

# OmaSp

## Yhtiöraportti

3.5.2021 21:15



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvua saa edelleen huokeaan hintaan

Nostamme OmaSp:n tavoitehinnan 15,0 euroon (aik. 14,0e) ja toistamme osta-suosituksemme. OmaSp:n Q1-raportti oli kautta linjan odotuksiamme parempi ja se vahvisti luottamustamme yhtiön lähivuosien tuloskasvunäkymiä kohtaan. Arvostustaso ei ole vahvojen tuloskasvunäkymien valossa haastava ja näemmekin osakkeen tuotto-odotuksen edelleen erittäin hyvänä.

## Vuosi lähti liikkeelle erinomaisesti

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat Q1:llä vertailukaudesta 13 %:lla 27,5 MEUR:oon ylittäen 8 % kasvua odottaneen ennusteemme. Keskeiset tuottorivit eli korkokate ja palkkiotuotot kehittyivät ennusteidemme mukaisesti ja ylityksen taustalla oli liiketoiminnan muihin tuottoihin kirjattu tulosvaikutuksen talletussuojarahaston maksu. Raportissa positiivisen yllätyksen tarjosi ennusteitamme matalampi kulu- ja luottotappiotaso. Luottotappiotaso (2,8 MEUR vs. 3,9 MEUR) olikin raportin yksittäinen tärkein rivi ja Q1-kehitys hälventää osaltaan luottokannan laatuun ja kasvun kannattavuuteen liittyviä riskejä. OmaSp:n vertailukelpoinen PTP oli lopulta 10,0 MEUR ja ylitti räikeällä marginaalilla 6,9 MEUR:n ennusteemme.

## Kuluvan vuoden ennusteet nousivat selvästi Q1-tulosylityksen myötä, odotamme ohjeistuksen nostoa

Teimme Q1-tuloksen jälkeen ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia, mutta reippaasta tulosylityksestä johtuen kuluvan vuoden tulosennusteemme ovat nousseet selvästi (oik. EPS + 9 %). 2022-23 osalta ennustemuutokset jäivät sen sijaan rajallisiksi. OmaSp toisti Q1-raportissa aiemman raportoidun sekä vertailukelpoisen tuloksen kasvua koskevan ohjeistuksensa, mikä näyttää päivitettyjen ennusteidemme valossa (2021e: vertailukelpoisen PTP:n kasvu 72 %) hyvin varovaiselta ja pidämmekin käytännössä varmana, että ohjeistusta tullaan tarkistamaan kuluvan vuoden aikana ylöspäin.

## Q1-raportti vahvisti luottamustamme tuloskasvunäkymiä kohtaan

OmaSp:n vahva Q1-raportti vahvisti jälleen luottamustamme yhtiön kasvunäkymiä kohtaan ja ennustamme pankin vertailukelpoisten liiketoiminnan tuottojen kasvavan lähivuosina noin 10 %:n vuosivauhtia. Liiketoiminnan tuottojen kasvun taustalla on luottokannan vahvan kasvun jatkuminen, erittäin hyvällä tasolla säilyvä antolainausmarginaali sekä asiakasvolyymin mukana kasvavat palkkiotuotot. Vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen odotamme asettuvan kulurakenteen skaalautumisen myötä lähivuosina noin 46 %:n tasolle. Edellä esitettyjen ennusteiden myötä odotamme oikaistun EPS:n kasvavan lähivuosina keskimäärin +20 % p.a. Ennusteisiimme positiivisen vipuvaikutuksen voisi tarjota luottotappiovarausten mahdollinen purkaminen loppuvuoden aikana sekä Eurajoen säästöpankin [madollinen fuusio](#).

## Tuloskasvutarinan hintalappu edelleen houkutteleva

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n oikaistusta tuloksesta laskettuna noin 13x. Tuloskerroimissa ei näkemysksemme mukaan ole oleellista nousuvaraa, mutta lähivuosille ennustamamme vahva tuloskasvu (+20 % p.a.) tarjoaa sijoittajalle mielestämme edelleen erittäin hyvän tuotto-odotuksen. Tasepohjaisesti arvostus ei ole erityisen haastava (P/B 1,0x) ja näkemystämme hyvällä tasolla olevasta tuottopotentialista tukee myös lisäarvoperusteisen arvonmäärityksemme tulos (15,2e/osake). Huomautamme, että lähivuosien tuotto-odotus nojaa hyvin vahvasti tuloskasvuun ja ilman tuloskasvua häviää koko sijoitustarinalta pohja.

## Suositus

### Osta

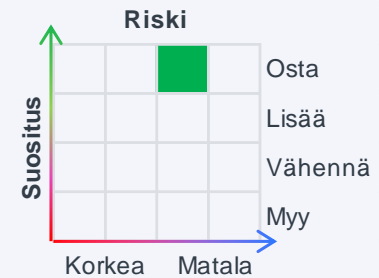
(aik. Osta)

**15,00 EUR**

(aik. 14,00 EUR)

### Osakekurssi:

12,75



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	111,1	115,0	123,7	135,6
<b>kasvu-%</b>	20 %	4 %	8 %	10 %
<b>PTP</b>	37,7	47,7	49,3	56,4
<b>Nettotulos</b>	30,7	38,3	39,6	45,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,73	1,24	1,34	1,53
<b>Osinko</b>	0,30	0,35	0,40	0,45
<b>P/E (oik.)</b>	14,5	10,3	9,5	8,3
<b>P/B</b>	0,9	1,0	0,9	0,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,8 %	2,8 %	3,1 %	3,5 %

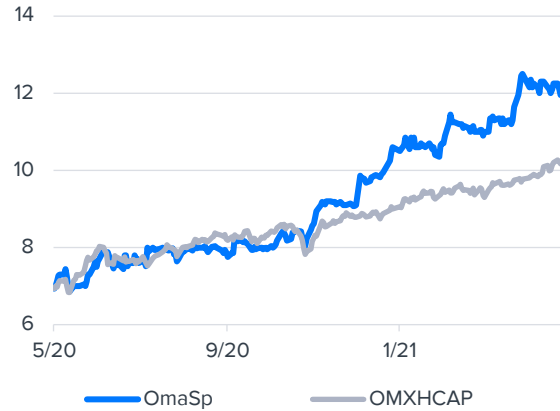
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana yleisestä talouden epävarmuudesta huolimatta ja konsernin vuoden 2021 tulos ennen veroja sekä vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvavat edelliseen tilikauteen verrattuna.

## Osakekurssi

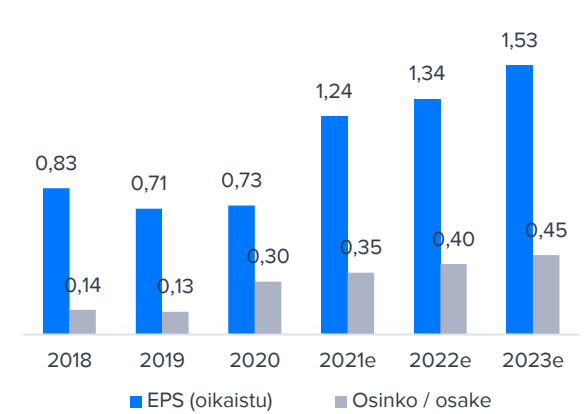


Lähde: Thomson Reuters

## Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Orgaanisen 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

### Arvostus

- Vahva tuloskasvu tarjoaa houkuttelevan tuotto-odotuksen
- Tulos pohjainen arvostus linjassa pohjoismaisen pankkisektorin kanssa
- Osinkotuotto on finanssisektorille suhteellisen matala yhtiön investoidessa valtaosan voittovaroistaan kasvuun

# Vuosi lähti liikkeelle erinomaisesti

## Keskeiset tuottorivit hyvin ennusteisiin, kulut odotuksia matalammat

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat Q1:llä vertailukaudesta 13 %:lla 27,5 MEUR:oon ylittäen 8 % kasvua odottaneen ennusteemme. Keskeiset tuottorivit eli korkokate (Q1'21: 18,0 MEUR vs. Q1'21e: 17,7 MEUR) ja palkkiotuotot (Q1'21: 7,9 MEUR vs. Q1'21e: 8,1 MEUR) kehittyivät ennusteidemme mukaisesti. Luottokannan kasvu jatkoi alkuvuonna odotustemme mukaisesti vahvaa kasvuvauhtiaan (Q1'21: 17,7 % vs. Q1'21e: 17 %). Liiketoiminnan tuotoissa nähty ennusteylitys selittyikin ensisijaisesti 1,6 MEUR:n liiketoiminnan muilla tuotoilla, jotka pitivät sisällään Q1:lle ajoittuvan talletussuojarahaston maksun. Maksulla ei kuitenkaan ollut tulosvaikutusta yhtiön kirjattua vastaavan suuruisen erän myös liiketoiminnan muihin kuluihin.

OmaSp kirjasi raportoituihin tuottoihin myös pääasiassa osakesijoitusten arvonmuutoksiin liittyvät

1,6 MEUR:n rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotot, jotka yhtiö oikaisee myös omia vertailukelpoisia lukuja esitettävässä.

OmaSp:n liiketoiminnan kulut olivat noin 1 MEUR alle ennusteemme odotettua matalammista liiketoiminnan muista kuluista johtuen. Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde oli 52,4 % ja reippaasti 59 %:n ennustettamme parempi.

## Luottotappiot tarjosivat selvän positiivisen yllätyksen

OmaSp:n luottotappiot olivat Q1:llä 2,8 MEUR ja selvästi 3,9 MEUR:n ennustettamme matalammat. Huomionarvoista on se, että toteutuneita luottotappioita pankki kirjasi alkuvuonna vain 0,5 MEUR:lla ja katsauskauden luottotappiot perustuivatkin lähes täysin johdon harkintaan pohjautuneisiin lisävarauksiin (1,5 MEUR) sekä uuteen maksukyvyttömyysmääritelmään liittyneisiin

lisävarauksiin. Luottotappiotaso olikin raportin yksittäinen tärkein rivi ja Q1-kehitys hälventää osaltaan luottokannan laatuun ja kasvun kannattavuuteen liittyviä riskejä.

## Tulosrivit ylittivät ennusteemme merkittäväällä marginaalilla, ohjeistus vaikuttaa hyvin varovaiselta

OmaSp:n raportoitu tulos ennen veroja oli lopulta 11,7 MEUR ja vertailukelpoinen PTP vastaavasti 10,0 MEUR ja molemmat ylittivät räikeällä marginaalilla 6,9 MEUR:n ennusteemme. Vertailukelpoinen EPS oli 0,26 euroa ja se ylitti ennusteemme 7 sentillä.

Yhtiö toisti Q1-raportissa aiemman raportoidun sekä vertailukelpoisen tuloksen kasvua koskevan ohjeistuksensa. Päivitettyjen enusteidemme valossa (2021e: vertailukelpoisen PTP:n kasvu 72 %) ohjeistus näyttää hyvin varovaiselta ja pidämmekin käytännössä varmana, että sitä tullaan tarkistamaan kuluvan vuoden aikana ylöspäin.

Ennustetaulukko	Q1'20	Q1'21	Q1'21e	Q1'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	30,0	29,1	26,5			10 %	115
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	24,4	27,5	26,5			4 %	113
Tulos ennen veroja (oik.)	1,7	10,0	6,9			45 %	46,1
Tulos ennen veroja	7,2	11,7	6,9			68 %	47,7
EPS (oik.)	0,05	0,26	0,19			39 %	1,24
EPS (raportoitu)	0,20	0,32	0,19			71 %	1,30

Lähde: Inderes

# Kuluvan vuoden ennusteet nousivat selvästi Q1-tuloslityksen myötä

## Kuluvan vuoden ennusteet nousseet selvästi vahvan Q1-tuloksen myötä

Teimme Q1-tuloksen jälkeen ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia, mutta reippaasta Q1-tuloslityksestä johtuen kuluvan vuoden tulosennusteemme ovat nousseet selvästi (oik. EPS + 9 %). Vuosien 2022-2023 osalta ennustemuutokset jäivät rajallisiksi.

## Päästäänkö luottotappiovarauksia purkamaan loppuvuonna?

OmaSp:n johdon harkintaan perustuvat luottotappiovaraukset kohosivat Q1:llä tehtyjen varausten (1,5 MEUR) myötä 5,9 MEUR:oon ja yhtiön mukaan varaukset olivat maaliskuun lopussa täysimääräisesti käytettävissä. Varauksista 3,0 MEUR oli kohdistettu yritysasiakkaille ja vastaavasti 2,9 MEUR henkilöasiakkaille.

Tällä hetkellä pohjoismaisen pankkisektorin osalta

markkinaodotuksissa on arviomme mukaan yleisesti ottaen skenaario, jossa viime vuonna tehtyjä luottotappiovarauksia päästään asteittain purkamaan talouksien elpyessä. Näkemyksemme mukaan tilanteen tulisi olla lähtökohtaisesti sama myös OmaSp:n kohdalla ja pidämme varausten purkamista loppuvuoden aikana mahdollisena.

Emme ole kuitenkaan sisällyttäneet varausten mahdollista purkua ennusteisiimme varovaisuusperiaatteista johtuen ja odotamme OmaSp:n luottotappioiden asettuvan koko vuoden osalta 13,2 MEUR:oon (0,36 % keskimääräisestä luottokannasta), mikä on myös hyvin linjassa viimeisen kolmen vuoden keskimääräisen tason kanssa (0,39 %). Varausten mahdollisella purkamisella olisi tulosennusteisiimme luonnollisesti positiivinen vaikutus ja se pienentäisi samalla myös yhtiön lainakannan laatuun liittyvää epävarmuutta.

## Odotamme edelleen vahvaa tuloskasvua

Vahva Q1-raportti vahvisti jälleen luottamustamme OmaSp:n kasvunäkymiä kohtaan ja ennustamme pankin vertailukelpoisten liiketoiminnan tuottojen kasvavan 2020-24 välillä noin 10 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Liiketoiminnan tuottojen kasvun taustalla on luottokannan vahvan kasvun jatkuminen, erittäin hyvällä tasolla säilyvä antolainausmarginaali sekä asiakasvolyymin mukana kasvavat palkkiotuotot. Vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen odotamme asettuvan kulurakenteen skaalautumisen myötä lähivuosina noin 46 %:n tasolle (taloudellinen tavoite alle 55 %)

Edellä esitettyjen ennusteiden myötä odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen EPS:n kasvavan lähivuosina keskimäärin 23 %:n vuosivauhtia (2020-24 CAGR-%). Osingonjakosuhteen odotamme asettuvan lähivuosina noin 30 %:n tuntumaan yhtiön investoidessa valtaosan tuloksesta takaisin kasvuun.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot	111	115	3 %	123	124	0 %	135	136	0 %
Liiketoiminnan kulut	-55	-54	-2 %	-59	-59	0 %	-62	-62	0 %
Tulos ennen veroja	42,1	47,7	13 %	49,0	49,3	1 %	56,0	56,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,14	1,24	9 %	1,33	1,34	1 %	1,51	1,53	1 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,35	17 %	0,35	0,40	14 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

# Tuloskasvutarinan hintalappu houkutteleva

## Vahva tuloskasvu tarjoaa edellen houkuttelevan tuotto-odotuksen

OmaSp:n P/E-kerroin on rullaavasta 12 kk:n vertailukelpoisesta tuloksesta laskettuna noin 13x. Tulokertoimissa ei näkemyksemme mukaan ole oleellista nousuvaraa, mutta lähivuosille ennustamamme vahva tuloskasvu (+20 % p.a.) tarjoaa sijoittajalle mielestämme edelleen erittäin hyvän tuotto-odotuksen. Huomautamme sijoittajille, että lähivuosien tuotto-odotus nojaa hyvin vahvasti tuloskasvuun ja mikäli tuloskasvu jäisi syystä tai toisesta selvästi ennusteitamme heikommaksi, olisi osakkeelle vaikea nähdä kestäviä nousuajureita.

OmaSp:n osinkotuotto on finanssisektorille suhteellisen matala (~3 %) yhtiön investoidessa valtaosan voittovaroistaan kasvuun ja näin ollen osinko näyttää yhtiön tuotto-odotuksessa suhteellisen pientä roolia yleisestä pankkisektorista poiketen.

## Tasepohjainen arvostus ei ole haastava

OmaSp:tä hinnoitellaan noin 1,0x P/B-kertoimella, mikä ei mielestämme ole erityisen haastava lähivuosille ennustamamme hieman yli 10 %:n oman pääoman tuottotaso huomioiden. Tasepohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan edellen lievällä alennuksella pohjoismaisiin verrokkeihin nähden, mikä ei ole mielestämme perusteltua.

Merkittävästi nykyistä korkeampi tasepohjainen arvostustaso vaatisi näkemyksemme mukaan kuitenkin oman pääoman tuottotason nousemista kestävästi selvästi kaksinumeroiseksi. Pääomatehokkuuden parantumisessa keskeinen rooli olisi näkemyksemme mukaan laajentumisella Varainhoitoon ja/tai siirtymistä luottoriskin laskennassa

nykyisestä standardimenetelmästä IRBA-malliin.

## Lisäarvoperusteinen arvonmääritys tukee näkemystämme hyvästä tuottopotentialista

Lisäarvoperusteinen arvonmääritys (s. 11) indikoi OmaSp:n käyväksi arvoksi noin 15,2 euroa osakkeelta. Lisäarvoperusteinen arvonmääritys pohjautuu sivuilla s. 9 esitettyihin ennusteisiimme, jotka odottavat OmaSp:n oman pääoman tuoton asettuvan lähivuosina aiemmin kuvatun mukaisesti hieman yli 10 %:n tasolle.

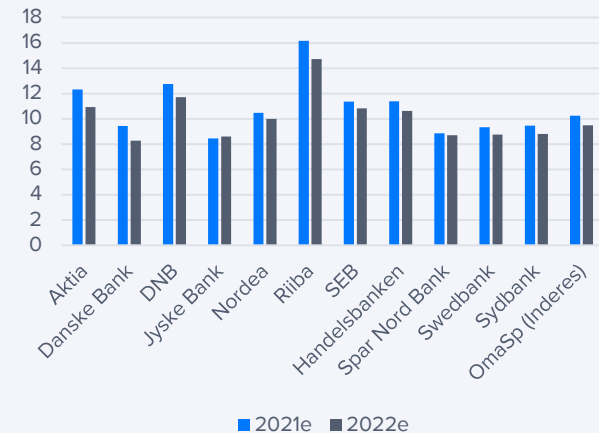
Olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme OmaSp:lle 9,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta, mikä perustuu subjektiiviseen näkemykseen OmaSp:n riskiprofilista. Vertailun vuoksi esimerkiksi IMF on [arvioinut](#) globaalien pankkien oman pääoman tuottovaatimuksen olleen 8,4-12,9 % vuosina 1991-2017. Jäännösjakson kasvuoletuksena olemme käyttäneet 1,5 %:n tasoa.

Olemme avanneet lisäarvomallin teoriataustaa tarkemmin joulukuussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#).

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,7	12,7	12,7
Markkina-arvo	376	376	376
P/E (oik.)	10,3	9,5	8,3
P/E	9,8	9,5	8,3
P/B	1,0	0,9	0,9
Osinko/tulos (%)	27,1 %	29,9 %	29,5 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes

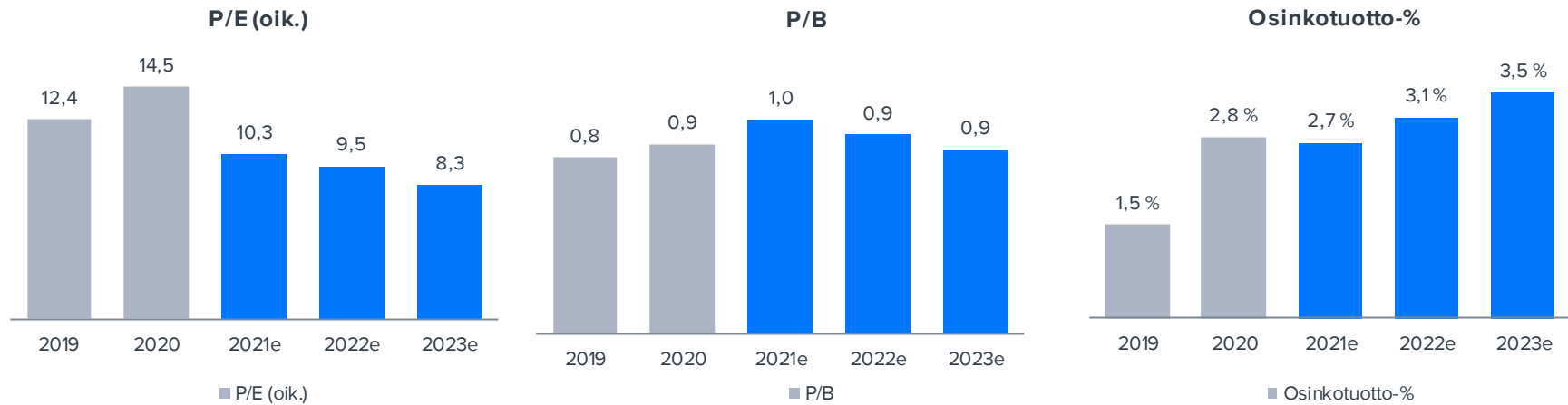
## Pohjoismaisen pankkisektorin fwd P/E



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi			7,00	8,88	10,6	12,8	12,8	12,8	12,8
Markkina-arvo			207	263	314	377	377	377	377
P/E (oik.)	0,0	0,0	8,4	12,4	14,5	10,3	9,5	8,3	7,7
P/E	0,0	0,0	8,9	9,5	10,2	9,9	9,5	8,3	7,7
P/B	0,0	0,0	0,7	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
Osinko/tulos (%)	9,2 %	8,2 %	20,5 %	13,9 %	29,0 %	27,1 %	29,9 %	29,5 %	30,4 %
Osinkotuotto-%			2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,7 %	3,1 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
			2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2021e	2020
Aktia	10,68	749	12,3	10,9	5,3	6,1	1,0	8,8	14,0
Danske Bank	117,15	13700	9,4	8,3	5,2	6,4	0,6	6,4	18,3
DNB	179,90	28176	12,7	11,7	5,0	5,6	1,2	9,2	18,7
Jyske Bank	298,60	2951	8,5	8,6			0,6	6,3	17,9
Nordea	8,60	35008	10,5	10,0	6,8	6,6	1,0	9,1	17,1
Riiba	630,00	2479	16,2	14,7	1,8	2,8	2,1	13,4	17,5
SEB	108,20	23697	11,4	10,8	6,5	5,2	1,3	11,6	21,0
Handelsbanken	98,10	19343	11,4	10,6	6,2	6,4	1,1	9,7	20,3
Spar Nord Bank	67,00	1134	8,9	8,7	5,7	6,2	0,8	9,3	17,2
Swedbank	148,14	16738	9,3	8,7	7,4	5,8	1,0	11,7	17,5
Sydbank	184,60	1483	9,5	8,8	4,6	5,1	0,9	8,8	18,8
<b>OmaSp (Inderes)</b>	<b>12,75</b>	<b>377</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,5</b>	<b>15,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>1,0</b>	<b>9,5</b>	<b>18,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>1,0</b>	<b>9,2</b>	<b>17,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-2 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>-50 %</b>	<b>-47 %</b>	<b>-3 %</b>		

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: 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	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Korkokate	57,5	15,5	15,9	17,5	18,9	67,8	18,0	18,8	19,4	20,1	76,3	83,0	91,5	98,7
Palkkiotuotot netto	25,4	6,7	7,3	6,9	8,3	29,3	7,9	8,3	8,5	8,8	33,4	38,0	41,3	44,4
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	7,5	5,5	0,0	1,7	3,6	10,9	1,6	0,5	0,5	0,5	3,1	2,0	2,0	2,0
Muut tuotot	2,1	2,2	0,4	0,2	0,2	3,1	1,6	0,2	0,2	0,2	2,2	0,8	0,8	0,8
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	<b>92,6</b>	<b>30,0</b>	<b>23,6</b>	<b>26,4</b>	<b>31,1</b>	<b>111</b>	<b>29,1</b>	<b>27,7</b>	<b>28,6</b>	<b>29,5</b>	<b>115</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>146</b>
Henkilöstökulut	-17,1	-3,9	-4,7	-4,1	-4,2	-16,9	-4,5	-4,9	-4,4	-4,6	-18,4	-20,3	-21,8	-23,1
Liiketoiminnan muut kulut	-28,2	-9,3	-7,1	-5,9	-7,3	-29,6	-8,7	-7,7	-6,5	-7,4	-30,3	-33,0	-34,0	-35,5
Poistot ja arvonalentumiset	-5,0	-1,1	-1,5	-1,4	-1,3	-5,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-5,1	-6,1	-6,5	-7,7
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-50,3</b>	<b>-14,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-12,8</b>	<b>-51,7</b>	<b>-14,4</b>	<b>-13,9</b>	<b>-12,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>-53,8</b>	<b>-59,4</b>	<b>-62,3</b>	<b>-66,3</b>
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-9,6	-8,5	-3,9	-1,5	-7,6	-21,6	-2,8	-3,7	-3,3	-3,4	-13,2	-15,0	-16,9	-18,8
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>32,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>13,5</b>	<b>10,5</b>	<b>37,7</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,8</b>	<b>47,7</b>	<b>49,3</b>	<b>56,4</b>	<b>60,7</b>
Kertaerät yhteensä	6,5	5,5	-0,8	2,6	3,6	11,0	1,6	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja (oik.)</b>	<b>26,2</b>	<b>1,7</b>	<b>7,3</b>	<b>10,9</b>	<b>6,9</b>	<b>26,7</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,8</b>	<b>46,1</b>	<b>49,3</b>	<b>56,4</b>	<b>60,7</b>
Tuloverot	-5,2	-1,4	-1,2	-3,0	-1,5	-7,1	-2,4	-2,0	-2,6	-2,6	-9,6	-9,9	-11,3	-12,1
Vähemmistöt	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Nettotulos</b>	<b>27,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>10,5</b>	<b>9,1</b>	<b>30,8</b>	<b>9,4</b>	<b>8,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>38,3</b>	<b>39,6</b>	<b>45,2</b>	<b>48,7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,71</b>	<b>0,05</b>	<b>0,20</b>	<b>0,28</b>	<b>0,20</b>	<b>0,73</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>1,24</b>	<b>1,34</b>	<b>1,53</b>	<b>1,65</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,93</b>	<b>0,20</b>	<b>0,18</b>	<b>0,36</b>	<b>0,30</b>	<b>1,04</b>	<b>0,32</b>	<b>0,28</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>1,29</b>	<b>1,34</b>	<b>1,53</b>	<b>1,65</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,13</b>					<b>0,30</b>					<b>0,35</b>	<b>0,40</b>	<b>0,45</b>	<b>0,50</b>

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Käteiset varat	7	262	151	173	194
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	60	74	90	103	115
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2960	3434	3988	4567	5115
Johdannaiset	6	1	2	2	2
Sijoitusomaisuus	330	529	465	481	544
Osakkuusyhtiöt	6	24	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	9	11	11	11	20
Aineelliset hyödykkeet	25	30	35	39	44
Muut varat	14	17	44	44	44
<b>Varat yhteensä</b>	<b>3417</b>	<b>4382</b>	<b>4809</b>	<b>5443</b>	<b>6102</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Velat yhteensä</b>	<b>3097</b>	<b>4029</b>	<b>4434</b>	<b>5038</b>	<b>5663</b>
Velat luottolaitoksille	88	224	47	20	46
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2006	2377	2760	3160	3539
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	938	1347	1521	1741	1950
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	16	17	20	22
Muut velat	49	66	89	97	106
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>320</b>	<b>353</b>	<b>376</b>	<b>405</b>	<b>438</b>
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	146	148	141	141	141
Kertyneet voittovarot	149	181	210	239	273
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	0	0	0
<b>Velat ja oma pääoma yhteensä</b>	<b>3417</b>	<b>4382</b>	<b>4809</b>	<b>5443</b>	<b>6102</b>

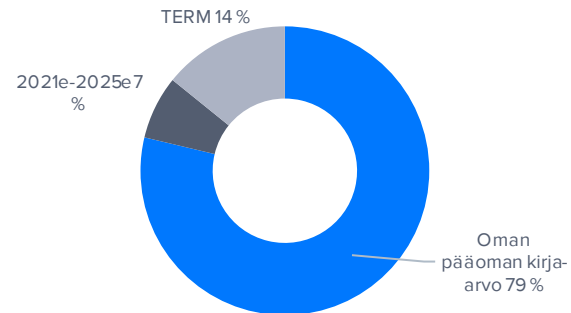
# EVA-laskelma

EVA-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Nettotulos</b>	<b>30,7</b>	<b>38,3</b>	<b>39,6</b>	<b>45,2</b>	<b>48,7</b>	<b>49,0</b>	
Oma pääoma	353	376	405	438	474	508	
<b>Lisäarvo (EVA)</b>	<b>1,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>	<b>6,4</b>	<b>87</b>
Ydinpääoma (CET1)	324	348	377	402	437	471	
RWA	2037	2260	2558	2868	3156	3468	
<b>CET1-%</b>	<b>15,9 %</b>	<b>15,4 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>13,6 %</b>	
Disk. EVA		6,7	5,5	7,6	7,4	4,7	64
Disk. Kum. EVA		96	89	83	76	68	64
+ Oman pääoman kirja-arvo		353					
<b>Oman pääoman arvo EVA</b>		<b>449</b>					
<b>Oman pääoman arvo EVA per osake</b>		<b>15,2</b>					

## Pääoman kustannus

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

## Arvon jakautuminen



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liiketoiminnan tuotot	76,0	92,6	111,1	<b>115,0</b>	<b>123,7</b>	EPS (raportoitu)	0,78	0,93	1,04	<b>1,29</b>	<b>1,34</b>
Liiketoiminnan kulut	-47,2	-50,3	-51,7	<b>-53,8</b>	<b>-59,4</b>	EPS (oikaistu)	0,83	0,71	0,73	<b>1,24</b>	<b>1,34</b>
Luottotappiot	-3,7	-9,6	-21,6	<b>-13,2</b>	<b>-15,0</b>	Osinko / osake	0,14	0,13	0,30	<b>0,35</b>	<b>0,40</b>
Voitto ennen veroja	25,0	32,7	37,7	<b>47,7</b>	<b>49,3</b>	Oma pääoma / osake	11,23	10,79	11,93	<b>12,69</b>	<b>13,68</b>
Nettovoitto	20,2	27,6	30,7	<b>38,3</b>	<b>39,6</b>						
Kertaluontoiset erät	-1,2	6,5	11,0	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>						
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Avainluvut</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2527	2960	3434	<b>3988</b>	<b>4567</b>	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	22 %	11 %	17 %	<b>14 %</b>	<b>9 %</b>
Sijoitusomaisuus	272	330	529	<b>465</b>	<b>481</b>	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	61 %	57 %	51 %	<b>48 %</b>	<b>48 %</b>
Riskipainotetut saamiset	1499	1784	2037	<b>2260</b>	<b>2558</b>	Luottokannan kasvu	18 %	17 %	16 %	<b>16 %</b>	<b>15 %</b>
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	1758	2006	2377	<b>2760</b>	<b>3160</b>	EPS oik. kasvu-%	54 %	-14 %	2 %	<b>69 %</b>	<b>8 %</b>
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	715	938	1347	<b>1521</b>	<b>1741</b>	Arvonlentumis-% luotoista	0,16 %	0,35 %	0,68 %	<b>0,36 %</b>	<b>0,35 %</b>
Oma pääoma	291	320	353	<b>376</b>	<b>405</b>	ROE-%	7,6 %	9,1 %	9,1 %	<b>10,5 %</b>	<b>10,1 %</b>
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	18,4 %	16,8 %	15,9 %	<b>15,4 %</b>	<b>14,8 %</b>
						Omavaraisuusaste	10,0 %	9,4 %	8,1 %	<b>7,8 %</b>	<b>7,4 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
				<b>%- osakkeista</b>		P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>
Etelä-Karjalan Säästöpankkisäätiö				34,1 %		P/B	0,7	0,8	0,9	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Parkanon Säästöpankkisäätiö				11,5 %		Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	<b>2,8 %</b>	<b>3,1 %</b>
Töysän Säästöpankkisäätiö				10,1 %							
Kuortaneen Säästöpankkisäätiö				6,8 %							
Hauhon Säästöpankkisäätiö				5,7 %							
Rengon Säästöpankkisäätiö				3,8 %							

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 (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 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 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 arvon 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.12.2020	Osta	11,00 €	9,10 €
30.12.2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
9.2.2021	Osta	13,00 €	11,25 €
30.4.2021	Osta	14,00 €	11,95 €
4.5.2021	Osta	15,00 €	12,75 €

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 Oy

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.**