

OmaSp

Laaja raportti

14.10.2023 16:30



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uniikki yhdistelmä kasvua ja kannattavuutta

OmaSp:n historialliset näytöt ovat vakuuttavat ja yhtiön sijoitustarina tarjoaa uniikin yhdistelmän kasvua ja kannattavuutta. Odotamme yhtiön tuloksen kääntyvän nykyrakenteella (pl. M&A) laskuun vuosina 2024-25 heikentyvästä suhdanteesta, nousevista luottotappioista ja laskevasta korkotasosta johtuen. Tästä huolimatta yhtiön pitkän aikavälin arvonluontinäkömä on vahva ja H2'24:llä tapahtuvalla Handelsbankenin Suomen pk-yritysluontimintojen hankinnalla on arviomme mukaan edellytykset pitää tulos kasvussa myös tulevana vuosina. Osake on mielestämme selvästi aliarvostettu ja näemme tuotto/riski-suhteen houkuttelevana. Tarkistamme tavoitehinnan hieman laskeneiden ennusteiden seurauksena 26,0 euroon (aik. 28,5 euroa) ja toistamme osta-suosituksen.

Vakuuttava kasvutarina

OmaSp on Suomen suurin säästöpankki, joka palvelee asiakkaita valtakunnallisen konttoriverkoston ja digitaalisten kanavien kautta. Yhtiö syntyi vuonna 2009, kun Töysän ja Kuortaneen Säästöpankit fuusioituivat. OmaSp:n kasvutarina on ollut vakuuttava ja pienestä kahden paikallissäästöpankin muodostamasta kokonaisuudesta on syntynyt 2010-2020-luvuilla aidosti valtakunnallinen toimija. Yhtiö on kyennyt voittamaan vuosi vuodelta systemaattisesti markkinaosuuksia ja vuosina 2017-22 pankin antolainaus on kasvanut laskelmiemme mukaan orgaanisesti neljä kertaa yleistä markkinaa nopeammin. Kasvu on ollut myös erittäin kannattavaa, sillä 2017-H1'23 välillä OmaSp:n vertailukelpoinen liikevoitto on yli viisinkertaistunut 19,6 MEUR:sta 102,7 MEUR:oon (LTM) ja yhtiö on noussut kannattavuudessa sektorin kärkeen (H1'23: vert.kelp. ROE 24,1% vs. kotimaiset verrokkit 11,5%). OmaSp:n tuloskehitystä on vauhdittanut luottosalkun ripeän orgaanisen kasvun lisäksi useat yrityskaupat (viimeisimpinä Liedon ja Eurajoen Säästöpankit) sekä 2022 alkaen nähty korkojen nousu, mikä on vahvistanut huomattavasti korkokatetta.

Nykyrakenteella tulos kääntyy laskuun 2024-25, IRB-siirtymä ja M&A tarjoavat kuitenkin tuloskasvupotentiaalia

OmaSp:n H1 on sujunut erittäin vahvasti ja yhtiön tulos (2023e: vert.kelp. PTP 140 MEUR) tulee nousemaan vuonna 2023 täysin uudelle tasolle 2/23 toteutetun Liedon Säästöpankki -yritysoston sekä korkojen nousun siivittämänä. Odotamme tuloksen kääntyvän nykyrakenteella laskuun vuosina 2024-25 heikentyvästä suhdanteesta, nousevista luottotappioista ja laskevasta korkotasosta johtuen. Tästä huolimatta yhtiön tulostasoa säilyy ennusteissamme absoluuttisesti vahvana (2024-25e: vert.kelp. PTP 126-137 MEUR) ja kannattavuus erinomaisena (ROE k.a. ~18%). Sijoittajan kannalta huomionarvoinen seikka on vakavaraisuuslaskennassa ennusteissamme vuonna 2024 tapahtuva IRB-siirtymä, joka yhdessä vahvan tuloskehityksen kanssa tulee tekemään OmaSp:n taseesta merkittävästi ylikapitalisoidun. Lisäksi yhtiö [tiedotti](#) toukokuussa ostavansa Handelsbankenin Suomen pk-yrityssiirtoasiakastoiminnot (ei toistaiseksi ennusteissa). Järjestelyn on määrä toteutua H2'24:llä ja sillä tulee toteutuessaan olemaan positiivinen vaikutus tulosennusteisiimme (arviomme mukaan ~10 MEUR/vuosi). Näin ollen näemmekin, että yhtiöllä on vahvan taseen ja M&A:n avulla hyvät edellytykset jatkaa nousujohteista tuloskehitystä myös tulevana vuosina.

Arvostus on houkutteleva

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta yhtiön historiallisten arvostuskertoimien, verrokkiryhmän sekä taloudellisen lisäarvon mallin kautta. Soveltamamme menetelmät indikoivat OmaSp:n nykyliiketoiminnan arvoksi keskimäärin noin 24,9 euroa/osake. Tarkastelumme perusteella OmaSp:n osake näyttyy selkeästi aliarvostetulta, ja kun huomioidaan Handelsbankenin pk-yrityssiirtoasiakastoiminnojen hankinnan selkeä arvonluontipotentiali, on osakkeen tuotto/riski-suhde mielestämme houkutteleva.

Suositus

Osta

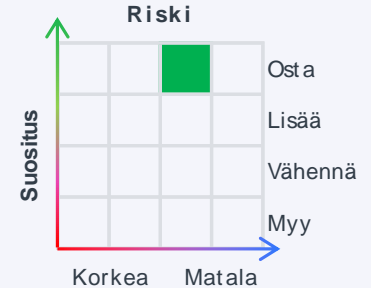
(aik. Osta)

26,00 EUR

(aik. 28,50 EUR)

Osakekurssi:

20,75



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liiketoiminnan tuotot	144,4	246,5	262,2	250,5
kasvu-%	-8 %	71 %	6 %	-4 %
PTP	69,2	140,3	138,2	127,7
Nettotulos	55,4	112,1	110,4	102,1
EPS (oik.)	2,02	3,41	3,29	3,04
Osinko	0,40	1,00	1,05	1,10
P/E (oik.)	9,2	6,1	6,3	6,8
P/B	1,5	1,3	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	2,1 %	4,8 %	5,1 %	5,3 %

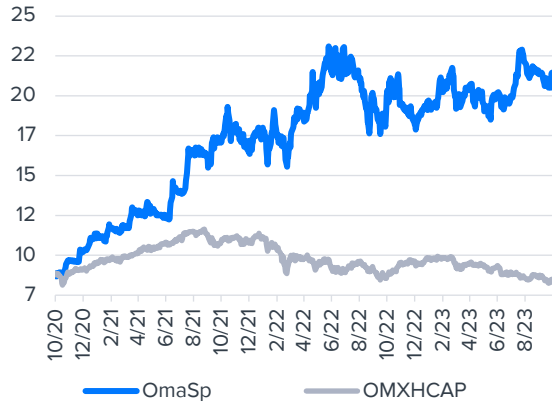
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

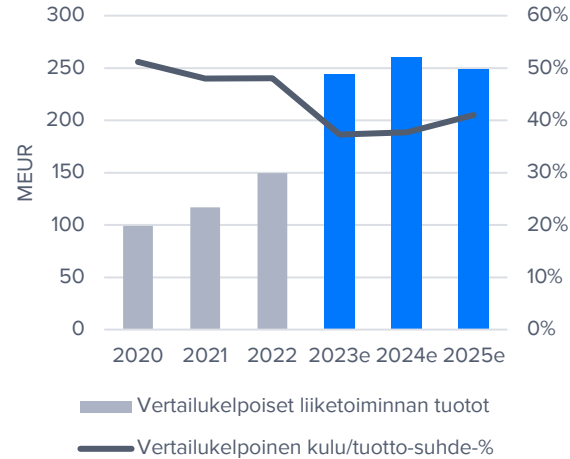
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2023 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa merkittävästi edelliseen tilikauteen verrattuna ja ylittää 100 miljoonaa euroa.

Osakekurssi

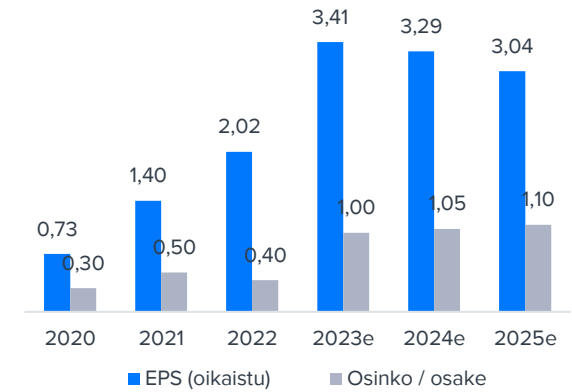


Lähde: Millstream Market Data AB

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	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	20,8	20,8	20,8
Markkina-arvo	688	688	688
P/E (oik.)	6,1	6,3	6,8
P/E	6,1	6,2	6,7
P/B	1,29	1,13	1,02
Osinko/tulos (%)	29,6 %	31,5 %	35,8 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Liiketoimintamallin riskiprofiili	13
Toimiala- ja kilpailuympäristö	14-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19-20
Sijoitusprofiili	21
Ennusteet	22-25
Arvonmääritys	26-29
Taulukot ja liitteet	30-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

OmaSp lyhyesti

Oma Säästöpankki on vuonna 2009 perustettu kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki. Yhtiön liiketoiminnan fokus on vähittäispankkitoiminnassa ja liiketoimintamalli perustuu laadukkaaseen palveluun.

2018

Listautuminen Helsingin pörssiin

190 MEUR (CAGR 2018-2022: CAGR 19 %)

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot viimeiseltä 12 kuukaudelta (LTM)

25,0 %

ROE 2023e

+16 % p.a. / 4x

OmaSp:n luottokannan orgaaninen kasvu (5v CAGR) / Luottokannan org. kasvu suhteessa muuhun markkinaan

6,0 mrd. euroa / 3,8 mrd. euroa

Luotot yleisölle / Talletukset yleisöltä (Q2'23:n lopussa)

482

Henkilöstö Q2'23:n lopussa

2009-2013

- OmaSp syntyy 2009 Töysän ja Kuortaneen Säästöpankkien fuusiosta
- Orgaanista kasvua 2011-2012
- Parkanon Säästöpankin osto 2013

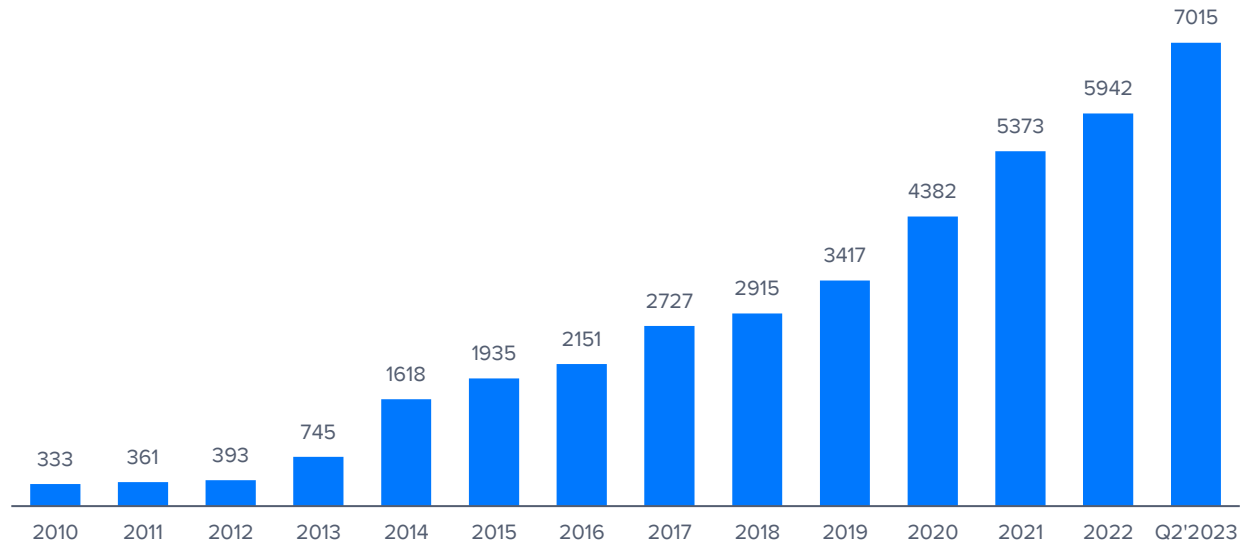
2014-2018

- Orgaaninen kasvu kiihtyy
- Kasvua vauhditetaan lukuisin yritysostoin
- Yhtiö moninkertaistaa kokonsa ja kasvaa valtakunnalliseksi toimijaksi
- Listautuminen Helsingin Pörssiin 2018

2019-2023

- Vahvaa orgaanista kasvua ja parantuvaa kulutehokkuutta
- Eurajoen Säästöpankki- ja Liedon Säästöpankki-yritysostot 2021-2023, yhtiö tiedottaa 6/23 ostavansa Handelsbankenin Suomen pk-yritysiasiakastoiminnot
- Korkojen nousu vahvistaa tuloksentekeytyä merkittävästi, rullaava 12kk liikevoitto ylittää 100 MEUR:n tason Q2'23:lla

Taseen loppusumma (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Palvelumallilla erottuva pankki

Oma Säästöpankki (OmaSp) on kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki. Yhtiön liiketoiminnan fokus on vähittäispankkitoiminnassa ja liiketoimintamalli perustuu laadukkaaseen palveluun. Palvelumallissa keskiössä on helposti tavoitettava henkilökohtainen palvelu asiakkaan valitsemassa kanavassa. Yhtiöllä on myös laaja maan kattava 45 konttorin konttoriverkosto. Yhtiön asiakaskunta koostuu pääosin yksityishenkilöistä, pk-yrityksistä, asunto-osakeyhtiöistä sekä maatalousyrittäjistä. Taseen loppusumma oli Q2'23:n lopussa 7,0 mrd. euroa ja yhtiön markkinaosuus kaikista Suomessa myönnettyistä lainoista oli viime vuoden lopussa 1,7 %.

Vakuuttava kasvutarina

OmaSp syntyi vuonna 2009, kun Töysän ja Kuortaneen Säästöpankit fuusioituivat. Yhtiö on tämän jälkeen kasvanut ripeästi ja kasvu on perustunut markkinaosuuksien voittamiseen etenkin asuntorahoituksessa sekä yritysjärjestelyihin. Keskeisiä järjestelyitä matkan varrella ovat olleet muun muassa:

- Parkanon Säästöpankin hankinta (2013)
- Suodenniemen ja Etelä-Karjalan Säästöpankkien sekä Kantasäästöpankin osto (2014)
- Joroisten Osuuspankin ja Pyhäselän Paikallisosuuspankin hankinta (2015)
- S-Pankin pk-yritys- sekä maa- ja metsätalousliiketoimintojen osto (2017)
- Eurajoen Säästöpankin osto (2021)

- Liedon Säästöpankin osto (2023)

OmaSp:n kasvutarina on ollut vakuuttava ja pienestä kahden paikallissäästöpankin muodostamasta kokonaisuudesta on syntynyt 2010-2020-luvuilla aidosti valtakunnallinen toimija. Yhtiö on kyennyt voittamaan vuosi vuodelta systemaattisesti markkinaosuuksia ja vuosina 2017-2022 pankin antolainaus on kasvanut laskelmiemme mukaan orgaanisesti noin neljä kertaa yleistä markkinaa nopeammin (16 % p.a. vs. 4 % p.a.). Kasvu on ollut myös erittäin kannattavaa, sillä 2017-H1'23 välillä pankin vertailukelpoinen liikevoitto on yli viisinkertaistunut 19,6 MEUR:sta 102,7 MEUR:oon (viimeiset 12kk, LTM).

OmaSp:n tuloskehitystä on vauhdittanut luottokannan ripeän orgaanisen kasvun lisäksi viime vuodesta alkaen nähty korkojen voimakas nousu, mikä on parantanut huomattavasti pankin korkokatetta. Lisäksi yhtiö toteutti alkuvuonna historiansa suurimman yritysjärjestelyn, kun yhtiö hankki Liedon Säästöpankin liiketoiminnan. Yritysjärjestely kasvatti OmaSp:n tasetta lähes 1,5 mrd. eurolla.

OmaSp on kommunikoinut, että yritysjärjestelyt ovat osa pankin strategiaa myös jatkossa ja yhtiö kertoi kesäkuussa 2023 hankkivansa Handelsbankenilta sen Suomen pk-yritysasiakasliiketoiminnat. Hankinnan on tarkoitus mennä maaliin vuoden 2024 jälkipuoliskolla ja sen on arvioitu kasvattavan OmaSp:n talletuskantaa 1,2 mrd. eurolla ja luottokantaa noin 0,5 mrd. eurolla. Ostettava pk-yritysliiketoiminta sijoittuu maantieteellisesti ympäri Suomen ja osana kauppaa OmaSp:lle siirtyvät myös yrittäjien henkilökohtaiset pankkipalvelut, pois lukien varainhoito- ja sijoituspalvelut.



- Vuonna 2009 perustettu kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki
- Listautui Helsingin pörssiin vuonna 2018
- Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot viimeiseltä 12 kk:lta 190 MEUR
- Vertailukelpoinen tulos ennen veroja viimeiseltä 12 kk:lta 102,7 MEUR
- 45 toimipisteen konttoriverkosto

OmaSp:n M&A-historia

Vuosi	Ostokohde	Taseen koko (MEUR)
2013	Parkanon Säästöpankki	n.a.
2014	Suodenniemen Säästöpankki	46
2014	Etelä-Karjalan Säästöpankki	n.a.
2014	Kantasäästöpankki	n.a.
2015	Pyhäselän Paikallisosuuspankki	100
2015	Joroisten Osuuspankki	70
2017	S-Pankin pk-yritys- sekä maa- ja metsätalousliiketoiminta	250
2021	Eurajoen Säästöpankki	335
2023	Liedon Säästöpankki	1448
2023	Handelsbankenin Suomen pk-yritysliiketoiminta	~1200

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Liiketoimintamalli

Korkokate

Korkokate (LTM: 143 MEUR) on ylivoimaisesti tärkein tuottolähde OmaSp:lle ja se muodosti viimeisen 12 kuukauden aikana noin 75 % pankin vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Korkokate muodostuu pankin korkotuottojen ja korkokulujen välisestä erosta. Korkotuottoja syntyy antolainauttoiminnasta ja likviditeetin hallinnasta eli likviditeettisalkun tuotosta. Korkokustannukset puolestaan muodostuvat eristä, joilla rahoitetaan antolainautta ja likviditeetin hallintaa. Näitä ovat ottolainaus yksityishenkilöiltä ja yrityksiltä eli käytännössä talletukset. Tämän lisäksi OmaSp rahoittaa antolainautta markkinaehtoisella rahoituksella eli se kerää vierasta pääomaa markkinoilta mm. vakuudellisten ja vakuudettomien joukkovelkakirjojen muodossa.

OmaSp:n antolainauskorko on ollut viime vuosina selvästi kilpailijoita korkeampi ja oli vuosina 2019-2022 laskelmiemme mukaan noin 2,0-2,4 %:n tasolla. Perspektiiviä tälle antaa esimerkiksi se, että Suomen Pankin tilastojen mukaan kotitalousluottojen keskikorot olivat vastaavalla ajanjaksolla noin 1,3-1,7 %:n välillä. Arvioimme mukaan tämän eron taustalla on yhtiön ensiluokkaiseen asiakaspalveluun nojaava strategia joka antaa yhtiölle selkeää hinnoitteluvoimaa. Hinnoittelussa näkyy myös se, että OmaSp:llä on vahva markkina-asema pienemmillä paikkakunnilla, joissa pankkien välinen marginaalikiilpailu on selvästi vähäisempää kuin Suomen kasvukeskuksissa.

OmaSp:n korkokatetta on kasvattanut viimeisen 12

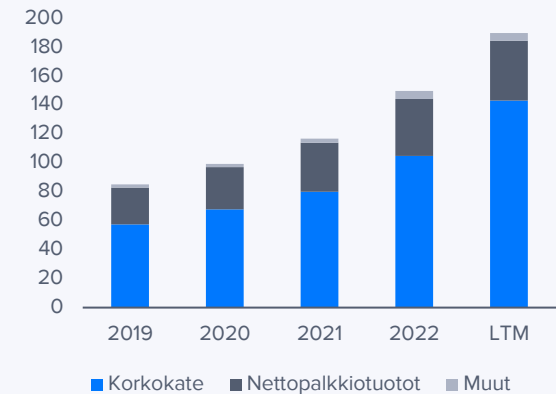
kuukauden aikana merkittävästi (Q2'23: korkokatteen kasvu +103 % v/v) markkinakorkojen voimakas nousu. Lisäksi korkokatetta on vahvistanut edelleen helmikuussa 2022 toteutettu Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinta, mikä kasvatti yhtiön luottokantaa noin 1,4 mrd. eurolla.

OmaSp on kertonut kasvattaneensa korkosuojauksiaan, mikä vakauttaa korkokatteen kehitystä korkojen laskua silmällä pitäen. Yhtiö on kertonut H1'23:n Pilari III:n mukaisissa vakavaraisuutta ja riskienhallintaa koskevilla tiedoissa, että sen korkokatteen herkkyyks 100 peruspisteen +/- muutokselle korkotasossa on 12 kk:n tähtäimellä +7,4 / -7,3 MEUR. Kokonaisvaikutus on arvioimme mukaan tätä suurempi ja arvioimme 100 peruspisteen muutoksen vaikutuksen korkokatteeseen olevan 24kk:n horisontilla noin 30 MEUR.

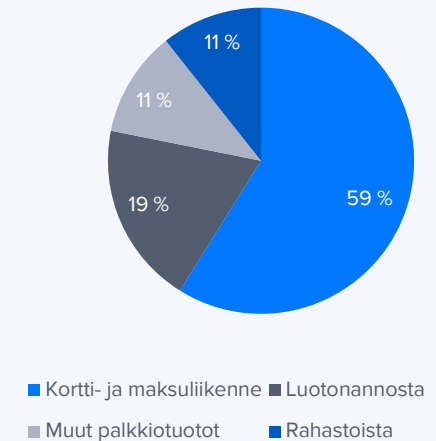
Nettopalkkiotuotot

Luotonannon lisäksi OmaSp tarjoaa asiakkailleen erilaisia palveluita ja tuotteita, joissa tulovirrat tulevat erilaisista maksuista. Nämä erät esitetään palkkiotuottoina. Suurimmat palkkiotuottoerät ovat kortti- ja maksuliikenteestä saatavat palkkiot (LTM: 28,8 MEUR), luotonantoliitännäiset palkkiot (LTM: 12,0 MEUR) ja rahastoista tulevat palkkiot (LTM: 3,9 MEUR). Lisäksi palkkiotuottoihin kirjataan erinäisiä muita palkkioita, mm. lakiasioiden hoitamisesta ja asuntolainojen täytetakauksista (LTM: muut palkkiotuotot 5,5 MEUR). Useat palkkiotuottoerät kehittyvät tyypillisesti käsi kädessä liiketoimintavolyymien ja taseen kasvun kanssa, sillä laina-asiakas on useimmiten myös muiden pankkipalveluiden osalta OmaSp:n asiakas.

Vertailukelpoisten tuottojen kehitys (MEUR)



Palkkiotuottojen jakauma (LTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Palkkiotuotot ovatkin kasvaneet viime vuosina voimakkaasti yhtiön kasvun mukana. Sijoittajan kannalta palkkiotuottoja on relevanttia tarkastella nettomääräisinä eli huomioida palkkiotuottoihin liittyvät suora kulut ja keskittyä nettopalkkiotuottojen kehitykseen.

Muut tuotot

OmaSp:n muut tuottoerät koostuvat rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotoista (LTM 0,1 MEUR) sekä liiketoiminnan muista tuotoista (LTM 5,2 MEUR). Rahoitusvarojen ja -velkojen nettotuotot pitävät sisällään arvopapereiden myyntivoitot- ja tappiot, laskennalliset arvonmuutokset, osingot sekä sijoituskiinteistöjen nettotuotot. Huomionarvoista on, että yhtiö oikaisee tämän erän vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoistaan. Liiketoiminnan muut tuotot sisältävät OmaSp:n varsinaiseen operatiiviseen liiketoimintaan kuulumattomia tuottoja ja näiden taso on liiketoiminnan kokoluokkaan nähden rajallinen.

Kulurakenne

Kulutehokkuus erinomaisella tasolla

OmaSp:n kulurakenne on varsin yksinkertainen. Yhtiön liiketoiminnan kulut käsittävät henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut sekä poistot ja arvonalentumiset. OmaSp:n liiketoiminnan kulut ovat skaalautuneet viime vuosina erinomaisesti ja yhtiö onkin tällä hetkellä kotimaisen pankkisektorin kannattavin toimija. OmaSp:n vahva kannattavuus näkyy esimerkiksi kulu/tuotto-suhteessa (2022: OmaSp 48 % vs. kotimaiset verrokkit keskimäärin 68 %) sekä ROE:ssa (2022: OmaSp: 15,8 % vs. verrokkit kotimaiset keskimäärin 7,4 %). Tarkempi kannattavuusvertailu löytyy raportin Toimiala- ja kilpailuympäristö-kappaleesta.

Henkilöstökulut

OmaSp:n henkilöstökulut olivat viimeisen 12 kk:n aikana noin 25,8 MEUR tai 14 % vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Yhtiön henkilöstömäärä oli Q2:n lopussa 482 ja keskimääräinen henkilöstökulu on arviomme mukaan noin 64 TEUR/vuosi. Henkilöstön palkkakulut ovat näkemysemme mukaan pitkälti kiinteitä ja esimerkiksi bonusten osuus on hyvin pieni. Yhtiön henkilöstötehokkuus on erinomaisella tasolla ja parhaimmista kotimaisella pankkisektorilla. Tätä selittää arviomme mukaan etenkin yhtiön yksinkertainen ja tehokas liiketoimintamalli sekä pankin laaja henkilöstöomistus.

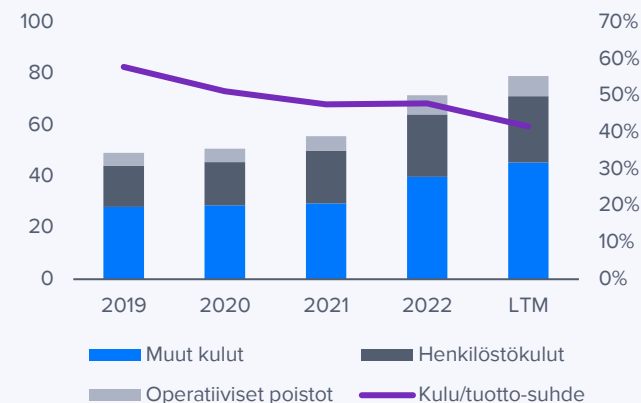
Liiketoiminnan muut kulut

OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan muut kulut olivat viimeisen 12kk aikana laskelmiemme mukaan noin 45,6 MEUR eli noin 24% vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimpia kulueriä ovat IT-kulut sekä toimitilakulut. Muita kuluja ovat mm. vakuutus-, markkinointi- ja regulaatiomaksut. Myös muut kulut skaalautuvat näkemysemme mukaan volyymin mukana erittäin hyvin.

Poistot

OmaSp:n operatiiviset poistot (ilman alaskirjauksia) olivat viimeisen 12 kk:n aikana laskelmiemme mukaan noin 7,8 MEUR tai noin 4 % vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Poistoista noin puolet (2022: 3,8 MEUR) tulevat aineettomista oikeuksista, jotka liittyvät arviomme mukaan IT-järjestelmiin sekä aiempiin pankkifuusioihin. Loput poistot liittyvät IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuseriin, kiinteistöihin sekä kalustoon.

Vertailukelpoiset kulut (MEUR) ja kulu/tuotto-suhde



Tehokkuuden tunnuslukuja (TEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Luottotappiovaraukset

OmaSp:n luottotappiovaraukset olivat viimeisen 12 kuukauden aikana 7,3 MEUR eli noin 0,19 % keskimääräisestä luottokannasta. Tuloslaskelmaan kirjattavat luottotappiot koostuvat IFRS 9 -standardin mukaisista odotettavissa olevien luottotappioiden muutoksista, lopullisista luottotappioista sekä mahdollisista luottotappioiden palautuksista.

OmaSp:n luottotappiotasoissa on ollut historiassa vuosien välillä merkittävää vaihtelua, ja historiavuosien osalta on hyvä huomata, että lukujen vertailukelpoisuuteen ovat vaikuttaneet myös kirjanpito- ja sääntelymuutokset (mm. IFRS 9 -siirtymä 2018 ja uusi maksukyvyttömyysmääritelmä 2021). Lisäksi luottotappiokirjauksia ovat tiettyinä vuosina kasvattaneet yksittäisissä suuremmissa yritysasiakkuuksissa realisoituneet luottotappiot sekä vuosina 2020-2021 koronapandemian johdosta tehdyt harkinnanvaraiset lisävaraukset.

OmaSp:n luottotappiovaraukset ovat olleet viimeisen viiden tilikauden (2018-2022) aikana keskimäärin noin 0,28 % luottokannasta. Historiallinen taso on selvästi yhtiön kotimaisia kilpailijoita korkeampi, sillä laskelmiemme mukaan keskeisillä kilpailijoilla luottotappiovaraukset ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 0,15 % lainakannasta. Arviomme mukaan tämän taustalla on OmaSp:n voimakas kasvu, sillä näkemysksemme mukaan merkittävästi yleistä markkinaa nopeampi luotonannon kasvattaminen

vaatii toimialalla jo lähtökohtaisesti suurempaa riskinottoa. Emme näe tähän liittyvän kuitenkaan problematiikkaa, sillä korkeammista luottotappiotasoista huolimatta OmaSp:n kannattavuus on ollut selvästi keskeisiä verrokkeja vahvempi. Tältä kantilta katsottuna yhtiön luottoriskien hallintaa voidaankin pitää onnistuneena ja kasvua kannattavana.

Tase

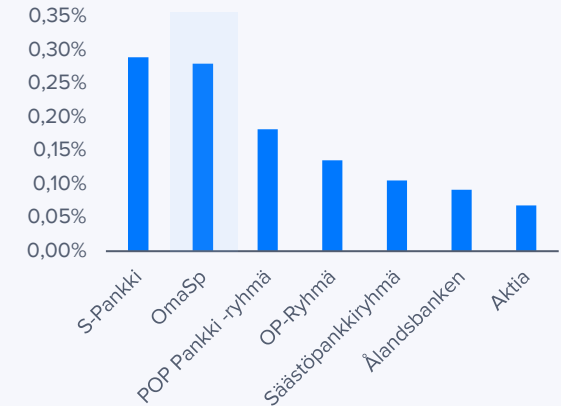
Taseen loppusumma 7,0 mrd. euroa

OmaSp:n taseen loppusumma oli Q2'23:n lopussa noin 7,0 mrd. euroa. Taseen varallisuuspuolella suurin erä on lainat ja saamiset yleisöltä, joka muodosti taseesta 85 %. Muut OmaSp:n taseen keskeiset varallisuuserät koostuvat sijoitusomaisuudesta (8 % taseesta) sekä käteisistä varoista ja luottolaitossaamisista (5 % taseesta). Aineetonta omaisuutta yhtiöllä on taseessaan vain vähän (0,2 % taseesta).

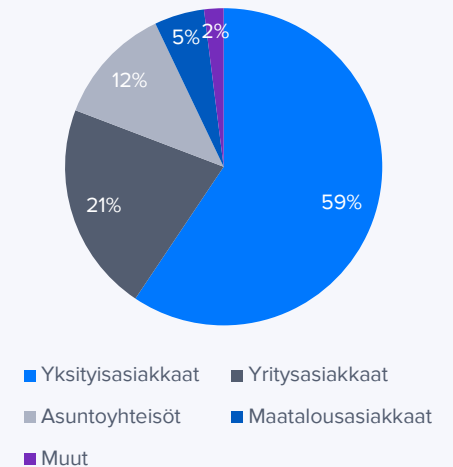
Kotitalousluotot muodostavat enemmistön luottosalkusta

OmaSp:n lainat sekä saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä olivat Q2'23:n lopussa noin 6,0 mrd. euroa. Yhtiön luotonanto on suurelta osin vakuudellista ja kesäkuun 2023 lopussa vakuudellinen luotonanto edusti 97,2 % OmaSp:n luottokannasta. Yhtiön luottosalkku koostuu pääasiassa kotitalouksille myönnettävistä asuntolainoista ja yksityisasiakkaiden osuus koko kannasta (ennen arvonalentumisvarauksia) oli Q2:n lopussa noin 59%.

Luottotappiovaraukset/lainakanta keskimäärin, 5v keskiarvo



Luottokannan jakauma Q2'23:n lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

OmaSp:n luottosalkusta yritysluottojen osuus oli kesäkuun lopussa 22 %. Yritysluotoksessa OmaSp pyrkii turvaamaan riskejä pääasiassa vakuuksin ja kovenantein. Asuntoyhteisöille suunnatut lainat vastasivat Q2:n lopussa 12 % luottoportfoliosta. Näiden riskiprofiili on arviomme mukaan suhteellisen matala, koska asunto-osakeyhtiöiden luottotappiot ovat Suomessa olleet tavallisesti harvinaisia (joskin taloyhtiöiden maksuvaikeudet ovat olleet Suomessa viime aikoina yleisesti kasvussa) ja viime kädessä osakkeenomistajat vastaavat asunto-osakeyhtiöiden lainoista.

Maatalousasiakkaiden osuus luottokannasta oli Q2'23:n lopussa noin 5 % luottokannasta. Maatalousasiakasliiketoimintaa on kasvattanut merkittävästi erityisesti vuonna 2017 toteutettu S-Pankin pk-yritys- ja maatalousasiakasliiketoimintojen osto. Sen myötä OmaSp:n luottokanta kasvoi 140 MEUR:lla, ja merkittävilta osin juuri maatalousasiakkaissa. Loput OmaSp:n lainakannasta (2 %) muodostuu erilaisista yhteisöille, yhdistyksille sekä säätiöille myönnettyistä luotoista.

Lainakannasta puolet kasvavilla Varsinais-Suomen, Pirkanmaan ja Uudenmaan alueilla

OmaSp ei ole kertonut luottokantansa tämänhetkistä maantieteellistä jakaumaa. Yhtiö on kuitenkin kertonut luottokannan maantieteellisen jakauman vuoden 2018 listautumisesitteessä ja luottosalkun nykyisestä maantieteellisestä jakaumasta voidaan tehdä arvioita, kun huomioidaan OmaSp:n listautumisen jälkeen tekemät yritysostot (Eurajoen Säästöpankki ja Liedon Säästöpankki).

Karkean arviomme mukaan OmaSp:n luottokannasta noin puolet on painottunut Suomen kasvaviin maakuntiin eli Varsinais-Suomeen,

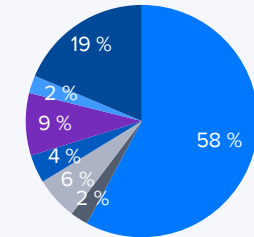
Pirkanmaalle sekä Uudellemaalle. Käänteisesti tämä tarkoittaa sitä, että noin puolet luottokannasta sijaitsee arviomme mukaan alueilla, joissa Tilastokeskus ennustaa maakunnan suurimman kaupungin väestönkasvun ennustetaan olevan pidemmällä aikavälillä (2022-2040) negatiivista. Näitä maakuntia ovat mm. Etelä-Pohjanmaa (Seinäjoki), Etelä-Karjala (Lappeenranta), Kymenlaakso (Kotka) sekä Satakunta (Pori).

Suomen kasvukolmion ulkopuolisen luotonannon hyvänä puolena voidaan nähdä se, että asuntojen hinnat ja siten lainamäärät ovat velallisten käytävissä oleviin tuloihin nähden maltillisia. Näemme hiipuvissa maakunnissa tapahtuvaan luotonantoon liittyvän kuitenkin myös riskejä. Koska luottokysyntä on kyseisillä alueilla pidemmällä aikavälillä laskevaa ja OmaSp:n markkinaosuudet ovat arviomme mukaan pienemmissä maakunnissa jo paikallisesti vahvat (koko maan tasolla markkinaosuus luotonannosta vain 1,7 %), on kyseisillä alueilla vaikea kasvaa pitkässä juoksussa. Hiipuvissa maakunnissa tapahtuvaan luotoantoon liittyy pitkällä tähtäimellä riskejä myös mm. siksi, että ongelmatilanteissa vakuuksien realisoiminen voi osoittautua vaikeaksi alueiden muuttotappiollisuuden ja sitä kautta heikomman kysynnän vuoksi.

Järjestämättömien saamisten osuus 2,3 % luottokannasta

OmaSp:llä oli Q2'23:n lopussa järjestämättömiä luottoja noin 135 MEUR ja järjestämättömien luottojen osuus kaikista saamisista (ns. NPL-ratio) oli noin 2,3 %. Järjestämättömäksi saamiseksi luetaan lainasaamiset, joiden maksusuoritukset ovat olleet erääntyneinä yli 90 päivää sekä sellaiset saamiset, joiden takaisinsaantia voidaan muutoin pitää epätodennäköisenä.

Lainat ja saamiset sekä taseen ulkopuoliset erät Q2'23:n lopussa – yritykset



- Kiinteistöala
- Maatalous
- Rakentaminen
- Majoitus- ja ravitsemistoiminta
- Tukku- ja vähittäiskauppa
- Rahoitus- ja vakuutustoiminta
- Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Järjestämättömät saamiset heijastelevat yleisesti pankkien luottosalkkujen laatua sekä riskitasoa. Järjestämättömiä saamisia tarkastellaan tyypillisesti sekä brutto- että nettomääräisenä. Bruttomääräiset järjestämättömät saamiset kuvaavat lainoja, jotka ovat "järjestämättä" ja joista voi odottaa pankille luottotappiotappiokirjauksia. Kun bruttomääräisistä järjestämättömistä luotoista vähennetään tappiovaraukset, päästään nettomääräisiin järjestämättömiin saamisiin.

OmaSp:llä järjestämättömät saamiset ovat kasvaneet viime vuosina jonkin verran luottokantaa nopeammin, sillä viisi vuotta sitten järjestämättömien luottojen osuus saamisista oli 1,5 %. Euroopan pankkivalvoja EBA:n [tilastojen](#) mukaan Suomen pankkisektorin bruttomääräinen NPL-ratio oli vuoden 2022 lopussa 0,9 % ja tämän perusteella OmaSp:llä on järjestämättömiä saamisia (31.12.2022: 1,8 %) on suhteellisesti selvästi toimialaa enemmän. Arviomme mukaan OmaSp:n korkeamman NPL-ration taustalla on osaltaan yhtiön viime vuosien voimakas kasvu ja yhtiön korkeampi riskinottohalukkuus. Yhtiön mukaan järjestämättömien saamisten määrää on kasvattanut myös yksittäisten suurempien asiakkaiden tilanteen heikentyminen ja alkuvuonna 2021 käyttöön otettu uusi maksukyvyttömyyden määrittelmä.

Huomautamme, että EBA:n koko pankkisektoria koskevat NPL-tilastot voivat pitää sisällään myös esimerkiksi puolijulkisia toimijoita (esim. Kuntarahoitus), mikä voi vääristää vertailua. Lähimpiin verrokkeihin suhteutettuna OmaSp:n NPL-ratio asettui viime vuoden lopussa lähelle OP-

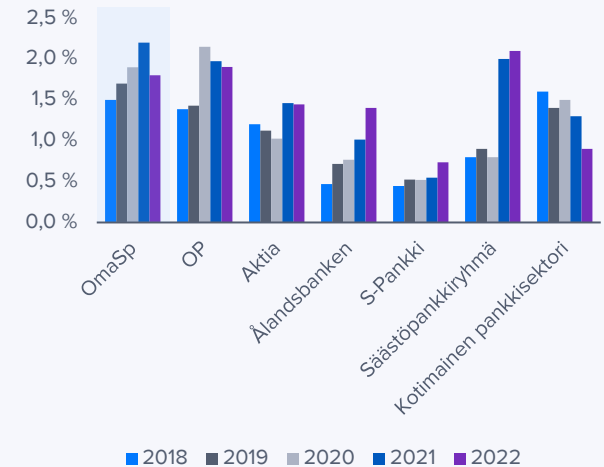
ryhmän tasoa (1,9 %) ja Säästöpankkiryhmän (2,1 %) alapuolelle.

Ongelmaluottojen kohdalla pankit pyrkivät mahdollisuuksien mukaan turvaamaan lainan takaisinsaannin lainanhoitojoustojen (lyhennysvapaat tai luoton uudelleenjärjestely) avulla. Tämän lisäksi vaihtoehtona on saatavien alaskirjauksen sijaan myös järjestämättömien luottojen myynti tai arvopaperistaminen. OmaSp:n järjestämättömien saamisten kattamisaste eli ns. coverage ratio on Finanssivalvonnan julkaisemien tietojen mukaan ollut viime vuosina 21-25 %:n välillä. Tämä tarkoittaa sitä, että bruttomääräisistä järjestämättömistä saamisista hieman alle neljäsosaan on tehty luottotappiovaraukset. Suhde on jonkin verran toimialan keskimääräisen tason alapuolella, sillä EBA:n tilastojen mukaan suomalaisilla pankeilla järjestämättömien saamisten kattamisaste on ollut viime vuosina keskimäärin 30 %.

Talletukset muodostavat enemmistön varainhankinnasta

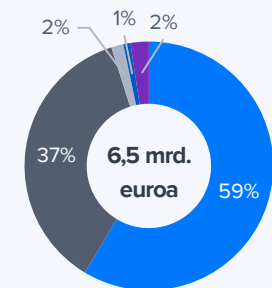
OmaSp:n taseen vastattavaa-puolelta merkittävimmät erät olivat Q2'23:n lopussa velat yleisölle ja julkisyhteisöille eli talletukset (3,8 mrd. euroa tai 59 % kaikista veloista) sekä yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat, jotka muodostivat veloista noin 2,4 mrd. euroa (37 % kaikista veloista). OmaSp:n yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat koostuvat neljästä katetusta joukkovelkakirjalainasta (1,9 mrd. euroa), kolmesta vakuudettomasta senior-velkakirjasta (0,4 mrd. euroa) sekä sijoitustodistuksista (0,1 mrd. euroa).

Järjestämättömät luotot, % saamisista



Lähde: Finanssivalvonta, yhtiöt, EBA

Taseen velat Q2'23:n lopussa



- Velat yleisölle ja julkisyhteisöille
- Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat
- Velat luottolaitoksille
- Velat, joilla on huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla
- Muut velat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Sijoittajien kannalta olennaisia asioita taseen vastattavaa-puolelta ovat erityisesti se, että vakavaraisuus (TC-vakavaraisuussuhde 16,0 % vs. vähimmäisvaade 12,0 %) ylittää selvästi tämänhetkiset viranomaisvaateet ja se, etteivät talletukset riitä rahoittamaan kaikkia myönnettyjä lainoja (lainojen suhde talletuksiin noin 155 %) eli yhtiö on muiden pankkien tapaan riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta.

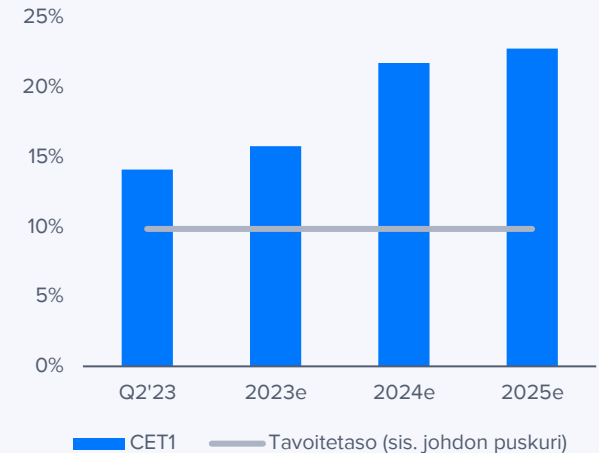
IRB-siirtymä tulee vahvistamaan selvästi OmaSp:n vakavaraisuutta

OmaSp [tiedotti](#) helmikuussa 2022 käynnistäneensä Finanssivalvonnan kanssa lupaprosessin IRB-menetelmän soveltamisesta vakavaraisuuslaskennassa. Yhtiö sivusi Q2-tulosinfossa lyhyesti 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.

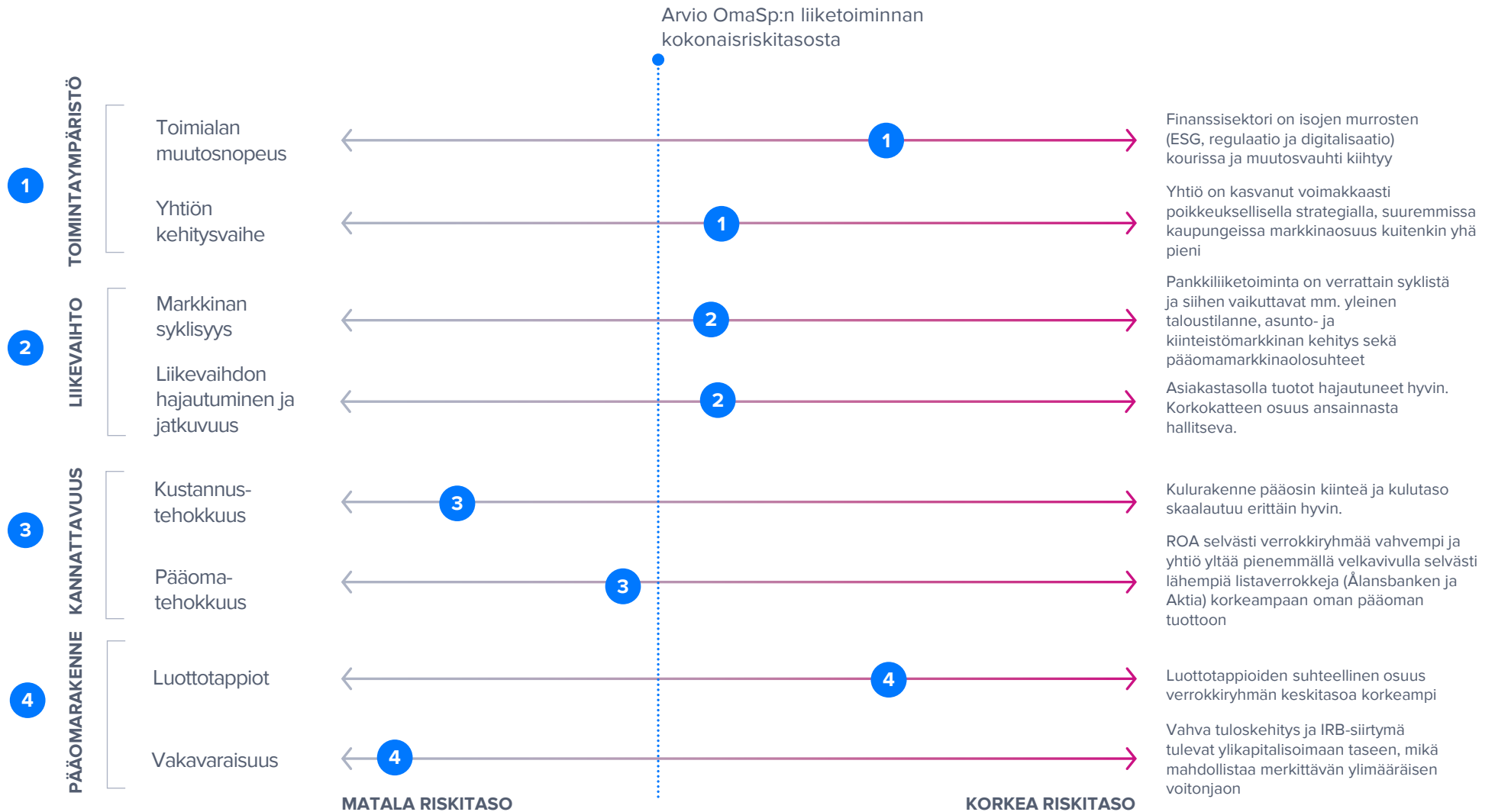
Olemme huomioineet IRB-siirtymän 2024 ennusteissamme ja olemme olettaneet, että sillä tulee itsessään olemaan noin 4 %-yksikön positiivinen vaikutus yhtiön CET1-vakavaraisuuteen. Nykyisillä tulos-, kasvu-, ja voitontjako-odotuksillamme OmaSp:n tase ylikapitalisoituu ennusteissamme tulevina vuosina

huomattavasti. Vuoden 2024 ennusteillamme OmaSp:n ydinpääomat ylittävät yhtiön kesäkuussa [päivittämän](#) CET1-tavoitteen (2,0 %-yksikköä yli viranomaisvaateen, joka tällä hetkellä 7,86 %) mukaisen tason yli 300 MEUR:lla ja pidämme hyvin todennäköisenä, että osa tästä ylijäämästä tullaan käyttämään keväällä 2025/2026 huomattaviin pääomanpalautuksiin. Huomautamme, että kaikkea ylijäämää tuskin tullaan jakamaan omistajille ja pääomia tullaan varmasti käyttämään myös jatkossa luottokannan orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvattamiseen. Lisäksi vakavaraisuusvaatimusten nousu voisi pienentää tätä ylijäämää.

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



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala- ja kilpailuympäristö 1/5

Suomen pankkisektorin erityispiirteet

Suomalaisen pankkisektorin erityispiirteitä ovat pankkijärjestelmän keskittyneisyys, vahva linkittyminen pohjoismaiseen pankkijärjestelmään, riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta sekä asuntolainojen suhteellisen korkea osuus luotonannosta. Euroopan tasolla suomalaisten pankkien kannattavuus on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut erinomaisella tasolla, järjestämättömien luottojen osuus kokonaisluotonannosta on ollut matala ja pankkien vakavaraisuus on säilynyt vahvana.

Keskittynyt markkina

Finanssiala ry:n vuoden 2022 tilaston mukaan Suomessa toimii 196 luottolaitosta ja suurin osa näistä luottolaitoksista kuuluu johonkin pankkikonserniin tai yhteenliittymään. Ryhmä- ja konsernirakenteet huomioiden kotimaiseen pankkisektoriin (pl. ulkomaisten pankkien sivuliikkeet) kuului vuoden 2022 lopussa 12 pankkia. Sektori työllisti vuoden 2022 lopussa noin 20 000 työntekijää ja maassa oli 722 pankkikonttoria. Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärä Suomessa on vähentynyt viimeisen 30 vuoden aikana dramaattisesti etenkin digitaalisen asioinnin kasvun ja toimintojen tehostamisen myötä.

Suomen pankkisektori on yksi Euroopan keskittyneimpiä ja kolme suurinta toimijaa (OP Ryhmä, Nordea ja Danske Bank) vastasivat vuoden 2022 lopussa 69 % myönnetyistä lainoista ja 77 % talletuksista. Kotimaisen pankkisektorin haavoittuvuutta lisää sektorin keskittyneisyys, sillä yksittäisen ison pankin ongelmilla voisi olla huomattava vaikutus koko markkinaan. Keskittyneisyyden lisäksi Suomen pankkisektori on linkittynyt vahvasti omistusten ja sijoitusten kautta

muihin Pohjoismaihin. Esimerkiksi Nordea on Pohjoismaiden suurin pankki ja myös Danske Bank on merkittävä toimijoita kaikissa Pohjoismaissa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat tämän yhteyden kautta levitä maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Suomalaiset pankit ovat talletusaliijäämäisiä eli talletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen erotus on negatiivinen. Vuoden 2022 lopussa lainojen suhde talletuksiin oli 136 %. Käytännössä pankit rahoittavat tämän talletusaliijäämän markkinoilta saatavalla rahoituksella. Talletusaliijäämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisissä markkinaehtoinen rahoitus ja erityisesti lyhytaikainen rahoitus voivat tyrehtyä.

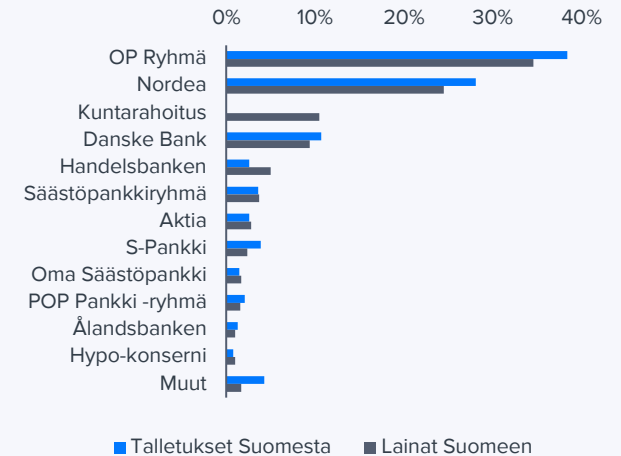
Asuntomarkkinoiden merkitys on suuri

Asuntolainojen osuus pankkien antolainauksesta oli Suomessa vuoden 2022 lopussa noin 40 %, mikä on euroalueen keskitasoa korkeampi. Suomalaiset pankit ovat siis riippuvaisia asuntomarkkinoista ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa asuntolainoista valtaosa on vaihtuvakorkoisia. Korkojen nousulla voisi siten olla huomattava vaikutus suomalaiseen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

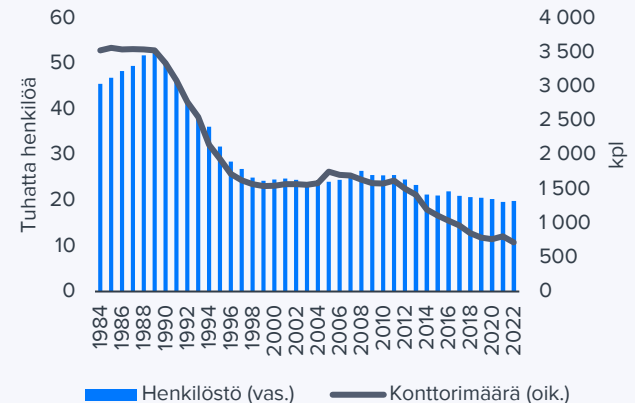
Ongelmaluottojen määrä pieni

Suomessa pankkisektorin järjestämättömien luottojen osuus oli vuoden 2022 lopussa 0,9 %, joka oli yksi euroalueen matalimpia. Kotimaisen pankkisektorin pääoma-asema on myös vahva ja vuonna 2022 edelleen vahvaa (CET1-vakavaraisuus oli viime vuoden lopussa 17,2 %.

Suomessa toimivien luottolaitosten markkinaosuudet (2022)



Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärän kehitys



Toimiala- ja kilpailuympäristö 2/5

Korkojen nousu on kasvattanut huomattavasti pankkien korkokatteita

Vuoden 2020 koronapandemiasta käynnistynyt inflaatio on saanut keskuspankit ympäri maailmaa kiristämään rahapolitiikkaa, mikä on heijastunut myös markkinakorkoihin. Esimerkiksi Suomessa yleisimpänä asuntolainan viitekorkona käytettävä 12 kk:n euribor on tällä hetkellä yli 4 %, kun vielä maaliskuussa 2022 korko oli negatiivinen.

Markkinakorkojen nousu on leventänyt viime vuodesta alkaen huomattavasti pankkien korkomarginaaleja ja tukenut siten yhtiöiden tuloskehitystä. Korkomarginaalien leventymisen taustalla on se, että siinä missä pankkien luotonanto on sidottu valtaosin lyhyisiin markkinakorkoihin, ovat pankit rahoittaneet luotonantonsa enemmiltä osin lähes puoli-ilmaisilla talletuksilla. Suomessa pankit ovat antaneet nykyisessä korkoympäristössä asiakkaille korkotarjouksia pääasiassa vain määräaikaistalletuksiin. Viime aikoina suurista pankeista kuitenkin mm. Nordea ja OP ovat kertoneet ryhtyvänsä maksamaan pientä nimellistä talletuskorkoa myös tavallisille käyttelytileille.

Talusunäkömät ovat heikentyneet selvästi, koronnostosykli tulossa päätökseen

Suomen talouskuva on jatkanut kuluvana vuonna heikentymistään muun maailmantalouden mukana. Heikentyneiden näkymien taustalla ovat olleet etenkin kuluttajakysyntään negatiivisesti heijastuva inflaatio, nousseet rahoituskustannukset sekä teollisuuden ja rakentamisen heikentyneet näkömät. Tuoreimpia talousennusteita ollaan saatu

viime aikoina mm. OP:lta sekä Nordealta ja nämä ennustavat Suomen talouskasvun olevan kuluvana vuonna joko nollan tuntumassa tai lievästi negatiivista. Myöskään ensi vuoden näkömät eivät ole valoisat, sillä reaalisen BKT:n kasvun odotetaan säilyvän käytännössä nollassa.

Kuluttajahintainflaation huippu nähtiin Suomessa marraskuussa 2022 kuluttajahintaindeksin mukaisen inflaation ollessa 9,1%. Pohjainflaatio eli energian ja elintarvikkeiden hinnanvaihtelusta puhdistettu inflaatio on kuitenkin säilynyt euroalueella yhä verrattain korkealla. Osin tämän johdosta EKP nosti [syyskuussa](#) ohjauskorkoa kymmenennen kerran ja ohjauskorko on nyt 4,5 %:ssa. EKP viesti kuitenkin korkopäätöksen yhteydessä että ”ohjauskorot ovat nyt saavuttaneet tason, jolla ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa”. Kommunikaation perusteella odotuksissa onkin, että EKP:n käynnistämä koronnostosykli olisi tullut päätökseen. Merkittävää korkotason laskua ei kuitenkaan lähivuosina odoteta ja esimerkiksi futuurimarkkinat hinnoittelevat 6 kk:n euribor-koron laskevan ensi vuoden aikana nykyisestä 4,0 %:sta noin 3,3 %:iin.

Asuntojen hinnat ovat kääntyneet laskuun

Korkotason nousu on johtanut Suomessa asuntokysynnän vähentymiseen ja kauppamäärät ovatkin olleet viime kuukausina voimakkaassa laskussa. Korkojen nousu on kääntänyt myös asuntojen hinnat laskuun. Pk-seudulla hinnat ovat laskeneet huipuistaan (6/2022) noin 12 % ja koko maan tasolla hinnat ovat laskeneet vastaavalla

ajanjaksolla noin 9 %.

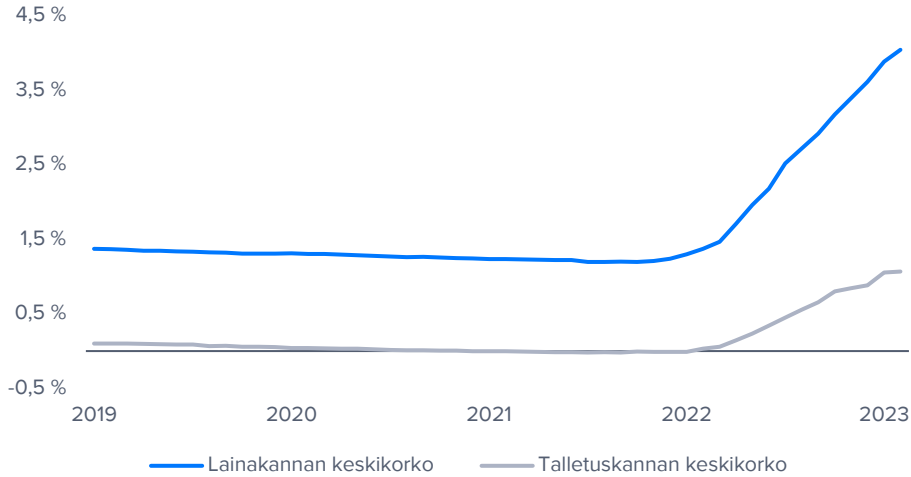
Uusimmat talousennusteet odottavat, että asuntojen hinnat laskevat tänä vuonna Suomessa noin 5-7 % ja vuonna 2024 hintatason odotetaan kääntyvän maltilliseen nousuun. Asuntomarkkinan piristyminen vaatisi näkemysemme mukaan taakseen korkojen laskua, millä voisi olla positiivinen vaikutus kuluttajien asunnonostoaikeisiin. Kaiken kaikkiaan näkömät asuntomarkkinan suhteen on tällä hetkellä hyvin epävarma ja näkömät ovat vahvasti riippuvaisia myös yleisestä työllisyyskehityksestä. Pidemmällä aikavälillä odotamme asuntomarkkinan jatkavan polarisoitumistaan kaupungistumisen megatrendin ja suurten kasvukeskusten voittokulun myötä.

Konkurssimäärät kasvussa

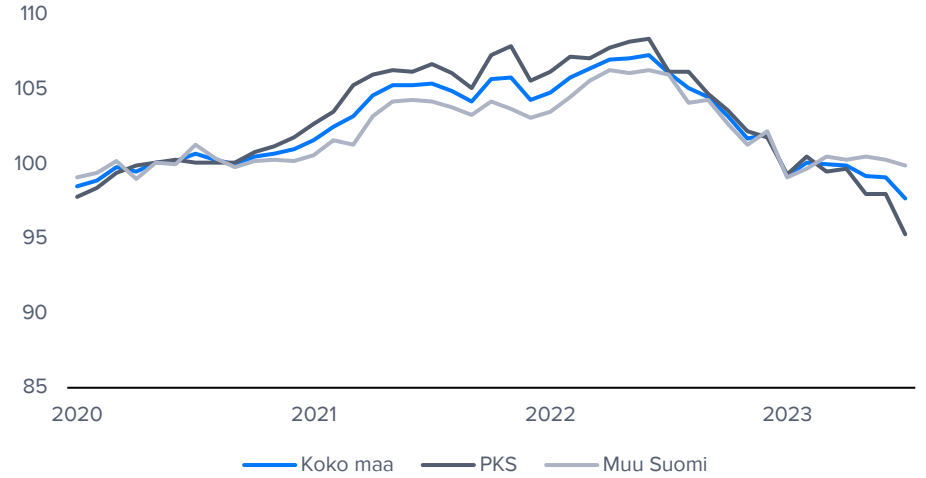
Heikentynyt talousuhdanne on yhdessä korkojen nopean nousun kanssa ajanut tiettyjä yrityssektoreita vaikeuksiin, mikä on näkynyt kasvaneina konkurssimäärinä. Tilastokeskuksen heinäkuun tilastojen mukaan Suomessa hakeutui viimeisen 12kk aikana 3046 yritystä konkurssiin, ja liukuva vuosisumma osoitti 22 %:n kasvua. Henkilöstötyövuosilla mitattuna 12kk:n liukuvat konkurssimäärät olivat 31 %:n kasvussa. Konkurssimäärät ovat kasvaneet etenkin rakentamisessa, matkailu- ja ravintola-alalla sekä tietyillä muilla palvelualoilla. Kaiken kaikkiaan arviomme heikentyneen suhdannekuvan johtavan pankkisektorilla tulevina kvartaaleina kasvaviin luottotappiovarauksiin.

Toimiala- ja kilpailuympäristö 3/5

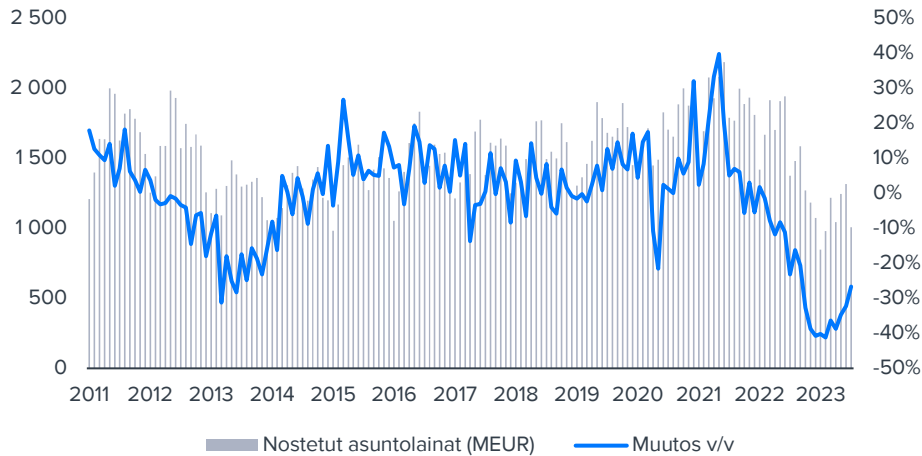
Suomalaisten rahalaitosten laina- ja talletuskannan keskiporko



Vanhojen osakeasuntojen hintaindeksi (2020=100)



Kotitalouksien nostamat uudet asuntolainat

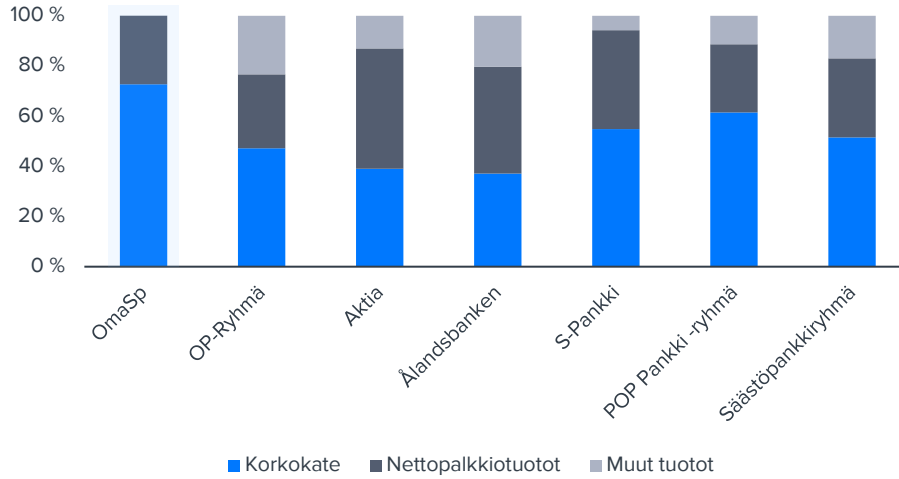


Konkurssien lkm Suomessa (henkilöstötyövuosilla mitattuna, liukuva vuosisumma)

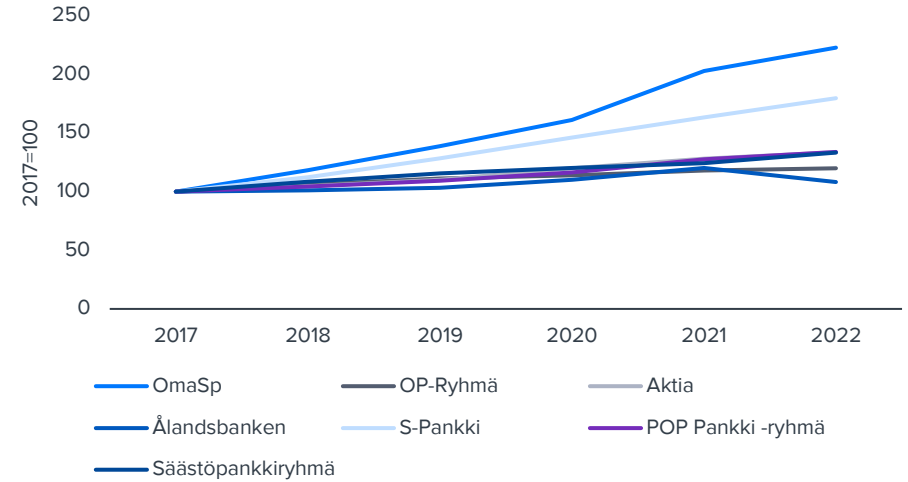


Toimiala- ja kilpailuympäristö 4/5

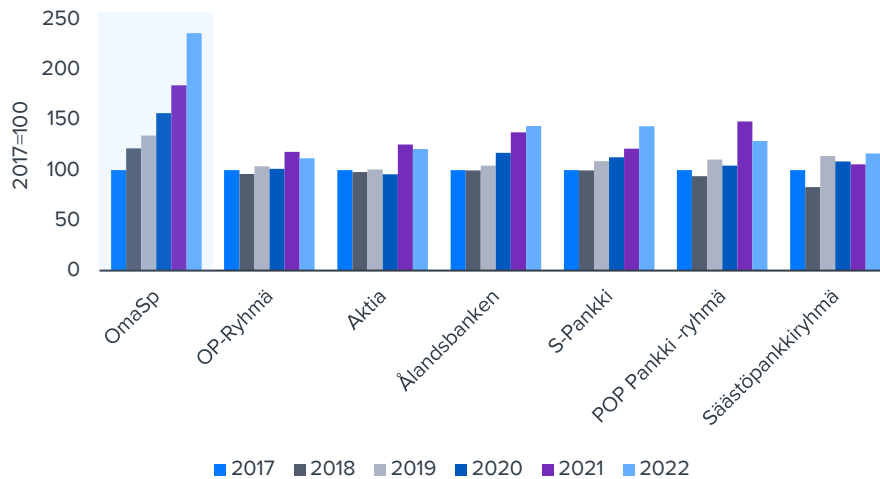
Liiketoiminnan tuottojen jakauma (2022)



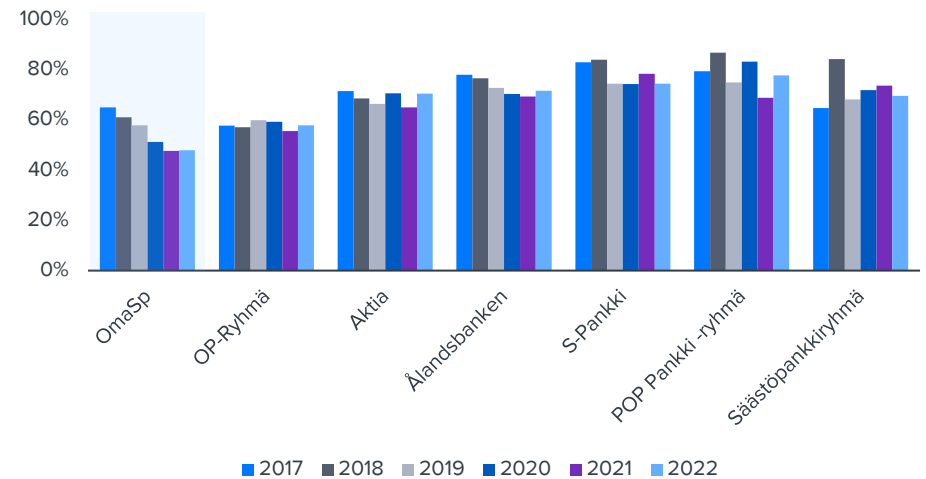
Luottokannan kehitys indeksoituna



Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



Kulu/tuotto-suhteiden kehitys



Toimiala- ja kilpailuympäristö 5/5

DuPont-analyysi

Nettotulos-%	2018	2019	2020	2021	2022
OmaSp	32 %	25 %	22 %	36 %	40 %
OP-Ryhmä	31 %	27 %	27 %	29 %	35 %
Aktia	26 %	26 %	21 %	26 %	21 %
Ålandsbanken	18 %	20 %	21 %	23 %	20 %
S-Pankki	4 %	14 %	9 %	10 %	16 %
POP Pankki -ryhmä	8 %	16 %	9 %	21 %	14 %
Säästöpankkiryhmä	13 %	23 %	17 %	24 %	24 %
Verrokkit keskimäärin	17 %	21 %	17 %	22 %	21 %

Taseen kiertonopeus	2018	2019	2020	2021	2022
OmaSp	0,03x	0,03x	0,03x	0,02x	0,03x
OP-Ryhmä	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x
Aktia	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x
Ålandsbanken	0,02x	0,02x	0,03x	0,03x	0,03x
S-Pankki	0,03x	0,03x	0,02x	0,02x	0,03x
POP Pankki -ryhmä	0,03x	0,03x	0,03x	0,03x	0,03x
Säästöpankkiryhmä	0,02x	0,03x	0,02x	0,02x	0,02x
Verrokkit keskimäärin	0,02x	0,03x	0,02x	0,03x	0,02x

ROA	2018	2019	2020	2021	2022
OmaSp	0,86 %	0,66 %	0,55 %	0,86 %	1,07 %
OP-Ryhmä	0,67 %	0,60 %	0,55 %	0,64 %	0,68 %
Aktia	0,56 %	0,57 %	0,42 %	0,62 %	0,44 %
Ålandsbanken	0,42 %	0,47 %	0,54 %	0,63 %	0,59 %
S-Pankki	0,11 %	0,36 %	0,22 %	0,24 %	0,41 %
POP Pankki -ryhmä	0,21 %	0,48 %	0,24 %	0,71 %	0,38 %
Säästöpankkiryhmä	0,27 %	0,63 %	0,41 %	0,56 %	0,58 %
Verrokkit keskimäärin	0,37 %	0,52 %	0,40 %	0,57 %	0,51 %

Velkavipu (Taseen loppusumma/Oma pääoma)	2018	2019	2020	2021	2022
OmaSp	10,6x	10,4x	11,6x	12,9x	14,8x
OP-Ryhmä	12,1x	11,8x	12,0x	12,2x	12,3x
Aktia	15,8x	15,8x	15,9x	15,8x	16,7x
Ålandsbanken	23,1x	22,3x	21,1x	20,3x	19,3x
S-Pankki	14,2x	14,3x	14,8x	16,2x	16,9x
POP Pankki -ryhmä	9,0x	9,0x	9,4x	9,8x	10,0x
Säästöpankkiryhmä	11,3x	11,0x	11,0x	11,2x	11,3x
Verrokkit keskimäärin	14,2x	14,0x	14,0x	14,2x	14,4x

ROE	2018	2019	2020	2021	2022
OmaSp	9,1%	6,9%	6,4%	11,1%	15,8%
OP-Ryhmä	8,1%	7,1%	6,6%	7,8%	8,3%
Aktia	8,9%	9,1%	6,7%	9,8%	7,3%
Ålandsbanken	9,7%	10,5%	11,4%	12,8%	11,3%
S-Pankki	1,6%	5,2%	3,3%	3,9%	6,9%
POP Pankki -ryhmä	1,8%	4,3%	2,2%	6,9%	3,8%
Säästöpankkiryhmä	3,0%	6,9%	4,6%	6,2%	6,6%
Verrokkit keskimäärin	5,3%	7,3%	5,6%	8,1%	7,4%

Lähde: yhtiöt, Inderes

Inderesin kommentit

OmaSp:n kannattavuus on ollut viimeisen 5 vuoden aikana kokonaispääoman tuotolla (ROA) mitattuna keskimäärin 1,7-kertaa vertailuryhmää korkeampi. OmaSp:n taseen kiertonopeus (liiketoiminnan tuotot/taseen loppusumma) ei poikkea oleellisesti verrokeista ja korkeampi ROA selittyikin huomattavasti verokkiryhmää korkeammalla nettotulosmarginaalilla. Arvomme mukaan korkeampi nettotulosmarginaali heijastelee OmaSp:n liiketoimintamallin mukanaan tuomaa hinnoitteluvoimaa, vahvaa kulutehokkuutta sekä osaltaan korkeampaa luotonannon riskiprofiilia (ja onnistunutta riskienhallintaa), joka heijastuu hinnoitteluun ja siten tulosmarginaaleihin.

OmaSp:n vakavaraisuus ei poikennut omavaraisuusasteella mitattuna viime vuonna oleellisesti verrokeista – yhtiö on rakentanut taseessaan olevalla omalla pääomalla noin 14,8-kertaisen taseen, kun verrokeilla vastaava suhdeluku oli 14,4x. Huomionarvoista on, että OmaSp:n vakavaraisuus on omavaraisuusasteella mitattuna selvästi listattuja (IRB-mallia soveltavia) Aktiaa ja Ålandsbankenä vahvempi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia

Strategia on johtanut selvästi toimialaa vahvempaan kasvuun ja kannattavuuteen

Oma Säästöpankin (OmaSp) liiketoiminta keskittyy hyvin vahvasti vähittäispankkitoimintaan. Pankin strategian ytimenä on alipalveluihin asiakassegmentteihin fokuoituminen ja yhtiön liiketoimintamalli nojaa paikalliseen läsnäoloon, tavoitettavuuteen sekä korkealuokkaiseen asiakaspalveluun. Pankin slogan ”lähellä ja läsnä” kuvastaa pankin tahtotilaa tarjota asiakkaille helppo ja vaivaton tapa asioida oman asiakasvastaavan kanssa kellonajasta ja paikasta riippumatta. Pankilla on 45 konttoria ympäri Suomea ja pankin strategia nojaa laajan konttoriverkoston sekä digitaalisten kanavien yhdistelmään. Pankki on myös jalkauttanut vastuuta voimakkaasti konttoritasolle, mikä nopeuttaa päätöksentekoa, poistaa byrokratiaa ja parantaa asiakaspalvelua. Pankilla ei ole erillistä yksityispankkia, vaan kaikki asiakkaat tulevat saman palvelumallin alle.

OmaSp:n strategia poikkeaa merkittävästi toimialan yleisimmistä trendeistä, sillä keskeiset kilpailijat ovat viime vuosina pyrkineet tehostamaan toimintaansa henkilökohtaisesta palvelusta karsimalla, päätöksentekoa keskittämällä ja supistamalla konttoriverkostojaan voimakkaasti. Strategisten valintojen ansiosta OmaSp on löytänyt toimialalta asiakassegmentin (isojen pankkien toimesta alipalvelut asiakkaat), jonka sisällä yhtiö on kyennyt kasvamaan viime vuosina noin neljä kertaa muuta toimialaa

nopeammin. Strategiset valinnat ovat tuoneet OmaSp:lle myös selvää hinnoitteluvoimaa ja tämä on nostanut yhdessä vahvan kulutehokkuuden kanssa yhtiön kannattavuuden kotimaisen pankkisektorin kärkeen. Pankin vahva kannattavuus näkyy esimerkiksi kulu/tuotto-suhteessa (2022: OmaSp 48 % vs. kotimaiset verrokkit keskimäärin 68 %) sekä ROE:ssa (2022: OmaSp: 15,8 % vs. verrokkit kotimaiset keskimäärin 7,4 %).

Pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksiin liittyy mielestämme tiettyjä kysymysmerkkejä

Vaikka OmaSp:n strategia onkin toiminut historiassa kiistatta erinomaisesti, näemme yhtiön pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksiin liittyvän tiettyjä riskejä. Yhtiöllä on arviomme mukaan paikallisesti varsin vahva markkina-asema pienemmissä maakunnissa ja suurissa kasvukeskuksissa yhtiö toimii edelleen selvän haastajan asemassa.

Koska pienemmissä maakunnissa luottokysyntä on pitkällä aikavälillä laskevaa ja koska yhtiöllä on näillä alueilla jo vahva paikallinen läsnäolo, vaatii liiketoiminnan kasvattaminen pitkällä aikavälillä yhä vahvemmin kasvun hakemista Suomen kasvukeskuksista. Kasvukeskuksissa pankkien välinen marginaalikiilpailu on selvästi maakuntia ankarampaa ja näemmekin, että relevantin markkinaosuuden saavuttamisella voi olla negatiivinen vaikutus yhtiön nykyiseen vahvaan kannattavuuteen. OmaSp:n johto on kuitenkin korostanut, ettei kasvu ole sille itseisarvo ja kasvua ei tulla tavoittelemaan kannattavuutta

uhraamalla. Yhtiö myös näkee sillä olevan yhä runsaasti kasvutilaa valtakunnallisen markkinaosuuden ollessa edelleen hyvin pieni.

Varainhoidon rooli poikkeuksellisen pieni

Erottava tekijä OmaSp:n ja keskeisten verrokkien välillä on varainhoidon rooli. Valtaosalla muista pankeista varainhoito on nostettu strategian keskiöön ja asiakaskohtaisia kannattavuuksia on pyritty nostamaan integroimalla varainhoito yhä vahvemmin mukaan pankkipalveluihin, kun korkokate on ollut takavuosina paineessa nollakorkomaailmassa. OmaSp puolestaan keskittyy myymään Säästöpankkiryhmän rahastotuotteita ja varainhoidon rooli kokonaisuutena on hyvin pieni, yhtiön fokuksen ollessa vahvasti vähittäispankkitoiminnassa. Strategiassa tehty fokuoituminen on tähän asti ollut täysin oikea ratkaisu, sillä yhtiö on kyennyt kasvamaan erittäin voimakkaasti sekä kannattavasti.

Näkemyksemme mukaan pääomakevyt varainhoitoliiketoiminta voisi mahdollistaa OmaSp:lle kasvun kiihdyttämisen sekä pääoman tuoton nostamisen entisestään. Pidämme todennäköisenä, että varainhoitoon laajentuminen tapahtuisi toteutuessaan epäorgaanisesti, sillä liiketoiminnan skaalaaminen nollassa olisi hyvin pitkä prosessi. Haasteena tässä kuitenkin on, että OmaSp:lle sopivia ostokohteita on mielestämme hyvin rajallisesti tarjolla Suomessa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet päivitettiin kesäkuussa

OmaSp päivitti keskipitkän aikavälin taloudellisia tavoitteitaan heinäkuun alussa ja päivitetyt tavoitteet ovat:

- 10-15 %:n vuotuinen liiketoiminnan kokonaistuottojen kasvu nykyisissä vallitsevissa markkinaolosuhteissa (ennallaan)
- Kulu/tuotto-suhde alle 45 % (ennallaan)
- Vertailukelpoinen oman pääoman tuotto yli 16 % pitkällä tähtäimellä (aik. yli 10 %).
- Ydinpääomasuhde (CET1) vähintään 2 %-yksikköä viranomaisvaateen yläpuolella (aik. CET1-vakavaraisuus suhde yli 14 %).

OmaSp ei tehnyt taloudellisten tavoitteiden tarkastelun yhteydessä muutoksia **tuottojen kasvuvauhtia** koskevaan tavoitteeseensa.

Pidämme kasvutavoitetta realistisena ja omissa ennusteissamme OmaSp:n vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot kasvavat vuosien 2022-2026 välillä noin 15 %:n vuosivauhtia (CAGR).

Huomionarvoista on, että kuluvan vuoden kasvulukuihin (vertailukelpoiset tuotot +63 % v/v) vaikuttaa merkittävästi alkuvuonna toteutettu Liedon Säästöpankin liiketoiminnan hankinta ja vuosien 2023-2026 välillä tuottojen kasvu jää ennusteissamme noin 3 %:iin. Huomautamme kuitenkin, että ennusteemme eivät pidä sisällään epäorganista kasvua (tiedotettu Handelsbankenin Suomen pk-yritysluokituksen osto ja mahdollinen muu M&A) ja

kokonaisuudessaan pidämme kasvutavoitetta yhä realistisena.

OmaSp piti ennallaan myös **kulu/tuotto-suhdetta** koskevan tavoitteensa (alle 45 %). Tavoite on mielestämme hyvin realistinen, sillä pankin vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde oli H1'23:lla 40 % ja nykyisissä ennusteissamme taso asettuu vuosina 2023-2026 keskimäärin 39 %:iin.

Oman pääoman tuottoa koskeva tavoite on mielestämme niin ikään realistinen ja nykyisillä ennusteillamme yhtiön ROE asettuu vuosina 2023-2026 keskimäärin noin 19 %:iin. OmaSp:n ROE laskee ennusteissamme vuoteen 2026 mennessä alle 16 %:n tason, mutta huomionarvoista on että yhtiön tase ylikapitalisoituu ennustejaksollamme vahvan tuloskehityksen ja IRB-siirtymän myötä tuntuvasti. Näin ollen näemmekin ROE-tavoitteen olevan helposti saavutettavissa pääomarakennetta optimoimalla.

OmaSp:n **vakavaraisuustavoitteen** päivitys oli mielestämme tervetullutta, sillä aiempi tavoite oli varsin jäykkä. Päivitetty tavoiteasetanta on myös linjassa yleisen markkinakäytännön kanssa, sillä myös keskeisillä kilpailijoilla vakavaraisuus on sidottu viranomaisvaateeseen ja kunkin yhtiön tarpeellisena näkemään puskuriin. Kuten aiemmin olemme raportissa todenneet, näemme vakavaraisuuden ennustamamme vahvan tuloskehityksen ja IRB-siirtymän valossa yhtiölle lähinnä positiivisena ongelmana. Pidämme myös hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee tulevina vuosina purkamaan ylikapitalisoituvaa tasettaan lisävoitonjaolla.



Taloudelliset tavoitteet

OmaSp:llä on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Liiketoiminnan tuottojen 10-15 %:n vuotuinen kasvu
- Kulu/tuotto-suhde alle 45 %
- Vertailukelpoinen oman pääoman tuotto yli 16 % pitkällä aikavälillä
- CET1-vakavaraisuus vähintään 2 %-yksikköä viranomaisvaateen (Q2'23: 7,86 %) yläpuolella (OmaSp:n CET1-vakavaraisuus Q2'23:n lopussa 14,1 %)

Lisäksi pankin tavoitteena on jakaa tasaista ja kasvavaa osinkoa, vähintään 20 % nettotuloksesta



Inderesin ennusteet

- Vertailukelpoisten liiketoiminnan tuottojen kasvu vuosien 2022-2026 välillä 15 % (CAGR)
- Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde keskimäärin 39 % vuosina 2023-2026
- Oman pääoman tuotto 2023-2026 keskimäärin: noin 19 %
- CET1-vakavaraisuus 15,8-24,0 % vuosina 2023-2026 (ennusteet huomioivat IRB-siirtymän arvioidut vaikutukset, ylimääräistä voitonjakoa ei sisällytetty ennusteisiin)

Sijoitusprofiili

1.

Vahva track-record merkittävästi markkinoita nopeammasta ja kannattavasta kasvusta

2.

Onnistuneet näytöt arvonluonnista yritysjärjestelyin

3.

Tase ylikapitalisoituu lähivuosina merkittävästi, mikä mahdollistaa yhtiölle isommat yritysjärjestelyt tai ylimääräisen lisävoitonjaon

4.

Luotonannon riskitaso muuta sektoria korkeampi

5.

Tiukka strateginen fokuosoituminen vähittäispankkitoimintaan on nostanut yhtiön kannattavuuden sektorin kärkeen

Potentiaali



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

Riskit



- 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

Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustaoletukset

OmaSp:tä koskevien ennusteidemme lähtökohtana on yhtiön tase ja se, miten arvioimme yhtiön pystyvän kasvattamaan antolainaustaan ja tasettaan huomioiden ennustamamme talousympäristön kehitys ja pääomavaatimukset. Tämän jälkeen ennustamme miten yhtiön tuotot, kulut ja luottotappiovaraukset kehittyvät. Makrokuvan osalta odotamme, että Suomen talouskehitys tulee heikentymään vuotta 2024 kohti mentäessä ja odotamme tämän johtavan pankkisektorin kohdalla kasvaviin luottotappioihin. Korkokehityksen osalta ennusteemme mukailevat tämänhetkisiä markkinaodotuksia, joissa korkotason odotetaan kääntyvän heikentyvän taloussuhdanteen johdosta ensi vuoden aikana maltilliseen laskuun.

2023: Korkojen nousu ja Liedon Säästöpankin yritysosto nostavat tuloksen uudelle tasolle

Korkojen nousu sekä asuntokaupan heikko vire ovat heikentäneet kuluvana vuonna selvästi luottokysyntää ja tämä on heijastunut negatiivisesti myös OmaSp:n luottokannan kehitykseen (H1'23: luottokannan orgaaninen kasvu -2 % v/v). Vaikka OmaSp:n orgaaninen volyymikehitys onkin ollut alkuvuonna vaisua, on korkojen nousu vahvistanut merkittävästi yhtiön korkokatetta ja siten liiketoiminnan tuottojen kehitystä. Lisäksi OmaSp teki alkuvuonna historiansa suurimman yrityskaupan, kun se hankki Liedon Säästöpankin liiketoiminnan itselleen. Liedon integraatio on edennyt yhtiön mukaan suunnitellusti ja liiketoiminta heijastui täysimääräisesti lukuihin Q2:sta alkaen.

Kaiken kaikkiaan OmaSp:n H1 on sujunut erinomaisesti. Kun luottotappiot ovat säilyneet alkuvuonna vähäisinä, on pankin tulokunto noussut

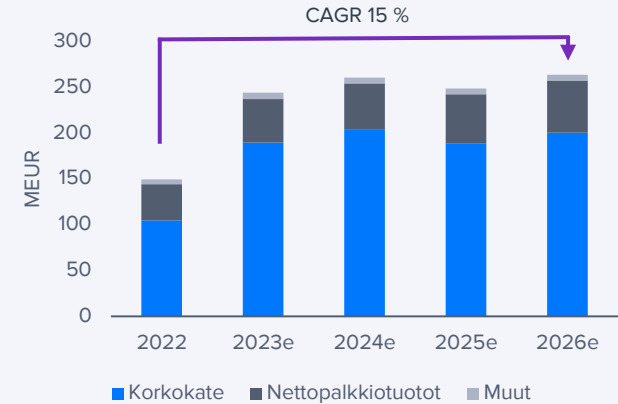
korkojen nousun ja epäorgaanisen kasvun tukemana täysin uudelle tasolle. Tulokunnan suhteen kuvaavaa onkin, että OmaSp:n vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhte asetui H1:llä 40 %:iin (H1'22: 51,6 %) ja vertailukelpoinen ROE nousi 24,1 %:iin (H1'22: 15,4 %)

OmaSp ohjeistaa sen vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja kasvavan kuluvana vuonna merkittävästi viime vuodesta ja ylittävän 100 MEUR. Ohjeistuksen sanamuodot ovat suhteellisen laavat ja H1:n jälkeen tulokset on 74 % vertailukauden yläpuolella. Pidämme mahdollisena, että ohjeistusta tullaan syksyn aikana tarkentamaan ylöspäin.

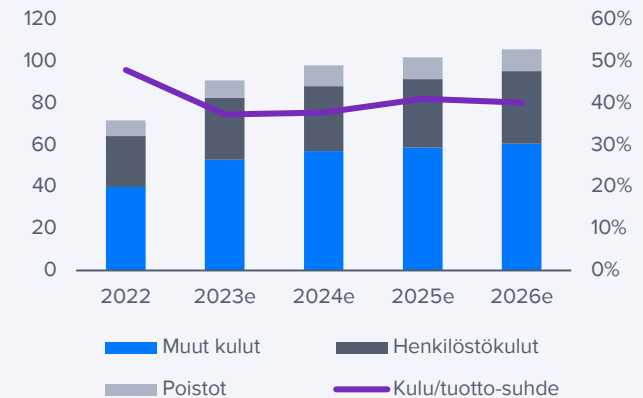
Ennustamme OmaSp:n korkokatteen saavan H2:lla edelleen tukea nousseesta korkotasosta. Lisäksi liiketoiminnan tuottojen kasvua tukee Liedon Säästöpankin tuoma epäorgaaninen kasvu, jonka vaikutuksen arvioimme olleen Q2:n tuottojen kasvuun (+74 % v/v) lähemmäs 30 %-yksikköä. Kokonaisuudessaan ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisten tuottojen kasvavan koko vuoden osalta 63 %:lla 244 MEUR:oon.

Ennustamme pankin kulutehokkuuden säilyvän myös H2:lla vahvana ja koko vuoden osalta ennustamme vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen painuvan 37,2 %:iin (2022: 48 %). Uskomme heikentyneen talouskuvan kasvattavan loppuvuotta kohti mentäessä selvästi OmaSp:n luottotappiovarauksia (H2'23: -7,9 MEUR vs. H1'23: -4,3 MEUR), mutta tästä huolimatta pankin tulokunto säilyy ennusteissamme erinomaisena. Kokonaisuudessaan odotamme yhtiön vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja nousevan vuoden 2023 osalta 140 MEUR:oon ja vertailukelpoisen EPS:n 3,41 euroon.

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot



Vertailukelpoiset kulut (MEUR) ja kulu/tuotto-suhte



Ennusteet 2/4

2024-2025: Kasuvat luottotappiovaraukset ja korkojen lasku kääntävät tuloksen laskuun

Ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisten liiketoiminnan tuottojen säilyvän kasvussa vielä ensi vuonna (2024e: + 7 % v/v), kun korkojen nousun positiiviset vaikutukset vahvistavat ennusteissamme korkokatetta vielä Q1'24 asti. Lisäksi tuottojen kasvua tukee pieneen positiiviseen kasvuun kääntyvä luottokanta (+2,5 % v/v) sekä Liedon yritysosto, joka tuo epäorgaanista kasvua vielä alkuvuodelle 2024. Yhtiön kulutehokkuus säilyi ennusteissamme ensi vuonna käytännössä vuoden 2023 tasolla, sillä ennustamme vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asettuvan 37,6 %:iin (2023: 37,3 %).

Vaikka ennustamme OmaSp:n liiketoiminnan jatkavan kasvuaan myös ensi vuonna, odotamme tuloksen laskevan huippuvuodesta 2023. Syynä tälle on heikentynyt taloussuhdanne ja sen myötä ennusteissamme nousevat luottotappiovaraukset. Talous- ja työllisyyskehitykseen ja siten myös luottotappiotasoihin liittyy huomattavaa epävarmuutta, mutta odotuksissamme on, että OmaSp:n luottotappiovaraukset tulevat nousemaan parin viimeisen vuoden matalilta tasoilta selvästi. Ennustamme OmaSp:n luottotappiovarausten nousevan ensi vuonna 25,3 MEUR:oon ja taso on noin 0,42 % keskimääräisestä luottokannasta. Luottotappiovarausten suhteen huomionarvoista on, että vuoden 2024 ennusteemme on selvästi alle vuoden 2020 tason (0,68 %), jolloin OmaSp:n luottotappiovarauksia kasvattivat koronapandemian johdosta tehdyt huomattavat johdon harkintaan perustuneet varaukset.

Nousevista luottotappiovarauksista johtuen

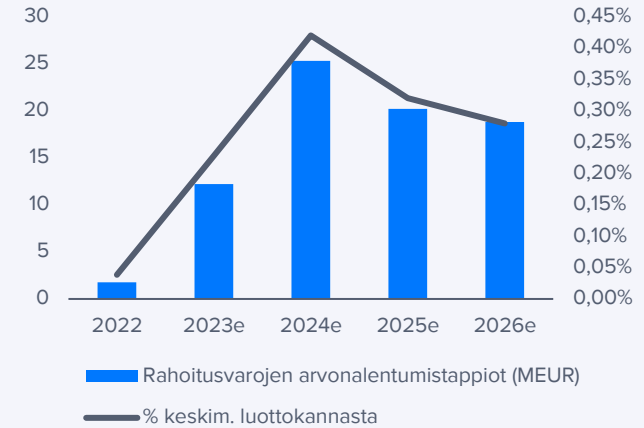
ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja laskevan ensi vuonna noin 137 MEUR:oon (2023e: 140 MEUR). Vertailukelpoisen EPS:n ennustamme asettuvan 3,29 euroon. Vuoden 2024 ennusteidemme osalta sijoittajille merkittävää on odottamamme IRB-siirtymä, jolla arvioimme olevan noin 4 %-yksikön positiivinen vaikutus OmaSp:n CET1-vakavaraisuuteen (aiheesta lisää sivuilla 12 ja 24). Odotamme IRB-siirtymän toteutuvan H2'24:n aikana.

2025 ennustamme OmaSp:n tuloksen säilyvän nykyrakenteella (pl. yritysostot) laskutrendillä. Tuloksen laskun taustalla on ennusteissamme korkojen laskun johdosta supistuva korkokate, jonka vaikutusta selvempi luottokannan kasvu (+ 7 % v/v) ja matalammat luottotappiovaraukset (2025e: 0,32 % vs. 2024e 0,42 %) eivät riitä kompensoimaan. Kokonaisuudessaan OmaSp:n vertailukelpoinen tulos ennen veroja asettuu ennusteissamme vuonna 2025 noin 126 MEUR:oon ja aikaistu osakekohtainen tulos 3,04 euroon.

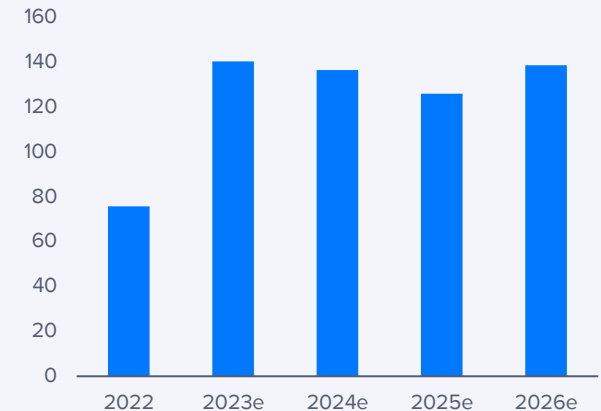
2026: Takaisin tuloskasvuun

Ennusteissamme OmaSp:n vertailukelpoinen tulos kääntyy takaisin kasvu-uralle vuonna 2026. Keskeiset ajurit ennustamamme tulosparannuksen taustalla ovat toimintavolyymien ja luottokannan vahva kasvu, jotka heijastuvat positiivisesti liiketoiminnan tuottojen kehitykseen. Ennustamme pankin vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asettuvan 40 %:iin ja taso on selvästi yhtiön vähimmäistavoitteen (45 %) alapuolella. Vuonna 2026 luottotappiovaraukset normalisoituvat pidemmän aikavälin keskimääräiselle tasolle ja ovat ennusteissamme 0,28 % keskimääräisestä luottokannasta.

Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot



Vertailukelpoinen tulos ennen veroja (MEUR)



Ennusteet 3/4

Kokonaisuudessaan ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisen PTP:n nousevan vuonna 2026 noin 139 MEUR:oon eli lähelle kuluvan vuoden ennätystasoa (140 MEUR). Vertailukelpoisen EPS:n ennustamme asettuvan 3,34 euroon.

Hyvältä vaikuttava Handelsbankenin Suomen pk-yritystoimintojen osto ei toistaiseksi ennusteissamme

OmaSp tiedotti kesäkuussa 2023 ostavansa Handelsbankenin Suomen pk-yritysassiakastoiminnot hyvin edullisella 15 MEUR:n kauppahinnalla. Hankinta kasvattaa yhtiön luottokantaa noin 0,5 mrd. eurolla ja talletuskantaa 1,2 mrd. eurolla. Kaupalla ei arvioida olevan oleellista vaikutusta yhtiön vakavaraisuusasemaan. Yrityskauppa sai KKV:n hyväksynnät heinäkuussa 2023 ja järjestelyn odotetaan toteutuvan H2'24:n aikana.

OmaSp ei ole avannut toistaiseksi kaupan tarkkaa tulosvaikutusta, mutta on [kommentoinut](#) sen vahvistavan yhtiön vuosittaista tuloksentekokykyä olennaisesti. Järjestelystä annettujen tietojen, omien karkeiden arvioidemme ja yhtiön kommenttien perusteella ("olennainen vaikutus tulokseen", 2023-2024e: nettotulos 112-110 MEUR), arvelemme, että vuotuinen tulosvaikutus voisi asettua noin 10 MEUR:n suuruusluokkaan. Olemme kommentoineet järjestelyä kattavammin [täällä](#).

Nykyiset ennusteemme eivät huomioi toistaiseksi järjestelyä ja sijoittajan onkin hyvä huomata, että yrityskaupan myötä yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset pitää tulos jopa kasvussa ensi vuonna (olettaen, että järjestely toteutuu suunnitellusti H2:lla ja arviomme tulosvaikutuksesta on oikea). Tulemme sisällyttämään yrityskaupan

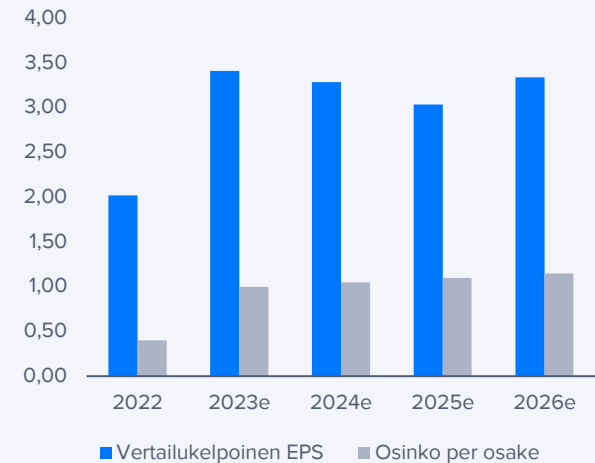
ennusteisiimme, kun järjestelyn tarkemmat tulos- ja tasevaikutukset täsmentyvät.

Tase ylikapitalisoituu lähivuosina reippaasti, ylimääräistä voitonjakoa odotettavissa

Odotamme OmaSp:n vakavaraisuuden vahvistuvan vankan tuloskehityksen ja IRB-siirtymän myötä lähivuosina huomattavasti. Ennustamme yhtiön osakekohtaisen perusosingon asettuvan vuosina 2023-2026 noin 1,0-1,15 euroon per osake, mikä tarkoittaa raportoidusta tuloksesta laskettuna noin 29-36 %:n osingonjakosuhdetta. Nykyisillä tulos- ja voitonjakoennusteillamme OmaSp:n tase säilyy lähivuosina räikeästi ylikapitalisoituna, sillä CET1-vakavaraisuus asettuu vuosina 2024-2026 noin 21,8-24,0 %:iin, mikä on reilusti yli kaksinkertainen suhteessa tavoitteeseen (CET1-viranomaisvaade 7,86 % + lisäpuskuri 2,0 %-yksikköä).

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 263 MEUR:n edestä. Ennustemallissamme OmaSp:n ydinpääomat nousevat vuonna 2024 noin 580 MEUR:oon, mikä tarkoittaa yli 300 MEUR:n ylijäämää suhteessa tavoitetasoon. Huomautamme, että kaikkea ylijäämää tuskin tullaan jakamaan omistajille ja pääomia tullaan varmasti käyttämään myös jatkossa luottokannan orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvattamiseen. Lisäksi vakavaraisuusvaatimusten nousu voisi pienentää tätä ylijäämää. Tästä huolimatta näemme OmaSp:n ylipääomituksen ilmeisenä. Emme ole sisällyttäneet ylimääräisiä pääomanpalautuksia toistaiseksi ennusteisiimme, mutta pidämme todennäköisenä, että ylimääräistä voitonjakoa tullaan näkemään keväällä 2025 ja/tai 2026.

EPS ja osinko per osake



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Korkokate	80,1	23,1	24,2	27,0	30,6	104,9	36,2	49,2	51,6	52,6	189,7	204,6	189,1	200,7
Palkkiotuotot netto	33,7	10,3	10,7	10,2	8,2	39,4	10,5	12,6	11,9	12,7	47,6	49,8	53,5	57,1
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	5,2	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,4	0,4	0,4	2,2	1,6	1,6	1,6
Muut tuotot	37,5	3,0	1,1	0,3	1,0	5,4	3,0	1,0	0,5	2,5	6,9	6,3	6,3	6,3
Liiketoiminnan tuotot	156,6	34,5	33,8	36,3	39,7	144,4	50,7	63,2	64,4	68,2	246,5	262,2	250,5	265,6
Kertatuotot	39,7	-1,8	-2,2	-1,1	-0,2	-5,3	1,0	0,4	0,4	0,4	2,2	1,6	1,6	1,6
Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot	116,9	36,3	36,1	37,4	39,9	149,7	49,7	62,8	64,0	67,8	244,2	260,6	248,9	264,0
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	-34,8
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	-60,5
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	-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	-105,7
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	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	-105,7
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-7,3	2,5	-1,4	-1,6	-1,3	-1,7	-1,6	-2,7	-3,7	-4,2	-12,2	-25,3	-20,2	-18,8
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	-0,7
Tulos ennen veroja	83,3	18,2	13,9	17,8	19,3	69,2	23,3	38,7	37,7	40,6	140,3	138,2	127,7	140,4
Kertaerät yhteensä	30,1	-1,8	-2,2	-1,1	-1,5	-6,6	-0,9	-0,1	0,4	0,4	-0,2	1,6	1,6	1,6
Vertailukelpoinen tulos ennen veroja	53,1	20,0	16,2	18,9	20,8	75,9	24,2	38,8	37,3	40,2	140,5	136,6	126,1	138,8
Tuloverot	-17,0	-3,4	-2,8	-3,6	-4,0	-13,8	-4,6	-7,8	-7,6	-8,2	-28,2	-27,8	-25,7	-28,2
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	0,0
Nettotulos	66,2	14,8	11,1	14,2	15,3	55,4	18,7	30,9	30,1	32,4	112,1	110,4	102,1	112,2
EPS (oikaistu)	1,41	0,54	0,43	0,50	0,55	2,02	0,61	0,93	0,90	0,97	3,41	3,29	3,04	3,34
EPS (raportoitu)	2,22	0,49	0,37	0,47	0,51	1,84	0,59	0,93	0,91	0,98	3,41	3,33	3,08	3,38
Osinko per osake	0,50					0,40					1,00	1,05	1,10	1,15

Avainluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	17,8 %	32,0 %	22,9 %	29,8 %	27,9 %	28,1 %	36,7 %	74,0 %	71,1 %	69,9 %	63,2 %	6,7 %	-4,5 %	6,1 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	47,7 %	52,0 %	51,4 %	45,2 %	43,6 %	47,9 %	47,7 %	33,7 %	35,7 %	34,3 %	37,2 %	37,6 %	40,9 %	40,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

OmaSp:n riskiprofiili on mielestämme jonkin verran pohjoismaisia verrokkeja korkeampi

Olemme tarkastelleet sivupalkissa esitetystä graafista pohjoismaisten pankkien implisiittisten oman pääoman tuottovaatimusten kehitystä viimeisen viiden vuoden ajalta. Olemme johtaneet implisiittiset oman pääoman kustannukset Gordonin kasvumallin kautta ja olemme soveltaneet siinä yhtiöiden P/B-arvostuskertoimia, Bloombergin seuraavan 24kk ROE-konsensusennustetta sekä oletettua 2,5 %:n kestävästä kasvutekijää (g). Laskelmiemme mukaan pohjoismaisia pankkeja on hinnoiteltu viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 10,2 %:n implisiittisellä oman pääoman tuottovaatimuksella, kun tämän hetken pörssihinnoittelulla mediaaniyhtiön implisiittinen oman pääoman tuottovaatimus on noin 12 %.

Vaikka OmaSp:n näytöt ovat takavuosilta kiistatta erittäin vahvat, tulisi yhtiölle soveltaa normaalioloissa mielestämme mm. pienemmästä koosta, paikallisesta liiketoiminnasta sekä arviomme mukaan riskisemmästä luottokannasta (näkyvät mm. korkeampana NPL-rationa ja luottotappiotasoina) johtuen hieman vertailuryhmän keskitasoa korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta. Subjektiviivisen arviomme perusteella OmaSp:lle järkevä oman pääoman tuottovaatimus voisi liikkua karkeasti 11-13 %:n välillä.

P/B-perusteinen arvostus taloudellisten tavoitteiden valossa

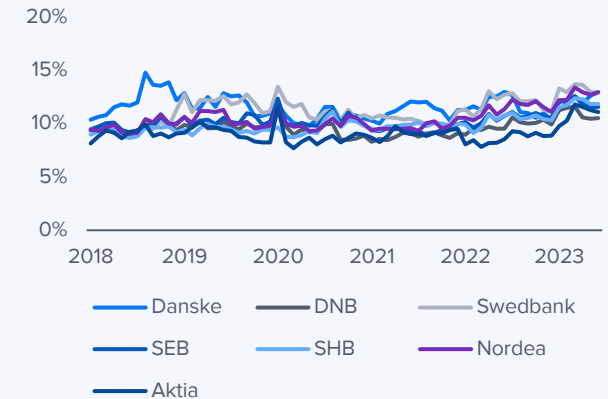
OmaSp päivitti Q2:n lopussa vakavaraisuustavoitteen lisäksi myös oman pääoman tuottotavoitetta ja yhtiön pitkän tähtäimen ROE-tavoite on yli 16 %. Päivitetty tavoitetaso antaa mielekkäät raamit myös arvostuksen tarkastelulle. Olemme oikealla olevassa taulukossa tarkastelleet hyväksyttävän P/B-arvostuksen riippuvuutta kestävästä oman pääoman tuottotason ja oman pääoman tuottovaatimuksen suhteen.

Sivupalkissa olevasta taulukosta voidaan havaita, että mikäli OmaSp yltäisi kestävästi 16-18 %:n oman pääoman tuottoon (2023-2027e: keskimäärin ~18 %), olisi hyväksyttävä P/B-perusteinen arvostus 11-13 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella 1,23x-1,64x välillä. OmaSp:n osakekohtainen oma pääoma oli Q2'2023:n lopussa 14,2 euroa ja edellä esitetyillä arvostuskertoimilla osakkeen arvoksi tulisi 17,4-23,2 euroa, keskipisteen ollessa 20,3 euroa.

P/B-perusteinen arvostus ja ROE verrokkiryhmän viitekehyksessä

OmaSp arvostetaan 2023 ennusteillamme P/B-kertoimella 1,3x, mikä vastaa noin 16 % preemiota pohjoismaisista pankeista koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Preemiota verrokkiryhmään perustelee kuitenkin selvästi verrokkiryhmää vahvempi oman pääoman tuottotaso (25 % vs. 14 %).

Eräiden pohjoismaisten pankkien implisiittisiä oman pääoman tuottovaatimuksia¹



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

Hyväksyttävä P/B eri ROE-tasoilla ja oman pääoman tuottovaatimuksella

	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

Arvonmääritys 2/4

Olemme tarkastelleet alla olevissa graafeissa OmaSp:n arvostusta pohjoismaisten pankkiverrokkien 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.

Huomautamme, että tekemässämme regressioanalyysissä ainoana selittävänä muuttujana on yhtiöiden kuluvan vuoden oman pääoman tuottotaso, eikä tarkastelu ota huomioon esimerkiksi yhtiöiden toisistaan poikkeavia riskiprofileja. Argumentoimme edellisellä sivulla, että OmaSp:n riskiprofiili on mielestämme verrokkeja korkeampi, mutta huomionarvoista on, että osakemarkkinat soveltavat vertailuryhmälle tällä hetkellä selvästi historiallisia tasoja korkeampia oman pääoman tuottovaatimuksia, mikä näkyy hyväksytyissä P/B-

arvostuskertoimissa. Näin ollen näemme mallin rajoitteista huolimatta kohtuullisen hyvänä työkaluna myös OmaSp:n hyväksyttävän arvostustason määrittelyyn.

Tarkastelun perusteella OmaSp on ROE-ennusteisiimme nähden verrokkiryhmässä aliarvostettu ja aliarvostus levenee, kun arvostusta tarkastellaan 2024 ennusteiden pohjalta. Regressiosuorien perusteella OmaSp:lle voitaisiin hyväksyä vuosien 2023-2024 ROE-ennusteillamme verrokkien viitekehityksessä noin 1,4x P/B-kerroin. Mikäli sovellamme tätä kerrointa kyseisten vuosien ennusteisiimme, OmaSp:n osakkeen arvo liikkuisi 22,3-25,6 euron välissä.

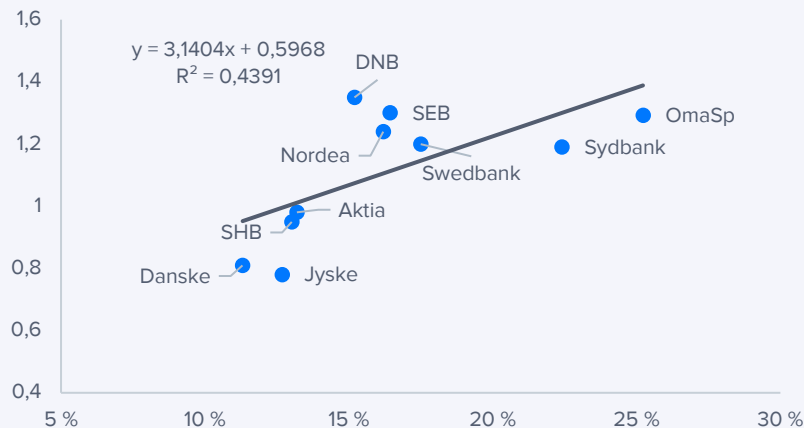
Lisäarvomalli (EVA)

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta myös taloudellisen lisäarvomallin (EVA) kautta. Oman pääoman lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo

määräytyy jo kertyneestä omasta pääomasta eli oman pääoman tasearvosta ja ennustettujen taloudellisten lisäarvojen nykyarvosta. Yhtiö tuottaa osakkeenomistajille positiivista lisäarvoa, kun oman pääoman tuotto on oman pääoman kustannusta (CoE) suurempi. Lisäarvo on vastaavasti negatiivinen silloin, kun yhtiön oman pääoman tuotto jää oman pääoman ehtoisten sijoittajien asettaman tuottovaatimuksen alapuolelle ja tällöin yhtiö teoriassa tuhoa osakkeenomistajien varallisuutta.

Oman pääoman lisäarvomallissa suuri osa osakkeen arvosta muodostuu tyypillisesti sen kirjanpidollisesta arvosta. Näin ollen esimerkiksi mahdolliset ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti arvonnäytteen lopputulokseen, koska arvonnäytteen diskontattavana suureena on ennustetun nettotuloksen ja vaaditun tuloksen eli oman pääoman tuottovaatimuksen erotus.

ROE ja P/B 2023e



ROE ja P/B 2024e



Arvonmääritys 3/4

Lisäarvomallin eduksi lukeutuu myös se, että mallin antamat tulokset ovat monista muista menetelmistä poiketen suhteellisen vakaita ns.

jäännöskasvuoletukselle eli terminaalikasvulle.

Lisäarvomallin heikkoutena on kuitenkin sen tuottovaatimuskeskeisyys, sillä yhtiö voi samaan aikaan jonkun mielestä tuottaa positiivista lisäarvoa ja jonkun toisen mielestä tuhota omistajien varallisuutta.

OmaSp:n lisäarvoperusteinen arvonmääritys pohjautuu sivuilla 22-25 esitettyihin yksityiskohtaisempiin ennusteisiimme, jotka odottavat OmaSp:n oman pääoman tuoton laskevan kuluvan vuoden ennätystasoltaan (25 %) ja asettuvan vuosina 2024-2027 asteittain noin 15 %:n tasolle.

Jäännöskasvuoletuksena olemme käyttäneet 2,5 %:n tasoa ja oman pääoman tuottovaatimuksen olemme asettaneet 12,0 %:iin.

Oman pääoman lisäarvomallimme indikoi OmaSp:n osakkeen arvoksi 23,4 euroa osakkeelta ja arvonmääritysmenetelmä puhuu osakkeen aliarvostuksen puolesta. Herkkystarkastelun perusteella 1 %-yksikköä matalampi tuottovaatimus johtaisi noin 26,4 euron osakekohtaiseen arvoon. Vastaavasti 13 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella lisäarvomallimme tulos olisi 20,8 euroa osakkeelta.

OmaSp:n historiallinen tulosperusteinen arvostus

OmaSp:n mediaani P/E on ollut viimeisen 5 vuoden aikana toteutuneella tuloksella laskettuna noin 12x. Vastaavasti Bloombergin datan perusteella yhtiö on hinnoiteltu vuosina 2019-2023 12kk eteenpäin katsovilla ennusteilla keskimäärin P/E-kertoimella ~9x. Mikäli sovellamme OmaSp:n omaa historiallista 12kk eteenpäin katsovaa P/E-

kerrointa vuoden 2023 huipputuloksen yli katsoviin vuosien 2024-2025 ennusteisiimme, OmaSp:n osakkeen arvo liikkuisi 27,3-29,6 euron välillä.

OmaSp hinnoitellaan tulosperusteisesti myös selvästi alle verrokkiryhmän

OmaSp hinnoitellaan vuosien 2023-2024 ennusteillamme tulosperusteisesti noin 18-20 % alle pohjoismaisen pankkisektorin mediaaniin. Koska OmaSp:n riskiprofiili on näkemyksemme mukaan jonkin verran verrokkiryhmää korkeampi, tulisi yhtiö mielestämme hinnoitella normaalioloissa hieman vertailuryhmän alapuolelle. Huomionarvoista kuitenkin on, että pohjoismainen pankkisektori hinnoitellaan tällä hetkellä yli kolmanneksen historiallisten tasojen alapuolelle.

EVA-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Nettotulos	55	112	110	102	112	119	
Oma pääoma	365	533	610	677	753	833	
Lisäarvo (EVA)	7	68	47	29	31	28	307
Ydinpääoma (CET1)	339	505	580	647	722	802	
RWA	2547	3196	2664	2837	3005	3127	
CET1-%	13,3 %	15,8 %	21,8 %	22,8 %	24,0 %	25,6 %	
Disk. EVA		67	41	23	22	18	190
Disk. Kum. EVA		359	293	252	230	208	190
+ Oman pääoman kirja-arvo		365					
-Osinko/pääomapalautus		-13					
+/-Muut erät		65					
Oman pääoman arvo EVA		776					
Ulkona olevien osakkeiden lkm (milj. kpl)		33,2					
Oman pääoman arvo EVA per osake		23,4					

Pääoman kustannus

Riskitön korko	2,5 %
Beta	1,5
Markkinoiden riskipremio	4,8 %
Likviditeettipremio	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,0 %

Huom. Mallissa "Muut erät"-rivi huomioi Liedon Säästöpankin hankinnan yhteydessä tehdyn suunnatun osakeannin (65,0 MEUR)

Arvonmääritys 4/4

Arviomme mukaan sektorin nykyinen matala arvostustaso hinnoittelee sisäänsä turhan korostuneesti riskejä ja kaiken kaikkiaan pidämme sektorin arvostusta hyvin maltillisena. Edelliset tekijät huomioiden verrokkiryhmän tämänhetkistä hinnoittelua voidaan mielestämme soveltaa myös sellaisenaan OmaSp:lle. Verrokkiryhmän vuosien 2023-2024 P/E-kertoimilla OmaSp:n osakkeen arvo liikkuisi 24,9-25,8 euron välillä.

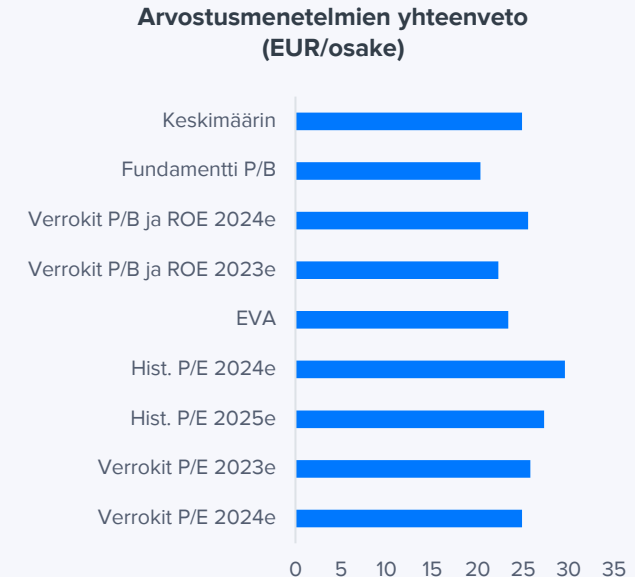
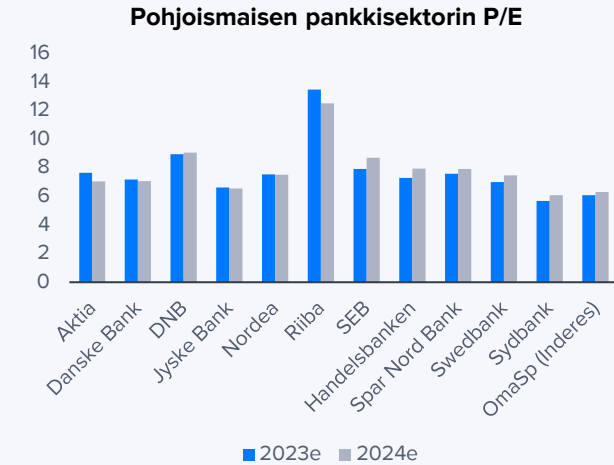
Handelsbankenin Suomen pk-yritystoimintojen hankinnalla selvä positiivinen vaikutus arvoon

Nykyiset ennusteemme eivät ole huomioineet OmaSp:n kesäkuussa tiedottamaa ja H2'24:llä toteutuvaa Handelsbankenin Suomen pk-yrityssasiakastoimintojen hankintaa. Kuten raportin ennusteosiossa totesimme, arvioimme, että yrityskaupalla voisi olla OmaSp:lle vuositasolla noin 10 MEUR:n positiivinen nettotulosvaikutus. Mikäli arvostamme tämän 10 MEUR:n nettotulosvaikutuksen OmaSp:n historiallisella 12kk fwd P/E-kertoimella 9x, olisi yrityskaupan vaikutus OmaSp:n arvoon noin 90 MEUR tai 2,7 euroa per osake.

Yhteenveto

Soveltamamme arvonmääritysmenetelmät indikoivat OmaSp:n nykyliiketoiminnan arvoksi keskimäärin 24,9 euroa osakkeelta. Nykyiset ennusteemme eivät kuitenkaan vielä huomioi ensi vuoden puolella toteutuvaa Handelsbankenin Suomen pk-yrityssasiakasliiketoimintojen ostoa, jolla arvioimme olevan selvän positiivinen vaikutus OmaSp:n tuloksentelekkyytyyn ja siten myös

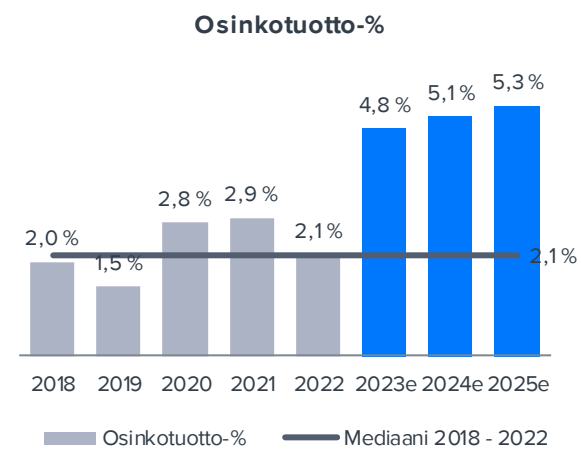
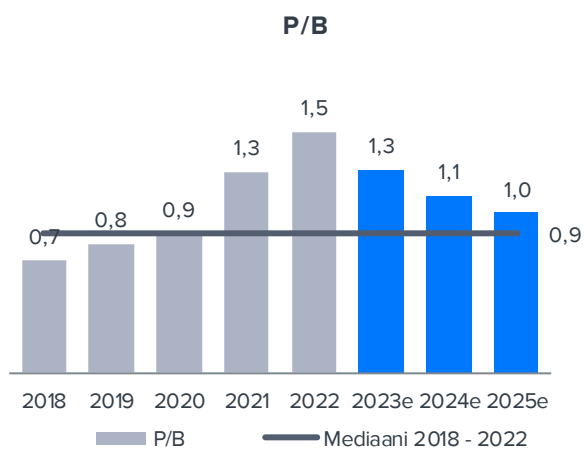
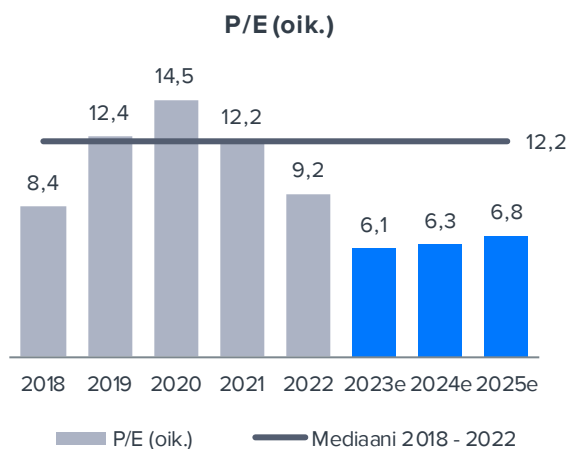
arvoon (~2,7 euroa per osake). Koska yritysjärjestelyn tarkkoihin tulosvaikutuksiin liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, emme ole valmiita hinnoittelemaan sitä vielä täysimääräisesti osakkeeseen. Tämän myötä asetamme tavoitehintamme 26,0 euroon (aik. 28,5 euroa). Koska näemme OmaSp:n osakkeen edelleen selvästi aliarvostettuna ja pidämme nykyistä tuotto/riski-suhdetta erittäin hyvänä, toistamme aiemman osta-suosituksemme.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,00	8,88	10,6	17,1	18,6	20,8	20,8	20,8	20,8
Markkina-arvo	207	263	314	512	559	688	688	688	688
P/E (oik.)	8,4	12,4	14,5	12,2	9,2	6,1	6,3	6,8	6,2
P/E	8,9	9,5	10,2	7,7	10,1	6,1	6,2	6,7	6,1
P/B	0,7	0,8	0,9	1,3	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9
Osinko/tulos (%)	20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	21,7 %	29,6 %	31,5 %	35,8 %	34,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	4,8 %	5,1 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	666	7,7	7,1	8,3	9,5	1,0
Danske Bank	18975	7,2	7,1	8,6	9,0	0,8
DNB	29364	9,0	9,1	6,6	6,7	1,4
Jyske Bank	4441	6,6	6,6			0,8
Nordea	37581	7,5	7,5	9,2	9,2	1,2
Riiba	3830	13,5	12,5	0,9	1,0	2,7
SEB	25238	7,9	8,7	6,5	6,5	1,3
Handelsbanken	16991	7,3	8,0	8,1	8,8	1,0
Spar Nord Bank	1806	7,6	7,9	6,7	6,3	1,1
Swedbank	20321	7,0	7,5	7,1	8,9	1,2
Sydbank	2420	5,7	6,1	7,3	7,0	1,2
OmaSp (Inderes)	688	6,1	6,3	4,8	5,1	1,3
Keskiarvo		10,2	8,9	6,9	7,3	1,2
Mediaani		7,6	7,7	7,2	7,9	1,1
Erotus-% vrt. mediaani		-20 %	-18 %	-33 %	-36 %	15 %

Tase ja ennustemuutokset

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Käteiset varat	198	402	393	403	431
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	86	115	104	106	114
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4326	4754	5947	6096	6523
Johdannaiset	2	2	5	5	5
Sijoitusomaisuus	645	553	563	571	584
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	7328	7804

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Velat yhteensä	4971	5577	6625	6717	7126
Velat luottolaitoksille	213	243	247	186	153
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2898	3112	3776	3871	4142
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1762	2087	2385	2445	2616
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	40	60	60	60
Muut velat	83	95	156	156	156
Oma pääoma yhteensä	401	365	533	610	678
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	145	69	138	138	138
Kertyneet voittovarot	232	272	371	449	516
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	0	0	0	0
Velat ja oma pääoma yhteensä	5373	5942	7158	7328	7804

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	243	244	1 %	260	261	0 %	250	249	-1 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-91	-91	0 %	-98	-98	0 %	-102	-102	0 %
Vertailukelpoinen PTP	139	140	1 %	142	137	-4 %	132	126	-4 %
Raportoitu PTP	139	140	1 %	144	138	-4 %	134	128	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	3,38	3,41	1 %	3,42	3,29	-4 %	3,18	3,04	-4 %
Osakekohtainen osinko	1,00	1,00	0 %	1,05	1,05	0 %	1,10	1,10	0 %

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 analyytiikoilla 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 liikeytoiminnassaan 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.

Suosituksien 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 €
16.10.2023	Osta	26,00 €	20,75 €

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.**