

OmaSp

Yhtiöraportti

30.07.2024 8.30 EEST



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Luottamuksen palauttaminen vie aikaa

OmaSp:n tärkeimmät luvut olivat tulosvaroituksen myötä tiedossa ennen Q2-raporttia, joten tulospäivän anti keskittyi johdon esittelemiin toimenpiteisiin markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi. Kommenttien perusteella panostukset riskienhallintaan nostavat jatkossa kulutasoa, mikä johti lähivuosien tulosestimoitsemme laskuun. Tarkastamme tavoitehintamme 18 euroon (aik. 22€) nousseen tuottovaatimuksen sekä laskeneiden tulosestimoitsemme seurauksena ja toistamme lisää-suosituksen.

Luottotappiovaraukset pilasivat kvartaalin tuloksen

Ennakkotietojen mukaisesti korkokate kasvoi Q2:lla 7 % ja palkkiotuotot 1 % vertailukaudesta. Operatiiviseen kehitykseen ei siten liittynyt dramatiikkaa vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asetuttua 32,9 %:iin. Suuri luottotappiovaraus kuitenkin pilasi Q2:n tuloksen, ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja laski 5,5 MEUR:oon. Tämä vastasi vaatimatonta noin 3 %:n oman pääoman tuottoa. Kvartaalin osakekohtainen tulos oli 0,10 euroa. Luottokannassa nähtiin niin ikään heikentymistä Q2:n aikana, kun järjestämättömien luottojen määrä nousi 4,2 %:iin luottokannasta (Q2'23: 2,9 %). Arviomme mukaan valtaosa heikosta kehityksestä liittyy väärinkäytöstopauksen alaisiin luottoihin, joihin myös kuluvan vuoden mittavat harkinnanvaraiset luottotappiovaraukset kytkeytyvät.

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat kuluennusteisiin

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat kuluvaan vuoteen, kun luottotappioiden määrä nousi reilusti Q2:lla tehtyjen varausten myötä ja kulutaso oli odotuksiamme korkeampi. Operatiivisella puolella merkittävimmät ennustemuutokset kohdistuivat kuluennusteisiin, sillä panostukset riskienhallintaan nostavat muun muassa henkilöstökuluja. Kuluennusteiden nousu selittääkin valtaosan lähivuosien melko reiluista ennustelaskuista. Laskimme samalla lainakannan lähivuosien kasvuennustettamme, sillä riskienhallintaprosessien haasteet vaikuttavat arviomme mukaan negatiivisesti pankin kasvuhallitukseen ja riskinottoon ainakin lyhyellä aikavälillä. Luottotappioiden ennusteisiimme emme tehneet olennaisia muutoksia.

Kokonaisuutena odotamme pankin nettotuloksen säilyvän lähivuodet hieman 100 MEUR:n alapuolella. Poikkeuksen tähän tekee kuluva vuosi, jota rajut luottotappiovaraukset kurittavat. Kuluvan vuoden vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja arvioimme asetuvan noin 95 MEUR:oon, mikä on lähempänä pankin nykyisen ohjeistushaarukan ylälaitaa. Nykyinen ohjeistus vaikuttaakin jo varsin varovaiselta, ja ohjeistuksen lasku vaatisi arviomme mukaan merkittäviä luottotappiokirjauksia myös vuoden jälkimmäiseltä puoliskolta.

Hinnoittelu puoltaa varovaista optimismia korkeasta riskistä huolimatta

OmaSp:n johdolla on reilusti todistustaakkaa markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi alkuvuoden rajujen luottotappiokirjausten sekä riskienhallinnassa esiin tulleiden puutteiden jäljiltä. Kvartaaliraportti tarjosi kuitenkin lievitystä pahimpien pelkojen osalta, kun ulkopuolisen selvityksen mukaan pankin luottokannan laatu vastasi pääosin aiemmin raportoitua. Myös riskienhallinnan parantamiseksi tähtäävät toimenpiteet ovat oikeansuuntaisia. Luottamuksen palautuminen tulee kuitenkin parhaassakin tapauksessa viemään aikaa, joten kurssiajurit ovat lähiaikoina vähissä luottokannan laatuun liittyvien riskien ollessa yhä koholla. Tulosestimoitsemme nähden houkuttelevasta arvostuksesta (P/B 0,8x, ROE 2025e ~16 %) johtuen suhteudumme kuitenkin osakkeeseen yhä varovaisen positiivisesti sen tarjotessa korkeaa tuotto potentiaalia huomattavien riskien vastapainoksi – erityisesti hieman pidemmällä aikavälillä. Ennusteriskit erityisesti luottotappioiden osalta ovat kuitenkin yhä merkittäviä.

Suositus

Lisää

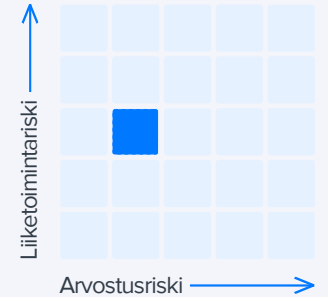
(aik. Lisää)

18,00 EUR

(aik. 22,00 EUR)

Osakekurssi:

14,06



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liiketoiminnan tuotot	247,1	273,2	257,9	249,4
kasvu-%	71 %	11 %	-6 %	-3 %
PTP	138,0	94,3	126,0	116,6
Nettotulos	110,0	75,4	100,8	93,2
EPS (oik.)	3,54	2,31	3,01	2,78
Osinko	1,00	0,73	1,06	0,99
P/E (oik.)	6,0	6,1	4,7	5,1
P/B	1,3	0,8	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	4,7 %	5,2 %	7,6 %	7,0 %

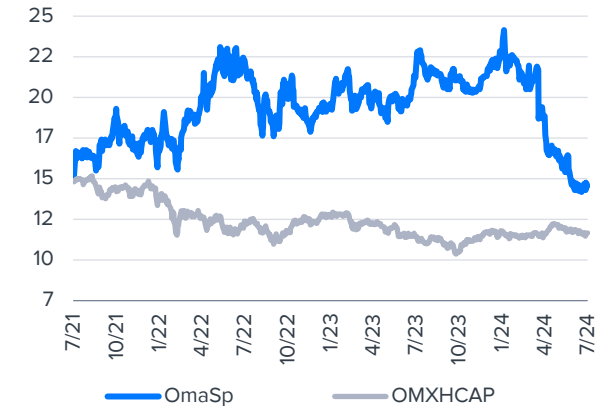
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Laskenut)

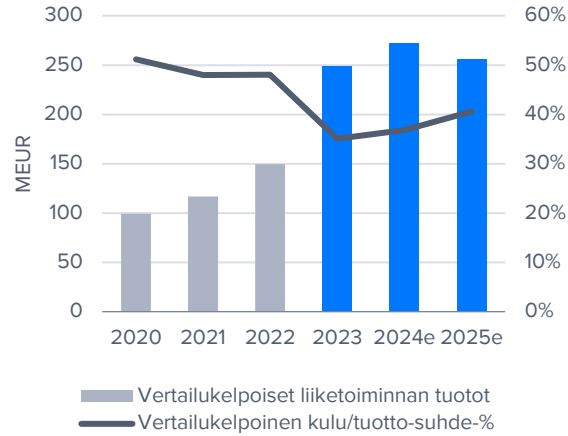
Yhtiö arvioi tilikauden 2024 vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja olevan 80–100 milj. euroa (vertailukelpoinen tulos ennen veroja tilikaudella 2023 oli 143,6 milj. euroa).

Osakekurssi

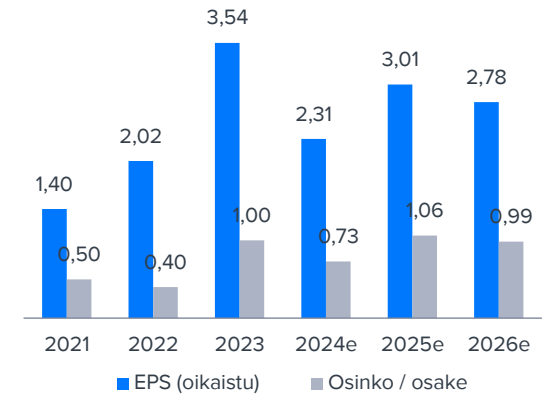


Lähde: Millstream Market Data AB

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkuminen ja erinomaisen kannattavuuden säilyttäminen
- Yritysjärjestelyt
- Vakavaraisuuslaskennassa IRB-malliin siirtyminen vapauttaa merkittävästi pääomia
- Mahdollinen laajentuminen varainhoitoon



Riskitekijät

- Nykyisen hinnoitteluvoiman kestävyys ja kilpailukyky suuremmissa kasvukeskuksissa
- Luottoriskien hallinnassa onnistuminen
- Noin puolet luottokannasta painottunut maakuntiin, joissa väestökehitys ja luottokysyntä pitkällä aikavälillä negatiivista
- Pankkisektorin nopea murros (regulaatio & digitalisaatio)
- Korkojen mahdollinen lasku

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	14,1	14,1	14,1
Markkina-arvo	465	465	465
P/E (oik.)	6,1	4,7	5,1
P/E	6,2	4,6	5,0
P/B	0,79	0,70	0,65
Osinko/tulos (%)	32,0 %	34,9 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	7,6 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Luottotappiovaraukset pilasivat tuloksen

OmaSp antoi viime viikolla tulosvaroituksen yhteydessä ennakkotietoja Q2:n tuloksestaan, joten kannattavuuskehitykseen ei liittynyt epävarmuutta ennen virallista raporttia. Ennakkotietojen mukaisesti korkokate kasvoi Q2:lla 7 % ja palkkiotuotot 1 % vertailukaudesta. Operatiiviseen kehitykseen ei siten liittynyt dramatiikkaa vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asetuttua 32,9 %:iin.

Merkittävän kokoinen luottotappiovaraus kuitenkin pilasi Q2:n tuloksen, ja vertailukelpoinen tulos ennen veroja laski 5,5 MEUR:oon. Tämä vastasi vaatimatonta 3 %:n oman pääoman tuottoa. Kvartaalin osakekohtainen tulos oli 0,10 euroa.

Lainanannon volyymit säilyivät vaatimattomina ja lainakanta laski 0,3 % edelliskvartaalista luottotappiokirjauksista johtuen. Myös talletuskanta laski noin 7 % vertailukaudesta muun muassa pankkiin liittyvän uutisoinnin johdosta.

Ohjeistus laski toistamiseen

OmaSp joutui kuluvan vuoden aikana jo toistamiseen laskemaan ohjeistustaan luottotappiovarausten takia. Q2:lle kirjattiin luottotappioita hurjat 39,4 MEUR, josta 35,7 MEUR liittyi alkuvuoden aikana esille tulleeseen väärinkäyttöön luotonannossa. Pankki myös nosti hieman arviotaan väärinkäytöksen laajuudesta ja kertoi ongelmien koskevan ulkopuolisen selvitystyön perusteella 4 % luottokannasta (aiempi arvio 3 %) eli noin 240 MEUR. Tämän kokonaisuuden ulkopuolisten luottotappiokirjausten määrä säilyi Q2:lla yhä maltillisena.

Vaikka varaus oli kooltaan merkittävä ja alkuvuonna tehtyä varausta selvästi suurempi, on pankki yhä vahvasti pääomitettu ja sen ydinvakavaraisuussuhde oli Q2:n lopussa 15,2 % (viranomaisvaatimus tällä hetkellä 8,9 %).

Tulosvaroitusta ennakoiti myös kulujen kasvua

Päivitetyn ohjeistuksensa mukaisesti OmaSp odottaa nyt sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja olevan 80–100 MEUR (aik. 120–140 MEUR).

Tulosvaroitusta oli yllättävän raju ja ennakoiti arviomme mukaan selvästi kasvavia kuluja loppuvuodelle. Kuluja kasvattavat erityisesti panostukset riskienhallinnan vahvistamiseen. Jo Q2:lla pankin henkilöstömäärä kasvoi odotuksiamme selvästi voimakkaammin +40 henkilöä ja odotamme kehityksen jatkuvan myös loppuvuonna.

Raportoidut luottotappiovaraukset ja kasvavat kulut huomioiden ohjeistuksen alaraja vaikuttaa kuitenkin jo varsin konservatiiviselta erityisesti, kun huomioidaan Q3:lla mukaan tuleva Handelsbankenin pk-yrityслиiketoiminta. Tämän nimittäin tulisi vaikuttaa loppuvuoden tulokertymään positiivisesti.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	63,2	67,5	66,9				1 %	268,7
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	62,8	67,1	66,5				1 %	267,7
Tulos ennen veroja (oik.)	38,8	5,5	36,3				-85 %	131,9
Tulos ennen veroja	38,7	4,5	35,9				-87 %	131,6
EPS (oik.)	0,93	0,13	0,87				-85 %	3,19
EPS (raportoitu)	0,93	0,10	0,88				-89 %	3,18

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu:



Luottokannan laatu jatkoi heikentymistään

Luottokannan laatu jatkoi heikentymistään

Luottokannassa nähtiin niin ikään heikentymistä Q2:n aikana, kun järjestämättömien luottojen määrä nousi 4,2 %:iin luottokannasta (Q2'23: 2,9 %). Arviomme mukaan valtaosa heikosta kehityksestä liittyy väärinkäytöstapauksen alaisiin luottoihin, joihin myös tehdyt luottotappiovaraukset kytkeytyvät.

Samalla pankki tarjosi lisätietoja luottokannan laatua käsittelevän selvitystyönsä tuloksista. Tiedotteen perusteella luottokannan laadun ongelmat rajoittuisivat tiedotettuun 240 MEUR:oon, jolloin loppuosa 6 mrd. euron luottokannasta vastaisi laadultaan aiemmin raportoitua. OmaSp:n kohdalla keskeinen riskitekijä on juuri luottotappioiden kehitys, joten ulkopuolisen selvitystyön tulokset ovat alustavasti varovaisen rohkaisevia. Pankin ympärillä velloo kuitenkin yhä poikkeuksellisen paljon

epävarmuuksia, joten johdolla on tulevaisuudessa täysi työ markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	63,2	67,5	66,9				1 %	268,7
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	62,8	67,1	66,5				1 %	267,7
Tulos ennen veroja (oik.)	38,8	5,5	36,3				-85 %	131,9
Tulos ennen veroja	38,7	4,5	35,9				-87 %	131,6
EPS (oik.)	0,93	0,13	0,87				-85 %	3,19
EPS (raportoitu)	0,93	0,10	0,88				-89 %	3,18

Lähde: Inderes

Kuluennusteiden nousu laski tulosennusteita

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat kuluun vuoden tulokseen, kun luottotappioiden määrä nousi reilusti Q2:lla tehtyjen varausten myötä ja kulutaso oli odotuksiamme korkeampi.

Luottotappioennusteisiin ei muutoksia

Luottotappioiden ennusteisiimme emme tehneet olennaisia muutoksia. Heikentynyt taloustilanne vaikuttaa erityisesti yritysluottojen riskitasoon, mikä on näkynyt viime kvartaaleina järjestämättömien luottojen kasvuna. Nykyiset ennusteemme odottavat OmaSp:n luottotappioiden asettuvan 0,35–0,45 %:iin lainakannasta, mikä tarkoittaa noin 25–30 MEUR:n vuotuisia luottotappiokirjauksia. Vaikka ennusteidemme mukainen luottotappioiden määrä on pankin tuloksentekokykyyn nähden maltillinen, indikoi oletus kuitenkin pankin luottokannan sisältävän pohjoismaisia verrokkejaan enemmän

riskiä. Taso on myös selvästi pankin keskimääräisten historiallisten tasojen yläpuolella ja huomioi siten heikentyvän suhdanteen vaikutusta erityisesti yritysluottokantaan.

Arviomme ei mielestämme ole ristiriidassa hiljattain valmistuneen selvityksen kanssa, joka totesi luottokannan riskitason vastaavan aiemmin raportoitua. Pankin vakavaraisuus on kuitenkin hyvällä tasolla, joten sen vakavaraisuuspääomat riittävät, vaikka luottotappiot kasvaisivatkin selvästi ennusteitamme korkeammiksi. Pankin arvoon tällä olisi kuitenkin luonnollisesti negatiivinen vaikutus.

Kuluennusteet nousivat

Operatiivisella puolella merkittävimmät ennustemuutokset kohdistuivat kuluennusteisiin, sillä panostukset riskienhallintaan nostavat muun muassa henkilöstökuluja. Kuluennusteiden nousu selittääkin

valtaosan lähivuosien ennustelaskuista.

Laskimme samalla lainakannan lähivuosien kasvuennustettamme, sillä riskienhallintaprosessien haasteet vaikuttavat arviomme mukaan negatiivisesti pankin kasvuhalukkuuteen ja riskinottoon ainakin lyhyellä aikavälillä. Vuodesta 2026 eteenpäin lainakannan kasvoletuksen lasku johti korkokate-ennusteiden laskuun. Talletuskannan pienentyminen kumosi kuitenkin tämän negatiivisen vaikutuksen korkokatteen ensi vuoden ennusteissamme.

Kuluun vuoden vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja arvioimme asettuvan noin 95 MEUR:oon, mikä on lähempänä pankin nykyisen ohjeistushaarukan ylälaitaa. Nykyinen ohjeistus vaikuttaakin jo varsin varovaiselta, ja ohjeistuksen lasku vaatisi arviomme mukaan merkittäviä luottotappiokirjauksia myös vuoden jälkimmäiseltä puoliskolta.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	268	273	2 %	254	258	2 %	265	249	-6 %
Käyttökate	143	104	-27 %	139	136	-2 %	147	125	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	133	95,4	-28 %	127	124	-2 %	136	115	-16 %
Liikevoitto	133	94,3	-29 %	128	126	-2 %	138	117	-16 %
Tulos ennen veroja	133	94,3	-29 %	128	126	-2 %	138	117	-16 %
EPS (ilman kertaeriä)	3,22	2,31	-28 %	3,06	3,01	-2 %	3,30	2,78	-16 %
Osakekohtainen osinko	1,03	0,73	-29 %	1,08	1,06	-2 %	1,17	0,99	-16 %

Lähde: Inderes

Normalisoituvat luottotappiomäärät tukevat tulosta

Laskevista koroista johtuen tulos polkee paikallaan

Odotamme nyt markkinakorkojen laskun vetävän OmaSp:n korkokatteen laskuun tulevina vuosina ja trendin kääntyvän lainakannan kasvun myötä vasta vuodesta 2027 eteenpäin. Olemme olettaneet keskeisten viitekorkojen asettuvan pitkällä aikavälillä 2–3 %:n haarukkaan markkinaennusteiden mukaisesti.

Kokonaisuutena odotamme pankin nettotuloksen säilyvän lähivuodet hieman 100 MEUR:n alapuolella. Poikkeuksen tähän tekee kuluva vuosi, jota rajut luottotappiovaraukset kurittavat. Vaikka tuloksen pitäisi ensi vuonna palata kasvuun luottotappiomäärien normalisoituessa, tarjoaa asteittain laskeva korkokate tästä eteenpäin vastatuulta tuloskehitykselle. Ennustamastamme lainakannan kasvusta huolimatta tulos polkee siten

paikallaan vuodet 2025–2027.

Huomautamme, että emme ole sisällyttäneet Handelsbankenin pk-yritysliiketoimintojen vastaanottoa ennusteisiimme, mutta olemme huomioineet tämän vaikutuksen arvonmäärittämissämme.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	268	273	2 %	254	258	2 %	265	249	-6 %
Käyttökate	143	104	-27 %	139	136	-2 %	147	125	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	133	95,4	-28 %	127	124	-2 %	136	115	-16 %
Liikevoitto	133	94,3	-29 %	128	126	-2 %	138	117	-16 %
Tulos ennen veroja	133	94,3	-29 %	128	126	-2 %	138	117	-16 %
EPS (ilman kertaeriä)	3,22	2,31	-28 %	3,06	3,01	-2 %	3,30	2,78	-16 %
Osakekohtainen osinko	1,03	0,73	-29 %	1,08	1,06	-2 %	1,17	0,99	-16 %

Lähde: Inderes

Hinnoittelu puoltaa varovaista optimismia

OmaSp:n johdolla on reilusti todistustaakkaa markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi alkuvuoden rajujen luottotappiokirjausten sekä riskienhallinnassa esiin tulleiden puutteiden jäljiltä. Kvartaaliraportti tarjosi kuitenkin lievitystä pahimpien pelkojen osalta, kun ulkopuolisen selvityksen mukaan pankin luottokannan laatu vastasi pääosin aiemmin raportoitua. Myös riskienhallinnan parantamiseksi tähtäävät toimenpiteet ovat oikeansuuntaisia. Luottamuksen palautuminen tulee kuitenkin parhaassakin tapauksessa viemään aikaa, joten kurssiajurit ovat lähiaikoina vähissä luottokannan laatuun liittyvien riskien ollessa yhä koholla.

Tuloksetekokykyyn nähden houkuttelevasta arvostuksesta (P/B 0,8x, ROE 2025e ~16 %) johtuen suhteudumme kuitenkin osakkeeseen yhä varovaisen positiivisesti sen tarjotessa korkeaa tuottopotentiaalia riskien vastapainoksi. Olemme tarkastelleet pankin arvonmäärittystä tasekertoimilla, lisäarvomallilla sekä verrokkianalyysilla. Menetelmien keskiarvo on noin 18 euroa osakkeelta. Tämän lisäksi Handelsbankenin pk-yritysliiketoiminnan positiivinen vaikutus arvoon on arvioimme mukaan noin 1,0 euroa osakkeelta, joten näiden summana arvioimme OmaSp:n osakkeen arvoksi noin 19 euroa (aik. 22 €). Arvio on laskenut edellisestä päivityksestämme laskeneista tulosenusteista sekä nousseesta tuottovaatimuksesta johtuen.

Tasepohjainen hinnoittelu

OmaSp:n hyväksyttävää, fundamenteihin perustuvaa P/B-lukua voidaan tarkastella tekemällä oletuksia kestävästä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotasosta (ROE), oman pääoman tuottovaatimuksesta sekä kestävästä kasvutekijästä (g). Mikäli olemme OmaSp:n yltävän suhdannesyklin yli kestävästi noin 14–15 %:n ROE-tasoon (vrt. nykyinen taloudellinen tavoite +16 %, viimeisen 3 vuoden

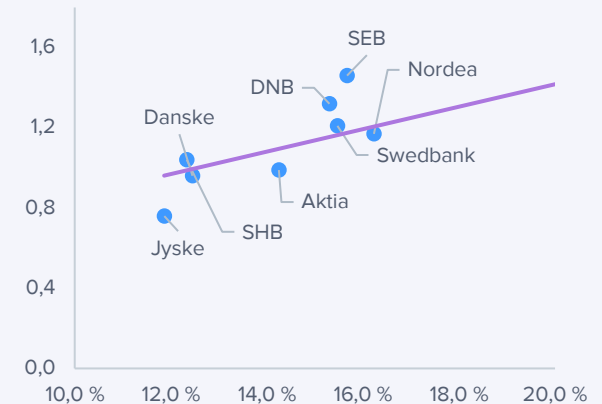
keskiarvo 18,8 %) ja sovellamme yhtiölle keskimääräistä selvästi korkeamman riskin huomioivaa 13,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta (aik. 12,0 %) sekä 2,5 %:n kasvutekijää, asetuisi hyväksyttävä P/B-kerroin noin 1,1x–1,2x tasolle. Tämän mukainen arvo OmaSp:n osakkeelle olisi noin 17–19 euroa.

Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on noussut, vaikka yhtiön viime kuukausina tiedottamat toimet ovatkin mielestämme oikean suuntaisia. Ennusteriskit erityisesti luottotappioiden kehityksestä ovat kuitenkin yhä koholla, mikä vaikuttaa tuottovaatimukseemme sitä selvästi nostavana tekijänä. Pitkän aikavälin oletuksena 2,5 %:n kasvutekijä on puolestaan mielestämme pankkisektorille perusteltu sen vastatessa suunnilleen pitkän aikavälin nimellistä talouskasvuennustetta.

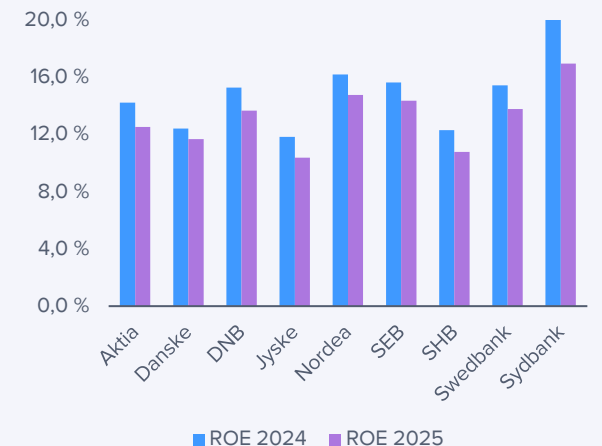
Verrokkiryhmä

Emme enää sovello yksinkertaista verrokkianalyysia arvonmäärittämisessämme, sillä OmaSp:n kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilit eroavat selvästi muusta ryhmästä. Sen sijaan olemme tarkastelleet pankin arvostusta kannattavuuserot huomioivalla regressiomallilla, jossa olemme suhteuttaneet verrokkiyhtiöiden nykyiset P/B-kertoimet (selitettävä muuttuja) konsensusennusteiden mukaiseen oman pääoman tuottoon (selittävä muuttuja). Oman pääoman tuoton ja pankin hyväksytyyn P/B-luvun välillä vallitsee lineaarinen riippuvuus, joten regressiomalli antaa mielestämme perinteistä verrokkianalyysia selvästi johdonmukaisemman tarkastelupisteen arvonmäärittäksen tueksi. Mallin tarjoama markkinapohjainen hinnoittelu OmaSp:n osakkeelle on noin 17 euroa. Tämän tulkinnassa on huomioitava, että koko pohjoismaista pankkisektoria arvostetaan tällä hetkellä varsin maltillisesti toimialan vallitsevaan kannattavuustasoon nähden.

ROE ja P/B 2024e



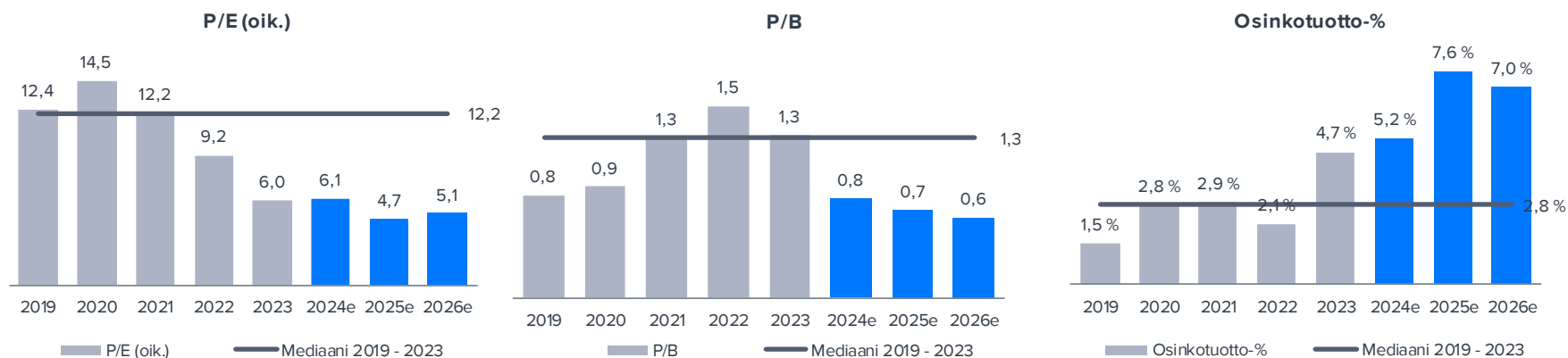
Pohjoismaisten pankkien ROE 2024-2025e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,88	10,6	17,1	18,6	21,3	14,1	14,1	14,1	14,1
Markkina-arvo	263	314	512	559	703	465	465	465	465
P/E (oik.)	12,4	14,5	12,2	9,2	6,0	6,1	4,7	5,1	4,7
P/E	9,5	10,2	7,7	10,1	6,4	6,2	4,6	5,0	4,7
P/B	0,8	0,9	1,3	1,5	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6
Osinko/tulos (%)	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	30,1 %	32,0 %	34,9 %	34,9 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	4,7 %	5,2 %	7,6 %	7,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	680	6,9	7,4	8,7	8,4	1,0
Danske Bank	24181	8,0	8,0	9,8	7,9	1,0
DNB	27734	8,6	9,3	7,4	7,5	1,3
Jyske Bank	4750	6,9	6,9	4,3	4,4	0,8
Nordea	37362	7,4	7,7	9,1	9,0	1,2
Riiba	4277	13,6	13,6	0,9	1,0	2,8
SEB	29716	9,4	10,0	6,9	6,0	1,5
Handelsbanken	18203	8,4	9,5	10,6	9,0	1,0
Spar Nord Bank	2180	7,6	8,1	6,7	6,2	1,2
Swedbank	21824	8,0	8,7	6,9	8,0	1,2
Sydbank	2682	6,4	7,3	7,9	6,9	1,3
OmaSp (Inderes)	465	6,1	4,8	5,2	7,3	0,8
Keskiarvo		10,3	8,9	7,2	6,8	1,2
Mediaani		8,0	8,4	7,4	7,5	1,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>		-24 %	-43 %	-30 %	-3 %	-33 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Korkokate	105	36	49	55	57	197	57	52	53	52	214	199	188	195
Palkkiotuotot netto	39	10	13	12	12	47	13	13	12	12	50	51	54	57
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	-5	1	0	-1	-2	-2	0	0	0	0	1	2	2	2
Muut tuotot	5	3	1	0	0	4	4	2	1	1	8	6	6	6
Liiketoiminnan tuotot	144	51	63	66	67	247	74	67	66	65	273	258	249	259
Kertatuotot	-5	1	0	-1	-2	-2	0	0	0	0	1	2	2	2
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	150	50	63	67	69	249	74	67	66	65	272	256	248	258
Henkilöstökulut	-24	-6	-8	-7	-8	-30	-7	-9	-8	-9	-33	-36	-38	-40
Liiketoiminnan muut kulut	-41	-18	-11	-10	-13	-53	-16	-12	-12	-19	-59	-58	-60	-62
Poistot ja arvonalentumiset	-8	-2	-2	-2	-2	-8	-2	-2	-2	-3	-9	-10	-9	-9
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-73	-26	-22	-20	-23	-91	-26	-23	-23	-30	-102	-104	-107	-111
Kertakulut	-1	-2	-1	0	-1	-4	-1	-1	0	0	-2	0	0	0
Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut	-72	-24	-21	-20	-22	-87	-25	-22	-23	-30	-100	-104	-107	-111
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-2	-2	-3	-6	-7	-17	-23	-39	-7	-7	-76	-27	-25	-23
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1
Tulos ennen veroja	69	23	39	41	36	138	25	5	37	28	94	126	117	124
Kertaerät yhteensä	-7	-1	0	-1	-3	-6	-1	-1	0	0	-1	2	2	2
Vertailukelpoinen tulos ennen veroja	76	24	39	42	39	144	26	6	37	28	95	124	115	123
Tuloverot	-13,8	-4,6	-7,8	-8,2	-7,4	-28,0	-4,8	-1,1	-7,4	-5,7	-18,9	-25,4	-23,5	-25,1
Vähemmistöt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	55,4	18,7	30,9	32,3	28,2	110,1	19,9	3,4	29,6	22,5	75,4	100,6	93,1	99,4
EPS (oikaistu)	2,02	0,61	0,93	1,01	0,93	3,48	0,62	0,13	0,88	0,67	2,31	3,01	2,78	2,97
EPS (raportoitu)	1,84	0,59	0,93	0,97	0,85	3,35	0,60	0,10	0,89	0,68	2,28	3,05	2,82	3,01
Osinko per osake	0,40					1,00					0,73	1,06	0,99	1,05

Avainluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	28,1%	36,7%	74,0%	79,2%	74,1%	66,3%	49,5%	6,9%	-1,5%	-6,7%	9,4%	-5,8%	-3,3%	4,1%
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	47,9%	47,7%	33,7%	29,2%	32,4%	34,9%	34,0%	32,8%	34,1%	46,5%	36,7%	40,5%	43,2%	43,1%

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Käteiset varat	402	682	691	705	733
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	115	192	193	197	205
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4754	5997	6023	6144	6389
Johdannaiset	2	45	45	46	48
Sijoitusomaisuus	553	561	532	538	548
Osakkuusyhtiöt	25	24	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	9	14	16	16	18
Aineelliset hyödykkeet	29	35	34	34	32
Muut varat	54	93	79	79	79
Varat yhteensä	5942	7643	7638	7782	8076

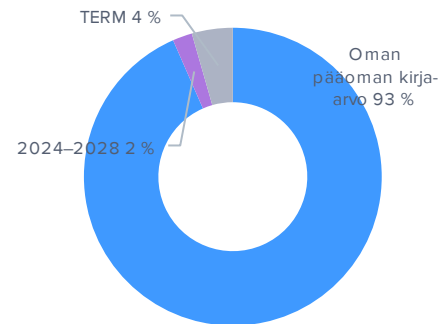
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Velat yhteensä	5577	7102	7052	7120	7356
Velat luottolaitoksille	243	165	436	375	351
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	3112	3778	3620	3692	3840
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	2087	2930	2775	2830	2943
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	40	60	60	60	60
Muut velat	95	168	162	162	162
Oma pääoma yhteensä	365	541	585	662	720
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	69	149	151	151	151
Kertyneet voittovarot	272	368	410	487	545
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	0	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	5942	7643	7638	7782	8076

EVA-laskelma

EVA-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Nettotulos	110	75	101	93	100	118	
Oma pääoma	541	586	662	720	787	870	
Lisäarvo (EVA)	40	-1	15	0	-3	5	45
Ydinpääoma (CET1)	491	558	633	689	755		
RWA	3300	2749	2817	2924	3065		
CET1-%	14,9 %	20,3 %	22,5 %	23,6 %	24,6 %		
Disk. EVA		-1	12	0	-2	3	26
Disk. Kum. EVA		39	39	27	27	29	26
+ Oman pääoman kirja-arvo		586					
-Osinko/pääomapalautus		-33					
+/- Muut erät		0					
Oman pääoman arvo EVA		592					
Ulkona olevien osakkeiden lkm (milj. kpl)		33,1					
Oman pääoman arvo EVA per osake		17,9					
Pääoman kustannus							
Riskitön korko		2,5 %					
Beta		1,7					
Markkinoiden riskipreemio		4,8 %					
Likviditeettipreemio		2,5 %					
Oman pääoman kustannus		13,0 %					

Arvon jakautuminen



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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi 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 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
07/12/2020	Osta	11,00 €	9,10 €
30/12/2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
09/02/2021	Osta	13,00 €	11,25 €
30/04/2021	Osta	14,00 €	11,95 €
04/05/2021	Osta	15,00 €	12,75 €
29/06/2021	Osta	15,50 €	13,15 €
03/08/2021	Osta	18,50 €	15,80 €
30/09/2021	Osta	19,00 €	16,70 €
02/11/2021	Lisää	19,00 €	17,95 €
08/02/2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
21/02/2022	Osta	20,00 €	16,55 €
03/05/2022	Osta	22,00 €	19,76 €
03/06/2022	Lisää	23,00 €	21,85 €
02/08/2022	Lisää	23,00 €	21,15 €
07/09/2022	Osta	23,00 €	17,70 €
12/10/2022	Osta	24,00 €	17,90 €
01/11/2022	Osta	24,00 €	19,94 €
07/02/2023	Osta	26,00 €	20,25 €
03/05/2023	Osta	26,00 €	19,72 €
01/08/2023	Osta	28,50 €	21,85 €
16/10/2023	Osta	26,00 €	20,75 €
31/10/2023	Osta	27,50 €	20,80 €
06/02/2024	Osta	27,50 €	21,85 €
17/04/2024	Osta	26,00 €	18,18 €
30/04/2024	Lisää	22,00 €	18,34 €
30/07/2024	Lisää	18,00 €	14,06 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**