

OmaSp

Yhtiöraportti

1.11.2021 23:10



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Karavaani kulkee

OmaSp:n Q3-raportti ei tarjonnut suurempia yllätyksiä ja pankin tuloskasvu jatkui lähes odotetun vahvana. Näkemyksemme mukaan osakkeen aliarvostus on kuluvaan vuoden vahvan kurssinousun myötä (YTD ~70 %) purkaantunut, mutta näemme lähivuosien terveen tuloskasvun pitävän tuotto-odotuksen edelleen riittävänä. Toistammekin 19,0 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta).

Q3-raportti lähes odotusten mukainen

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat Q3:lla 21 %:lla 28,8 MEUR:oon, mikä jäi lievästi 29,3 MEUR:n ennusteestamme. Korkokate kasvoi Q3:lla odotuksiamme vahvemmin, mutta vastaavasti luotonantoliitännäisten palkkiotuottojen kasvu oli hieman odotuksiamme pehmeämpää. Yhtiön vertailukelpoinen kulutaso oli hieman odotuksia korkeampi, mutta kannattavuus säilyi vahvalla tasolla ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde asettui 44 %:iin (Q3'21e: 42 %). Luottotappiovaraukset osuivat varsin hyvin ennusteisiin (2,1 MEUR vs. 2,4 MEUR) ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja oli lopulta 14,0 MEUR, mikä jäi lievästi 14,6 MEUR:n ennusteestamme. Raportoidut tulostulokset ylittivät ennusteemme, kun tulokseen kirjattiin odotuksiamme enemmän kertatuottoja ja Eurajoen Säästöpankki-transaktion kertakulut olivat ennusteitamme pienemmät (0,2 MEUR vs. 1,0 MEUR).

IRBA-malliin siirtyminen ajankohtaista 2023

OmaSp kertoi Q3-raportissa, että sen tavoitteena on jättää hakemus IRBA-mallin soveltamisesta Finanssivalvonnalle lähikuukausina ja käytännössä IRBA-malliin siirtyminen voisi hakemuksen käsittelyaika huomioiden olla ajankohtaista arvioimme mukaan vuonna 2023. Arvioimme viime joulukuussa julkaistussa [seurannan aloitus-raportissamme](#), että IRBA-siirtymä voisi parantaa pankin CET1-vakavaraisuutta 4-6 %-yksikköä. Tämänhetkisen tiedon perusteella aikaisintaan 2023 voimaantuleva Basel III-sääntelykehikko rajoitaisi IRBA-malleista saatavia pääomahyötyjä, mutta siirtymän hyödyt ovat kuitenkin jokatapauksessa huomattavat. IRBA-siirtymä antaakin OmaSp:lle mahdollisuuden kasvattaa antolainaustaan merkittävästi nykyiseltä tasolta, hakea epäorgaanista kasvua tai palauttaa pääomia omistajille (arvioimme mukaan ylimääräinen pääoma +100 MEUR).

Ennusteissa ei suuria muutoksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia tarkistuksia Q3-raportin jälkeen ja odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen EPS:n kasvavan 2021-2024 välillä keskimäärin noin 10 % vuosivauhtia. Tuloskasvua ajaa ennusteissamme 1) liiketoiminnan tuottojen vahva kasvu, 2) edelleen parantuva kulutehokkuus ja 3) Eurajoen Säästöpankin tuoma tuloskontribuutio 12/2021 alkaen. Vuonna 2022 tuloskasvu hidastuu ennusteissamme hetkellisesti (oik. EPS-kasvu ~6 %), kun luottotappiotaso normalisoituu poikkeuksellisen matalalta 2021 tasoltaan.

Kertoimissa ei nousuvaraa, mutta tuloskasvu pitää tuotto-odotuksen riittävänä

OmaSp:n aliarvostus on kuluvaan vuonna nähdyn vahvan kurssinousun myötä (YTD ~70 %) purkaantunut ja 2021-2022 ennusteillamme yhtiötä hinnoitellaan P/E-kertoimilla 12-13x. Emme näe absoluuttisissa arvostuskertoimissa oleellista nousuvaraa ja tulospohjainen arvostus on kääntynyt myös 17-22 % preemiolle pohjoismaiseen verrokkiryhmään nähden. Näkemyksemme mukaan lähivuosien terve noin 10 % tuloskasvu yhdessä maltillisen 2 % osinkotuoton kanssa pitävät osakkeen tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen riittävänä.

Suositus

Lisää

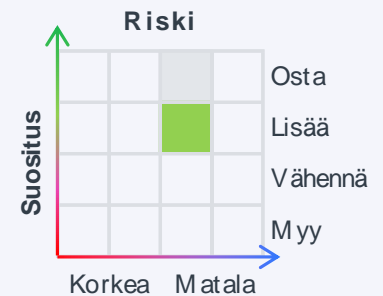
(aik. Osta)

19,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

17,95



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liiketoiminnan tuotot	111,1	156,2	138,3	152,4
kasvu-%	20 %	41 %	-11 %	10 %
PTP	37,7	87,2	57,4	66,1
Nettotulos	30,7	69,4	46,0	53,0
EPS (oik.)	0,73	1,39	1,48	1,68
Osinko	0,30	0,35	0,40	0,50
P/E (oik.)	14,5	12,9	12,1	10,7
P/B	0,9	1,3	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	2,8 %	1,9 %	2,3 %	2,8 %

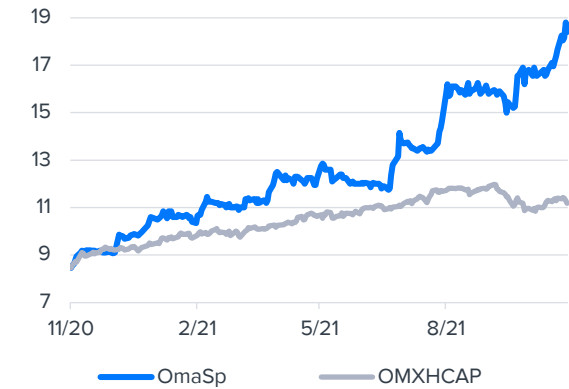
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

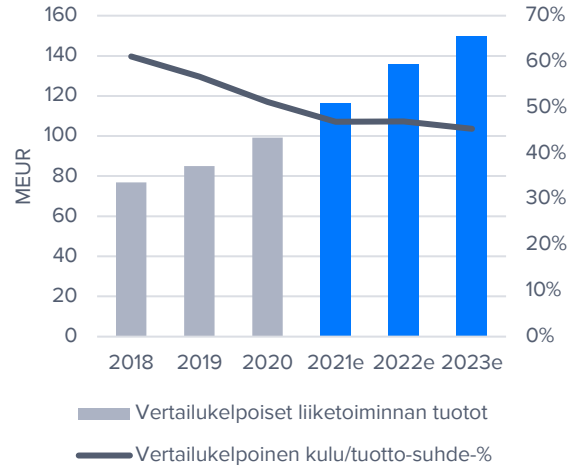
Yhtiön vuoden 2021 tulos ennen veroja ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvavat merkittävästi edelliseen tilikauteen nähden.

Osakekurssi

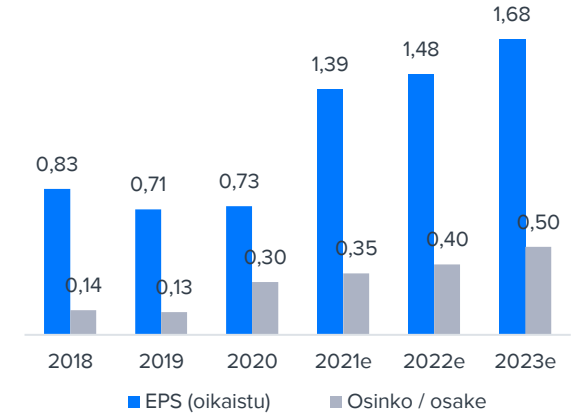


Lähde: Thomson Reuters

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Organisen kasvun jatkuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt
- IRBA-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	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	18,0	18,0	18,0
Markkina-arvo	531	531	531
P/E (oik.)	12,9	12,1	10,7
P/E	7,6	11,8	10,2
P/B	1,3	1,2	1,1
Osinko/tulos (%)	14,9 %	26,2 %	28,4 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,3 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Q3-raportti lähes odotusten mukainen

Tuottojen kasvu jatkui Q3:lla vahvana

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat Q3:lla 21 %:lla 28,8 MEUR:oon ja taso jäi lievästi 29,3 MEUR:n ennusteestamme. Keskeisistä tuottoriveistä korkokate jatkoi Q3:lla vahvaa kasvuaan (+17 %v/v) ja oli 20,6 MEUR ylittäen 19,9 MEUR:n ennusteemme. Asunto- ja yritysluottokysyntä jatkui vahvana ja pankin antolainaus kasvoi Q3:lla 19 % vertailukaudesta.

Palkkiotuottojen kasvu jäi vastaavasti Q3:lla hieman ennusteistamme (8,1 MEUR vs. 8,7 MEUR), kun luotonantoliitännäisten palkkioiden kasvu oli hieman odotuksiamme pehmeämpää. Raportoidut tuotot ylittivät ennusteemme (30,3 MEUR vs. 29,3 MEUR), kun yhtiö kirjasi kertaluontoisiksi eriksi 1,5 MEUR:n rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotot. Olimme itse sisällyttäneet ennusteisiimme rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuottojen osalta pienet positiiviset erät, mutta emme olleet käsittelleet näitä yhtiöistä poiketen

vertailukelpoisuuteen vaikuttavana eränä.

Kulutehokkuus säilyi vahvana

OmaSp:n vertailukelpoinen kulutaso oli Q3:lla 12,8 MEUR ja hieman 12,2 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Vaikka vertailukelpoinen kulutaso olikin hieman odotuksia korkeampi, oli pankin kannattavuus vahvalla tasolla ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde asettui 44 %:iin (Q3'21e: 42 % ja Q3'20: 48 %).

OmaSp:n luottotappiovaraukset olivat Q3:lla varsin hyvin linjassa odotustemme kanssa (Q3'21: 2,1 MEUR vs. Q3'21e: 2,4 MEUR). Yhtiö purki kvartaalin aikana johdon harkintaan perustuvia varauksia 2,0 MEUR:lla (varauksia purkamatta Q3:n lopussa 3,9 MEUR:n edestä), mutta kirjasi vastaavasti yksittäisen asiakkaan luottoriskin kasvuun liittyen 3,0 MEUR:n lisävarauksen. Yksittäisistä isommista luottotappiotapahtumista on viime vuosina tullut yhtiölle enemmän tapa kuin poikkeus ja mielestämme sijoittajien tulisi suhtautua

niihin normaaleina luottotappioina.

Pankin vertailukelpoinen tulos ennen veroja (PTP) oli lopulta 14,0 MEUR, mikä jäi lievästi 14,6 MEUR:n ennusteestamme. Raportoidut tulosrivit puolestaan ylittivät ennusteemme, kun tulokseen kirjattiin odotuksiamme enemmän kertatuottoja ja Eurajoen Säästöpankki-transaktion kertakulut olivat ennusteistamme pienemmät (0,2 MEUR vs. 1,0 MEUR).

Näkymissä ei yllätyksiä

Näkymien osalta Q3-raportti ei tarjonnut yllätyksiä ja Q2-tuloksen yhteydessä nostettu ohjeistus toistettiin odotetusti (raportoitu ja vertailukelpoinen PTP kasvavat merkittävästi vertailukaudesta). Eurajoen Säästöpankin hankinnan osalta raportti ei sisältänyt uutta tietoa ja OmaSp toisti aiemmin arvioidun tulosvaikutuksen (3-5 MEUR vuodessa + kertaluontoinen 14-16 MEUR ylöskirjaus).

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	26,4	30,3	29,3				4 %	156
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	23,8	28,8	29,3				-2 %	116
Tulos ennen veroja (oik.)	10,9	14,0	14,6				-4 %	53,9
Tulos ennen veroja	13,5	15,3	13,6				13 %	87,2
EPS (oik.)	0,28	0,37	0,40				-10 %	1,39
EPS (raportoitu)	0,36	0,41	0,37				11 %	2,35

Lähde: Inderes

IRBA-siirtymä ajankohtainen 2023, ennusteissa ei suuria muutoksia

Yhtiön johto otti Q3-raportissa harvinaisen suoraa kantaa toimialalta hiljattain kuultuihin uutisiin ja kertoi olevansa valmis alan rakennejärjestelyihin. Tämä on mielestämme positiivista, sillä OmaSp:n näytöt yritysjärjestelyistä ovat erittäin vahvat.

Vakavaraisuus vahvalla tasolla, IRBA-siirtymä ajankohtaista 2023

OmaSp:n vakavaraisuus säilyi katsauskaudella vahvalla tasolla ja CET1-vakavaraisuusuhde oli Q3:n lopussa 16,5 % (Q2'21: 16,4 %) eli selvästi yli yhtiön oman 14 % minimitalvoitteen yläpuolella. OmaSp antoi Q3-raportissa myös väliaikatieta IRBA-esiselvityshankkeeseen liittyen. Yhtiön mukaan sen tavoitteena on jättää hakemus IRBA-mallin soveltamisesta Finanssivalvonnalle lähikuukausina ja käytännössä IRBA-malliin siirtyminen voisi hakemuksen käsittelyaika huomioiden olla ajankohtaista arviomme mukaan vuonna 2023.

Arvioimme viime joulukuussa julkaistussa OmaSp:n seurannan aloitus-raportissamme, että IRBA-siirtymä voisi parantaa pankin CET1-vakavaraisuutta 4-6 %-yksikköä. Tämänhetkisen tiedon perusteella aikaisintaan vuonna 2023 voimaantuleva Basel III-sääntelykehikko rajoitaisi IRBA-malleista saatavia pääomahyötyjä standardimenetelmään nähden, mutta siirtymän hyödyt ovat kuitenkin jokatapauksessa huomattavat. IRBA-siirtymä antaakin OmaSp:lle mahdollisuuden kasvattaa antolainaanustaan merkittävästi nykyiseltä tasolta, hakea epäorgaanista kasvua tai palauttaa pääomia omistajille (arviomme mukaan ylimääräinen pääoma +100 MEUR).

Ennusteissa ei isoja muutoksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia tarkistuksia Q3-raportin jälkeen ja odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen EPS:n kasvavan 2021-2024 välillä keskimäärin noin 10 % vuosivauhtia.

Tuloskasvua ajaa ennusteissamme 1) liiketoiminnan tuottojen vahva kasvu, 2) edelleen parantuva kulutehokkuus ja 3) Eurajoen Säästöpankin tuoma tuloskontribuutio 12/2021 alkaen. Vuonna 2022 tuloskasvu hidastuu ennusteissamme hetkellisesti (oik. EPS-kasvu: ~6 %), kun luottotappiotaso normalisoituu poikkeuksellisen matalalta 2021 tasoltaan.

Raportoidun tuloksen kasvua tukee tulevana vuosina Eurajoen Säästöpankista tehtävä 14-16 MEUR ylöskirjaus, josta odotamme 8 MEUR tuloutuvan Q4:lle ja loppuosan jaksotettavan tuleville vuosille. Olemme käsitelleet Eurajoen Säästöpankin hankintaa tarkemmin edellisessä yhtiöpäivityksessämme, joka on luettavissa [täältä](#).

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	116,8	116,3	0 %	135,8	135,9	0 %	148,7	150,0	1 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-53,9	-54,4	1 %	-63,9	-63,8	0 %	-68,4	-68,0	-1 %
Vertailukelpoinen PTP	54,9	53,9	-2 %	55,8	56,0	0 %	62,0	63,7	3 %
Raportoitu PTP	86,2	87,2	1 %	56,2	57,4	2 %	63,4	66,1	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,44	1,39	-3 %	1,48	1,48	0 %	1,64	1,68	2 %
Osakekohtainen osinko	0,35	0,35	0 %	0,40	0,40	0 %	0,45	0,50	11 %

Lähde: Inderes

Räikein aliarvostus purkaantunut

Tuloskertoimissa ei nousuvaraa, mutta tuloskasvu pitää tuotto-odotuksen riittävänä

OmaSp:n aliarvostus on kuluvana vuonna nähdyn vahvan kurssinousun myötä (YTD ~70 %) purkaantunut ja 2021-2022 ennusteillamme yhtiötä hinnoitellaan P/E-kertoimilla 12-13x. Emme näe absoluuttisissa arvostuskertoimissa oleellista nousuvaraa ja näkemyksemme mukaan OmaSp:n tuotto-odotus nojaakin ennenkaikkea lähivuosien terveeseen noin 10 % vuotuiseseen tuloskasvuun ja maltilliseen noin 2 % osinkotuottoon.

OmaSp:n tulos pohjainen arvostus on kääntynyt myös 17-22 % preemiolle pohjoismaiseen verrokkiryhmään nähden. Vaikka yhtiön tuloskasvunäkymät ovatkin selvästi sektoria vahvemmat, on meidän vaikea nähdä arvostuskertoimien karkaavan enää oleellisesti verrokkiryhmän tarjoamasta viitekehystä ja käytännössä merkittävä kertoimien nousuvara edellyttäisi koko pankkisektorin uudelleenhinnoittelua.

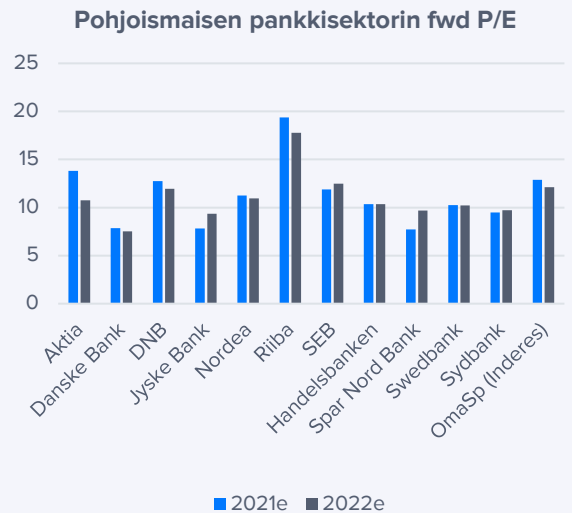
Tasepohjainen arvostus ei tarjoa nousuvaraa

OmaSp:tä hinnoitellaan P/B-kertoimella 1,3x, mikä on tuloskertoimien tapaan noin 20 % yli verrokkiryhmän. Meidän on vaikea nähdä tasepohjaisessa arvostuksessa nykytasolta oleellista nousuvaraa ja merkittävästi vertailuryhmää korkeampi tasepohjainen arvostus edellyttäisi näkemyksemme mukaan yhtiöltä yltämistä selvästi ja kestävästi yli kaksinumeroiseen oman pääoman tuottoon ja niin ikään verrokkeja korkeampaa oman pääoman tuottoa. Huomautamme, että yhtiön oikaistu oman pääoman tuotto ei tällä hetkellä oleellisesti poikkea verrokkiryhmästä (verrokkiryhmän ROE ~11 %). Käytännössä tämä vaatisi yhtiön pääomatehokkuuden parantumista, joihin keskeisiä askelmerkkejä olisivat IRBA-siirtymä

(näköpiirissä 2023) tai laajentuminen pääomakevyeen varainhoitoliiketoimintaan.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	18,0	18,0	18,0
Markkina-arvo	531	531	531
P/E (oik.)	12,9	12,1	10,7
P/E	7,6	11,8	10,2
P/B	1,3	1,2	1,1
Osinko/tulos (%)	14,9 %	26,2 %	28,4 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,3 %	2,8 %

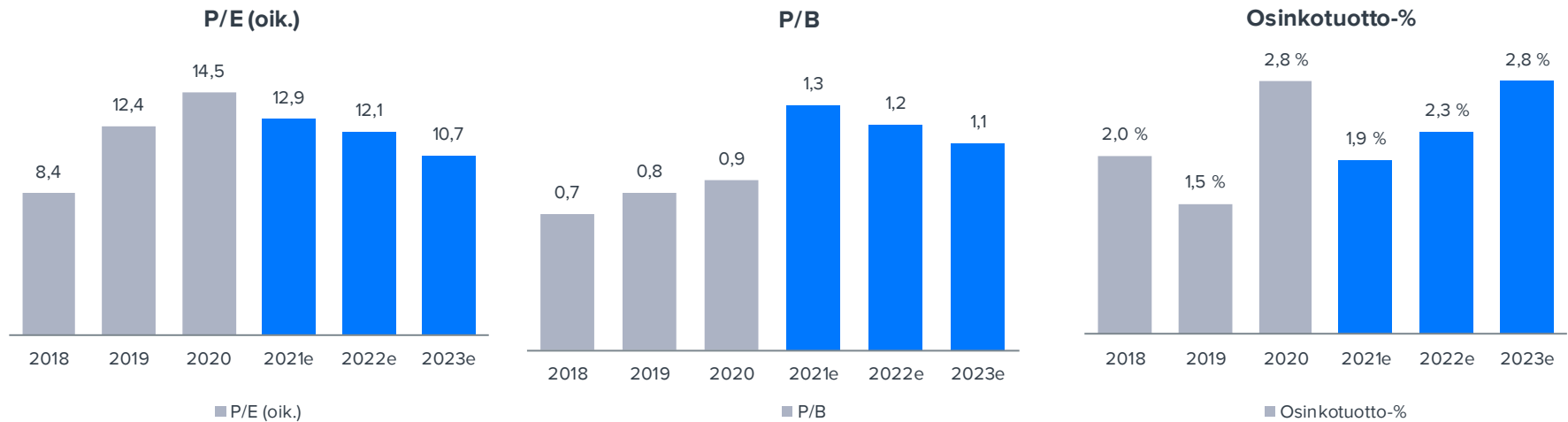
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi			7,00	8,88	10,6	18,0	18,0	18,0	18,0
Markkina-arvo			207	263	314	531	531	531	531
P/E (oik.)			8,4	12,4	14,5	12,9	12,1	10,7	9,7
P/E			8,9	9,5	10,2	7,6	11,8	10,2	9,3
P/B			0,7	0,8	0,9	1,3	1,2	1,1	1,0
Osinko/tulos (%)			20,5 %	13,9 %	29,0 %	14,9 %	26,2 %	28,4 %	28,6 %
Osinkotuotto-%			2,0 %	1,5 %	2,8 %	1,9 %	2,3 %	2,8 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
			2021e	2022e	2021e	2022e			
Aktia	12,56	902	13,8	10,8	4,3	5,5	1,0	9,0	14,0
Danske Bank	109,50	12624	7,9	7,5	6,2	7,0	0,6	7,2	18,3
DNB	204,30	31898	12,8	12,0	4,9	5,1	1,4	10,6	18,7
Jyske Bank	317,40	3095	7,8	9,3			0,6	8,1	17,9
Nordea	10,76	43257	11,3	11,0	6,4	6,1	1,2	10,8	17,1
Riiba	819,00	3226	19,4	17,8	2,1	2,2	2,7	14,5	17,5
SEB	136,55	29955	11,9	12,5	5,5	4,7	1,6	13,6	21,0
Handelsbanken	99,50	19832	10,4	10,4	7,5	6,8	1,1	10,6	20,3
Spar Nord Bank	85,00	1385	7,7	9,7	7,9	5,9	0,9	12,4	17,2
Swedbank	187,02	21232	10,3	10,2	6,5	4,9	1,3	12,7	17,5
Sydbank	226,80	1791	9,5	9,7	6,1	4,9	1,0	11,0	18,8
OmaSp (Inderes)	17,95	531	12,9	12,1	1,9	2,3	1,3	18,1	15,9
Keskiarvo			11,1	11,0	5,7	5,3	1,2	10,9	18,0
Mediaani			10,4	10,4	6,2	5,3	1,1	10,8	17,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			25 %	17 %	-68 %	-57 %	20 %		

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Korkokate	57,5	15,5	15,9	17,5	18,9	67,8	18,0	19,7	20,6	21,5	79,8	91,6	102,1	111,0
Palkkiotuotot netto	25,4	6,7	7,3	6,9	8,3	29,3	7,9	8,6	8,1	9,1	33,7	41,5	45,1	48,4
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	7,5	5,5	0,0	1,7	3,6	10,9	1,6	1,3	1,5	0,5	5,0	2,4	2,4	2,4
Muut tuotot	2,1	2,2	0,4	0,2	0,2	3,1	1,6	28,0	0,1	8,0	37,8	2,8	2,8	2,8
Liiketoiminnan tuotot	92,6	30,0	23,6	26,4	31,1	111,1	29,1	57,6	30,3	39,1	156,2	138,3	152,4	164,6
Henkilöstökulut	-17,1	-3,9	-4,7	-4,1	-4,2	-16,9	-4,5	-5,3	-4,4	-4,8	-18,9	-22,2	-23,1	-25,6
Liiketoiminnan muut kulut	-28,2	-9,3	-7,1	-5,9	-7,3	-29,6	-8,7	-7,3	-7,3	-8,9	-32,2	-36,6	-36,6	-37,6
Poistot ja arvonalentumiset	-5,0	-1,1	-1,5	-1,4	-1,3	-5,2	-1,2	-5,9	-1,3	-1,4	-9,8	-6,0	-8,3	-9,0
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-50,3	-14,2	-13,3	-11,4	-12,8	-51,7	-14,4	-18,4	-12,9	-15,2	-61,0	-64,8	-68,0	-72,1
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-9,6	-8,5	-3,9	-1,5	-7,6	-21,6	-2,8	-0,8	-2,1	-2,1	-7,7	-16,1	-18,2	-20,2
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	32,7	7,2	6,5	13,5	10,5	37,7	11,7	38,3	15,3	21,9	87,2	57,4	66,1	72,2
Kertaerät yhteensä	6,5	5,5	-0,8	2,6	3,6	11,0	1,6	23,6	1,3	6,7	33,3	1,4	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	26,2	1,7	7,3	10,9	6,9	26,7	10,0	14,6	14,0	15,2	53,9	56,0	63,7	69,8
Tuloverot	-5,2	-1,4	-1,2	-3,0	-1,5	-7,1	-2,4	-7,8	-3,1	-4,4	-17,7	-11,5	-13,2	-14,4
Vähemmistöt	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Nettotulos	27,6	5,9	5,3	10,5	9,1	30,8	9,4	30,4	12,1	17,5	69,4	46,0	53,0	57,9
EPS (oikaistu)	0,71	0,05	0,20	0,28	0,20	0,73	0,26	0,40	0,37	0,37	1,39	1,48	1,68	1,84
EPS (raportoitu)	0,93	0,20	0,18	0,36	0,30	1,04	0,32	1,03	0,41	0,59	2,35	1,53	1,76	1,92
Osinko per osake	0,13					0,30					0,35	0,40	0,50	0,55

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Käteiset varat	7	262	163	187	209
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	60	74	77	88	98
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2960	3434	4295	4919	5509
Johdannaiset	6	1	2	3	3
Sijoitusomaisuus	330	529	637	768	795
Osakkuusyhtiöt	6	24	23	23	23
Aineettomat hyödykkeet	9	11	9	15	23
Aineelliset hyödykkeet	25	30	38	43	48
Muut varat	14	17	69	69	69
Varat yhteensä	3417	4382	5314	6115	6778

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Velat yhteensä	3097	4029	4899	5664	6287
Velat luottolaitoksille	88	224	281	380	373
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2006	2377	2899	3320	3719
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	938	1347	1613	1848	2069
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	16	16	18	21
Muut velat	49	66	90	98	105
Oma pääoma yhteensä	320	353	415	450	491
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	146	148	149	149	149
Kertyneet voittovarot	149	181	241	277	318
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	1	1	1
Velat ja oma pääoma yhteensä	3417	4382	5314	6115	6778

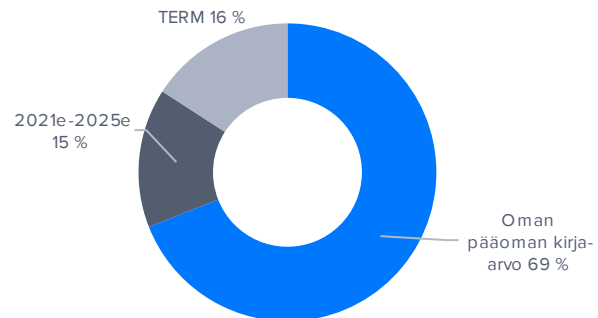
EVA-laskelma

EVA-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Nettotulos	30,7	69,4	46,0	53,0	57,9	55,3	
Oma pääoma	353	415	450	491	534	573	
Lisäarvo (EVA)	1,9	37,7	8,7	12,5	13,7	7,3	107
Ydinpääoma (CET1)	324	390	420	453	495	535	
RWA	2037	2367	2723	3019	3319	3646	
CET1-%	15,9 %	16,5 %	15,4 %	15,0 %	14,9 %	14,7 %	
Disk. EVA		40,5	8,6	11,3	11,4	5,6	81
Disk. Kum. EVA		159	118	110	98	87	81
+ Oman pääoman kirja-arvo		353					
Oman pääoman arvo EVA		512					
Oman pääoman arvo EVA per osake		17,3					

Pääoman kustannus

Riskitön korko	2,0 %
Beta	1,1
Markkinoiden riskipreemio	4,8 %
Likviditeettipreemio	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %

Arvon jakautuminen



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liiketoiminnan tuotot	76,0	92,6	111,1	156,2	138,3	EPS (raportoitu)	0,78	0,93	1,04	2,35	1,53
Liiketoiminnan kulut	-47,2	-50,3	-51,7	-61,0	-64,8	EPS (oikaistu)	0,83	0,71	0,73	1,39	1,48
Luottotappiot	-3,7	-9,6	-21,6	-7,7	-16,1	Osinko / osake	0,14	0,13	0,30	0,35	0,40
Voitto ennen veroja	25,0	32,7	37,7	87,2	57,4	Oma pääoma / osake	11,23	10,79	11,93	14,00	14,92
Nettovoitto	20,2	27,6	30,7	69,4	46,0						
Kertaluontoiset erät	-1,2	6,5	11,0	33,3	1,4						
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Avainluvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2527	2960	3434	4295	4919	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	22 %	11 %	17 %	17 %	17 %
Sijoitusomaisuus	272	330	529	637	768	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	61 %	57 %	51 %	47 %	47 %
Riskipainoteut saamiset	1499	1784	2037	2367	2723	Luottokannan kasvu	18 %	17 %	16 %	25 %	15 %
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	1758	2006	2377	2899	3320	EPS oik. kasvu-%	54 %	-14 %	2 %	90 %	6 %
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	715	938	1347	1613	1848	Arvon alentumis-% luotoista	0,16 %	0,35 %	0,68 %	0,20 %	0,35 %
Oma pääoma	291	320	353	415	450	ROE-%	7,6 %	9,1 %	9,1 %	18,1 %	10,6 %
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	18,4 %	16,8 %	15,9 %	16,5 %	15,4 %
						Omavaraisuusaste	10,0 %	9,4 %	8,1 %	7,8 %	7,4 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	12,9	12,1						
P/B	0,7	0,8	0,9	1,3	1,2						
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	1,9 %	2,3 %						

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 (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 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 sijoittavassa 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.

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 €

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



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.**