

OmaSp

Yhtiöraportti

1.8.2022 21:25



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



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

Tarina raiteillaan

OmaSp:n vertailukelpoinen tulos osui Q2:lla hyvin odotuksiimme ja lähivuosien ennustemuutokset ovat jääneet vähäisiksi. Näemme tuloskasvun varaan rakentuvan tuotto-odotuksen yhä riittävänä ja toistamme siten OmaSp:n 23,0 euron tavoitehinnan sekä lisää-suosituksen.

Vertailukelpoinen tulos osui odotuksiin

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q2:lla 23 %:lla 36,1 MEUR:oon ja ylittivät 34,7 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Korkokatetta OmaSp kerrytti Q2:lla 24,2 MEUR, mikä ylitti hienoisesti ennusteemme odotuksiamme paremman korkokatemarginaalin ansiosta. Palkkiotuotot kasvoivat 25 %:lla 10,7 MEUR:oon ja ylittivät niin ikään ennusteemme (10,2 MEUR). Q2-raportissa yllätyksen tarjosi OmaSp:n kulutaso, joka oli selvästi odotuksiamme raskaampi. Liiketoiminnan kulut asettuivat 18,5 MEUR:oon ja taso oli noin 15 % yli odotustemme. Kuluja kasvattivat mm. kasvaneet viranomaiskustannukset sekä Helsingin ja Tampereen konttoreissa kevään aikana tehdyt laajennustyöt. Luottotappiot olivat odotuksiamme pienemmät ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja asetui lopulta 16,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa 16,3 MEUR:n odotuksemme kanssa. Heikon pääomamarkkinan myötä pankin laaja tulos oli selvästi tappiollinen (-15,3 MEUR) ja CET1-vakavaraisuus painui taloudellisten tavoitteiden (14 %) alapuolelle 13,2 %:iin (Q1'22: 14,6 %). OmaSp:n kommentit Liedon Säästöpankin fuusion etenemisen suhteen olivat varsin positiivisia ja yhtiö arvioi edelleen yhdistymisen menevän maaliin marras-joulukuun taitteessa.

Ennusteissa kokonaiskuva ennallaan

Tarkistimme nousseen korkotason johdosta ennusteitamme OmaSp:n lähivuosien korkokatemarginaalista ylöspäin, mutta teimme vastaavasti negatiivisia tarkistuksia lainakannan kasvuodotuksiimme heikentyvää talouskuvaa heijastellen. Kokonaisuudessaan lähivuosien tuottoennusteemme ovat nousseet noin 3-4 %. Kulujen osalta nostimme lähivuosien ennusteitamme noin 9-10 %:lla selvästi odotettua korkeamman Q2-kulutason johdosta. Kokonaiskuvan kannalta tulosenustemuutoksemme ovat jääneet vähäisiksi (0 %...-2 %). Ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloskasvun pysähtyvän vuonna 2023 nykyrakenteella hetkellisesti normalisoituvien luottotappiotasojen johdosta, mutta pidemmällä aikavälillä odotamme yhtiöltä kuitenkin edelleen tervettä tuloskasvua ja ennustamme vertailukelpoisen EPS:n kasvavan lähivuosina keskimäärin noin 12 % per vuosi. Liedon Säästöpankin yhdistämisellä olisi ennusteisiimme toteutuessaan selvä positiivinen vaikutus, mutta emme kuitenkaan ole sisällyttäneet sitä toistaiseksi ennusteisiimme, sillä sen läpimenoon liittyy vielä epävarmuutta.

Tuloskasvu kannustaa pysymään kydyissä

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n vertailukelpoisesta tuloksesta laskettuna noin 12x. Tulospohjainen arvostus on mielestämme neutraali, mutta lähivuosille ennustamamme noin 12 % tuloskasvu yhdessä noin 2 % osinkotuoton kanssa pitävät mielestämme osakkeen tuotto-odotuksen yhä riittävänä. Liedon Säästöpankin fuusio tukisi toteutuessaan selvästi OmaSp:n lähivuosien tuloskasvua ja mikäli yhtiö onnistuu ulosmittamaan järjestelyn synergiat täysimääräisesti, painuisi arvostus houkuttelevalle tasolle (P/E 9-10x), mikä tarjoaisi selvää nousuvaraa OmaSp:lle hyväksymäämme arvostustasoon nähden. Koska järjestelyn toteutumiseen ja synergioihin liittyy epävarmuutta ja koska synergiahyötyjen realisoituminen ottaa aikaa, ei fuusiohyötyjen täysimääräinen hinnoittelu osakkeeseen ole mielestämme tässä vaiheessa vielä kuitenkaan perusteltua.

Suositus

Lisää

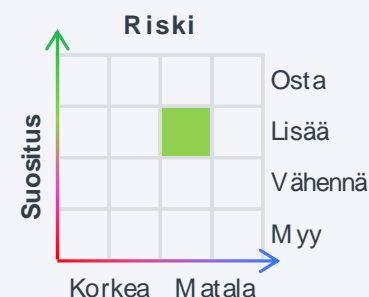
(aik. Lisää)

23,00 EUR

(aik. 23,00 EUR)

Osakekurssi:

21,15



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liiketoiminnan tuotot	156,6	147,6	163,8	179,1
kasvu-%	41 %	-6 %	11 %	9 %
PTP	83,3	68,7	68,7	76,7
Nettotulos	66,2	55,2	54,9	61,4
EPS (oik.)	1,40	1,80	1,77	1,98
Osinko	0,50	0,40	0,50	0,60
P/E (oik.)	12,2	11,8	12,0	10,7
P/B	1,3	1,6	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,9 %	2,4 %	2,8 %

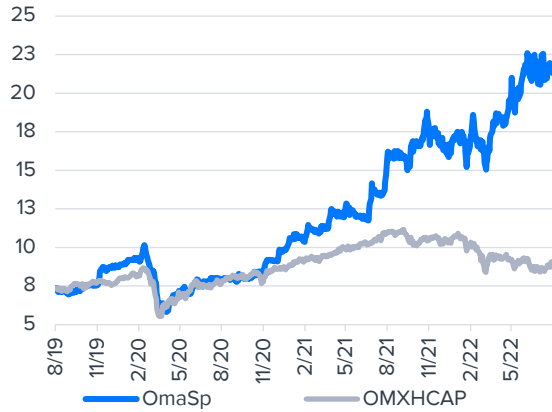
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

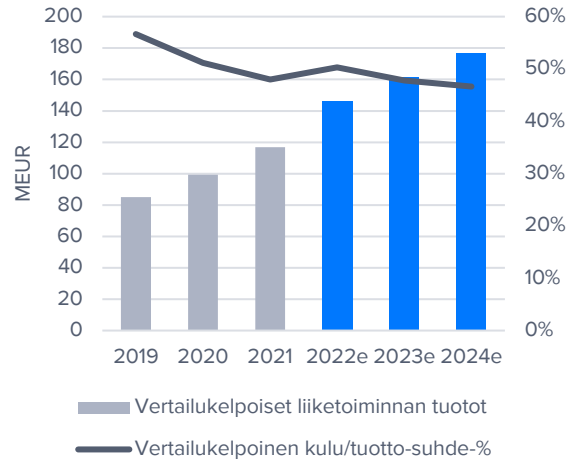
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2022 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa edelliseen tilikauteen verrattuna.

Osakekurssi

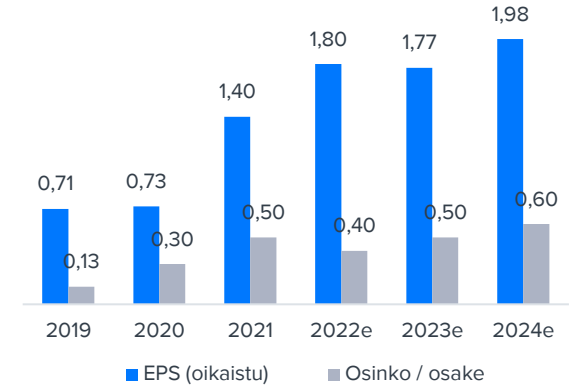


Lähde: Millstream Market Data AB

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	21,2	21,2	21,2
Markkina-arvo	634	634	634
P/E (oik.)	11,8	12,0	10,7
P/E	11,5	11,5	10,3
P/B	1,65	1,48	1,34
Osinko/tulos (%)	21,7 %	27,3 %	29,3 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Vertailukelpoinen tulos osui odotuksiin

Päätuottorivit kasvoivat odotuksiamme vahvemmin

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q2:lla 23 %:lla 36,1 MEUR:oon ja ylittivät 34,7 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Korkokatetta OmaSp kerrytti toisella neljänneksellä 24,2 MEUR, mikä ylitti ennusteemme noin 2 %:lla odotuksiamme paremman korkokatemarginaalin ansiosta. Antolainauksen kasvu jatkui odotetun vahvana asuntoluottokannan kasvettua noin 25 % vuoden takaisesta ja yritysluottokannan noin 43 %. Viime syksynä toteutetulla Eurajoen Säästöpankin fuusiolla oli yhtiön mukaan noin 5 %-yksikön vaikutus kasvulukuihin.

Palkkiotuotot kasvoivat 25 %:lla 10,7 MEUR:oon ja ylittivät niin ikään ennusteemme (10,2 MEUR). Raportoituja tuottoja painoivat hieman odotuksiamme suuremmat negatiiviset arvonmuutokset (-2,2 MEUR vs. -1,0 MEUR).

Kulurakenne oli ennusteita raskaampi

OmaSp:n Q2-raportissa yllätyksen tarjosi pankin kulutaso, joka oli selvästi odotuksiamme raskaampi. Liiketoiminnan kulut asettuivat Q2:lla kokonaisuudessaan 18,5 MEUR:oon ja taso oli noin 15 % yli odotustemme. Kuluja kasvattivat muun muassa kasvaneet viranomaiskustannukset (noin 1 MEUR:n kasvu vertailukaudesta) sekä Helsingin ja Tampereen konttoreissa kevään aikana tehdyt laajennukset. Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde parantui kuitenkin hieman vertailukaudesta ja oli 51,4 % (Q2'21: 51,9 %).

OmaSp:n luottotappiovaraukset olivat Q2:lla odotuksiamme pienemmät (-1,4 MEUR vs. -2,3 MEUR) ja kehitystä tuki noin 2 MEUR:n suuruinen varausten purku. Vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettui lopulta 16,2 MEUR:oon ja oli linjassa 16,3 MEUR:n odotuksemme kanssa. Raportoitu tulos puolestaan jäi hieman ennusteista odotuksia suurempien

negatiivisten arvonmuutosten vuoksi.

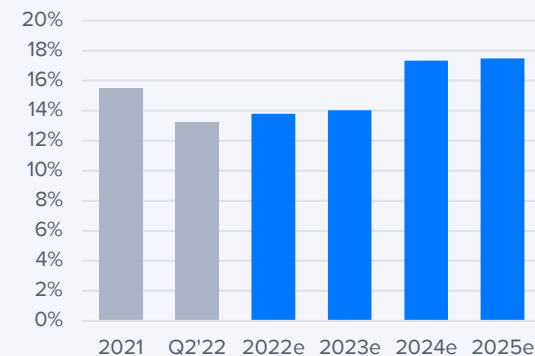
Laajan tuloksen erät heikensivät vakavaraisuutta

Heikon pääomamarkkinan myötä OmaSp:n laaja tulos oli selvästi tappiollinen (-15,3 MEUR) ja CET1-vakavaraisuus painui taloudellisten tavoitteiden alapuolelle 13,2 %:iin (Q1'22: 14,6 % ja tavoite vähintään 14 %). Yhtiön johto kommentoi vakavaraisuutta tulossaastattelussamme ja se ei näe tavoitetason alapuolella olevan vakavaraisuuden rajoittavan toistaiseksi pankin kasvumahdollisuuksia. Yhtiö myös alleviivasi, että CET1-tavoite on asetettu 3-5 vuodelle ja pankki voi näin ollen lyhyellä aikavälillä poiketa tästä. Myöskään oman pääoman ehtoisten instrumenttien hyödyntämistä ei ole poissuljettu. Pidemmällä aikavälillä pankin CET1-vakavaraisuutta vahvistaa oleellisesti IRB-siirtymä, joka parantaa sitä arviomme mukaan noin 4-6 %-yksikköä (ennusteissamme siirtymä tapahtuu vuonna 2024).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'21	Q2'22	Q2'22e	Q2'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liiketoiminnan tuotot	57,6	33,8	33,7				1 %	148	
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	29,4	36,1	34,7				4 %	146	
Tulos ennen veroja (oik.)	14,6	16,2	16,3				-1 %	67,1	
Tulos ennen veroja	38,3	13,9	15,3				-9 %	68,7	
EPS (oik.)	0,40	0,43	0,44				-2 %	1,80	
EPS (raportoitu)	1,01	0,37	0,41				-10 %	1,84	

Lähde: Inderes

OmaSp:n CET1-vakavaraisuus



Liedon Säästöpankin yhdistämisen suhteen ollaan luottavaisia

Varovainen ohjeistus toistettiin

OmaSp toisti Q2-raportissa aiemman ohjeistuksensa, jonka mukaan vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa viime vuoden tasolta. Alkuvuoden vahva tuloskehitys (H1'22: +47 % v/v) huomioiden ohjeistus on mielestämme varovainen ja yhtiö perusteli ennallaan pysynyttä ohjeistusta mm. heikentyneellä talouskuvalla. Nykyiset ennustemme odottavat OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen kasvavan koko vuoden osalta noin 26 % ja pidämmekin hyvin todennäköisenä, että ohjeistusta tullaan tarkistamaan vielä syksyn mittaan ylöspäin.

Liedon Säästöpankin yhdistämisen suhteen ollaan luottavaisia

OmaSp:n kommentit Liedon Säästöpankin fuusion etenemisen suhteen olivat varsin positiivisia. Julkisessa keskustelussa järjestely on saanut

osakseen myös kritiikkiä, mutta yhtiön johto vaikutti olevan hyvin luottavainen yhdistymisen toteutumisen suhteen. OmaSp arvioi edelleen yhdistymisen menevän maaliin marras-joulukuun taitteessa ja järjestelyn arvioidaan toteutuessaan kasvattavan pankin tulosta ennen veroja vuositasolla noin 15-20 MEUR.

Liedon Säästöpankin liikevoitto oli viime vuonna noin 13 MEUR ja tämän perusteella vuotuisia synergioita yhtiö odottaa järjestelystä syntyvän noin 2-7 MEUR. Synergioissa keskeistä roolia näyttelee käsityksemme mukaan Liedon Säästöpankin irrottaminen Säästöpankkiryhmän rakenteesta, mikä laskee oleellisesti pankin kiinteää kulumassaa.

Pidämme vireillä olevaa yhdistymistä OmaSp:n kannalta strategisesti erittäin hyvänä ja se vahvistaa merkittävästi pankin läsnäoloa Varsinais-Suomessa.

Järjestely vaikuttaa synergia potentiaalin valossa OmaSp:n omistajien kannalta myös taloudellisesti erittäin hyvältä ja arviomme mukaan kaupalla voisi synergiat ja kasvava osakemäärä huomioiden olla noin 12-16 % positiivinen EPS-vaikutus 2023-2024 ennusteisiimme (olettaen noin 15 MEUR:n tulosvaikutus vuonna 2023 ja noin 20 MEUR vuonna 2024). Emme kuitenkaan ole sisällyttäneet yhdistymistä toistaiseksi ennusteisiimme, sillä sen läpimenoon liittyy vielä epävarmuutta. Olemme kommentoineet järjestelyä aiemmin [täällä](#) ja [täällä](#).

Q2-tulossaastattelu



Korkokate- ja kuluennusteita ylös

Ennustemuutokset 2022-2024e

- Tarkistimme nousseen korkotason johdosta ennusteitamme 2022-2024 korkokatemarginaalista ylöspäin
- Laskimme ennusteitamme antolainauksen kasvun osalta hieman aiempaa varovaisemmiksi, sillä odotamme nousevan korkotason, paineessa olevan kuluttajien ostovoiman ja heikentyvän talouskehityksen heijastuvan lyhyellä tähtämellä negatiivisesti luottokysyntään ja lainakannan kasvuun
- Nostimme lähivuosien kuluennusteita noin 9-10 %:lla selvästi odotettua korkeamman Q2-kulutason johdosta ja yhtiön normaali kulutaso vaikuttaisi olevan jonkin verran odotuksiamme korkeampi
- Emme ole sisällyttäneet vireillä olevaa Liedon Säästöpankin fuusiota toistaiseksi ennusteisiimme, sillä järjestelyn läpimenoon liittyy vielä tässä vaiheessa epävarmuutta

Operatiiviset tulosajurit 2022-2024e:

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja markkinaosuuksien voittaminen kilpailijoilta
- Korkotason nousu tukee korkokatteen kasvua
- Vahvan antolainausmarginaalin ylläpitäminen
- Palkkiotuottojen kasvu asiakasvolyymin mukana
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen ja kulurakenteen skaalautuminen
- Ennustamme vertailukelpoisen tuloskasvun pysähtyvän vuonna 2023 hetkellisesti normalisoituvien luottotappiotasojen johdosta. Pidemmällä aikavälillä odotamme yhtiöltä kuitenkin edelleen tervettä tuloskasvua ja ennustamme vertailukelpoisen EPS:n kasvavan nykyrakenteella lähivuosina noin 12 % vuosivauhtia.
- Liedon Säästöpankin mahdollisella yhdistämisellä olisi toteutuessaan selvä positiivinen EPS-vaikutus ja tuloskasvu jatkuisi tämän myötä vahvana myös 2023

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	140,9	146,0	4 %	155,7	161,4	4 %	172,3	176,7	3 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-67,0	-73,5	10 %	-71,0	-77,2	9 %	-75,6	-82,5	9 %
Vertailukelpoinen PTP	67,6	67,1	-1 %	66,1	66,3	0 %	75,6	74,3	-2 %
Raportoitu PTP	70,4	68,7	-2 %	68,5	68,7	0 %	78,0	76,7	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,81	1,80	-1 %	1,77	1,77	0 %	2,02	1,98	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,50	0,50	0 %	0,60	0,60	0 %

Lähde: Inderes

Tuloskasvu kannustaa pysymään kydyissä

Tuloskasvu tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n vertailukelpoisesta tuloksesta laskettuna noin 12x. Tulospohjainen arvostus on mielestämme neutraali, mutta lähivuosille ennustamamme tuloskasvu (2021-2025e CAGR ~12%) yhdessä noin 2 % osinkotuoton kanssa pitävät mielestämme osakkeen tuotto-odotuksen yhä riittävänä. Huomautamme, että tuotto-odotus nojaa vahvasti tuloskasvuun ja mikäli tuloskasvu jäisi tulevina vuosina syystä tai toisesta selvästi ennusteitamme heikommaksi, olisi osakkeelle vaikea nähdä kestäviä nousujureita.

Liedon Säästöpankin fuusio tukisi toteutuessaan tuloskasvua ja siten tuotto-odotusta

Suhtaudumme vireillä olevaan Liedon Säästöpankin yhdistämiseen tällä hetkellä myönteisesti ja kuten aiemmin totesimme, olisi järjestelyllä toteutuessaan selvä positiivinen vaikutus tulosennusteisiimme. Mikäli järjestely toteutuu ja OmaSp onnistuu ulosmittamaan tavoitellut synergiat täysimääräisesti, pitäisi yhtiöllä arviomme mukaan olla edellytykset yltää karkeasti 2,10-2,30 euron EPS:ään. Tällöin P/E-luku painuisi noin 9-10x tasolle ja tarjoaisi toteutuessaan nousuvaraa suhteessa OmaSp:lle hyväksymäämme arvostustasoon (P/E ~10-12x) nähden. Koska järjestelyn toteutumiseen ja synergioihin liittyy epävarmuutta ja koska synergiahyötyjen realisoituminen ottaa aikaa, ei fuusiohyötyjen täysimääräinen hinnoittelu osakkeeseen ole mielestämme tässä vaiheessa vielä perusteltua.

Verrokkiarvostus ei tarjoa kertoimiin nousuvaraa

OmaSp:tä hinnoitellaan 2022-2023 ennusteillamme tulospohjaisesti noin 25-35 % preemiolla verrokkiryhmään nähden. Vaikka OmaSp:n

tulospohjaista arvostusta tukee selvästi sektoria vahvemmat pidemmän aikavälin tuloskasvufundamentit, on hyväksyttävälle arvostustasolle löydettävissä mielestämme myös tiettyjä diskontottekijöitä (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 1,7x P/B-luvulla, mikä on sekä absoluuttisesti että verrokkiryhmän mediaaniin (0,9x) nähden korkea taso ja tukee osaltaan näkemystämme kertoimien rajallisesta nousuvarasta.

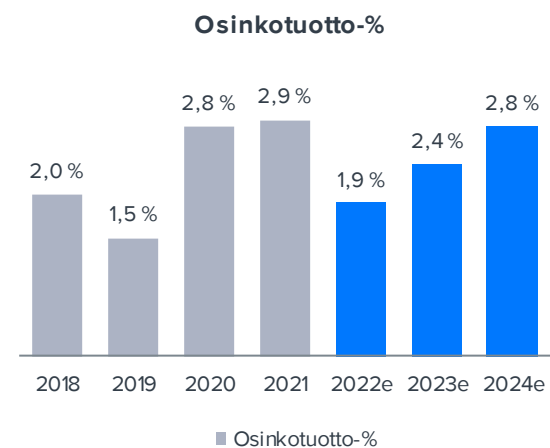
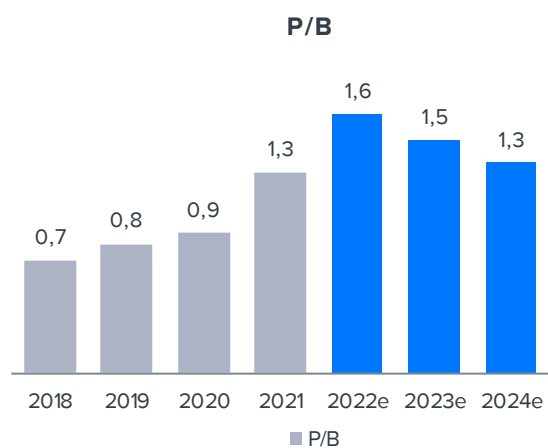
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	21,2	21,2	21,2
Markkina-arvo	634	634	634
P/E (oik.)	11,8	12,0	10,7
P/E	11,5	11,5	10,3
P/B	1,65	1,48	1,34
Osinko/tulos (%)	21,7 %	27,3 %	29,3 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		7,00	8,88	10,6	17,1	21,2	21,2	21,2	21,2
Markkina-arvo		207	263	314	512	634	634	634	634
P/E (oik.)		8,4	12,4	14,5	12,2	11,8	12,0	10,7	9,6
P/E		8,9	9,5	10,2	7,7	11,5	11,5	10,3	9,3
P/B		0,7	0,8	0,9	1,3	1,6	1,5	1,3	1,2
Osinko/tulos (%)		20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	27,3 %	29,3 %	30,8 %
Osinkotuotto-%		2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	1,9 %	2,4 %	2,8 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	677	10,0	8,5	6,1	7,7	0,9
Danske Bank	11766	7,5	6,5	7,3	8,3	0,5
DNB	29820	10,5	9,8	5,7	6,1	1,2
Jyske Bank	3519	8,1	8,2			0,7
Nordea	36071	10,3	9,2	7,2	7,8	1,1
Riiba	3110	15,5	14,5	1,7	1,9	2,5
SEB	23018	9,8	9,5	5,2	5,5	1,2
Handelsbanken	17404	9,5	9,0	8,1	7,5	0,9
Spar Nord Bank	1375	8,4	8,9	6,9	6,4	0,9
Swedbank	15267	8,1	7,5	6,4	7,3	0,9
Sydbank	1750	8,1	8,1	6,2	6,1	1,0
OmaSp (Inderes)	634	11,8	12,0	1,9	2,4	1,6
Keskiarvo		9,6	9,1	6,1	6,5	1,1
Mediaani		9,5	8,9	6,3	6,9	0,9
Erotus-% vrt. mediaani		24 %	34 %	-70 %	-65 %	75 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	67,8	18,0	19,7	20,6	21,9	80,1	23,1	24,2	25,5	26,2	99,0	114,2	125,5	136,6
Palkkiotuotot netto	29,3	7,9	8,6	8,1	9,1	33,7	10,3	10,7	9,8	10,7	41,5	44,4	48,3	52,8
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	10,9	1,6	1,3	1,5	0,7	5,2	-1,8	-2,2	0,8	0,8	-2,4	2,4	2,4	2,4
Muut tuotot	3,1	1,6	28,0	0,1	7,8	37,5	3,0	1,1	0,7	4,7	9,5	2,8	2,8	2,8
Liiketoiminnan tuotot	111,1	29,1	57,6	30,3	39,5	156,6	34,5	33,8	36,9	42,4	147,6	163,8	179,1	194,6
Henkilöstökulut	-16,9	-4,5	-5,3	-4,4	-6,5	-20,6	-6,1	-6,8	-6,2	-6,3	-25,5	-27,6	-30,0	-32,5
Liiketoiminnan muut kulut	-29,6	-8,7	-7,3	-7,3	-11,1	-34,4	-10,8	-9,8	-9,8	-10,0	-40,5	-42,5	-44,6	-46,9
Poistot ja arvonalentumiset	-5,2	-1,2	-5,9	-1,3	-1,9	-10,3	-1,9	-1,8	-1,9	-1,9	-7,6	-7,1	-7,9	-8,1
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-51,7	-14,4	-18,4	-12,9	-19,5	-65,3	-18,9	-18,5	-17,9	-18,2	-73,5	-77,2	-82,5	-87,4
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-21,6	-2,8	-0,8	-2,1	-1,6	-7,3	2,5	-1,4	-2,4	-4,2	-5,5	-17,9	-19,9	-22,0
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	13,9	16,6	19,9	68,7	68,7	76,7	85,1
Kertaerät yhteensä	11,0	1,6	23,6	1,3	3,5	30,1	-1,8	-2,2	0,8	4,8	1,6	2,4	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	26,7	10,0	14,6	14,0	14,4	53,1	20,0	16,2	15,8	15,1	67,1	66,3	74,3	82,7
Tuloverot	-7,1	-2,4	-7,8	-3,1	-3,7	-17,0	-3,4	-2,8	-3,3	-4,0	-13,5	-13,7	-15,3	-17,0
Vähemmistöt	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	30,8	9,4	30,4	12,1	14,3	66,2	14,8	11,1	13,3	15,9	55,1	54,9	61,4	68,1
EPS (oikaistu)	0,73	0,26	0,40	0,37	0,38	1,41	0,54	0,43	0,42	0,40	1,80	1,77	1,98	2,21
EPS (raportoitu)	1,05	0,32	1,01	0,41	0,47	2,22	0,49	0,37	0,44	0,53	1,84	1,83	2,05	2,27
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	441	486	544
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	74	86	94	103	115
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	3434	4326	4870	5357	5999
Johdannaiset	1	2	0	0	0
Sijoitusomaisuus	529	645	604	616	672
Osakkuusyhtiöt	24	23	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	11	10	12	15	16
Aineelliset hyödykkeet	30	28	29	28	27
Muut varat	17	54	37	38	38
Varat yhteensä	4382	5373	6112	6667	7436

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Velat yhteensä	4029	4971	5727	6240	6963
Velat luottolaitoksille	224	213	247	215	219
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2377	2898	3240	3564	3992
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1347	1762	2136	2350	2632
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	16	16	17	19
Muut velat	66	83	88	94	101
Oma pääoma yhteensä	353	401	385	427	473
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	148	145	90	90	90
Kertyneet voittovarot	181	232	271	313	359
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	1	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	4382	5373	6112	6667	7436

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 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 osavuositarkastusten 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 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.

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

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.

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**