q1'23: 10,5 MEUR vs. Q1'23e: 10,3 MEUR) ja hidastunut uusluotonanto jarrutti alkuvuonna odotetusti palkkiotuottokehitystä. OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettui Q1:llä 24,2 MEUR:oon ja tulos ylitti selvästi 21,3 MEUR:n ennusteemme. Tulositylyksen keskeiset selittävät tekijät olivat odotettua vahvempi korkokatteen kasvu sekä ennusteita matalammat luottotappiovaraukset. OmaSp:n vertailukelpoinen EPS asettui Q1:llä 0,61 euroon (Q1'23e: 0,55 e) ja vertailukelpoinen ROE kohosi väkivahvalle 19,3 %:n tasolle. Heikkona kohtana raportista nousivat esiin hienoisesti heikentynyt luottokannan laatu sekä luotto- ja talletuskannan vaisu orgaaninen kehitys. Näkymien osalta raportti ei tarjonnut yllätyksiä ja yhtiö toisti myös odotetusti aiemman ohjeistuksen (vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 MEUR).

Ennusteisiin pieniä nostoja

Nostimme Q1-raportin myötä 2023-25 tulosennusteitamme noin 1-6 % ja ennustemuutokset selittyvät pitkälti hieman nousseilla korkokate-ennusteillamme. Iso kuva ennusteissamme on säilynyt ennallaan: Ennustamme OmaSp:n tuottojen kasvun jatkuvan lähivuosina vahvana (2022-26e: vertailukelpoiset tuotot +13 % p.a.) ja odotamme myös pankin kulutehokkuuden parantuvan edelleen kasvun mukana. Vertailukelpoisen EPS:n ennustamme kasvavan 2022-26 välillä noin 11 %/vuosi. Keskeiset tuloskasvuajurit ovat alkuvuonna tehty Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinta sekä korkokate, joka saa huomattavaa tukea nousseesta korkotasosta. Ennusteriskit liittyvät näkemyksemme mukaan puolestaan yleiseen talous- ja työllisyystilanteeseen, asunto- ja kiinteistömarkkinan kehitykseen sekä Liedon Säästöpankin integraatioon onnistumiseen.

Arvostustaso jäänyt jälkeen tulosennusteista

OmaSp:n kurssi on jäänyt jälkeen nousu-uralla säilyneistä tulosodotuksistamme ja kuluvan vuoden ennusteillamme yhtiö arvostetaan P/E-kertoimella 7,5x. Tulosperusteinen arvostus on historiallisen matala ja 39 % alle yhtiön viimeisen 5 vuoden mediaanin (12,2x). Vaikka taloustilanteeseen ja pankkien toimintaympäristöön liittyikin tällä hetkellä riskejä korkonäkymän ja etenkin luottotappioiden suhteen, hinnoittelee OmaSp:n matala arvostustaso mielestämme näitä riskejä kohtuuttomasti sisäänsä. Historiallisten arvostuskertoimien kautta (P/E 12,2x) tarkasteltuna pankin nykyisen reilun 650 MEUR:n markkina-arvon perustelu edellyttäisi merkittävää tulospudotusta ja tämä vaatisi laskelmiemme mukaan käytännössä paluuta nollakorko- ja merkittävästi historiallisten tasojen yläpuolelle nousevia luottotappiotasoja. Mielestämme kumpikaan skenaarior ei vaikuta erityisen todennäköiseltä ja näemmekin nykyisen kurssitason edelleen hyvänä ostopaikkana.

Suositus

Osta

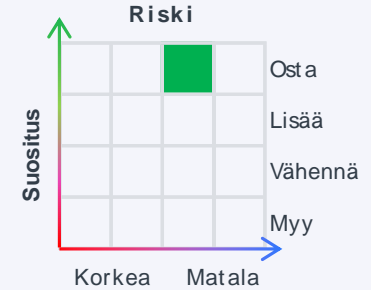
(aik. Osta)

26,00 EUR

(aik. 26,00 EUR)

Osakekurssi:

19,72



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liiketoiminnan tuotot	144,4	216,3	234,7	246,9
kasvu-%	-8 %	50 %	9 %	5 %
PTP	69,2	109,4	122,0	129,3
Nettotulos	55,4	87,5	97,6	103,4
EPS (oik.)	2,02	2,64	2,89	3,06
Osinko	0,40	0,55	0,65	0,75
P/E (oik.)	9,2	7,5	6,8	6,5
P/B	1,5	1,3	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,8 %	3,3 %	3,8 %

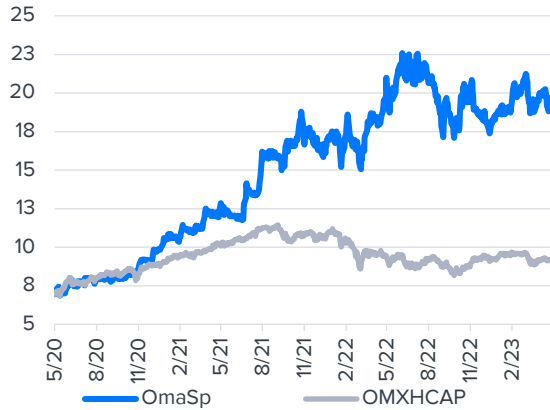
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

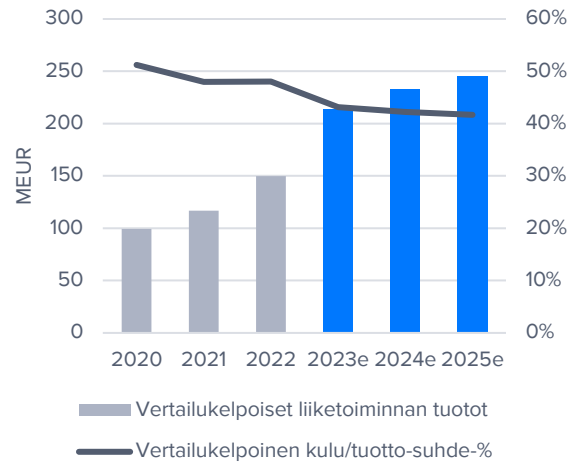
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2023 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 miljoonaa euroa.

Osakekurssi

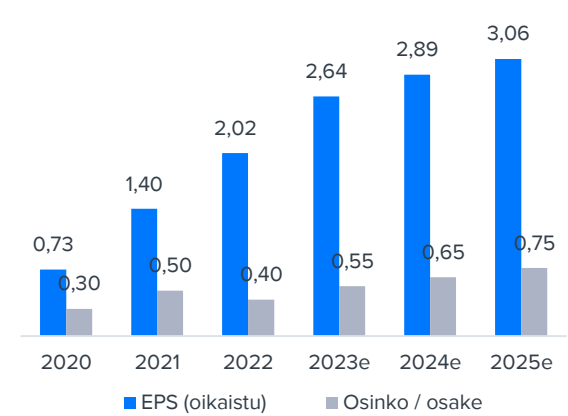


Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Korkojen kääntymisen laskuun
- Luottotappioiden kehitys
- Toimialan ripeänä jatkuva murros
- Muuttotappiopaikkakuntien osuus luottosalkussa verrokkeja suurempi

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	19,7	19,7	19,7
Markkina-arvo	655	655	655
P/E (oik.)	7,5	6,8	6,5
P/E	7,4	6,7	6,3
P/B	1,29	1,12	0,98
Osinko/tulos (%)	20,8 %	22,1 %	24,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,3 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Korkokate ja matalat luottotappiovaraukset toivat tulositytyksen

Päätuottoriveistä korkokate kasvoi odotuksiamme vahvemmin

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q1:llä 49,7 MEUR:oon ja taso ylitti selvästi 46,3 MEUR:n ennusteemme. Päätuottoriveistä korkokate kasvoi vertailukaudesta 57 %:lla 36,2 MEUR:oon ja ylitti 35,0 MEUR:n ennusteemme. OmaSp:n nettopalkkiotuotot olivat pitkälti ennusteemme mukaiset (Q1'23: 10,5 MEUR vs. Q1'23e: 10,3 MEUR) ja hidastunut uusluotonanto jarrutti alkuvuonna odotetusti palkkiotuottokehitystä.

OmaSp:n liiketoiminnan muut tuotot olivat Q1:llä odotuksiamme korkeammat (3,0 MEUR vs. 1,0 MEUR), kun erään kirjattiin 2,6 MEUR:n talletussuojamaksut. Edellä mainittu kirjaus on sijoittajan näkökulmasta pitkälti kirjanpitotekninen, sillä yhtiö kirjasi vastaavan erän myös liiketoiminnan muihin kuluihin.

Luottotappiovaraukset olivat ennusteitamme matalammat

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut asettuivat Q1:llä 23,7 MEUR:oon ja taso oli ennusteitamme (Q1'23e: 21,7 MEUR) korkeampi pääasiassa talletussuojamaksuista johtuen. Pankin kulutehokkuus parantui viime vuodesta merkittävästi ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde asettui Q1:llä 47,9 %:iin (Q1'22: 51,9 %).

OmaSp:n luottotappiovaraukset jäivät Q1:llä selvästi ennusteitamme matalammiksi ja asettuivat -1,6 MEUR:oon (Q1'23e: -3,4 MEUR). Q1:n luottotappiovaraukset pitivät sisällään johdon harkintaan perustuvan 0,9 MEUR:n lisävarauksen ja maaliskuun lopussa yhtiöllä oli käytettävissä johdon harkintaan perustuvia luottotappiovarauksia 8,7 MEUR:n edestä. OmaSp:n luottokannan laadussa nähtiin alkuvuonna hienoista heikentymistä, sillä

erääntyneiden ja järjestämättömien saamisten osuus luottokannasta nousi noin 2,4 %:iin (Q4'22: 2,2 %).

Tulos yli ennusteiden, vakavaraisuus vahvistui

OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettui Q1:llä 24,2 MEUR:oon ja tulos ylitti selvästi 21,3 MEUR:n ennusteemme. Tulositytyksen keskeiset selittävät tekijät olivat aiemmin mainittu odotettua vahvempi korkokatteen kasvu sekä ennusteita matalammat luottotappiovaraukset. OmaSp:n vertailukelpoinen EPS asettui Q1:llä 0,61 euroon (Q1'23e: 0,55 euroa) ja vertailukelpoinen oman pääoman tuotto kohosi väkivahvalle 19,3 %:n tasolle.

OmaSp:n vakavaraisuussuhde (TC) nousi vahvan tulokertymän ja katsauskaudella tehdyn 20 MEUR:n debentuurilainan liikkeeseenlaskun sekä suunnatun osakeannin myötä 15,5 %:iin (Q4'22: 14,9 %, vähimmäisvaade 12,0 %).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'22	Q1'23	Q1'23e	Q1'23e	Konsensus		Erutus (%)	2023e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	34,5	50,7	46,9				8 %	216,3
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	36,3	49,7	46,3				7 %	213,5
Tulos ennen veroja (oik.)	20,0	24,2	21,3				14 %	108,4
Tulos ennen veroja	18,2	23,3	19,2				21 %	109,4
EPS (oik.)	0,54	0,61	0,55				12 %	2,64
EPS (raportoitu)	0,49	0,59	0,49				20 %	2,67

Lähde: Inderes

Q1:n volyymikasvu tuli Liedon hankinnasta, ohjeistus toistettiin odotetusti

Orgaaninen volyymikasvu oli Q1:llä vaatimatonta

OmaSp:n lainakanta kasvoi Q1:llä vuodenvaihteen tasosta noin 25 %:lla 6,1 mrd euroon ja talletuskanta 26 %:lla 3,0 mrd. euroon. Laina- ja talletusvolyymien kasvu tuli puhtaasti helmikuun lopussa tehdystä Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinnasta, sillä orgaanisesti lainakanta laski vuodenvaihteen tasosta laskelmiemme mukaan noin 2,5 % ja talletuskanta noin 3 %.

Arviomme mukaan luottokannan supistumiseen heijastui epävarma taloustilanne ja heikko kuluttajaluottamus, mikä on vähentänyt yleistä luottokysyntää. Lisäksi arviomme yhtiön olleen myös entistä valikoivampi uusluotonannossa.

Talletuskannan supistumiseen heijastuu arviomme mukaan yleinen inflaatiokehitys sekä pankkien välinen asteittain kiristyvä talletuskilpailu. OmaSp:n

talletuskannan kesikorko nousi Q1:llä 0,49 %:iin (Q4'22: 0,20 %).

Ohjeistus toistettiin

Näkymien osalta Q1-raportti ei tarjonnut oleellisia yllätyksiä ja johdon antamat kommentit näkymistä olivat kokonaisuudessaan positiiviset. Yhtiö myös toisti odotetusti tilinpäätöksen yhteydessä annetun ohjeistuksen (vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 MEUR).

Ennusteisiin pieniä positiivisia tarkistuksia

Keskeiset ennustemuutokset:

- Maltillistemme hieman antolainauksen vuosien kasvuodotuksia heikkoa luottokysyntää ja OmaSp:n alkuvuoden negatiivista orgaanista kasvua peilaten
- Teimme kuitenkin pieniä positiivisia tarkistuksia korkokate-ennusteisiin vuosien 2023-2024 osalta ja huomioimme korkokate-ennusteissa päivitettyt korko-odotukset. Markkinaodotuksissa on, että EKP:n koronnostositykli olisi tulossa hiljattain tiensä päähän ja että vuonna 2024 ohjauskorot kääntyisivät maltilliseen laskuun.
- Laskimme ennusteitamme nettopalkkiotuottojen osalta vaimeaa luottokysyntää peilaten

Lähivuosien tulosodotukset:

- Odotamme OmaSp:n tuloskehityksen jatkuvan edelleen lähivuosina nousujohteisena vahvan tuottokehityksen ja kulurakenteen skaalautumisen myötä.
- Ennustamme pankin vertailukelpoisten tuottojen kasvavan 2022-2026 välillä keskimäärin noin 13 % vuosivauhtia (CAGR) ja vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen parantuvan noin 42-43 %:iin (2022: 48,0 %, taloudellinen tavoite alle 45 %). Vertailukelpoisen osakekohtaisen tuloksen (EPS) ennustamme kasvavan 2022-2026 välillä noin 11 % vuosivauhtia.
- Keskeiset tuloskasvuajurit ovat alkuvuonna tehty Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinta (vuotuinen tulosvaikutus 15-20 MEUR) sekä korkokate, joka saa huomattavaa tukea nousseesta korkotasosta.
- Keskeiset ennusteriskit liittyvät näkemyksemme mukaan yleiseen talous- ja työllisyystilanteeseen, asunto- ja kiinteistömarkkinan kehitykseen sekä Liedon Säästöpankin integraatiossa onnistumiseen.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	209	213	2 %	229	232	1 %	244	244	0 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-92	-92	-1 %	-97	-98	1 %	-102	-102	0 %
Vertailukelpoinen PTP	102,1	108,4	6 %	116,3	119,6	3 %	126,1	126,9	1 %
Raportoitu PTP	101,8	109,4	7 %	118,7	122,0	3 %	128,5	129,3	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,50	2,64	6 %	2,81	2,89	3 %	3,04	3,06	1 %
Osakekohtainen osinko	0,55	0,55	0 %	0,65	0,65	0 %	0,75	0,75	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on kohtuuttoman matala

Arvostustaso jäänyt jälkeen tulosennusteista

OmaSp:n arvostustaso on jäänyt jälkeen nousu-uralla säilyneistä tulosodotuksistamme ja kuluvan vuoden ennusteillamme yhtiö arvostetaan P/E-kertoimella 7,5x. Tulosperusteinen arvostus on historiallisen matala ja 39 % alle yhtiön viimeisen viiden vuoden mediaanikertoimen (12,2x).

Vaikka taloustilanteeseen ja pankkien toimintaympäristöön liittyikin tällä hetkellä riskejä korkonäkymän ja etenkin luottotappioiden suhteen, hinnoittelee OmaSp:n nykyinen arvostustaso mielestämme näitä riskejä kohtuuttomasti sisäänsä. Historiallisten arvostuskertoimien kautta (P/E 12,2x) tarkasteltuna pankin nykyisen reilun 650 MEUR:n markkina-arvon perustelu edellyttäisi merkittävää tulospudotusta ja tämä vaatisi laskelmiemme mukaan käytännössä paluuta nollakorko-ajan sekä merkittävästi historiallisten tasojen yläpuolelle nousevia luottotappiotasoja. Mielestämme kumpikaan skenaario ei vaikuta erityisen todennäköiseltä ja näemmekin nykyisen kurssitason edelleen hyvänä ostopaikkana.

Lähivuosien vahva ROE-taso perustelee nykyisen tasepohjaisen arvostuksen

Taseperusteisesti OmaSp arvostetaan 2023 ennusteillamme selvästi tasesubstanssin yläpuolelle (P/B 1,3x), mutta mielestämme arvostustaso on perusteltu pankin lähivuosien vahva ROE-taso (2023-2026 keskimäärin ~17 %) huomioiden. Pidämme myös hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee vuoden edetessä nostamaan nykyistä vaatimatonta pitkän aikavälin oman pääoman tuottotavoitettaan (ROE > 10 %).

Matala arvostus leimaa koko sektoria

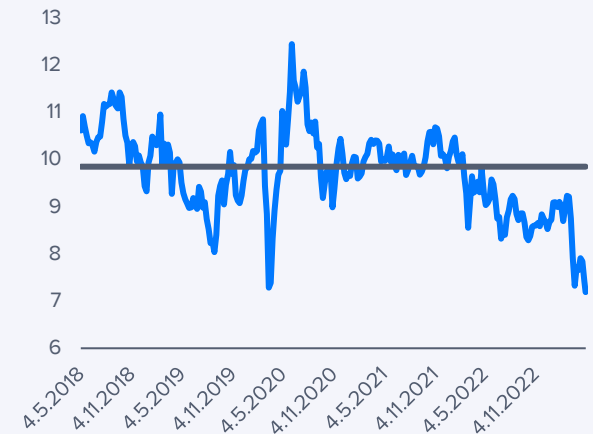
Matala arvostustaso leimaa koko pohjoismaista pankkisektoria, sillä OmaSp:n verrokkiryhmä arvostetaan 2023 konsensusennusteilla tulosperusteisesti noin neljänneksen historiallisten tasojen (P/E ~10x) alapuolelle. Suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin OmaSp arvostetaan 2023-2024 tulosennusteillamme noin 3-8 % alennuksella. Näkemyksemme mukaan OmaSp:n arvostuksen tulisi olla vähintään linjassa verrokkiryhmän kanssa ja näin ollen myös verrokkiryhmähinnoittelu puoltaa nykyistä korkeampaa kurssitasoa.

Huomautamme, että meidän on vaikea nähdä OmaSp:n arvostustason irtaantuvan lyhyellä tähtäimellä oleellisesti verrokkiryhmästä ja näin ollen arvostuskertoimien nousu vaatii taakseen sen, että osakemarkkinat ovat valmiimpia hinnoittelemaan koko sektoria korkeammilla tulokertoimilla.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	19,7	19,7	19,7
Markkina-arvo	655	655	655
P/E (oik.)	7,5	6,8	6,5
P/E	7,4	6,7	6,3
P/B	1,29	1,12	0,98
Osinko/tulos (%)	20,8 %	22,1 %	24,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,3 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Pohjoismaisen pankkisektorin 12kk fwd P/E

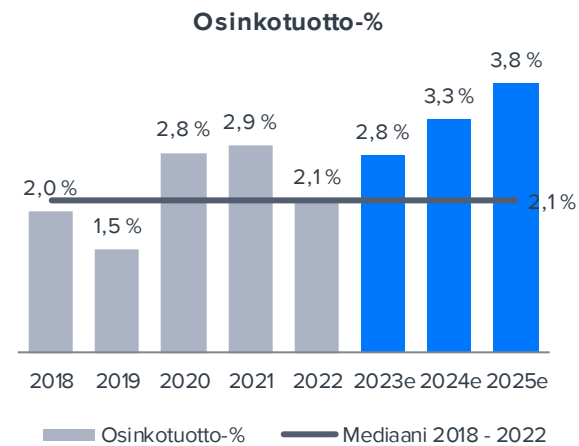
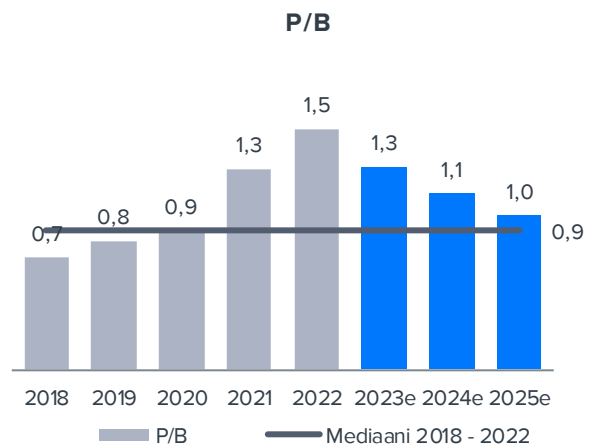
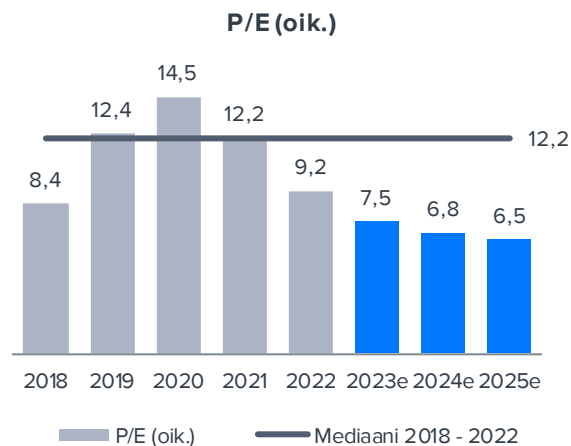


Lähde: Bloomberg

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,00	8,88	10,6	17,1	18,6	19,7	19,7	19,7	19,7
Markkina-arvo	207	263	314	512	559	655	655	655	655
P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	12,2	9,2	7,5	6,8	6,5	6,5
P/E	8,9	9,5	10,2	7,7	10,1	7,4	6,7	6,3	6,4
P/B	0,7	0,8	0,9	1,3	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9
Osinko/tulos (%)	20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	20,8 %	22,1 %	24,1 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	2,8 %	3,3 %	3,8 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
Yhtiö	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2023e	2022
Aktia	662	8,5	7,3	7,4	9,0	0,8	10,7	11,0
Danske Bank	16859	7,0	7,1	7,9	8,1	0,7	10,4	18,0
DNB	24614	8,2	8,3	7,3	7,5	1,2	14,1	18,0
Jyske Bank	4316	7,2	7,2			0,7	11,0	15,0
Nordea	36205	7,7	7,4	8,9	9,3	1,1	15,0	16,0
Riiba	3699	13,8	12,4	1,0	1,1	2,5	20,8	17,0
SEB	22428	8,1	8,0	6,3	6,9	1,1	14,3	19,0
Handelsbanken	15902	7,3	7,6	9,1	9,3	0,9	12,2	20,0
Spar Nord Bank	1873	9,9	9,5	7,4	7,7	1,1	11,9	16,0
Swedbank	17780	6,7	7,0	7,3	8,9	1,1	16,3	18,0
Sydbank	2373	6,6	7,1	6,9	6,6	1,2	16,9	17,0
OmaSp (Inderes)	655	7,5	6,8	2,8	3,3	1,3	20,1	13,3
Keskiarvo		8,3	8,0	7,0	7,4	1,1	14,0	16,9
Mediaani		7,7	7,5	7,4	7,9	1,1	14,1	17,5
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>		-3 %	-8 %	-62 %	-58 %	19 %		

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	80,1	23,1	24,2	27,0	30,6	104,9	36,2	40,5	41,0	41,5	159,2	172,3	180,0
Palkkiotuotot netto	33,7	10,3	10,7	10,2	8,2	39,4	10,5	12,7	12,1	13,1	48,4	53,4	57,9
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	5,2	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,6	0,6	0,6	2,8	2,4	2,4
Muut tuotot	37,5	3,0	1,1	0,3	1,0	5,4	3,0	1,0	1,0	1,0	5,9	6,6	6,6
Liiketoiminnan tuotot	156,6	34,5	33,8	36,3	39,7	144,4	50,7	54,8	54,7	56,1	216,3	234,7	246,9
Kertatuotot	39,7	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,6	0,6	0,6	2,8	2,4	2,4
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	116,9	36,3	36,1	37,4	39,9	149,7	49,7	54,2	54,1	55,5	213,5	232,3	244,5
Henkilöstökulut	-20,6	-6,1	-6,8	-5,8	-5,6	-24,3	-6,0	-8,1	-7,1	-7,0	-28,1	-29,0	-30,5
Liiketoiminnan muut kulut	-34,4	-10,8	-9,8	-9,3	-11,2	-41,2	-17,7	-13,2	-13,1	-13,5	-57,5	-59,2	-61,0
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	-9,9	-10,4
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-65,3	-18,9	-18,5	-16,9	-18,7	-73,1	-25,6	-23,4	-22,3	-22,6	-93,8	-98,1	-101,9
Kertakulut	-9,5	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-1,9	0,0	0,0	0,0	-1,9	0,0	0,0
Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut	-55,8	-18,9	-18,5	-16,9	-17,4	-71,7	-23,7	-23,4	-22,3	-22,6	-91,9	-98,1	-101,9
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-7,3	2,5	-1,4	-1,6	-1,3	-1,7	-1,6	-3,7	-3,7	-3,8	-12,9	-14,6	-15,7
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	-0,7	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	83,3	18,2	13,9	17,8	19,3	69,2	23,3	27,7	28,7	29,7	109,4	122,0	129,3
Kertaerät yhteensä	30,1	-1,8	-2,2	-1,1	-1,5	-6,6	-0,9	0,6	0,6	0,6	0,9	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	53,1	20,0	16,2	18,9	20,8	75,9	24,2	27,1	28,1	29,1	108,4	119,6	126,9
Tuloverot	-17,0	-3,4	-2,8	-3,6	-4,0	-13,8	-4,6	-5,5	-5,7	-5,9	-21,8	-24,4	-25,9
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
Nettotulos	66,2	14,8	11,1	14,2	15,3	55,4	18,7	22,1	22,9	23,8	87,5	97,6	103,4
EPS (oikaistu)	1,41	0,54	0,43	0,50	0,55	2,02	0,61	0,65	0,68	0,70	2,64	2,89	3,06
EPS (raportoitu)	2,22	0,49	0,37	0,47	0,51	1,84	0,59	0,67	0,69	0,72	2,67	2,94	3,12
Osinko per osake	0,50					0,40					0,55	0,65	0,75

Avainluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	17,8 %	32,0 %	22,9 %	29,8 %	27,9 %	28,1 %	36,7 %	50,2 %	44,5 %	39,3 %	42,6 %	8,8 %	5,3 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	47,7 %	52,0 %	51,4 %	45,2 %	43,6 %	47,9 %	47,7 %	43,2 %	41,2 %	40,7 %	43,1 %	42,2 %	41,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Käteiset varat	198	402	507	547	591
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	86	115	123	132	143
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4326	4754	6087	6574	7099
Johdannaiset	2	2	5	6	6
Sijoitusomaisuus	645	553	563	569	610
Osakkuusyhtiöt	23	25	25	25	25
Aineettomat hyödykkeet	10	9	13	16	16
Aineelliset hyödykkeet	28	29	36	34	33
Muut varat	54	54	78	78	78
Varat yhteensä	5373	5942	7437	7981	8603

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Velat yhteensä	4971	5577	6930	7395	7935
Velat luottolaitoksille	213	243	250	189	160
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2898	3112	3956	4273	4615
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1762	2087	2512	2713	2930
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	40	60	60	60
Muut velat	83	95	151	160	170
Oma pääoma yhteensä	401	365	506	586	667
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	145	69	136	136	136
Kertyneet voittovarot	232	272	346	426	507
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	0	0	0

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 (välttämät 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 suosituksiin 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 tehdyin arviot 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoja 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 €
3.5.2023	Osta	26,00 €	19,72 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**