

OmaSp

Yhtiöraportti

29.10.2024 7.30 EET



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Epävarmuus painaa potentiaalia enemmän

Oma Säästöpankki julkaisi vaisuhkon Q3-tuloksen. Kehitys jäi ennusteistamme lähes kaikilla riveillä, minkä johdosta myös tulos oli selvästi odotuksiamme matalampi. Raportin jäljiltä laskimme myös lähivuosien tulosenennusteitamme. Vaikka arvostus näyttäytyy maltillisena tulonäkymiin suhteutettuna, on vaikeasti ennustettavien luottotappiomäärien kehitykseen liittyvä riski yhä selvästi koholla. Otammekin osakkeen suhteen varovaisemman kannan ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) 13 euron tavoitehinnalla (aik. 18€).

Ennusteista jäätiin lähes joka rivillä

OmaSp:n tuotot jäivät kolmannella kvartaalilla hieman ennusteestamme, mikä saattaa osaltaan selittyä Handelsbankenin arviota pienemmällä vaikutuksella. Kulut olivat sen sijaan selvästi odotuksiamme korkeammat. Tämä selittyi kertakuluilla, joita kirjattiin odotuksiamme enemmän sekä yritysjärjestelyyn että luottokannan selvitystyöhön liittyen. Luottotappiot olivat jälleen hyvin korkealla ja ylittivät ennusteemme reilulla marginaalilla (13,3 MEUR vs. 7,0 MEUR ennuste). Kvartaalin kehityksen oltua odotuksiamme heikompaa lähes kaikilla tuloslaskelman riveillä jäi myös raportoitu tulos selvästi ennusteestamme vertailukelpoisen osakekohtaisen tuloksen oltua 0,67 euroa (ennuste 0,89€). Oman pääoman tuotto säilyi kuitenkin yhä kelvollisella yli 13 %:n tasolla. Kuluvan vuoden tulohjeistukseen ei raportin yhteydessä tehty muutoksia, ja pankki odottaa sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja olevan 80–100 MEUR. Oma päivitetty ennusteemme on noin 86 MEUR.

Tulosenusteemme laskivat

Tuottopuolen keskeisinä ennustemuutoksina laskimme hieman odotuksiamme korkokatemarginaalin kehityksestä sekä lainakannan kasvusta OmaSp:n keskittyessä sisäisten prosessien sekä riskienhallinnan vahvistamiseen. Olemme myös huomioineet Handelsbankenin pk-yritysliiketoiminnan hankinnan ennusteissamme, mutta tämän positiivinen vaikutus hautautui valtaosin muiden muutosten alle. Samalla kuluennusteemme nousivat, sillä arvioimme riskienhallinnan vahvistamisen johtavan myös kulutason nousuun. Lisäksi nostimme luottotappioennusteitamme huomioimaan lainakannan laatuun liittyvää epävarmuutta. Kasvaneista luottotappio- ja kuluennusteistamme huolimatta arvioimme pankin kannattavuuden säilyvän kelvollisella tasolla. Riskienhallintaan liittyvien puutteiden takia luottotappiot poikkeavat kuitenkin selvästi tavanomaisesta tasosta ja olematon näkyvyys luottokannan todelliseen laatuun kohottaa myös yhtiön riskitasoa merkittävästi. Myöskään uusia merkittävän kokoisia luottotappiokirjauksia ei voida tässä kohtaa poissulkea.

Riskit painavat vaakakupissa potentiaalia enemmän

OmaSp:n johdolla on reilusti todistustaakkaa markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi alkuvuoden rajujen luottotappiokirjausten sekä riskienhallinnassa esiin tulleiden puutteiden jäljiltä. Näemme osakkeessa yhä selvää potentiaalia, mikäli luottotappiokehitykseen liittyvät huolet hiljalleen väistyvät. Merkittävästi kohonneista luottotappiomääristä johtuen käyvän arvon sekä tuotto-odotuksen haarukoiminen on kuitenkin tällä hetkellä poikkeuksellisen haastavaa. Tuloksetekokykyyn nähden maltillisesta arvostuksesta huolimatta (P/B 0,7x, ROE 2025–2027e keskimäärin ~13 %) otamme osakkeen suhteen varovaisemman kannan, sillä korkeana säilyvät luottotappiokirjaukset heikentäisivät edelleen luottamusta pankin lainakannan laatuun sekä laskisivat tulonäkymiä. Samalla ajurit ovat lyhyellä aikavälillä vähissä, ja osakekurssin piristyminen vaatisi käytännössä luottotappiotasojen selkeän laskun lisäksi yleisen taloustilanteen kohentumista.

Suositus

Vähennä

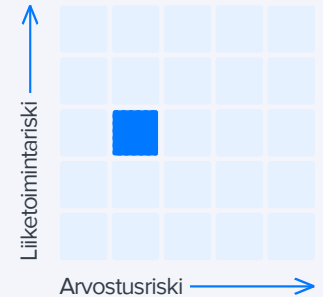
(aik. Lisää)

13,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

12,48



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liiketoiminnan tuotot	247,1	271,1	261,4	253,0
kasvu-%	71 %	10 %	-4 %	-3 %
PTP	138,0	77,0	115,9	103,9
Nettotulos	110,0	61,6	92,8	83,1
EPS (oik.)	3,54	2,07	2,77	2,47
Osinko	1,00	0,56	0,84	0,88
P/E (oik.)	6,0	6,0	4,5	5,0
P/B	1,3	0,7	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	4,7 %	4,5 %	6,7 %	7,0 %

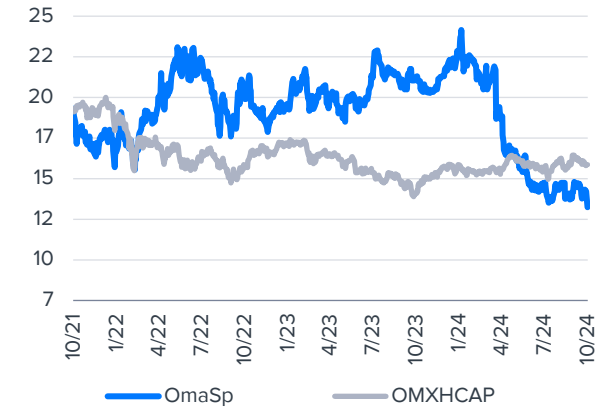
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

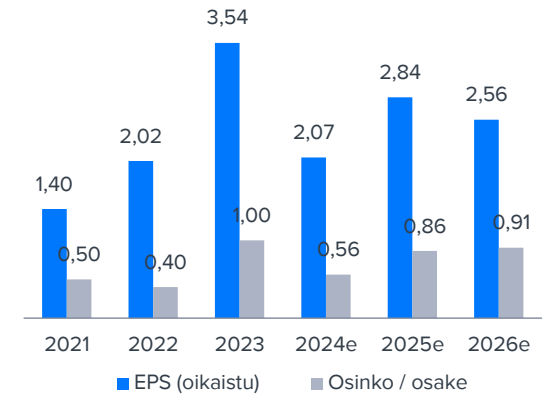


Lähde: Millistream Market Data AB

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun jatkuminen ja hyvän kannattavuuden säilyttäminen
- Yritysjärjestelyt
- Vakavaraisuuslaskennassa IRB-malliin siirtyminen vapauttaisi 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 lasku

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	413	413	413
P/E (oik.)	6,0	4,5	5,0
P/E	6,7	4,4	5,0
P/B	0,71	0,63	0,58
Osinko/tulos (%)	30,0 %	29,9 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	6,7 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Ennusteista jätiin lähes joka rivillä

Luottotappiot olivat jälleen koholla

Pankin Q3-tuotot jäivät hieman ennusteestamme, mikä saattaa osaltaan selittyä Handelsbankenin arviota pienemmällä vaikutuksella. Yritysosto huomioitiin luvuissa vain noin kuukauden ajalta. Kulut olivat sen sijaan selvästi odotuksiamme korkeammat. Tämä selittyi kertakuluilla, joita kirjattiin sekä yritysjärjestelyyn että luottokannan selvitystyöhön liittyen odotuksiamme enemmän, yhteensä noin 3,9 MEUR.

Luottotappiot olivat jälleen hyvin korkealla ja ylittivät ennusteemme reilulla marginaalilla (13,3 MEUR vs. 7,0 MEUR ennuste). Kvartaalin kehityksen oltua odotuksiamme heikompaa lähes kaikilla tuloslaskelman riveillä jäi myös tulos selvästi ennusteestamme. Vertailukelpoinen osakekohtainen tulos oli 0,67 euroa.

Lainakannan laadussa nähtiin heikkenemistä

OmaSp:n lainakanta kasvoi Q3:lla selvästi, mutta

tämä selittyy Handelsbankenin pk-yritysliiketoimintojen hankinnalla. Lainakannan orgaaninen kasvu jäi laskelmiemme mukaan nollan tuntumaan. Talletuskanta niin ikään kasvoi, mutta selvästi aiemmin tiedotettua Handelsbankenin mukanaan tuomaa määrää vähemmän. Näin ollen maltillista poistumaa talletusasiakkaiden osalta on kvartaalin aikana tapahtunut.

Lainakannan laadussa nähtiin jälleen heikkenemistä ja erääntyneiden saamisten määrä nousi jo laskelmiemme mukaan 6,6 %:iin lainakannasta (Q3'23: 2,9 %). Erääntyneiden saamisten sekä luottotappiovarauksien kasvu selittyivät osittain pankin tekemillä muutoksilla asiakaskokonaisuuksien määrittelyyn. Tulkitsimme tämän tarkoittavan, että luottotappiovaraukset alkuvuonna esiin tulleisiin väärinkäytöksiin kasvoivat. Pankki kertoi lisäksi käynnistäneensä kyseisen 240 MEUR:n luottokannan hallitun alasajo, mikä mielestämme voi viitata koholla säilyviin luottotappiokirjauksiin lähivuosina.

Pankki on kuitenkin yhä varsin tukevasti pääomitettu ja sen ydinvakavaraisuussuhde oli Q3:n lopussa 14,2 % (viranomaisvaatimus 8,9 %). Kokonaisvakavaraisuussuhde oli puolestaan 15,4 % (vaatimus 13,0 %). Selvästi positiivinen tuloskertymä tarjoaa jatkossa ennusteissamme tukea vakavaraisuuden kehitykselle.

Ohjeistukseen ei muutosta

OmaSp:n kohdalla keskeinen riskitekijä liittyy luottotappioiden tulevaan kehitykseen. Q3:lla kehitys oli alkuvuoden tapaan negatiivista, joten pankin ympärillä velloo yhä poikkeuksellisen paljon epävarmuuksia. Johdolla onkin tulevaisuudessa täysi työ markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi, minkä arvoimme vievän rutkasti aikaa. Kuluvan vuoden tulosoheistukseen ei tulosjulkistuksen yhteydessä tehty muutoksia, ja pankki odottaa sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja olevan 80–100 MEUR.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erutus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	66,0	64,1	66,8				-4 %	275,5
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	67,1	64,9	66,4				-2 %	274,5
Tulos ennen veroja (oik.)	40,5	27,5	37,0				-26 %	97,2
Tulos ennen veroja	41,8	22,8	37,4				-39 %	96,1
EPS (oik.)	0,97	0,67	0,89				-25 %	2,35
EPS (raportoitu)	1,01	0,55	0,90				-39 %	2,32

Lähde: Inderes

Oma Säästöpankki Q2'24: Mittavat selvitystyöt



Nostimme kulu- ja luottotappioennusteitamme

Prosessit kuntoon ennen kasvun jatkumista

Olemme tehneet tarkastuksia lähivuosien tuottoennusteisiimme. Oletuksemme pidemmän aikavälin korkokatemarginaalin kehityksestä on hieman laskenut, sillä odotamme aiempaa suuremman osuuden rahoituksesta tulevan markkinaehtoisista velkakirjoista. Lisäksi laskimme lainakannan kasvuennusteitamme. Tämän taustalla on pankin keskittyminen sisäisten prosessien sekä riskienhallinnan vahvistamiseen.

Olemme myös huomioineet Handelsbankenin pk-yritysliiketoiminnan hankinnan ennusteissamme, mutta tämän positiivinen vaikutus hautautui valtaosin muiden muutosten alle. Kokonaisuutena lähivuosien tuottoennusteemme säilyivät lähes ennallaan ennustepäivitysten jäljiltä.

Panostukset riskienhallintaan nostavat kulutasoa

Tarkastimme Q3-raportin pohjalta kuluennusteitamme asteen ylöspäin. Osa kuluvan vuoden kulukasvusta selittyy kertaluonteisilla tekijöillä, mutta arvioimme riskienhallinnan vahvistamisen johtavan myös kulutason pysyvämpään nousuun. Lisäksi Handelsbankenin pk-yritysliiketoimintojen hankinta sekä uudet konttorit näkyvät operatiivisissa kuluissa täysimääräisinä Q4:ltä lähtien.

Luottotappioennusteissa nousua

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat luottotappioennusteisiimme, joita nostimme Q3:n kehityksen pohjalta. Vaikka huomattava osa väärinkäytöksen alaisesta luottokannasta (yhteensä noin 240 MEUR) on jo kirjattu luottotappiovarauksina tuloslaskelmalle, on arviomme mukaan varsin mahdollista, että nämä rasittavat tulosta vielä tulevina vuosinakin. Lisäksi lainakannan kattamisaste

(luottotappiovaraukset/järjestämättömät luotot) on laskelmiemme mukaan yhä varsin maltillinen 22 %. Samalla Suomen työllisyystilanne on ottanut askeleen heikompaan suuntaan, mikä voi kasvattaa muun muassa asunto- ja yrityslainojen maksurästejä ja lopulta luottotappioita. Huomautamme kuitenkin, että luottotappiokehityksen ennakoiminen on varsin haastavaa, ja kehitys voi lopulta poiketa varsin selvästikin ennusteistamme suuntaan tai toiseen. Nykyiset ennusteemme odottavat lähivuosille varsin korkeaa noin 0,6 %:n luottotappiotasoa suhteessa keskimääräiseen lainakantaan (2015–2023 keskiarvo ~0,26 %).

Kasvaneista luottotappio- ja kuluennusteistamme huolimatta odotamme OmaSp:n kannattavuuden säilyvän varsin kelvollisella tasolla. Suhtaudumme kuitenkin aiempaa varovaisemmin tulostuloksiin, sillä lähivuosien tulosennusteemme laskivat 8–11 %.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	272	272	0 %	256	260	1 %	248	251	1 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-100	-99	-1 %	-104	-106	2 %	-107	-109	2 %
Vertailukelpoinen tulos ennen veroja	95	86	-10 %	124	114	-8 %	115	102	-11 %
Raportoitu tulos ennen veroja	94	77	-18 %	126	116	-8 %	117	104	-11 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,31	2,07	-10 %	3,01	2,77	-8 %	2,78	2,47	-11 %
Osakekohtainen osinko	0,73	0,56	-23 %	1,06	0,84	-21 %	0,99	0,88	-11 %

Lähde: Inderes

Riskit painavat vaakakupissa potentiaalia enemmän

OmaSp:n johdolla on reilusti todistustaakkaa markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi alkuvuoden korkeiden luottotappiokirjausten sekä riskienhallinnassa esiin tulleiden puutteiden jäljiltä.

Näemme osakkeessa yhä selvää potentiaalia, mikäli luottotappiokehitykseen liittyvät huolet hiljalleen väistyvät. Käytännössä tämä vaatisi ainakin luottotappiotasojen selkeää laskua nykytasolta sekä yleisen taloustilanteen kohentumista. Merkittävästi kohonneista luottotappiomääristä johtuen käyvän arvon sekä tuotto-odotuksen haarukoiminen on kuitenkin tällä hetkellä poikkeuksellisen haastavaa, joten tuloksentekokykyyn nähden houkuttelevasta arvostuksesta huolimatta (P/B 0,7x, ROE 2025–2027e keskimäärin ~13 %) kehotamme sijoittajia varovaisuuteen. Emme myöskään näe ajureita merkittävästi nykyistä korkeampaan arvostukseen ennen kuin epävarmuudet luottotappioriskien osalta hälvenevät ja yleinen talouskehitys kirkastuu. Laskemmekin tavoitehintamme 13 euroon ja suosituksemme vähennä-tasolle.

Osakkeen riskitaso on korkea

Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on noussut pykälällä 14 %:iin (aik. 13 %), sillä päättynyt kvartaali tarjosi jälleen pettymyksen luottotappioiden kehityksestä. Näin ollen ennusteriskit ovat pankin osalta yhä selvästi koholla. OmaSp:n aloittamat toimet riskienhallinnan vahvistamiseksi ovat mielestämme oikeansuuntaisia, mutta markkinoiden luottamuksen palautuminen tulee parhaassakin tapauksessa viemään aikaa.

Huomautamme myös, että pankin liiketoiminta on yhä varsin kannattavaa ja tase kohtalaisen vakavarainen, joten emme ainakaan toistaiseksi odota kasvavista

luottotappioista muodostuvan pankille merkittävää ongelmaa. Tulostasoon sekä riskitasoon nämä kuitenkin vaikuttavat painaen arvostusta ja heikentäen sijoittajan tuotto-odotusta.

Tasepohjainen hinnoittelu havainnollistaa potentiaalia

OmaSp:n hyväksyttävää, fundamentteihin perustuvaa P/B-lukua voidaan tarkastella tekemällä oletuksia kestävästä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotasosta (ROE), oman pääoman tuottovaatimuksesta sekä kestävästä kasvutekijästä (g). Mikäli oletamme OmaSp:n yltävän suhdannesyklin yli kestävästi noin 13–14 %:n ROE-tasoon (vrt. nykyinen taloudellinen tavoite +16 %, viimeisen 3 vuoden keskiarvo 18,8 %) ja sovellamme yhtiölle keskimääristä selvästi korkeamman riskin huomioivaa 13–14,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta sekä 2,5 %:n kasvutekijää, asettuisi hyväksyttävä P/B-kerroin noin 0,9x–1,1x tasolle. Tämän mukainen arvo OmaSp:n osakkeelle olisi noin 15–19 euroa. Vaikka laskelmaan nojaaminen on tällä hetkellä vaikeaa, havainnollistaa se osakkeen potentiaalia korkeaa riskiä sietävälle sijoittajalle. Lisäksi laskelmassa on huomioitava, että kehityksen kääntyessä positiiviseksi laskisi myös tuottovaatimus nykyisestä ja tarjoaisi tukea arvostustasolle.

Emme enää sovelta verrokkianalyysejä arvonmäärittämisessämme, sillä OmaSp eroaa verrokeistaan selvästi korkeammalla riskiprofiilillaan.

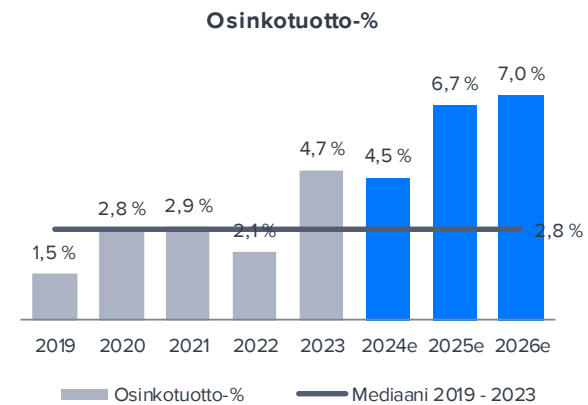
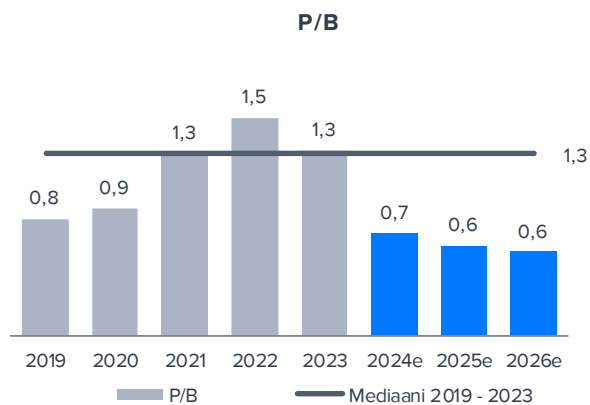
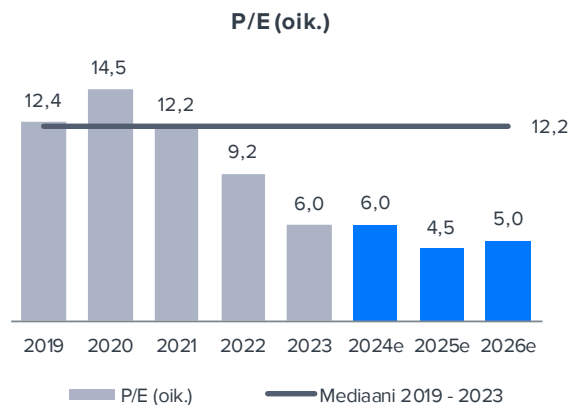
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	413	413	413
P/E (oik.)	6,0	4,5	5,0
P/E	6,7	4,4	5,0
P/B	0,71	0,63	0,58
Osinko/tulos (%)	30,0 %	29,9 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	6,7 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,88	10,6	17,1	18,6	21,3	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	263	314	512	559	703	413	413	413	413
P/E (oik.)	12,4	14,5	12,2	9,2	6,0	6,0	4,5	5,0	4,4
P/E	9,5	10,2	7,7	10,1	6,4	6,7	4,4	5,0	4,3
P/B	0,8	0,9	1,3	1,5	1,3	0,7	0,6	0,6	0,5
Osinko/tulos (%)	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	30,1 %	30,0 %	29,9 %	34,9 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	4,7 %	4,5 %	6,7 %	7,0 %	8,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	676	7,1	7,4	8,3	8,9	1,0
Danske Bank	22973	7,6	7,7	11,4	8,0	0,9
DNB	29057	8,5	9,3	7,3	7,4	1,4
Jyske Bank	4583	6,7	6,9	4,6	4,4	0,7
Nordea	38013	7,5	7,9	9,0	8,8	1,2
Riiba	4059	12,7	12,8	1,0	1,1	2,6
SEB	27970	8,6	9,4	7,9	6,8	1,4
Handelsbanken	19428	8,4	9,8	10,5	9,2	1,1
Spar Nord Bank	2196	7,2	8,5	7,8	6,7	1,2
Swedbank	21248	7,4	8,4	7,3	8,4	1,1
Sydbank	2422	5,9	6,7	8,7	7,6	1,1
OmaSp (Inderes)	415	6,1	4,4	4,5	6,9	0,7
Keskiarvo		8,0	8,7	7,6	7,0	1,2
Mediaani		7,5	8,5	7,9	7,6	1,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>		-19 %	-48 %	-44 %	-9 %	-37 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	144	50,7	63,2	66,0	67,2	247	74,1	67,5	64,1	65,4	271	261	253	259
Oma säästöpankki	144	50,7	63,2	66,0	67,2	247	74,1	67,5	64,1	65,4	271	261	253	259
Käyttökate	76,8	25,3	40,8	42,7	37,7	146	26,8	6,6	25,1	27,5	86,1	116	104	119
Poistot ja arvonalennukset	-7,5	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-8,4	-2,2	-2,1	-2,3	-2,5	-9,1	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	75,9	24,2	38,8	41,8	38,7	144	25,6	5,5	27,5	27,0	85,6	114	102	118
Liikevoitto	69,2	23,3	38,7	40,5	35,5	138	24,7	4,5	22,8	25,0	77,0	116	104	119
Oma säästöpankki	69,2	23,3	38,7	40,5	35,5	138	24,7	4,5	22,8	25,0	77,0	116	104	119
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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
Nettorahoituskulut	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
Tulos ennen veroja	69,2	23,3	38,7	40,5	35,5	138	24,7	4,5	22,8	25,0	77,0	116	104	119
Verot	-13,8	-4,6	-7,8	-8,2	-7,4	-28,0	-4,8	-1,1	-4,5	-5,0	-15,4	-23,2	-20,8	-23,8
Vähemmistöosuudet	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	28,1	110	19,9	3,4	18,3	19,9	61,6	92,8	83,1	95,3
EPS (oikaistu)	2,02	0,61	0,93	1,01	1,00	3,54	0,62	0,13	0,67	0,65	2,07	2,77	2,47	2,84
EPS (raportoitu)	1,84	0,59	0,93	0,98	0,86	3,34	0,60	0,10	0,55	0,60	1,86	2,80	2,51	2,88

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-7,8 %	46,8 %	86,7 %	81,9 %	69,2 %	71,1 %	46,1 %	6,8 %	-2,8 %	-2,7 %	9,7 %	-3,6 %	-3,2 %	2,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	42,7 %	20,7 %	140,3 %	121,1 %	86,4 %	89,2 %	5,8 %	-85,8 %	-34,2 %	-30,3 %	-40,4 %	33,6 %	-10,5 %	14,9 %
Käyttökate-%	53,2 %	49,8 %	64,6 %	64,7 %	56,0 %	59,2 %	36,2 %	9,9 %	39,2 %	42,0 %	31,7 %	44,4 %	41,1 %	46,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	52,5 %	47,6 %	61,4 %	63,4 %	57,5 %	58,1 %	34,5 %	8,2 %	42,9 %	41,2 %	31,6 %	43,7 %	40,4 %	45,4 %
Nettotulos-%	38,4 %	36,8 %	48,9 %	49,0 %	41,9 %	44,5 %	26,9 %	5,1 %	28,6 %	30,5 %	22,7 %	35,5 %	32,9 %	36,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Käteiset varat	402	682	471	649	662
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	115	192	211	214	218
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4754	5997	6410	6474	6604
Johdannaiset	2	45	77	78	80
Sijoitusomaisuus	553	561	526	544	554
Osakkuusyhtiöt	25	24	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	9	14	30	30	30
Aineelliset hyödykkeet	29	35	38	38	38
Muut varat	54	93	63	63	63
Varat yhteensä	5942	7643	7851	8115	8273

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Velat yhteensä	5577	7102	7273	7462	7565
Velat luottolaitoksille	243	165	240	200	170
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	3112	3778	4000	4040	4121
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	2087	2930	2716	2904	2957
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	40	60	60	60	60
Muut velat	95	168	257	257	257
Oma pääoma yhteensä	365	541	578	653	708
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	69	149	158	158	158
Kertyneet voittovarot	272	368	396	471	526
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	0	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	5942	7643	7851	8115	8273

Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liiketoiminnan tuotot	156,6	144,4	247,1	271,1	261,4	EPS (raportoitu)	2,21	1,84	3,34	1,86	2,80
Liiketoiminnan kulut	-51,7	-65,3	-73,1	-90,6	-107,0	EPS (oikaistu)	1,40	2,02	3,54	2,07	2,77
Luottotappiot	-21,6	-7,3	-1,7	-17,1	-86,2	Osinko / osake	0,50	0,40	1,00	0,56	0,84
Voitto ennen veroja	83,3	69,2	138,0	77,0	115,9	Omapääoma / osake	13,38	12,16	16,44	17,50	19,74
Nettovoitto	66,2	55,4	110,0	61,6	92,8						
Kertaluontoiset erät	11,0	30,1	-6,6	-5,5	-8,6						
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Avainluvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2960	4326	4754	5997	6410	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	11 %	17 %	18 %	28 %	66 %
Sijoitusomaisuus	330	645	553	561	526	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	57 %	51 %	48 %	48 %	35 %
Riskipainotetut saamiset	1784	2037	2398	2547	3300	Luottokannan kasvu	17 %	46 %	10 %	26 %	7 %
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2006	2898	3112	3778	4000	EPS oik. kasvu-%	-14 %	2 %	92 %	44 %	75 %
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	938	1762	2087	2930	2716	Arvonalentumis-% luotoista	0,68 %	0,19 %	0,04 %	0,32 %	1,39 %
Oma pääoma	320	401	365	541	578	ROE-%	9,1 %	9,1 %	17,6 %	14,5 %	24,3 %
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	15,9 %	15,5 %	13,3 %	14,9 %	14,5 %
						Omavaraisuusaste	9,4 %	8,1 %	7,5 %	6,1 %	7,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
P/E (oik.)	12,2	9,2	6,0	6,1	4,5						
P/B	1,3	1,5	1,3	0,7	0,6						
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,1 %	4,7 %	4,5 %	6,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 €
29/10/2024	Vähennä	13,00 €	12,48 €

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.**