

OmaSp

Yhtiöraportti

1.11.2022 09:32



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskasvua alennuslaarissa

OmaSp:n tuloskasvu jatkui Q3:lla vahvana ja kokonaisuudessaan raportti oli mielestämme pääsävyllään positiivinen. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus on nykykurssilla kohtuuttoman matala, eikä se huomioi lähivuosien vahvoja tuloskasvunäkymiä. Toistamme 24,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme.

Vahva tuloskehitys jatkui

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q3:lla 30 %:lla 37,4 MEUR:oon ja olivat hyvin linjassa ennusteidemme kanssa. Korkokate kasvoi vuoden 31 %:lla 27,0 MEUR:oon ja oli hieman yli 26,5 MEUR:n ennusteemme. Palkkiotuotot kasvoivat 25 %:lla 10,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteemme kanssa. OmaSp:n kulut asettuivat Q3:lla 16,9 MEUR:oon ja taso oli noin 4 % alle ennusteidemme. Odotettua parempi kulukehitys selittyy etenkin ennusteita matalimmilla henkilöstökuluilla. Luottotappiovaraukset olivat Q3:lla -1,6 MEUR, josta -1,0 MEUR oli johdon harkintaan perustuvaa lisävarausta (Q3'22e: -3,5 MEUR). Vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettui lopulta 18,9 MEUR:oon, ylittäen 16,2 MEUR:n ennusteemme.

Vakavaraisuus vahvistui odotustemme mukaisesti, talletuskanta supistui 6 % edellisneljänneksestä

OmaSp:n vakavaraisuussuhde (TC) oli Q3:n lopussa 13,8 % (Q2'22: 13,25 %), mikä osui hyvin aiempiin arvioihimme (13,7-14,0 %). Vakavaraisuutta paransi Q3:lla tehty 20 MEUR:n debentuurilainan liikkeeseenlasku. Lisäksi yhtiö kertoi raportissa toteuttavansa loppuvuonna sekä ensi vuoden alussa kaksi debentuurilainan liikkeellelaskua, mitkä tulevat parantamaan yhtiön vakavaraisuutta Q3-lukujen pohjalta laskettuna noin 2 %-yksikköä. Q3-raportissa huomionarvioista oli 6 %:lla Q2-tasosta supistunut talletuskanta. Talletuskannan supistumiseen on heijastunut nousseen korkotason myötä kasvanut pankkien välinen talletuskilpailu sekä inflaation myötä kuluttajien käytettävissä olevien varojen supistuminen. Kehitys alleviivaakin sitä, talletusvarainhankinnan kustannukset tulevat korkojen nousun myötä väistämättä nousemaan. OmaSp kertoi pyrkivänsä hakemaan loppuvuonna selvästi maltillisempaa lainakannan kasvua ja vakauttamaan tätä kautta anto- ja ottolainauksen suhdetta.

Ennusteisiin pieniä positiivisia tarkistuksia

Laskimme Q3-raportin pohjalta ennusteitamme antolainauksen kasvusta aavistuksen varovaisemmaksi, minkä lisäksi tarkistimme ennusteita rahoituskustannuksista ylöspäin. Teimme kuitenkin vastaavasti positiivisia tarkistuksia näkemyksemme lähivuosien antolainauskorosta ja kokonaisuudessaan korkokate-ennusteemme ovat nousseet noin 5 %. Nostimme edelleen heikentyvää talouskuva peilaten myös arviotamme 2023 luottotappioista ylöspäin. Kokonaisuudessaan lähivuosien tulosennusteemme ovat nousseet 2-7 %. Odotamme yhtiöltä edelleen voimakasta tuloskasvua 2022-2024 korkokatteen kasvun sekä Liedon transaktion ajamana.

Tuloskasvu ja kertomien nousuvara tarjoavat houkuttelevan tuotto-odotuksen

OmaSp:n P/E-kerroin on 2022 ennusteillamme ~10x. Taso on absoluuttisesti matala ja 18 % historiallisten tasojen alapuolella. Näemmekin ennustamamme tuloskasvun sekä arvostuskertoimien nousuvaran tarjoavan sijoittajille nykyisellä kurssitasolla vahvan (+20 % p.a.) tuotto-odotuksen. Lisäksi tuotto-odotukselle pientä tukea antaa maltillinen osinkotuotto (~2 %). Tulosperusteisesti OmaSp:n arvostus on linjassa verrokkien kanssa, mutta mielestämme pohjoismaisen pankkisektorin arvostusta ei voida pitää tällä hetkellä erityisen haastavana ja näemme ennemminkin koko sektorin arvostuskertoimissa kohentumisen varaa.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

24,00 EUR

(aik. 24,00 EUR)

Osakekurssi:

19,90



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liiketoiminnan tuotot	156,6	144,7	210,8	230,1
kasvu-%	41 %	-8 %	46 %	9 %
PTP	83,3	68,5	90,0	113,4
Nettotulos	66,2	55,0	72,0	90,7
EPS (oik.)	1,40	1,95	2,24	2,68
Osinko	0,50	0,40	0,50	0,60
P/E (oik.)	12,2	10,2	8,9	7,4
P/B	1,3	1,6	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,0 %	2,8 %	3,3 %

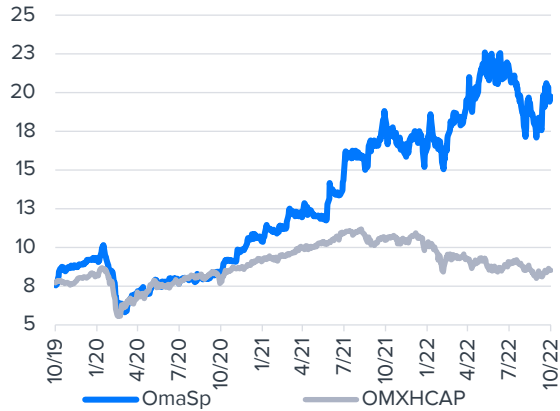
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

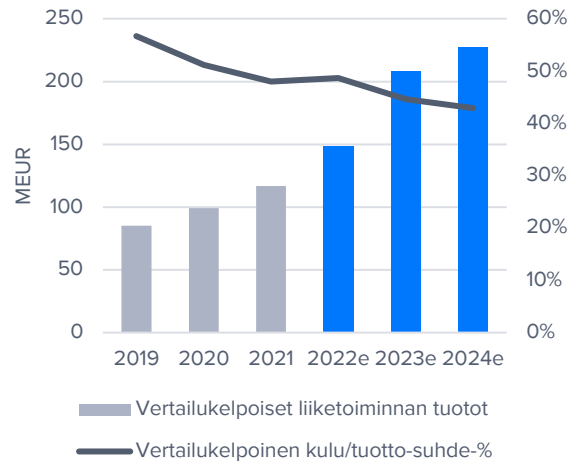
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2022 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna.

Osakekurssi

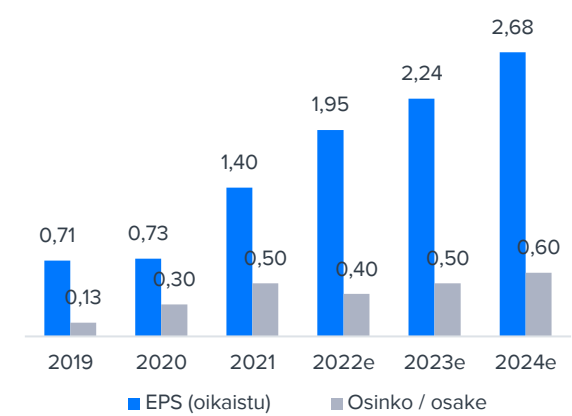


Lähde: Millistream Market Data AB

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun jatkuminen
- Liedon Säästöpankin integraatio
- 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	19,9	19,9	19,9
Markkina-arvo	597	597	597
P/E (oik.)	10,2	8,9	7,4
P/E	10,9	9,0	7,3
P/B	1,63	1,24	1,08
Osinko/tulos (%)	21,9 %	23,0 %	21,9 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,8 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Vahva tulokasvu jatkui 1/2

Vertailukelpoiset tuotot osuivat hyvin odotuksiin

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat Q3:lla 30 %:lla 37,4 MEUR:oon ja taso oli hyvin linjassa ennusteidemme kanssa. Pääriveistä korkokate kasvoi vuoden takaisesta 31 %:lla 27,0 MEUR:oon ja oli hieman yli 26,5 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Pankin rahoituskustannukset kasvoivat Q3:lla hieman odotuksiamme enemmän, mutta tämä kompensoitui täysimääräisesti antolainauksen korkotuottojen vahvalla kasvulla. OmaSp:n nettopalkkiotuotot kasvoivat puolestaan 25 %:lla 10,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteemme kanssa.

Kustannukset ja luottotappiovaraukset odotettua matalammat

OmaSp:n liiketoiminnan kulut asettuivat Q3:lla 16,9 MEUR:oon ja taso oli noin 4 % alle ennusteidemme. Odotettua parempi kulukehitys selittyi etenkin ennusteitamme matalimmilla henkilöstökuluilla.

Henkilöstökuluissa ei arviomme mukaan tapahtunut kvartaalin aikana mitään rakenteellista muutosta (Q3:lla keskimääräinen henkilöstömäärä 359 kpl vs. Q2'22: 362 kpl) ja henkilöstökulujen lasku edellisneljänneksistä selittyi arviomme mukaan pitkälti lomapalkkavelan jaksotuksilla. Lisäksi Q2:lla kuluja arviomme mukaan kohotti uusiin konttoriavauksiin liittyneet kustannukset. Pankin kannattavuus oli Q2:lla vahvalla tasolla vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asetettua 45 %:iin.

OmaSp:n luottotappiovaraukset olivat kolmannella neljänneksellä -1,6 MEUR, josta -1,0 MEUR oli johdon harkintaan perustuvaa lisävarausta (johdon harkintaan perustuvat puskurit 2,9 MEUR Q3:n lopussa). Olimme tarkistaneet Q3-tuloksen alla ennusteitamme luottotappiovarauksista ylöspäin -3,5 MEUR:oon ja Q3:n toteuma jäi näin ollen selvästi ennusteemme alapuolelle.

Tulos yli ennusteidemme

OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja asetettiin lopulta 18,9 MEUR:oon (+35 % v/v), ylittäen 16,2 MEUR:on tasolla olleen ennusteemme. Ennusteylitys selittyi odotettua matalammilla luottotappiovarauksilla ja kustannuskehityksellä. Vertailukelpoinen EPS oli 0,50 euroa ja ylitti ennusteemme 7 sentillä.

Vakavaraisuus vahvistui odotustemme mukaisesti

OmaSp:n laajan tuloksen erät olivat Q3:lla -19,5 MEUR ja kokonaisuudessaan pankin laaja tulos jäi 5,3 MEUR negatiiviseksi. Laajan tuloksen eriin heijastui markkinakorkojen noususta aiheutuneet likviditeettisalkun negatiiviset arvomuutokset. OmaSp:n vakavaraisuussuhde (TC) oli syyskuun lopussa 13,8 % (Q2'22: 13,25 %) ja noin 1,8 %-yksikköä vähimmäisvaateen yläpuolella. Taso osui myös hyvin aiempiin ennakoarvioihimme (13,7-14,0 %).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'21		Q3'22		Q3'22e		Konsensus		Erotus (%)		2022e	
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes				
Liiketoiminnan tuotot	30,3	36,3	36,7				-1 %	144,7				
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	28,8	37,4	37,3				0 %	149,0				
Tulos ennen veroja (oik.)	14,0	18,9	16,2				17 %	72,8				
Tulos ennen veroja	15,3	17,8	15,6				14 %	68,5				
EPS (oik.)	0,37	0,50	0,43				17 %	1,95				
EPS (raportoitu)	0,41	0,47	0,42				14 %	1,83				

Lähde: Inderes

Vahva tulokasvu jatkui 2/2

OmaSp:n vakavaraisuutta paransi katsauskaudella tehty 20 MEUR:n debentuurilainan [liikkeeseenlasku](#). Lisäksi yhtiö kertoi raportissa toteuttavansa loppuvuonna sekä ensi vuoden alussa yhteensä kaksi debentuurilainan liikkeellelaskua ja näistä jälkimmäinen tuli uutena tietona. Arvioimme ensimmäisen liikkeeseenlaskun olevan kokoluokaltaan aiemmin kerrottu 20-30 MEUR ja odotamme myös jälkimmäisen emissioon liikkuvan tässä suuruusluokassa. Liikkeeseenlaskut vähentävät selvästi pankin vakavaraisuuteen yleisesti liittyneitä huolia ja tulevat parantamaan yhtiön vakavaraisuussuhdetta Q3-lukujen pohjalta laskettuna noin 2 %-yksikköä (olettaen yht. 50 MEUR:n emissiot). Vakavaraisuuden vahvistamisen lisäksi yhtiö kertoi käynnistäneensä toimenpiteet korkoriskin suojaamiseksi.

Näkymissä ei mitään yllättävää

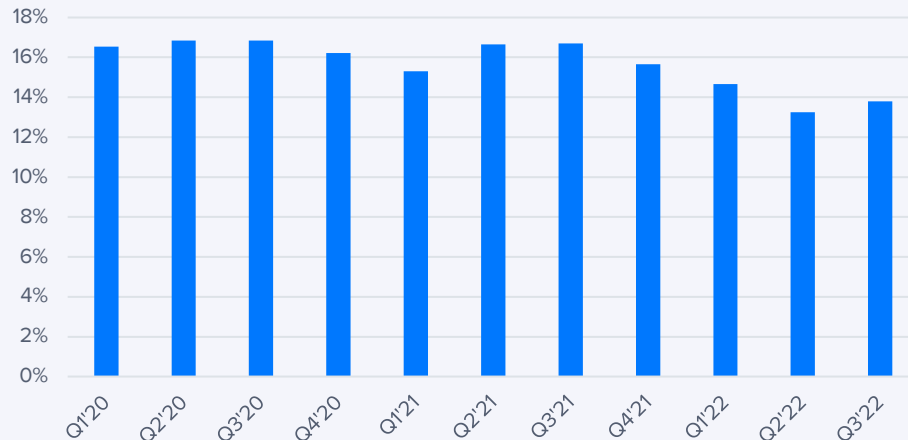
OmaSp:n näkymät eivät tarjonneet mitään yllättävää ja yhtiö toisti odotetusti syyskuussa päivitetyn ohjeistuksen (vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi vertailukaudesta). Myöskään Liedon Säästöpankin yhdistämiseen liittyen oleellista uutta tietoa ei saatu ja järjestelyn täytäntöönpano toteutuu aiemmin kerrotun mukaisesti 28.2.2023.

Talletuskanta supistui 6 % edellisneljänneksestä

OmaSp:n Q3-raportissa huomionarvioista oli noin 6 %:lla edellisneljänneksestä supistunut talletuskanta. Talletuskannan supistumiseen on heijastunut nousseen korkotason myötä kasvanut pankkien välinen talletuskilpailu sekä inflaation myötä kuluttajien käytettävissä olevien varojen supistuminen. Kehitys mielestämme alleviivaakin sitä, että talletuskilpailu ja talletusvarainhankinnan

kustannukset tulevat korkojen nousun myötä väistämättä nousemaan. OmaSp kertoi pyrkivänsä hakemaan loppuvuonna selvästi maltillisempaa lainakannan kasvua ja vakauttamaan tätä kautta anto- ja ottolainauksen suhdetta. Huomionarvioista myös on, että alkuvuonna toteutettava Liedon Säästöpankin yhdistäminen tulee parantamaan anto/ottolainaussuhdetta, sillä Lieto on julkisten tietojen perusteella rahoittanut käytännössä koko antolainauksensa talletuksilla.

OmaSp:n vakavaraisuussuhteen kehitys (TC)



Lähi vuosien ennusteet ylös 2-7 %

Ennustemuutokset 2022-2024

- Olemme tehneet Q3-raportin pohjalta ennusteisiimme pieniä positiivisia tarkennuksia ja kokonaisuudessaan lähivuosien tulosten ennusteemme ovat nousseet 2-7 %.
- Laskimme ennusteitamme antolainauksen kasvusta aavistuksen varovaisemmaksi, minkä lisäksi tarkistimme ennusteitamme lähivuosien rahoituskustannuksista ylöspäin. Teimme kuitenkin vastaavasti positiivisia tarkistuksia näkemyksemme lähivuosien keskimääräisestä antolainauskorosta ja kokonaisuudessaan korkokate-ennusteemme ovat nousseet noin 5 %.
- Nostimme arviotamme myös 2023 luottotappioista ylöspäin ja ennustamme ensi vuoden luottotappiotasojen asettuvan 23,7 MEUR:oon eli 0,4 % luottokannasta. Taso on selvästi viime vuoden toteuman (0,2 %) ja kuluvan vuoden ennusteemme (0,08 %) yläpuolella, mutta mielestämme tietty varovaisuus ennusteissa on perusteltua yhä selvästi heikentymistään jatkaneen talouskuvan takia.

Tuloskasvuajurit 2022-2024

- Korkotason nousu tukee merkittävästi pankin korkokatteiden kasvua
- Liedon Säästöpankin yhdistämisen tarjoama tuloskasvu
- Erinomaisen kulutehokkuuden ylläpitäminen ja kulurakenteen skaalautuminen
- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen ja markkinaosuuksien voittaminen

Keskeiset ennusteisiin liittyvät riskit

- Yleiseen talouskehitykseen liittyvät riskit
- Liedon Säästöpankki-järjestelyn synergioiden saavuttamiseen liittyvät riskit
- Luottokannan laatuun ja luottotappioihin liittyvät riskit

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	149,4	149,0	0 %	202,4	208,4	3 %	220,5	227,7	3 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-73,2	-72,6	-1 %	-93,1	-93,1	0 %	-97,8	-97,8	0 %
Vertailukelpoinen PTP	70,5	72,8	3 %	90,2	91,6	2 %	103,5	111,0	7 %
Raportoitu PTP	66,7	68,5	3 %	88,6	90,0	2 %	105,9	113,4	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,88	1,95	3 %	2,21	2,24	1 %	2,50	2,68	7 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,50	0,50	0 %	0,60	0,60	0 %

Lähde: Inderes

Tuloskasvua alennuslaarissa

Arvostustaso ei huomioi lähivuosien vahvoja tuloskasvunäkymiä

OmaSp:n P/E-kerroin on 2022 ennusteillamme noin 10x. Arvostustaso on absoluuttisesti matala ja 2022 ennusteilla noin 18 % yhtiön omien historiallisten tasojen alapuolella. Nykyinen kurssitaso ei mielestämme myöskään hinnoittele sisäänsä lähivuosille ennustamaamme vahvaa 14 % keskimääräistä tuloskasvua. Näemmekin lähivuosille ennustamamme tuloskasvun sekä arvostuskertoimien nousuvaran tarjoavan sijoittajille nykyisellä kurssitasolla vahvan (+20 % p.a.) tuotto-odotuksen. Tuloskasvun ja kertoimien nousuvaran lisäksi tuotto-odotukselle pientä tukea antaa maltillinen osinkotuotto (~2 %).

Arvostus linjassa pankkiverrokkeihin, mutta sektorin arvostus matala alhaalla

OmaSp:tä arvostus on 2022-2023 tulosenusteillamme karkeasti linjassa pohjoismaisten pankkien kanssa. Pankkisektorin arvostus on kuitenkin painettu mielestämme kohtuuttoman matalalle, sillä toimialaa hinnoitellaan tällä hetkellä yli 20 % alennuksella historiallisiin tasoihin nähden. Historiallisten arvostustasojen perusteella sijoittajat odottavatkin pankkisektorin tuloskertymään selvää pudotusta, mitä emme talousnäkyymiin liittyvistä riskitekijöistä huolimatta pidä kuitenkaan todennäköisimpänä skenaariona. Matalalle painetusta sektoriarvostuksesta johtuen emme nojaa OmaSp:n arvonmäärityksessä oleellisesti verrokkeihin ja näemme ennemminkin koko toimialan arvostuskertoimissa kohentumisen varaa.

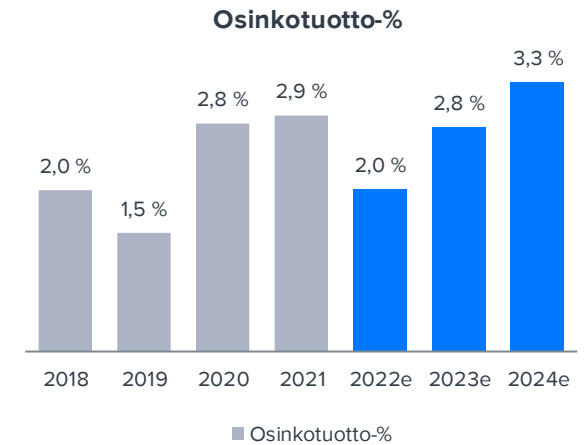
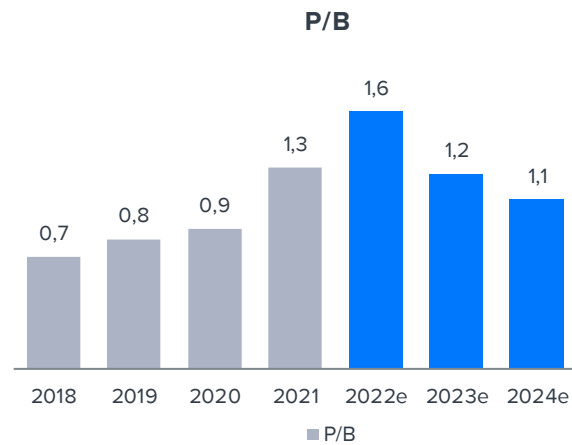
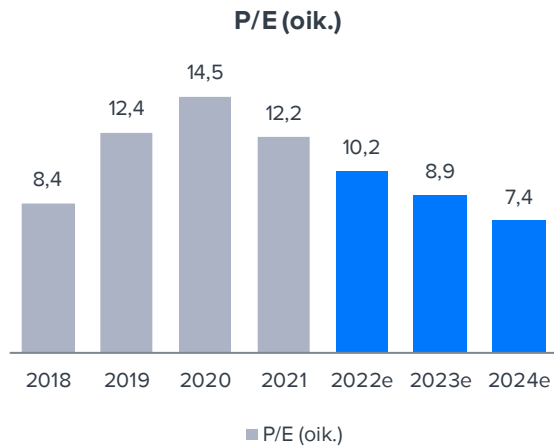
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	19,9	19,9	19,9
Markkina-arvo	597	597	597
P/E (oik.)	10,2	8,9	7,4
P/E	10,9	9,0	7,3
P/B	1,63	1,24	1,08
Osinko/tulos (%)	21,9 %	23,0 %	21,9 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,8 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		7,00	8,88	10,6	17,1	19,9	19,9	19,9	19,9
Markkina-arvo		207	263	314	512	597	597	597	597
P/E (oik.)		8,4	12,4	14,5	12,2	10,2	8,9	7,4	6,8
P/E		8,9	9,5	10,2	7,7	10,9	9,0	7,3	6,7
P/B		0,7	0,8	0,9	1,3	1,6	1,2	1,1	0,9
Osinko/tulos (%)		20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,9 %	23,0 %	21,9 %	23,5 %
Osinkotuotto-%		2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,0 %	2,8 %	3,3 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
		2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2022e	2021
Aktia	724	10,9	8,4	5,5	7,6	1,0	9,3	11,0
Danske Bank	14014	11,1	7,3	5,1	7,1	0,6	4,5	18,0
DNB	27466	9,8	9,1	5,9	6,3	1,2	12,3	19,0
Jyske Bank	3458	8,9	8,3			0,7	8,3	18,0
Nordea	35977	10,4	8,6	7,6	8,0	1,2	11,5	17,0
Riiba	3077	15,1	12,2	1,8	2,2	2,4	16,5	18,0
SEB	23563	10,0	9,4	5,1	5,5	1,3	12,8	20,0
Handelsbanken	18805	10,2	9,4	7,2	7,1	1,1	10,7	19,0
Spar Nord Bank	1504	9,8	8,3	5,9	6,3	1,0	10,4	16,0
Swedbank	17327	9,3	8,2	5,6	6,7	1,1	12,3	18,0
Sydbank	1785	8,3	7,8	6,0	6,4	1,0	12,2	18,0
OmaSp (Inderes)	597	10,2	8,9	2,0	2,8	1,6	16,0	15,5
Keskiarvo		10,3	11,3	5,6	6,3	1,1	11,0	17,6
Mediaani		10,0	8,5	5,7	6,6	1,1	11,5	18,0
Erotus-% vrt. mediaani		3 %	5 %	-65 %	-58 %	52 %		

Lähde: Refinitiv / 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	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	67,8	18,0	19,7	20,6	21,9	80,1	23,1	24,2	27,0	28,0	102,3	152,0	164,1	174,0
Palkkiotuotot netto	29,3	7,9	8,6	8,1	9,1	33,7	10,3	10,7	10,2	10,4	41,6	52,7	59,6	64,5
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	10,9	1,6	1,3	1,5	0,7	5,2	-1,8	-2,2	-1,1	0,8	-4,4	2,4	2,4	2,4
Muut tuotot	3,1	1,6	28,0	0,1	7,8	37,5	3,0	1,1	0,3	0,7	5,1	3,6	4,0	4,0
Liiketoiminnan tuotot	111,1	29,1	57,6	30,3	39,5	156,6	34,5	33,8	36,3	40,0	144,7	210,8	230,1	244,9
Kertatuotot	11,8	1,6	28,3	1,5	8,3	39,7	-1,8	-2,2	-1,1	0,8	-4,4	2,4	2,4	2,4
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	99,3	27,5	29,4	28,8	31,2	116,9	36,3	36,1	37,4	39,2	149,0	208,4	227,7	242,5
Henkilöstökulut	-16,9	-4,5	-5,3	-4,4	-6,5	-20,6	-6,1	-6,8	-5,8	-6,3	-25,0	-32,8	-33,6	-35,3
Liiketoiminnan muut kulut	-29,6	-8,7	-7,3	-7,3	-11,1	-34,4	-10,8	-9,8	-9,3	-10,0	-40,0	-56,2	-56,4	-57,5
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	-8,1	-7,9	-8,1
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-51,7	-14,4	-18,4	-12,9	-19,5	-65,3	-18,9	-18,5	-16,9	-18,2	-72,6	-97,1	-97,8	-100,9
Kertakulut	-0,8	0,0	-4,6	-0,2	-4,8	-9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	0,0	0,0
Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut	-50,9	-14,4	-13,8	-12,8	-14,8	-55,8	-18,9	-18,5	-16,9	-18,2	-72,6	-93,1	-97,8	-100,9
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-21,6	-2,8	-0,8	-2,1	-1,6	-7,3	2,5	-1,4	-1,6	-3,2	-3,7	-23,7	-19,0	-20,7
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	17,8	18,5	68,5	90,0	113,4	123,3
Kertaerät yhteensä	11,0	1,6	23,6	1,3	3,5	30,1	-1,8	-2,2	-1,1	0,8	-4,4	-1,6	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	26,7	10,0	14,6	14,0	14,4	53,1	20,0	16,2	18,9	17,7	72,8	91,6	111,0	120,9
Tuloverot	-7,1	-2,4	-7,8	-3,1	-3,7	-17,0	-3,4	-2,8	-3,6	-3,7	-13,5	-18,0	-22,7	-24,7
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	14,2	14,8	55,0	72,0	90,7	98,6
EPS (oikaistu)	0,73	0,26	0,40	0,37	0,38	1,41	0,54	0,43	0,50	0,47	1,95	2,24	2,68	2,92
EPS (raportoitu)	1,05	0,32	1,01	0,41	0,47	2,22	0,49	0,37	0,47	0,49	1,83	2,20	2,74	2,98
Osinko per osake	0,30					0,50					0,40	0,50	0,60	0,70
Avainluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	16,7 %	12,6 %	24,3 %	21,4 %	13,6 %	17,8 %	32,0 %	22,9 %	29,8 %	25,7 %	27,5 %	39,8 %	9,3 %	6,5 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	51,3 %	52,4 %	47,0 %	44,3 %	47,4 %	47,7 %	52,0 %	51,4 %	45,2 %	46,5 %	48,7 %	44,7 %	42,9 %	41,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Käteiset varat	262	198	313	324	356
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	74	86	83	86	95
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	3434	4326	4804	6024	6627
Johdannaiset	1	2	0	0	0
Sijoitusomaisuus	529	645	556	732	739
Osakkuusyhtiöt	24	23	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	11	10	10	14	15
Aineelliset hyödykkeet	30	28	30	28	27
Muut varat	17	54	43	99	99
Varat yhteensä	4382	5373	5864	7332	7983

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Velat yhteensä	4029	4971	5498	6851	7427
Velat luottolaitoksille	224	213	210	81	-7
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2377	2898	2944	4325	4758
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1347	1762	2197	2274	2502
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	16	65	85	85
Muut velat	66	83	83	85	90
Oma pääoma yhteensä	353	401	366	482	556
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	148	145	70	126	126
Kertyneet voittovarot	181	232	271	331	405
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	1	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	4382	5373	5864	7332	7983

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liiketoiminnan tuotot	92,6	111,1	156,6	144,7	210,8	EPS (raportoitu)	0,93	1,04	2,21	1,83	2,20
Liiketoiminnan kulut	-50,3	-51,7	-65,3	-72,6	-97,1	EPS (oikaistu)	0,71	0,73	1,40	1,95	2,24
Luottotappiot	-9,6	-21,6	-7,3	-3,7	-23,7	Osinko / osake	0,13	0,30	0,50	0,40	0,50
Voitto ennen veroja	32,7	37,7	83,3	68,5	90,0	Oma pääoma / osake	10,79	11,93	13,38	12,18	14,73
Nettovoitto	27,6	30,7	66,2	55,0	72,0						
Kertaluontoiset erät	-1,2	6,5	11,0	30,1	-4,4						
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Avainluvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2960	3434	4326	4804	6024	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	11 %	17 %	18 %	27 %	40 %
Sijoitusomaisuus	330	529	645	556	732	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	57 %	51 %	48 %	49 %	45 %
Riskipainoteut saamiset	1784	2037	2398	2547	3299	Luottokannan kasvu	17 %	16 %	26 %	11 %	25 %
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2006	2377	2898	2944	4325	EPS oik. kasvu-%	-14 %	2 %	92 %	39 %	15 %
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	938	1347	1762	2197	2274	Arvonlentumis-% luotoista	0,35 %	0,68 %	0,19 %	0,08 %	0,44 %
Oma pääoma	320	353	401	366	482	ROE-%	9,1 %	9,1 %	17,6 %	14,3 %	17,0 %
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	16,8 %	15,9 %	15,5 %	13,5 %	13,8 %
						Omavaraisuusaste	9,4 %	8,1 %	7,5 %	6,2 %	6,6 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
P/E (oik.)	12,4	14,5	12,2	10,1	8,8						
P/B	0,8	0,9	1,3	1,6	1,2						
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,0 %	2,8 %						

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 (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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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 sijoittavassa 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 €	19,90 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**