

OmaSp

Yhtiöraportti

1.8.2023 8:42



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ennätykset uusiksi

OmaSp:n Q2-tulos oli veret seisauttava ja olemme tehneet ennusteisiimme tuntuvia nostoja. Osake on lähivuosien tulos- ja kannattavuusnäkymien valossa edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu, mitä mukaillen toistamme aiemman osta-suosituksemme. Tavoitehinnan tarkistamme 28,5 euroon (aik. 26,0e).

Tulos ylitti ennusteemme leveällä marginaalilla

OmaSp:n vertailukelpoiset tuotot kasvoivat vahvan orgaanisen kasvun ja Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinnan ansiosta Q2:lla 74 %:lla 62,8 MEUR:oon ja taso ylitti reippaasti 54,8 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylityksen taustalla oli huomattavasti odotuksemme ylittänyt korkokate, joka kohosi Q2:lla 49,2 MEUR:oon (Q2'23e: 40,5 MEUR). Käytännössä olimme arvioineet alakanttiin korkojen nousun positiiviset vaikutukset OmaSp:n alla olevaan liiketoimintaan, minkä lisäksi arvelemme myös Liedon Säästöpankin liiketoiminnan tuoman korkokatevaikutuksen olleen selvästi ennako-odotuksiamme suurempi. Myös OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut (21,1 MEUR vs. 23,4 MEUR) ja luottotappiovaraukset (-2,7 MEUR vs. -3,7 MEUR) olivat Q2:lla odotuksiamme matalammat. Näiden tekijöiden johdosta OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja kohosi Q2:lla lopulta 38,8 MEUR:oon (+140 % v/v) ja ylitti roimasti 27,1 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme.

Nostimme lähivuosien ennusteitamme reippaasti

Teimme lähivuosien ennusteisiimme huomattavia positiivisia tarkistuksia. Positiiviset muutokset selittyvät selvästi odotettua vahvemmalla Q2-tuloksella ja sen myötä nousseilla korkokate-ennusteillamme. Odotamme nyt OmaSp:n vertailukelpoisten tuottojen kasvavan 2023 noin 62 %:lla 243 MEUR:oon (aik. 213 MEUR) ja vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja ennustamme nousevan 139 MEUR:oon (aik. 109 MEUR). Arvioimme OmaSp:n tuloksen vahvistuvan edelleen 2024, kun tuloskehitystä tukee vielä alkuvuodesta Liedon Säästöpankin tuoma epäorgaaninen kasvu. Kokonaisuudessaan odotamme vertailukelpoisen tuloksen asettuvan ensi vuonna noin 142 MEUR:oon (aik. 120 MEUR). Nousseiden ennusteiden myötä olemme tehneet osinkoennusteisiimme myös tuntuvia tasokorotuksia ja odotamme nyt lähivuosilta 1,0-1,1 euron osinkoa. Kun huomioidaan vuonna 2024 odottamamme [IRB-siirtymä](#), ylikapitalisoituu OmaSp:n tase nykyisillä tulos- kasvu-, ja voitonjakoennusteillamme räikeästi. Vuoden 2024 ennusteillamme OmaSp:n ydinpääomat ylittävät päivitetyn CET1-tavoitteen mukaisen tason yli 300 MEUR:illa ja pidämme hyvin todennäköisenä, että osa tästä ylijäämästä tullaan käyttämään keväällä 2025/2026 huomattaviin pääomanpalautuksiin.

Arvostuksen tuntuva nousuvara edelleen tallella

OmaSp arvostetaan 2023 ennusteillamme P/B-kertoimella 1,4x ja vahvan tuloskehityksen myötä P/B-perusteinen arvostus painuu 2024 ennusteillamme 1,2x tasolle. Arvostus ei ole kannattavuusennusteidemme (ROE 2024-2026e: k.a. 18 %) ja yhtiön päivittämän tavoitetason (ROE vähintään 16 %) valossa korkea ja näemmekin 12kk tähtäimellä osakkeessa huomattavaa nousuvaraa vahvan kehityksen jatkuessa. Tulosperusteisesti OmaSp arvostetaan selvästi historiallisten tasojen alapuolelle (P/E 6,5x vs. historiallinen 12kk fwd P/E ~9x), mikä tukee näkemystämme selkeästä nousupotentiaalista. Huomautamme, että koko verokirjymän tuloskerroimet ovat tällä hetkellä poikkeuksellisen matalat ja mielestämme arvostukset maalaavat ylikorostuneen pessimististä kuvaa sektorin lähivuosien tulostilanteesta. Vastavirtaan kulkevalle sijoittajalle tämä tarjoaa näkemysksemme mukaan hyvän ostopaikan OmaSp:ssä.

Suositus

Osta

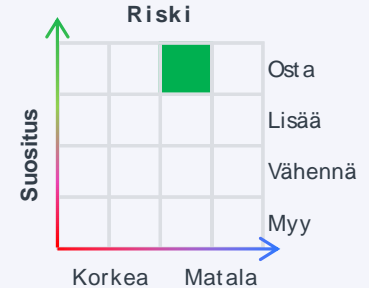
(aik. Osta)

28,50 EUR

(aik. 26,00 EUR)

Osakekurssi:

21,85



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liiketoiminnan tuotot	144,4	245,3	262,8	252,7
kasvu-%	-8 %	70 %	7 %	-4 %
PTP	69,2	139,1	144,1	134,2
Nettotulos	55,4	111,2	115,3	107,4
EPS (oik.)	2,02	3,37	3,42	3,18
Osinko	0,40	1,00	1,05	1,10
P/E (oik.)	9,2	6,5	6,4	6,9
P/B	1,5	1,4	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	2,1 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %

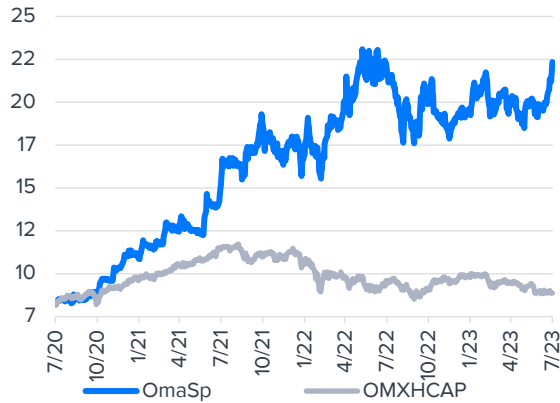
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

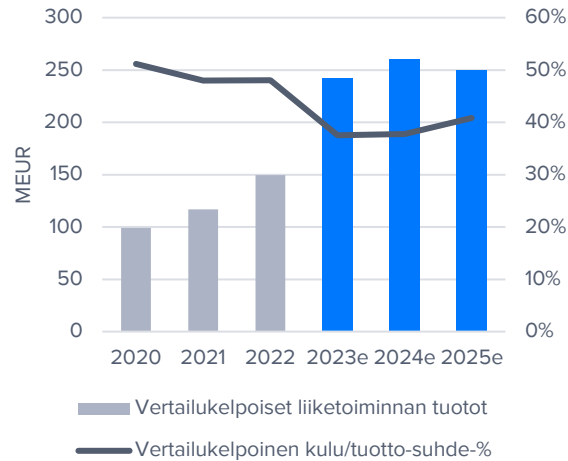
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2023 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 miljoonaa euroa

Osakekurssi

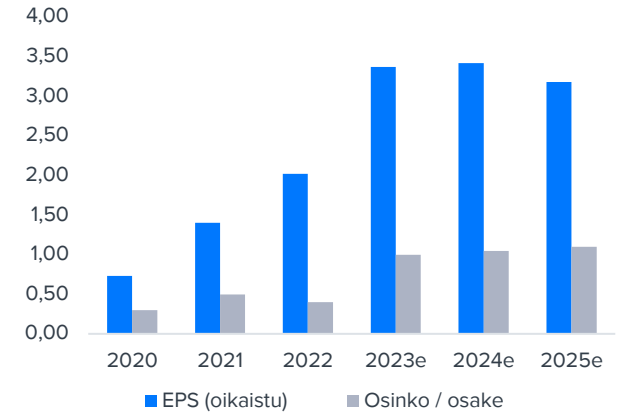


Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Korkeiden lasku
- Toimialan ripeänä jatkuva murros
- Muuttotappiopaikkakuntien osuus luottosalkussa verrokkeja suurempi

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	21,9	21,9	21,9
Markkina-arvo	725	725	725
P/E (oik.)	6,5	6,4	6,9
P/E	6,5	6,3	6,7
P/B	1,36	1,18	1,06
Osinko/tulos (%)	29,8 %	30,2 %	34,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Veret seisauttava Q2-tulos

Korkokate kasvoi merkittävästi odotuksiamme vahvemmin

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvoivat vahvan orgaanisen kasvun ja Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinnan ansiosta Q2:lla 74 %:lla 62,8 MEUR:oon ja taso ylitti reippaasti 54,8 MEUR:n ennusteamme. Ennusteita vahvempien tuottojen kasvun taustalla oli huomattavasti odotuksemme ylittänyt korkokate, joka kohosi Q2:lla 49,2 MEUR:oon (Q2'23e: 40,5 MEUR). Korkokate ei pitänyt Q2:lla sisällään mitään kertaluontoisia tekijöitä ja ennusteitamme vahvempi taso selittyi selvästi odotuksiamme voimakkaammin kasvaneilla antolainauksen korkotuotoilla. Käytännössä olimme arvioineet alakanttiin korkojen nousun positiiviset vaikutukset OmaSp:n alla olevaan liiketoimintaan, minkä lisäksi arvelemme myös Liedon Säästöpankin liiketoiminnan tuoman korkokatevaikutuksen olleen

selvästi ennako-odotuksiamme suurempi. OmaSp:n nettopalkkiotuotot olivat Q2:lla 12,6 MEUR ja linjassa ennusteidemme kanssa (12,7 MEUR).

Tulos ylitti ennusteamme leveällä marginaalilla

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut olivat Q2:lla 21,1 MEUR ja taso alitti 23,4 MEUR:n ennusteamme. Yhtiön vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde asettui Q2:lla väkivahvalle 33,7 %:n tasolle. Myös pankin luottotappiovaraukset alittivat Q2:lla ennusteamme ja niiden yhteismäärä oli Q2:lla -2,7 MEUR (Q2'23e: -3,7 MEUR). Luottokannan laatu heikkeni edellisneljänneksestä odotetusti hieman, sillä järjestämättömät ja erääntyneet saamiset nousivat noin 2,7 % luottokannasta (Q1'23: 2,4 %).

OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettui Q2:lla lopulta 38,8 MEUR:oon (+140 % v/v) ja ylitti roimasti 27,1 MEUR:n tasolla olleen ennusteamme.

Vahvan tuloksen myötä pankin vertailukelpoinen ROE nousi Q2:lla häikäisevälle 27,3 %:n tasolle.

Ohjeistus pidettiin ennallaan

OmaSp toisti Q2-raportissa aiemman ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2023 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 MEUR. Ohjeistuksen sanamuodot ovat suhteellisen laavat ja H1:n jälkeen pankin tulostietä on 74 % vertailukauden yläpuolella. Pidämme mahdollisena, että ohjeistusta tullaan syksyn aikana tarkentamaan.

Q2-raportti ei tarjonnut tuloksen lisäksi muita yllätyksiä. Liedon osalta yhtiö kertoi liiketoiminnan integroinnin toteutuneen Q2:lla onnistuneesti. Handelsbankenin Suomen pk-yritysassiakasliiketoiminnan hankinnasta raportti ei tarjonnut uutta tietoa ja järjestelyn odotetaan menevän maaliin 2024 loppupuolella.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'22	Q2'23	Q2'23e	Q2'23e	Konsensus		Erotus (%)		2023e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	33,8	63,2	54,8				15 %		245,3
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	36,1	62,8	54,2				16 %		242,7
Tulos ennen veroja (oik.)	16,2	38,8	27,1				44 %		138,9
Tulos ennen veroja	13,9	38,7	27,7				40 %		139,1
EPS (oik.)	0,43	0,93	0,65				43 %		3,38
EPS (raportoitu)	0,37	0,93	0,67				40 %		3,38

Lähde: Inderes

Ennusteemme ovat nousseet reippaasti

Nostimme lähivuosien ennusteitamme reippaasti

Olemme tehneet lähivuosien tulosennusteisiimme huomattavia positiivisia tarkistuksia. Positiiviset ennustemuutokset selittyvät selvästi odotettua vahvemmalla Q2-tuloksella ja sen myötä nousseilla korkokate-ennusteillamme. Vastaavasti nostimme hieman ennusteitamme etenkin 2024 luottotappiovarausten osalta.

Odotamme nyt OmaSp:n vertailukelpoisten liiketoiminnan tuottojen kasvavan vuonna 2023 noin 62 %:lla 243 MEUR:oon (aik. 213 MEUR) ja vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asettuvan noin 38 %:iin. Vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja ennustamme nousevan vuonna 2023 noin 139 MEUR:oon (aik. 109 MEUR).

Arvioimme OmaSp:n tuloksen vahvistuvan edelleen ensi vuonna, kun tuloskehitystä tukee vielä

alkuvuodesta Liedon Säästöpankin tuoma epäorgaaninen kasvu. Odotamme yhtiön kulutehokkuuden säilyvän 2024 edelleen erinomaisena ja ennustamme vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asettuvan noin 38 %:iin. Luottotappiovarausten odotamme nousevan ensi vuonna selvästi ja olevan -19,9 MEUR (2023e: -12,2 MEUR) eli noin 0,33 % keskimääräisestä luottokannasta.

Edellisiä oletuksia mukailten odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja asettuvan vuonna 2024 noin 142 MEUR:oon (aik. 120 MEUR).

Vuonna 2025 odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen kääntyvän orgaanisesti laskuun supistuvasta korkokatteesta johtuen. Huomautamme, että emme ole toistaiseksi sisällyttäneet ennusteisiimme toukokuussa [tiedotettua](#) Handelsbankenin Suomen

pk-yritysassiakasliiketoimintojen hankintaa. Hankinta sai hiljattain [KKV:n hyväksynnän](#) ja järjestelyn on määrä mennä maaliin H2'24:llä. OmaSp on todennut, että hankinta kasvattaa sen vuotuista tuloksentekeyttä olennaisesti ja olemme [hahmotelleet](#), että järjestely voisi kasvattaa yhtiön vuotuista tulosta noin 10 MEUR:illa. Näin ollen arvioimme, että järjestelyn toteutumisen myötä yhtiöllä on edellytykset pitää tulos vähintäänkin vakaana vuonna 2025. Yhtiön johto kertoi Q2-infossa, että järjestelyn tarkasta toteutusajankohdasta ja tulosvaikutuksesta tullaan antamaan arviot myöhemmin. Tulemme sisällyttämään hankinnan ennusteisiimme, kun em. seikat täsmentyvät.

Myös osinkoennusteemme ovat nousseet kohonneiden tulosennusteiden johdosta selvästi. Käsittelemme osinkoennusteitamme tarkemmin seuraavalla sivulla.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e		Muutos %	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	213	243	14 %	232	260	12 %	244	250	2 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-92	-91	-1 %	-98	-98	0 %	-102	-102	0 %
Vertailukelpoinen PTP	108,4	138,9	28 %	119,6	141,7	18 %	126,9	131,8	4 %
Raportoitu PTP	109,4	139,1	27 %	122,0	144,1	18 %	129,3	134,2	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,64	3,38	28 %	2,89	3,42	18 %	3,06	3,18	4 %
Osakekohtainen osinko	0,55	1,00	82 %	0,65	1,05	62 %	0,75	1,10	47 %

Lähde: Inderes

Tase ylikapitalisoituu ennusteissamme lähivuosina räikeästi

IRB-hankkeessa edistytäneen ensi vuonna

OmaSp:n Q2-tulosinfossa sivuttiin yhtiön [IRB-hankkeen](#) edistymistä. Hankkeen aikataulu on riippuvainen Finanssivalvonnasta, mutta yhtiön johto oli toiveikas, että asiassa edettäisiin ensi vuoden aikana. IRB-siirtymä tuo OmaSp:n samalle viivalle muiden IRB-menetelmää käyttävien kilpailijoiden kanssa ja se tulee parantamaan merkittävästi myös pankin vakavaraisuussuhdetta. Olemme arvioineet, että IRB-siirtymä vahvistaisi OmaSp:n CET1-vakavaraisuutta noin 4-6 %-yksikköä. Olemme huomioineet IRB-siirtymän 2024 ennusteissamme ja olemme olettaneet, että sillä tulee itsessään olemaan noin 4 %-yksikön positiivinen vaikutus yhtiön CET1-vakavaraisuuteen.

CET1-tavoite päivitettiin kesäkuussa

OmaSp:n CET1-vakavaraisuus nousi Q2:n lopussa 14,1%:iin (Q1'23: 13,6 %). Yhtiö päivitti keskipitkän aikavälin vakavaraisuustavoitetta [kesäkuussa](#) ja päivitetty CET1-tavoitetaso on vähintään 2 %-yksikköä viranomaisvaateen yläpuolella (aik. CET1-vakavaraisuussuhde vähintään 14 %). OmaSp:n CET1-vakavaraisuusvaatimus oli Q2:n lopussa 7,86 % ja johdon puskuri huomioiden tavoitetaso olisi siten 9,86 %. OmaSp ei tehnyt vakavaraisuustavoitteen päivittämisen yhteydessä muutoksia osinkopolitiikkaansa ja yhtiön tavoitteena on jakaa edelleen vuosittain osinkoina vähintään 20 % nettotuloksestaan.

Tase ylikapitalisoituu ennusteissamme räikeästi, ylimääräistä voitonjakoa odotettavissa

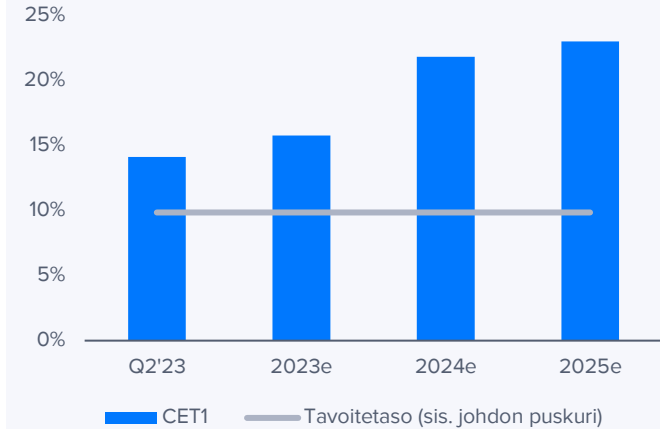
Odotamme OmaSp:n vakavaraisuuden vahvistuvan

vankan tuloskehityksen ja IRB-siirtymän myötä lähivuosina huomattavasti. Nousseiden tulosennusteiden johdosta olemme tarkistaneet osinkoennusteita ylöspäin ja odotamme nyt perusosion asettuvan vuosina 2023-2025 noin 1,0-1,10 euroon per osake, mikä tarkoittaa raportoidusta tuloksesta laskettuna noin 30-34 %:n osionjakosuhdetta.

Nousseista osinkoennusteista huolimatta OmaSp:n tase säilyy ennusteissamme lähivuosina räikeästi ylikapitalisoituna, sillä CET1-vakavaraisuus asettuu ennusteissamme vuosina 2024-2025 noin 21,8-23,0 %:iin, mikä on noin 2,2-2,3-kertainen taso suhteessa tavoitteeseen. Vuoden 2024 ennusteiden kautta tarkasteltuna odotamme pankin riskipainotetun taseen olevan IRB-siirtymä huomioiden noin 2,7 mrd. euroa, mikä edellyttäisi nykyisellä 9,9 % CET1-tavoitteella ydinpääomia laskelmiemme mukaan 264 MEUR:n edestä. Ennustemallissamme OmaSp:n ydinpääomat nousevat vuonna 2024 noin 584 MEUR:oon, mikä tarkoittaa yli 300 MEUR:n ylijäämää (+9 euroa per osake) suhteessa tavoitetasoon.

Huomautamme, että kaikkea ylijäämää tuskin tullaan jakamaan omistajille ja pääomia tullaan varmasti käyttämään myös jatkossa luottokannan orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvattamiseen (nykyisissä ennusteissamme luottokannan CAGR-kasvu ~5 % 2023-2025 välillä, puhtaasti orgaanista). Tästä huolimatta näemme ylipääomituksen ilmeisenä. Emme ole sisällyttäneet ylimääräisiä pääomanpalautuksia toistaiseksi ennusteisiimme, mutta pidämme todennäköisenä, että ylimääräistä voitonjakoa tullaan näkemään keväällä 2025 ja/tai 2026.

OmaSp:n CET1-vakavaraisuus, Q2'23 ja ennusteet 2023-2025e



Arvostus 1/3

Yhteenveto

Huomattavasti odotettua vahvempi Q2 johti reippaisiin ennustenosoihin ja näemme OmaSp:n lähivuosien tulostuennäkömät vankkoina. Olemme tarkastelleet päivituksen yhteydessä OmaSp:lle soveltamiimme arvonnäytysperusteita ja nostaneet samalla myös hieman yhtiölle soveltamaamme tuottovaatimusta. Osakkeen arvostus näyttyy edelliset tekijät huomioiden mielestämme edelleen hyvin houkuttelevalta, mitä mukaillen toistamme aiemman osta-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 28,5 euroon (aik. 26,0 euroa).

P/B-arvostus ja ROE verrokkiryhmän viitekehysessä

OmaSp arvostetaan 2023 ennusteillamme P/B-kertoimella 1,4x, mikä vastaa noin 26 % preemiota pohjoismaisista pankeista koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Huomionarvoista arvostuskertoimia tarkastellessa kuitenkin on OmaSp:n selvästi verrokkeja korkeampi oman pääoman tuottotaso (2023e: 25 % vs. 15 %).

Olemme tarkastelleet sivulla 9 OmaSp:n P/B-perusteista arvostusta verrokkien kontekstissa suhteuttamalla vuosien 2023 ja 2024 P/B-arvostuskertoimet vastaavien vuosien ROE-ennusteisiin. Olemme keränneet otokseen verrokkiyhtiöt, joilta on saatavissa mielekkäät konsensusennusteet sekä vuodelle 2023 että 2024. Tarkastelun perusteella OmaSp on ennustamaamme ROE-tasoon nähden P/B-perusteisesti verrokkiryhmässä aliarvostettu ja aliarvostus levenee, kun arvostusta tarkastellaan 2024 ennusteiden pohjalta. Vuoden 2024 ennusteilla OmaSp:lle voitaisiin regressiosuoran perusteella hyväksyä P/B-kerroin 1,4x. Arvostustaso tarkoittaisi 2024 ennusteillamme reilun 26 euron kurssitasoa ja 20 %:n nousuvaraa

nykykurssiin nähden.

P/B-perusteinen arvostus taloudellisten tavoitteiden valossa

OmaSp päivitti Q2:n lopussa vakavaraisuustavoitteen lisäksi myös oman pääoman tuottotavoitetta ja yhtiön pitkän tähtäimen ROE-tavoite on yli 16 %. Päivitetty tavoitetaso antaa mielekkäät raamit myös arvostuksen tarkastelulle.

Olemme oikealla olevassa taulukossa tarkastelleet hyväksyttävän P/B-arvostuksen riippuvuutta kestävästä oman pääoman tuottotason ja oman pääoman tuottovaatimuksen suhteen. Huomionarvoista on, että hyväksyttävä arvostustaso on vahvasti riippuvainen sijoittajien asettamasta tuottovaatimuksesta, mikä on määritelmällisesti subjektiivinen. Seuraavalla sivulla tekemämme estimoinnin perusteella osakemarkkinat ovat soveltaneet suuremmille pohjoismaisille pankeille viime vuosina keskimäärin 10,3 % implisiittistä oman pääoman tuottovaatimusta, kun tämän hetken pörssiinnoittelulla keskimääräinen oman pääoman tuottovaatimus on noin 12,0 %.

Vaikka OmaSp:n näytöt ovat takavuosilta kiistatta erittäin vahvat, tulisi yhtiölle soveltaa normaalioloissa mielestämme mm. pienemmästä koosta ja paikallisesta liiketoiminnasta johtuen hieman vertailuryhmän keskitasoa korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta. Subjektiivisen arviomme perusteella OmaSp:lle järkevä oman pääoman tuottovaatimus voisi liikkua karkeasti 11-13 %:n välillä. Oikealla olevasta taulukosta voidaan havaita, että mikäli OmaSp yltäisi kestävästi 16-18 %:n oman pääoman tuottoon (2024-2026e: k.a. 17,9 %), olisi yhtiön hyväksyttävä P/B-arvostus 11-13 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella 1,23x-1,64x välillä. Tavoitehintamme vastaa reilun vuoden päähän katsovilla 2024 ennusteilla P/B-kerrointa 1,5x.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	21,9	21,9	21,9
Markkina-arvo	725	725	725
P/E (oik.)	6,5	6,4	6,9
P/E	6,5	6,3	6,7
P/B	1,36	1,18	1,06
Osinko/tulos (%)	29,8 %	30,2 %	34,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Fundamenttiperusteinen P/B eri ROE-oletuksilla ja oman pääoman tuottovaatimuksilla

	Kestävä ROE				
	12 %	14 %	16 %	18 %	20 %
9 %	1,33x	1,56x	1,78x	2,00x	2,22x
10 %	1,20x	1,40x	1,60x	1,80x	2,00x
11 %	1,09x	1,27x	1,45x	1,64x	1,82x
12 %	1,00x	1,17x	1,33x	1,50x	1,67x
13 %	0,92x	1,08x	1,23x	1,38x	1,54x
14 %	0,86x	1,00x	1,14x	1,29x	1,43x

Arvostus 2/3

Tulosperusteinen arvostus selvästi alle historiallisten tasojen ja diskontolla verrokkeihin

OmaSp hinnoitellaan vuosien 2023-2024 ennusteillamme P/E-kertoimilla 6x. Arvostustaso on mielestämme kohtuuttoman matala, sillä viimeisen 5 vuoden aikana OmaSp:n mediaani P/E on ollut toteutuneella tuloksella laskettuna noin 12x. Vastaavasti Bloombergin datan perusteella yhtiö on hinnoiteltu vuosina 2019-2023 12kk eteenpäin katsovilla ennusteilla keskimäärin P/E-kertoimella ~9x. Historiallisten eteenpäin katsovien tuloskertoimien kautta ja 2024 ennusteidemme valossa arvostuskertoimet tarjoavatkin yli kolmanneksen nousuvaraa ja odotamme arvostuksen korjaantuvan vahvan tuloskehityksen jatkuessa.

OmaSp hinnoitellaan tulosperusteisesti myös alennuksella laajaan pohjoismaiseen pankkisektoriin

nähdessä ja vuosien 2023-2024 ennusteillamme diskontto on noin 13-18 %. Koska päivitimme edellisellä sivulla arviotamme yhtiön riskiprofiilista (ts. yhtiön oman pääoman tuottovaatimuksen tulisi olla jonkin verran verrokkiryhmää korkeampi), on siitä seuraava looginen johtopäätös se, että yhtiön tuloskertoimien tulisi olla normaalioloissa jonkin verran verrokkiryhmän alapuolella.

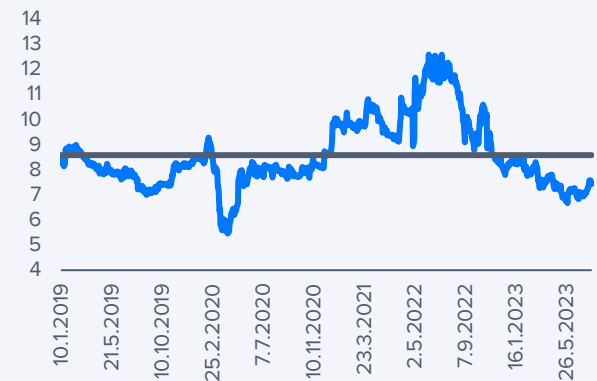
Verrokkihinnoittelun osalta huomionarvoista kuitenkin on, että pohjoismainen pankkisektori arvostetaan tällä hetkellä tulosperusteisesti poikkeuksellisen matalalle ja viimeisen 10 vuoden aikana sektoria on hinnoiteltu keskimäärin P/E-kertoimilla 10-11x. Näkemyksemme mukaan pankkisektorin tämän hetkiset arvostustasot maalaavat turhan synkkää kuvaa yhtiöiden lähivuosien näkymistä ja näemmekin koko sektorin arvostustasoissa selvää nousuvaraa, kun lähivuosien

tuloskehitykseen liittyvät (korkotason kehitys, taloussuhdanne ja luottotappiot) huolet hälvenevät ja ja ylimääräiset riskipreemiot poistuvat sektorin hinnoittelusta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2023e
		2023e	2024e	2023e	2024e	
Aktia	682	8,0	7,2	8,0	9,2	1,0
Danske Bank	18558	7,2	7,0	8,8	8,9	0,8
DNB	28648	8,6	8,8	6,8	7,0	1,3
Jyske Bank	4428	6,8	6,8			0,8
Nordea	36739	7,4	7,4	9,3	9,4	1,2
Rilba	3488	12,4	12,0	1,1	1,1	2,5
SEB	23555	7,5	8,3	6,6	6,5	1,2
Handelsbanken	15828	6,9	7,6	8,7	9,3	0,9
Spar Nord Bank	1735	11,3	10,6	4,6	4,6	1,0
Swedbank	18693	6,6	7,1	7,5	8,9	1,1
Sydbank	2455	7,5	8,0	6,8	6,3	1,2
OmaSp (Inderes)	725	6,5	6,4	4,6	4,8	1,4
Keskiarvo		8,2	8,3	6,8	7,1	1,2
Mediaani		7,5	7,8	7,2	8,0	1,1
Erotus-% vrt. mediaani		-13 %	-18 %	-36 %	-40 %	26 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

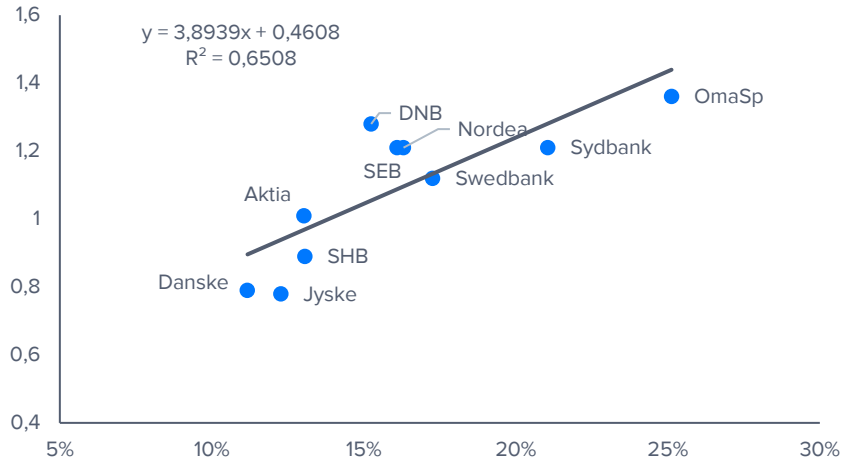
OmaSp:n 12kk fwd P/E



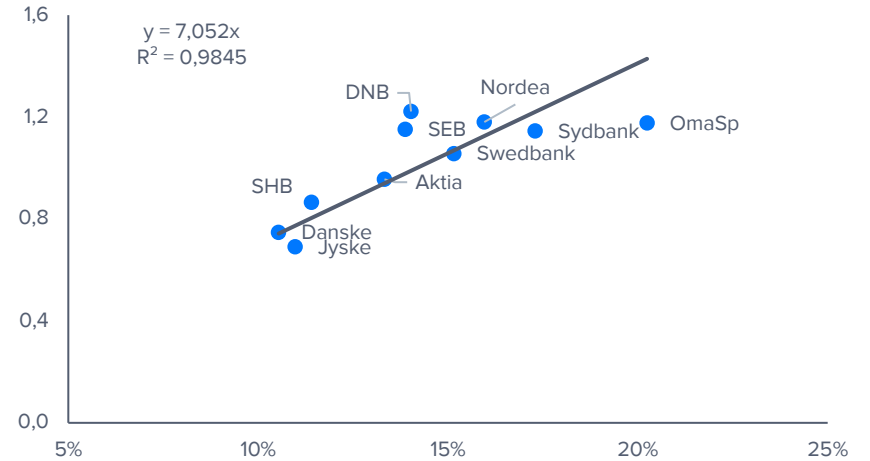
Lähde: Bloomberg

Arvostus 3/3

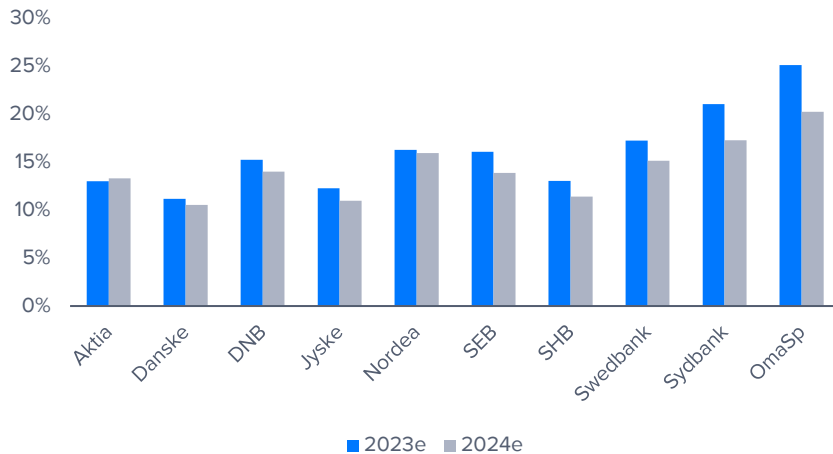
ROE ja P/B 2023e



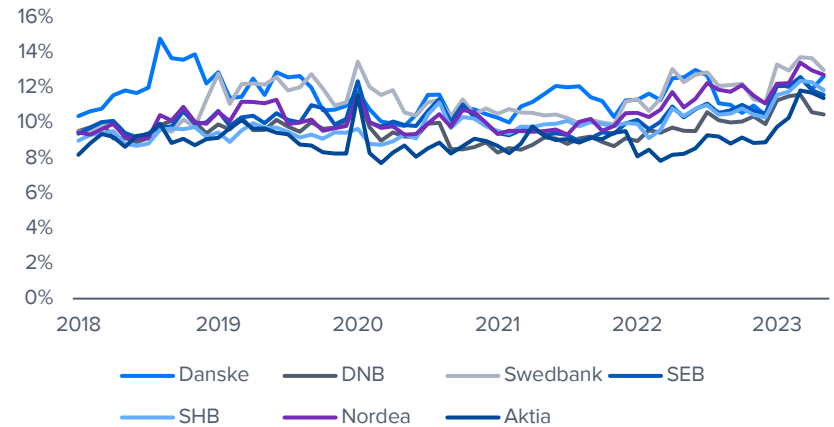
ROE ja P/B 2024e



Pohjoismaisten pankkien ROE 2023-2024e



Eräiden pohjoismaisten pankkien implisiittinen oman pääoman kustannus¹



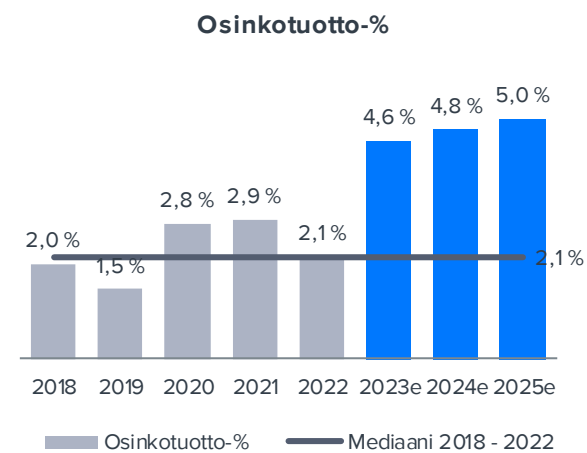
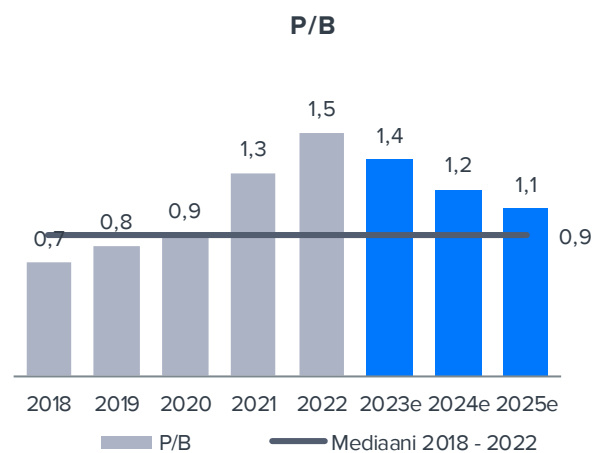
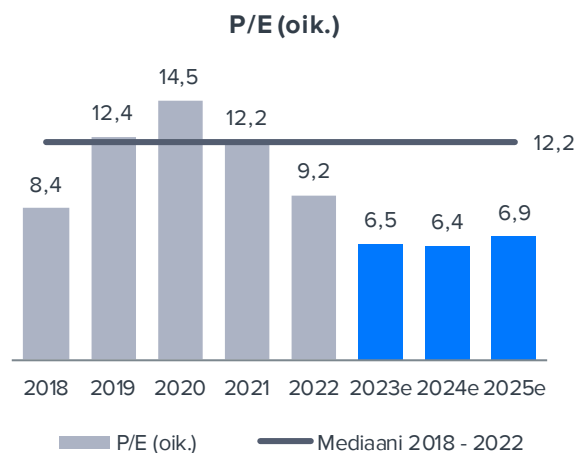
Lähde: Refinitiv, Bloomberg ja Inderes

¹Implisiittinen CoE ratkaistu yhtälöstä $P/B = (ROE-g)/(CoE-g)$

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,00	8,88	10,6	17,1	18,6	21,9	21,9	21,9	21,9
Markkina-arvo	207	263	314	512	559	725	725	725	725
P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	12,2	9,2	6,5	6,4	6,9	6,4
P/E	8,9	9,5	10,2	7,7	10,1	6,5	6,3	6,7	6,3
P/B	0,7	0,8	0,9	1,3	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9
Osinko/tulos (%)	20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	29,8 %	30,2 %	34,0 %	33,1 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	682	8,0	7,2	8,0	9,2	1,0
Danske Bank	18558	7,2	7,0	8,8	8,9	0,8
DNB	28648	8,6	8,8	6,8	7,0	1,3
Jyske Bank	4428	6,8	6,8			0,8
Nordea	36739	7,4	7,4	9,3	9,4	1,2
Rilba	3488	12,4	12,0	1,1	1,1	2,5
SEB	23555	7,5	8,3	6,6	6,5	1,2
Handelsbanken	15828	6,9	7,6	8,7	9,3	0,9
Spar Nord Bank	1735	11,3	10,6	4,6	4,6	1,0
Swedbank	18693	6,6	7,1	7,5	8,9	1,1
Sydbank	2455	7,5	8,0	6,8	6,3	1,2
OmaSp (Inderes)	725	6,5	6,4	4,6	4,8	1,4
Keskiarvo		8,2	8,3	6,8	7,1	1,2
Mediaani		7,5	7,8	7,2	8,0	1,1
Erotus-% vrt. mediaani		-13 %	-18 %	-36 %	-40 %	26 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	80,1	23,1	24,2	27,0	30,6	104,9	36,2	49,2	51,6	52,1	189,2	203,9	189,9
Palkkiotuotot netto	33,7	10,3	10,7	10,2	8,2	39,4	10,5	12,6	11,9	12,7	47,6	49,9	53,7
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	5,2	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,4	0,6	0,6	2,6	2,4	2,4
Muut tuotot	37,5	3,0	1,1	0,3	1,0	5,4	3,0	1,0	1,0	1,0	5,9	6,6	6,6
Liiketoiminnan tuotot	156,6	34,5	33,8	36,3	39,7	144,4	50,7	63,2	65,1	66,3	245,3	262,8	252,7
Kertatuotot	39,7	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,4	0,6	0,6	2,6	2,4	2,4
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	116,9	36,3	36,1	37,4	39,9	149,7	49,7	62,8	64,5	65,7	242,7	260,4	250,3
Henkilöstökulut	-20,6	-6,1	-6,8	-5,8	-5,6	-24,3	-6,0	-8,5	-7,7	-7,6	-29,7	-31,1	-32,8
Liiketoiminnan muut kulut	-34,4	-10,8	-9,8	-9,3	-11,2	-41,2	-17,7	-11,1	-13,1	-13,5	-55,4	-57,0	-58,7
Poistot ja arvonalentumiset	-10,3	-1,9	-1,8	-1,9	-1,9	-7,5	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-8,3	-9,9	-10,4
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-65,3	-18,9	-18,5	-16,9	-18,7	-73,1	-25,6	-21,7	-22,9	-23,2	-93,3	-98,1	-101,9
Kertakulut	-9,5	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-1,9	-0,5	0,0	0,0	-2,4	0,0	0,0
Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut	-55,8	-18,9	-18,5	-16,9	-17,4	-71,7	-23,7	-21,1	-22,9	-23,2	-90,9	-98,1	-101,9
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-7,3	2,5	-1,4	-1,6	-1,3	-1,7	-1,6	-2,7	-3,7	-4,2	-12,2	-19,9	-15,9
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	-0,7	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	83,3	18,2	13,9	17,8	19,3	69,2	23,3	38,7	38,4	38,8	139,1	144,1	134,2
Kertaerät yhteensä	30,1	-1,8	-2,2	-1,1	-1,5	-6,6	-0,9	-0,1	0,6	0,6	0,2	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	53,1	20,0	16,2	18,9	20,8	75,9	24,2	38,8	37,8	38,2	138,9	141,7	131,8
Tuloverot	-17,0	-3,4	-2,8	-3,6	-4,0	-13,8	-4,6	-7,8	-7,7	-7,8	-27,9	-29,0	-27,0
Vähemmistöt	-0,1	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	66,2	14,8	11,1	14,2	15,3	55,4	18,7	30,9	30,7	31,0	111,2	115,2	107,3
EPS (oikaistu)	1,41	0,54	0,43	0,50	0,55	2,02	0,61	0,93	0,91	0,92	3,38	3,42	3,18
EPS (raportoitu)	2,22	0,49	0,37	0,47	0,51	1,84	0,59	0,93	0,92	0,93	3,38	3,48	3,24
Osinko per osake	0,50					0,40					1,00	1,05	1,10

Avainluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	17,8 %	32,0 %	22,9 %	29,8 %	27,9 %	28,1 %	36,7 %	74,0 %	72,3 %	64,8 %	62,1 %	7,3 %	-3,9 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	47,7 %	52,0 %	51,4 %	45,2 %	43,6 %	47,9 %	47,7 %	33,7 %	35,4 %	35,3 %	37,5 %	37,7 %	40,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Käteiset varat	198	402	393	405	433
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	86	115	104	107	114
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4326	4754	5947	6126	6554
Johdannaiset	2	2	5	5	5
Sijoitusomaisuus	645	553	563	571	587
Osakkuusyhtiöt	23	25	26	26	26
Aineettomat hyödykkeet	10	9	13	16	16
Aineelliset hyödykkeet	28	29	36	34	33
Muut varat	54	54	71	71	71
Varat yhteensä	5373	5942	7158	7360	7841

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Velat yhteensä	4971	5577	6626	6746	7154
Velat luottolaitoksille	213	243	248	184	148
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2898	3112	3776	3890	4162
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1762	2087	2385	2457	2629
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	40	60	60	60
Muut velat	83	95	156	156	156
Oma pääoma yhteensä	401	365	532	614	687
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	145	69	138	138	138
Kertyneet voittovarot	232	272	370	452	525
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	5373	5942	7158	7360	7841

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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](#).

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 €
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 €	19,94 €
7.2.2023	Osta	26,00 €	20,25 €
3.5.2023	Osta	26,00 €	19,72 €
1.8.2023	Osta	28,50 €	21,85 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**