

Oma Säästöpankki

Seurannan aloitus

12/2020

Kasvuyhtiö alelaarissa

Aloitamme OmaSp:n seurannan 11,0 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa lähivuosille erinomaisen tuotto-odotuksen vahvan tuloskasvun ansiosta. Arvostus on myös edullinen kroonisesti matalalle arvostettuun pankkisektoriin nähden ja näemmekin myös arvostustasossa pientä nousuvaraa. Osakkeen riskitaso on mielestämme maltillinen ja kokonaisuutena osakkeen riski-/tuottosuhte on erittäin hyvä.

Kotimainen pankki

Oma Säästöpankki (OmaSp) on Suomen suurin säästöpankki, joka palvelee asiakkaitaan valtakunnallisen konttoriverkoston sekä digitaalisten kanavien kautta. OmaSp syntyi vuonna 2009 Töysän ja Kuortaneen Säästöpankkien fuusiosta. Yhtiö on tämän jälkeen kasvanut ripeästi ja kasvu on perustunut markkinaosuuksien voittamiseen etenkin asuntoluototuksessa sekä yritysjärjestelyihin. OmaSp:n kasvu on ollut vakuuttavaa ja pienestä kahden paikallissäästöpankin muodostamasta kokonaisuudesta on syntynyt tällä vuosikymmenellä aidosti valtakunnallinen toimija ja yhtiön tase on kasvanut vuoden 2010 333 MEUR:sta nykyiseen noin 4 mrd euroon.

Yhtiön poikkeava strategia toiminut erittäin hyvin

Oma Sp:n strategian ytimenä on paikalliseen läsnäoloon, tavoitettavuuteen ja korkealuokkaiseen asiakaspalveluun nojaava liiketoimintamalli. Strategia poikkeaa merkittävästi toimialan trendeistä, sillä keskeiset kilpailijat ovat viime vuosina pyrkinet tehostamaan toimintaansa henkilökohtaisesta palvelusta karsimalla, päätöksentekoa keskittämällä ja supistamalla konttoriverkostojaan voimakkaasti. Valtavirrasta poikkeava strategia on osoittautunut menestykseksi ja yhtiön vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot ovat lähes kolminkertaistuneet vuosien 2014-19 välillä. Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa ja OmaSp onkin kulu/tuotto-suhteella (2019: 56,7 %) mitattuna yksi Suomen kannattavimpia pankkeja.

Hyvät edellytykset tuloskasvun jatkumiselle

Ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisten tuottojen kasvavan lähivuosina noin 11 % vuosivauhtia (2019-24 CAGR-%). Tuottojen kasvua ajaa yhtiön vahva uusasiakashankinta ja markkinaosuuksien voittaminen. Kasvun keskiössä on korkokate ja yhtiön erittäin hyvällä tasolla säilyvä antolainausmarginaali, minkä lisäksi kasvu saa tukea antolainauksen mukana kasvavista palkkiotuotoista. Odotamme yhtiön kulutehokkuuden jatkavan parantumistaan kasvun myötä ja vakaina säilyvien luottotappioiden johdosta oikaistu EPS kasvaa ennusteissamme noin 17 % (2019-2024 CAGR-%). Keskeinen epävarmuus ennusteissamme liittyy erinomaisen antolainausmarginaalin kestävyyyteen sekä luottotappiotasoihin. Yhtiö investoi tuloksensa valtaosin takaisin liiketoimintaansa ja voitonjakosuhte on finanssisektorin yhtiölle poikkeuksellisen matala (+20 %).

Tuloskasvun realisoituessa tarjolla vahva tuotto-odotus

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta useasta eri kulmasta ja relevantit menetelmät antavat osakkeen käyväksi arvoksi 10-13 euroa. Koska yhtiön tulos kasvaa ennusteissamme ripeästi tulevina vuosina, nojaamme analyysissämme ennen kaikkea osakkeen kokonaistuottomalliin. OmaSp tarjoaa mielestämme erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille (+20 % p.a.) vahvan tuloskasvunäkymän johdosta. Arvostustaso ei heijastele vahvoja tuloskasvunäkymiä ja näemme myös arvostuskertoimissa kohtuullista nousuvaraa (2021e P/E 9x) yhtiön arvostuksen ollessa alle verrokkien ja yhtiölle hyväksymämme tason.

Analytytikot



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



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

Suositus

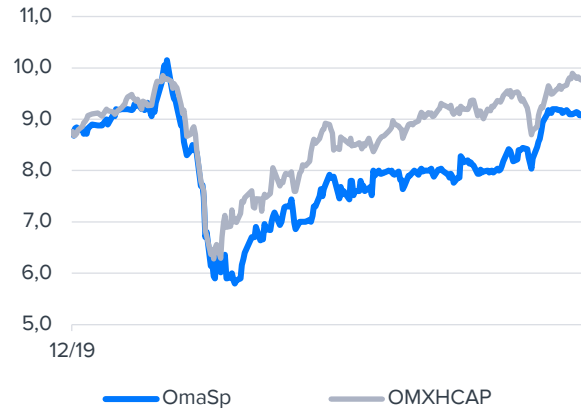


Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liiketoiminnan tuotot	92,6	106,2	106,4	119,3
kasvu-%	22 %	15 %	0 %	12 %
PTP	32,7	34,9	37,2	44,6
Nettotulos	27,6	27,9	29,8	35,7
EPS (oik.)	0,71	0,74	1,01	1,21
Osinko	0,19	0,25	0,30	0,35
P/E (oik.)	12,4	12,3	9,0	7,5
P/B	0,8	0,8	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	2,1%	2,7 %	3,3 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Osakekurssi

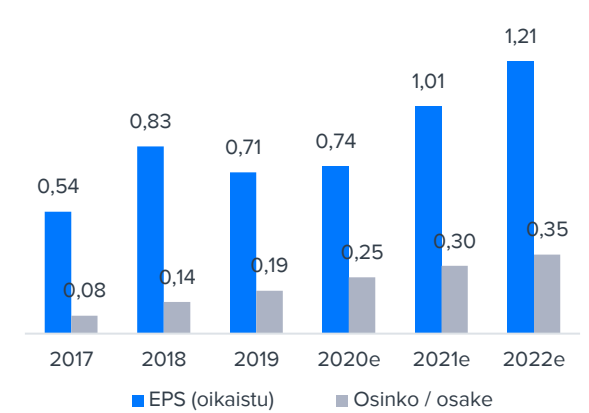


Lähde: Thomson Reuters

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun jatkuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt
- IRBA-malliin siirtyminen
- Oman pääoman tuoton parantuminen pääomakeyvien liiketoiminnan osuuden kasvun kautta

Riskitekijät

- Poikkeuksellisen marginaalitason kestävyys
- Luottotappioiden kehitys
- Toimialan ripeänä jatkuva murros
- Muuttotappiopaikkakuntien osuus luottosalkussa verrokkeja suurempi

Arvostus

- Osakkeen arvostus on edullinen
- Alennusta suhteessa verrokkeihin vaikea pitää perusteltuna
- Vahva tuloskasvu ja matala arvostus tarjoavat houkuttelevan tuotto-odotuksen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia	13-16
Taseanalyysi	17-21
Sijoitusprofiili	22-23
Markkinakatsaus ja kilpailukenttä	24-31
Ennusteet	32-35
Arvonmääritys	36-43
Taulukot	44-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

OmaSp lyhyesti

OmaSp on Suomen suurin Säästöpankki, joka on keskittynyt pääasiassa vähittäispankki- ja kiinnitysluottotoimintaan. Yhtiö palvelee asiakkaitaan valtakunnallisen konttoriverkoston sekä digitaalisten kanavien kautta.

2009

OmaSp syntyy

2018

Listautuminen Helsingin pörssiin

85,1 MEUR (2014-2019 CAGR 23 %)

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot 2019

56,7 % (k.a. 2014-2019: 62,8 %)

Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde 2019

7,4 % (k.a. 2014-2019: 8 %)

Vertailukelpoinen ROE-% 2019

298

Henkilöstö keskimäärin Q3'20

2009-2013

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

2014-2016

- Orgaaninen kasvu kiihtyy
- Kasvua vauhditetaan lukuisin yritysostoin (2014: Suodenniemen Säästöpankki, Etelä-Karjalan Säästöpankki ja Kanta Säästöpankki, 2015 Joroisten Osuuspankki ja Pyhäselän Osuuspankki)
- Yhtiö moninkertaistaa kokonsa ja kasvaa valtakunnalliseksi toimijaksi

2017-2019

- Voimakas orgaaninen kasvu jatkuu
- Laajentuminen kasvukeskuksiin
- S-Pankin pk-yritys- sekä maa- ja metsätalousliiketoimintojen osto
- Tehokkuuden merkittävä parantuminen
- Listautuminen pörssiin

2020-

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen
- Selektiiviset yritysostot
- Peruspankkijärjestelmä-uudistuksen läpivienti

Taseen loppusumma, MEUR



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Palvelumallilla erottuva pankki

Oma Säästöpankki (OmaSp) on kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki. Yhtiön liiketoiminnan fokus on perinteisessä pankkiliiketoiminnassa ja liiketoimintamalli perustuu laadukkaaseen palveluun. Palvelumallissa keskiössä on helposti tavoitettava henkilökohtainen palvelu asiakkaan valitsemassa kanavassa. Yhtiöllä on myös laaja maan kattava konttoriverkosto ja konttoreilla on tärkeä rooli yhtiön liiketoiminnassa. Käsittelemme yhtiön strategiaa tarkemmin sivulla 13. Yhtiöllä on 32 konttoria ympäri Suomea ja henkilöstömäärä oli Q3'20:n lopussa 298 henkilöä. Yhtiön asiakaskunta koostuu pääosin yksityishenkilöistä, pk-yrityksistä, asunto-osakeyhtiöistä sekä maatalousyrittäjistä. Taseen loppusumma oli Q3'20 noin 4 miljardia euroa ja markkinaosuus kaikista Suomessa myönnettyistä lainoista Q2'20:n lopussa 1,2 %.

Historiallinen kehitys ollut vakuuttavaa

OmaSp syntyi vuonna 2009, kun Töysän ja Kuortaneen Säästöpankit fuusioituivat. Yhtiö on tämän jälkeen kasvanut ripeästi ja kasvu on perustunut markkinaosuuksien voittamiseen etenkin perinteisessä asuntoluotoksessa sekä yritysjärjestelyihin.

Keskeisiä järjestelyjä matkan varrella ovat olleet mm. Parkanon Säästöpankki (2013), Suodenniemen ja Etelä-Karjalan Säästöpankkien

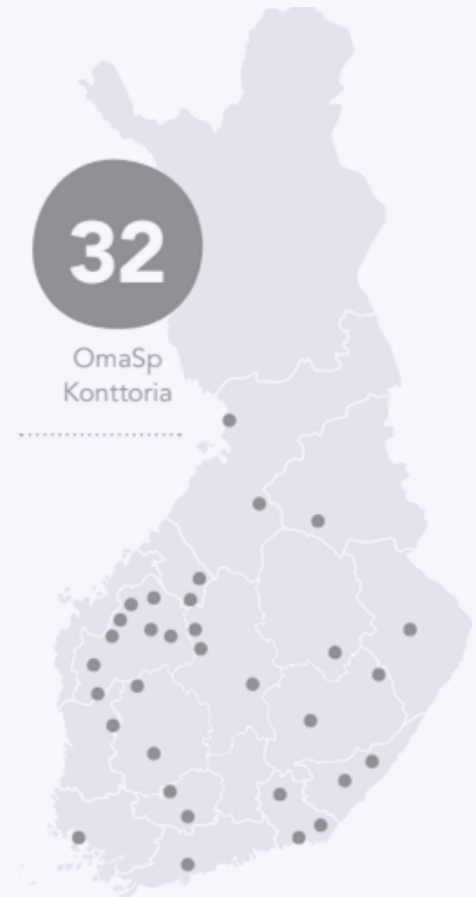
sekä Kantasäästöpankin osto (2014), Joroisten ja Pyhäselän Osuuspankkien hankinta (2015) sekä S-Pankin pk-yritys- sekä maa- ja metsätalousliiketoimintojen osto (2017).

OmaSp:n kasvu on ollut vakuuttavaa ja pienestä kahden paikallissäästöpankin muodostamasta kokonaisuudesta on syntynyt tällä vuosikymmenellä aidosti valtakunnallinen toimija ja yhtiön taseen loppusumma on noussut vuoden 2010 333 MEUR:sta nykyiseen noin 4 miljardiin euroon (CAGR-% +25 %).

Vahvan orgaanisen kasvun ja yritysostojen myötä OmaSp:n tuottokehitys on ollut vakuuttavaa ja liiketoiminnan vertailukelpoiset tuotot ovat lähes kolminkertaistuneet vuosien 2014-2019 välillä. Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa ja kulurakenne on skaalautunut kasvun mukana selvästi, sillä yhtiön vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde on parantunut vuosien 2014-2019 välillä noin 65,2 %:n tasolta 56,7 %:iin.

Keskeisiä tapahtumia viime vuosina ovat olleet myös vuonna 2017 käynnistetty ja yhtiön varainhankintaa monipuolistanut kiinnitysluottopankkitoiminta sekä vuonna 2018 tapahtunut listautuminen Helsingin pörssin päälistalle. Vuonna 2019 yhtiö käynnisti mittavan peruspankkijärjestelmä uudistuksen, joka valmistuu arviomme mukaan vuonna 2024. Marraskuussa 2020 OmaSp:n yritysostot saivat jatkoa, kun yhtiö [tiedotti](#) neuvottelevansa Eurajoen ja Mietoisten Säästöpankkien fuusioimisesta osaksi OmaSp:tä.

OmaSp:n konttoriverkosto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Perinteinen pankkitoiminta strategian ytimessä

Oma Säästöpankin (OmaSp) liiketoiminta keskittyy hyvin vahvasti perinteiseen pankkitoimintaan. Yhtiön strategian ytimenä on paikalliseen läsnäoloon ja korkealuokkaiseen asiakaspalveluun nojaava liiketoimintamalli (strategia sivulla 13). Yksinkertaisuudessaan pankin liiketoimintamallin ytimenä on antolainaus, missä pankki lainaa rahaa korkoa vastaan loppuasiakkaille (kuluttajat ja yritykset). Tämän lisäksi pankki tarjoaa asiakkailleen muita tähän liitännäisiä palveluita kuten maksuliikennettä sekä varainhoitoa.

Yleensä pankkiasiakkuuden ytimessä ovat juuri laina-asiat ja tätä täydennetään muilla palveluilla. Lainat ovat pankin näkökulmasta paljon pääomaa sitovaa toimintaa, kun taas muut oheispalvelut ovat pääosin varsin pääomakevyitä.

Olemme avanneet pankin liiketoimintamallia tuloslaskelman ja taseen näkökulmasta tarkemmin sivulla 9.

Liiketoiminnan tuotot

OmaSp raportoi liiketoiminnan tuottonsa neljässä erässä: korkokate, palkkiotuotot, rahoitusvarojen ja velkojen muutokset sekä muut tuotot. Sijoittajien kannalta relevantteimmat erät ovat korkokate sekä palkkiotuotot ja kahden jälkimmäisen erän merkitys on yhtiön arvon ja arvonnun kannalta rajallinen.

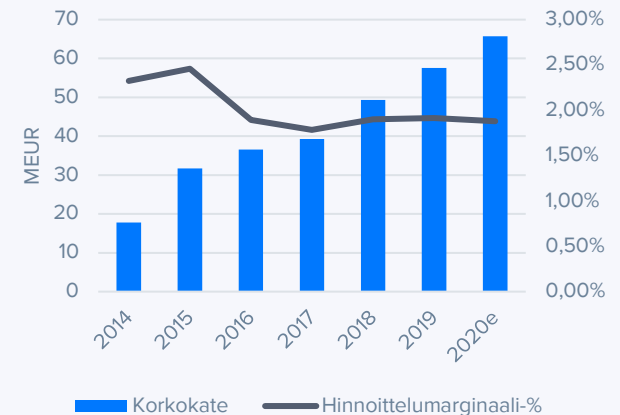
Korkokate

Korkokate on ylivoimaisesti tärkein tuoton lähde OmaSp:lle. Korkokate muodostuu OmaSp:n

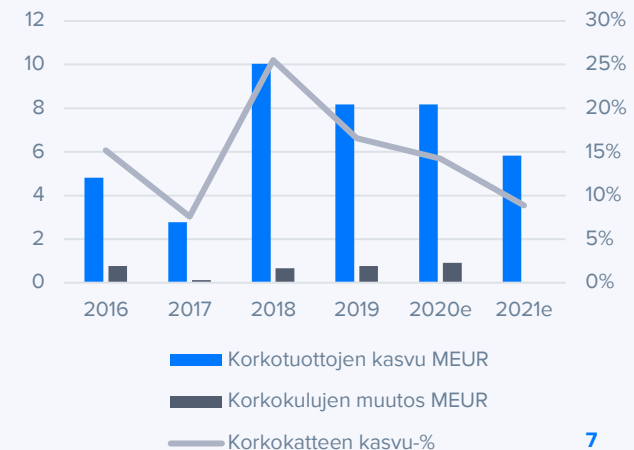
korkotuottojen ja korkokulujen välisestä erosta. Korkotuotot tulevat antolainausuiminnasta (mm. asuntolainat ja yritysainat) ja likviditeetin hallinnasta eli likviditeettisalkun tuotosta. Korkokustannukset puolestaan muodostuvat eristä, joilla rahoitetaan antolainausausta ja likviditeetin hallintaa. Näitä ovat ottolainaus yrityksiltä ja yksityishenkilöiltä eli käytännössä talletukset. Tämän lisäksi OmaSp rahoittaa toimintaansa markkinaehtoisella rahoituksella eli se kerää vierasta pääomaa markkinoilta mm. laskemalla liikkeeseen kiinteistövakuudellisia velkakirjoja. Korkokate on vahvasti sidoksissa yhtiön taseeseen ja käsittelemme taseen erät tarkemmin sivulla 17.

OmaSp:n antolainauskorko on viime vuodet ollut erinomaisella yli 2 %:n tasolla (2019: 2,13 %). Taso on merkittävästi verrokkeja korkeampi Suomen uusien asuntolainojen marginaalin ollessa tällä hetkellä 0,7-0,8 %:ssa (markkinan marginaalista tarkemmin markkinakatsauksessa sivulla 27). Tämän taustalla on yhtiön asiakaspalveluun nojaava strategia joka antaa sille selkeää hinnoitteluvoimaa (lisää strategiaosiossa sivulla 13). Antolainauksen korko on ollut lievästi laskevalla trendillä korkojen laskiessa ja yhtiön laajentuessa verisimmän hintakilpailun markkinoille (isot kasvukeskukset). Taso on kuitenkin edelleen erittäin hyvä suhteellisesti sekä absoluuttisesti ja mielestämme se kertoo yhtiön liiketoimintamallin mukanaan tuomasta hinnoitteluvoimasta. Myös ottolainauksen korko on tullut samalla ajanjaksolla selvästi alas, kun pankkitalletuksista maksettava korvaus on laskenut lähelle nolaa ja jvk-markkinoilta on saatavilla rahoitusta lähes nollakorolla.

Korkokatteen ja marginaalin kehitys 2014-2020e



Korkokatteen kehitys ja komponentit 2016-2021e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Palkkiotuotot

Anto- ja ottolainauksen lisäksi OmaSp tarjoaa asiakkailleen erilaisia palveluita ja tuotteita, joissa päätulot tulevat erilaisista maksuista. Nämä erät esitetään **palkkiotuottoina**. Suurimmat palkkiotuottoerät pankilla ovat lainoista tulevat järjestelypalkkiot (2019: 10,4 MEUR), kortti- ja maksuliikenteestä saatavat palkkiot (2019: 13,4 MEUR) ja varainhoidosta tulevat palkkiot (2019: 2,6 MEUR). Lisäksi palkkiotuottoihin kirjataan erinäisiä muita palkkioita, mm. lakiasioiden hoitamisesta tai asuntolainojen täytetäkauksista (muut palkkiotuotot 2019: 3,7 MEUR).

Palkkiotuotot kehittyvät tyypillisesti käsi kädessä taseen loppusumman kanssa, sillä laina-asiakas on useimmiten myös muiden pankkipalveluiden osalta OmaSp:n asiakas. Palkkiotuottojen osuus onkin kasvanut voimakkaasti viime vuosina yhtiön kasvun mukana.

Suhteessa kilpailijoihin on OmaSp:n palkkiotuottojen rooli pienempi (vertailu sivulla 12). Valtaosalla yhtiön kilpailijoista palkkiotuottojen kasvulla on pyritty paikkaamaan viime vuosina voimakkaasti laskenutta korkokatetta. Etenkin varainhoito on noussut merkittävään rooliin valtaosalla OmaSp:n kilpailijoista. OmaSp:llä etenkin varainhoidon rooli on silmiinpistävä pieni, sillä varainhoidon palkkiot ovat vain noin 5 % kaikista tuotoista ja hallinnoitava varallisuus oli 2019:n lopussa ainoastaan 332 MEUR (arviomme mukaan tällä hetkellä noin 400 MEUR). Suhteessa taseen loppusummaan tämä noin 10 %:n taso on hyvin matala, kun esimerkiksi Aktialla tai Nordealla hallinnoitavat varat ylittävät taseen loppusumman. OmaSp:lla ei ole omia varainhoitotuotteita, vaan se

jälleenmyy Säästöpankkiryhmän ratkaisuja. Lisäksi yhtiöllä ei ole erillistä yksityispankkia (yleensä keskittyä varainhoitoon). Näkemyksemme mukaan varainhoidon kasvattaminen tarjoaisikin OmaSp:lle mielenkiintoisia mahdollisuuksia liiketoiminnan kasvuun. Keskustelemme tästä tarkemmin strategiakappaleessa sivulla 13.

Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot

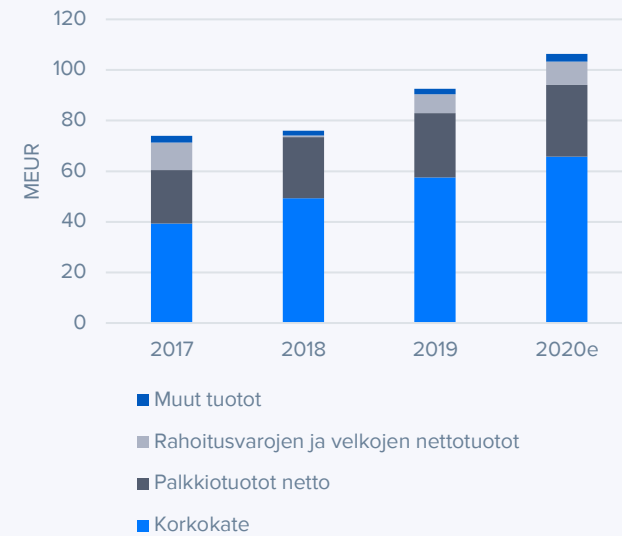
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot pitävät sisällään yhtiön likviditeettisalkun arvonmuutokset. Erään luetaan mukaan myös valuuttatoiminnan, suojauslaskennan sekä kaupankäynnin nettotuotot. Rivi on pitänyt viime vuosina sisällään myös tiettyjä kertatuottoja (mm. 2019 Samlinkilta saatu lisäosinko ja osakkeiden arvonmuutos ja 2020 jvk-lainojen myyntivoitot). Mahdolliset kertaerät saattavatkin heiluttaa tätä riviä kvartaalitasolla myös tulevaisuudessa, mutta niiden merkitys on sijoittajalle rajallinen.

Koska OmaSp:n taseen sijoitusomaisuus (s. 19) koostuu pääosin matalariskisistä sijoitustodistuksista, tulee salkun tuottotaso jäämään tulevina vuosina nykyisellä korkonäkymällä vaisuksi.

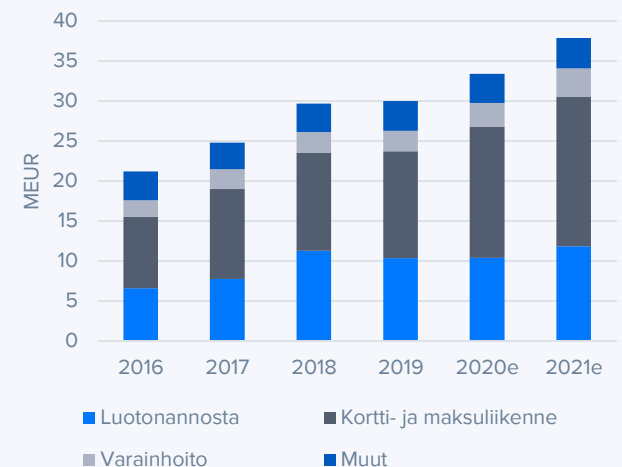
Muut tuotot

Muut tuotot sisältävät muita pienempiä tulovirtoja ja näiden taso on liiketoiminnan kokoluokkaan nähden olematon. Muut tuotot ovat pitäneet viime vuosina sisällään vanhan talletussuojarahaston sekä pankkiveron hyvityksestä tulevia eriä. Käsityksemme mukaan näitä kirjauksia ei 2021 alkaen enää tehdä ja näin ollen muut tuotot tulevat lähivuosina olemaan selvästi viime vuosia pienemmät.

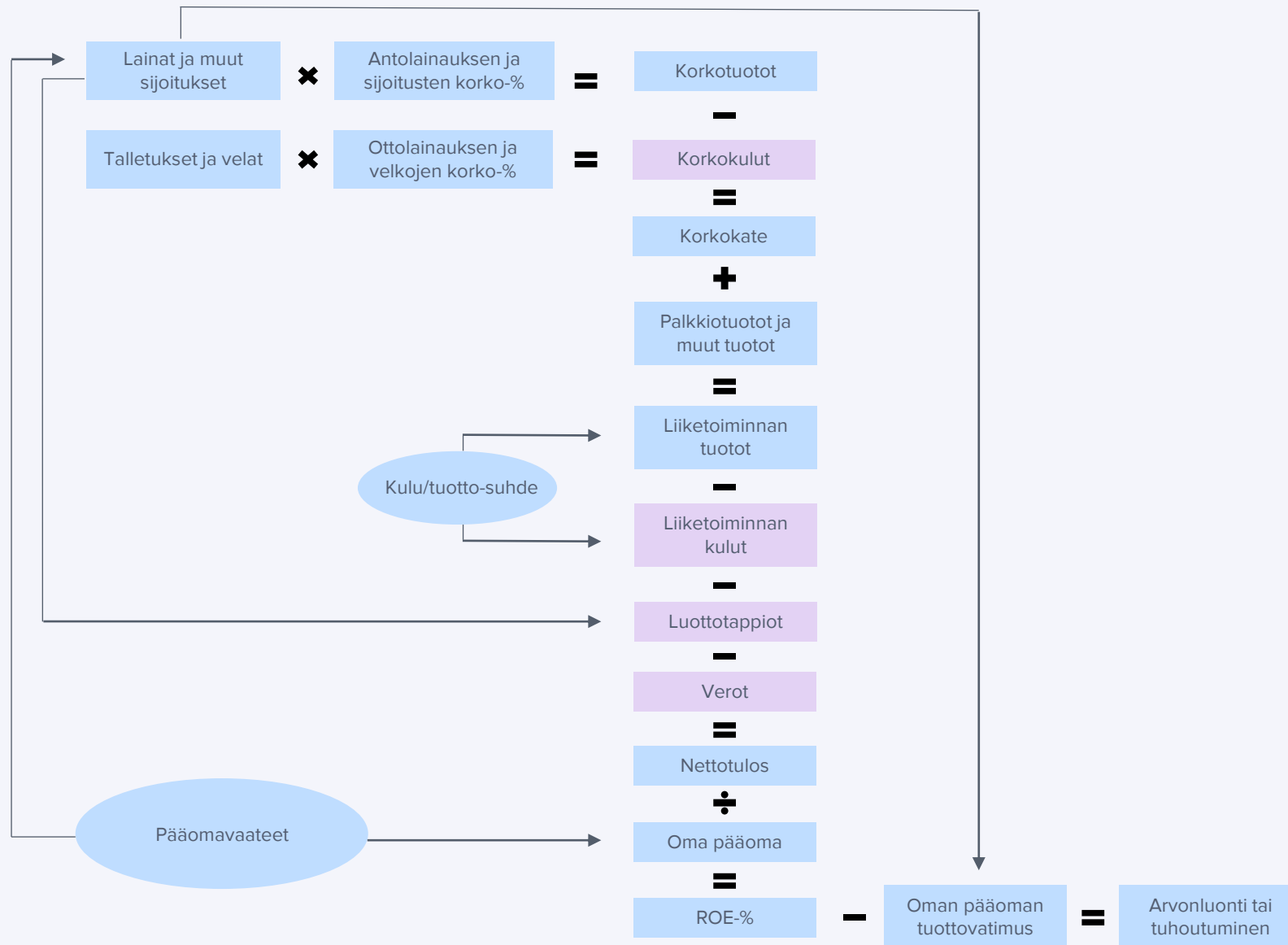
Liiketoiminnan raportoitujen tuottojen kehitys 2017-2020e



Palkkiotuottojen kehitys 2016-2021e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kulurakenne

Kiinteä ja skaalautuva kulurakenne

OmaSp:n kulurakenne on varsin yksinkertainen ja sen vertailtavuus keskeisiin verrokkeihin on suhteellisen hyvä. Koska rahoitukseen liittyvät kulut (korot yms.) on jo huomioitu korkokatteessa ja palkkiotuottoihin liittyvät kulut palkkiotuotoissa, jää yhtiön operatiivisiin kuluihin neljä pääerää: henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut, poistot ja luottotappiot.

Kulurakenne on luottotappioita lukuun ottamatta varsin kiinteä ja se skaalautuu suhteellisen hyvin. Tämä näkyy hyvin myös OmaSp:lla, jonka viime vuosien kasvu on heijastunut voimakkaasti parantuneena kannattavuutena. Yhtiön kannattavuus onkin tällä hetkellä erinomaisella tasolla ja yhtiö on kulu/tuotto-suhteella mitattuna yksi Suomen kannattavimpia pankkeja.

Henkilöstökulut

Henkilöstökulut olivat 2019 17,1 MEUR tai 20 % oikaistuista liiketoiminnan tuotoista. Yhtiön henkilöstömäärä on tällä hetkellä noin 300 ja keskimääräinen henkilöstökulu noin 60 tEUR/vuosi. Kulurakenne on näkemyksemme mukaan hyvin kiinteä ja esimerkiksi bonusten osuus on hyvin pieni. Henkilöstökulut skaalautuvat myös varsin hyvin ja suurin vaikuttava tekijä on konttorien lukumäärä. Arviomme mukaan yhtiö pystyisi nykyisellä konttoriverkostollaan pyörittämään selvästi suurempaa liikevaihtoa ja henkilöstömäärässä on tulevina vuosina varsin rajallisia kasvupaineita.

Laskelmiemme mukaan yhtiön

henkilöstötehokkuus on erinomaisella tasolla ja verrokkiryhmämme paras (vertailu sivulla 12). Tätä selittää etenkin yhtiön yksinkertainen ja tehokas liiketoimintamalli.

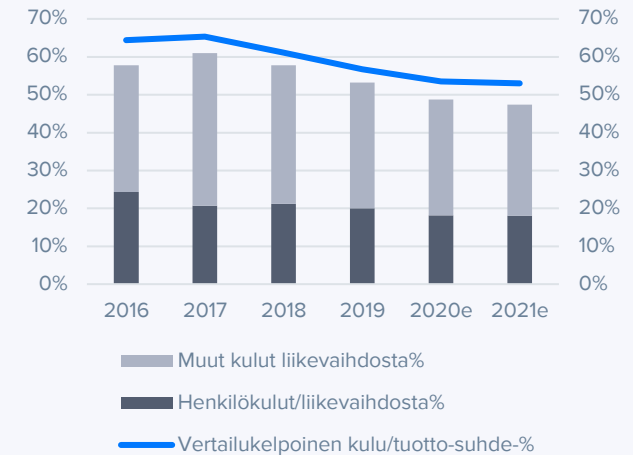
Liiketoiminnan muut kulut

Liiketoiminnan muut kulut olivat 2019 28,2 MEUR tai 33 % oikaistuista liiketoiminnan tuotoista. Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimmat erät ovat IT-kulut (2019: 13,8 MEUR) sekä toimitilakulut (2019: 5,5 MEUR). Muita kuluja ovat mm. vakuutus-, markkinointi- ja regulaatiomaksut. Myös muut kulut skaalautuvat näkemyksemme mukaan varsin hyvin. IT-kuluissa skaalautuvuus tulee pitkälti riippumaan IT-järjestelmäuudistuksen onnistumisesta. Käsittelemme IT-uudistusta tarkemmin seuraavalla sivulla.

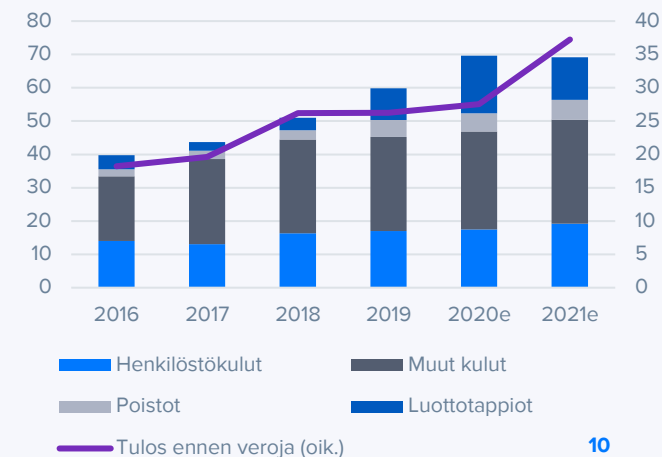
Luottotappiot

OmaSp:n luottotappiot olivat vuonna 2019 noin 9,6 MEUR eli noin 0,35 % keskimääräisestä luottokannasta. Tuloslaskelmaan kirjattavat luottotappiot koostuvat IFRS 9 -standardin mukaisista odotettavissa olevien luottotappioiden muutoksista, lopullisista luottotappioista sekä mahdollisista luottotappioiden palautuksista. OmaSp:n luottotappiotasoa suhteessa lainakantaan on noussut viime vuosina selvästi, mihin on vaikuttanut merkittävästi vuonna 2018 tapahtunut IFRS9-siirtymä ja tietyissä yksittäisissä suurasiakkuuksissa realisoituneista luottotappioista. Käsittelemme luottotappioita ja luottosalkkua tarkemmin sivulla 18.

Kulurakenteen ja kannattavuuden suhteellinen kehitys 2016-2021e



Kulurakenteen ja kannattavuuden kehitys 2016-2021e (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Poistot

OmaSp:n poistot olivat 2019 5 MEUR tai noin 6 % oikaistuista liiketoiminnan tuotoista. Poistoista noin 2 MEUR tulee aineettomista oikeuksista, jotka liittyvät arviomme mukaan pääsääntöisesti IT-järjestelmiin sekä aiempiin pankkifuusioihin. Loput noin 3 MEUR liittyvät IFRS 16 -vuokriin, kiinteistökuluihin sekä kalustoon. Poistotasoa on arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä vakaa, sillä emme odota oleellisia muutoksia konttoriverkostoon. IT-liitännäiset poistot tulevat pari seuraavaa vuotta olemaan vakaat, kunnes uusi IT-järjestelmä saadaan käyttöön. Uusi IT-järjestelmä tulee nostamaan poistotasoa noin 2 MEUR:lla vuodessa ja näin ollen vaikutus jää konsernitasolla varsin pieneksi.

IT-järjestelmäuudistus

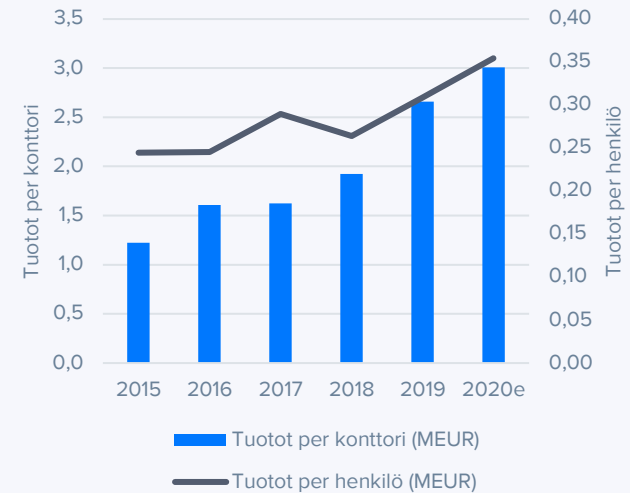
OmaSp ilmoitti 23.1.2019 päättäneensä toteuttaa uuden peruspankkijärjestelmän Temenos-teknologialla. Järjestelmän toimittaa Cognizant Technology Solutions Finland Oy, jolle OmaSp myi 15,45 %:n osakeomistuksensa nykyisessä IT-palveluiden tarjoajassa Samlinkissä (4,3 MEUR positiivinen kertaerä Q1'19 tuloksessa) yhdessä Säästöpankkiryhmän, Aktia Pankki Oyj:n, Handelsbankenin, Posti Group Oyj:n, POP Pankki -ryhmän ja muiden vähemmistöosakkaiden kanssa. Peruspankkijärjestelmän lisäksi sopimukseen kuuluu 10 vuoden palvelusopimus järjestelmän ylläpidosta.

Investointi toteutetaan yhdessä Säästöpankki- ja POP-pankkiryhmän kanssa ja OmaSp:n osuus

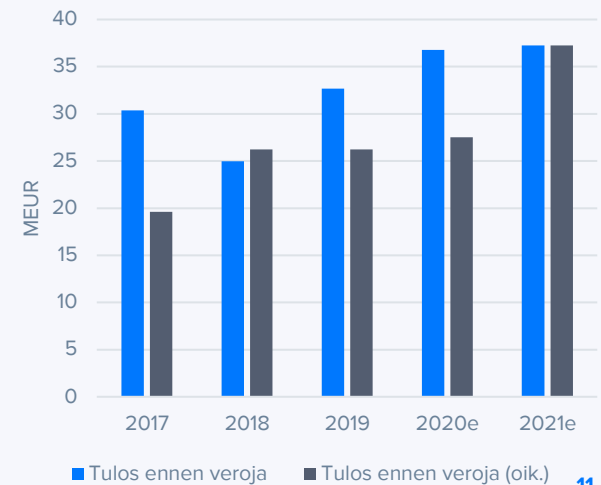
järjestelmäinvestoinnista on 20 MEUR.

Järjestelmän toimitus on käsityksemme mukaan edennyt hieman odotuksiamme hitaammin ja odotamme sen tulevan käyttöön vasta 2024. Mahdollisella myöhästymisellä on OmaSp:lle vain rajallista merkitystä, sillä sopimus on kiinteähintainen ja näin ollen hankkeen suorat kustannukset eivät OmaSp:n osalta nouse. Myös epäsuorat vaikutukset jäävät rajallisiksi, sillä nykyiset järjestelmät ovat edelleen hyvin toimivat ja kustannustehokkaat. Uudella järjestelmällä OmaSp hakee ennen kaikkea parempaa reagointikykyä järjestelmän kehittämiseen liittyen sekä tehokkuushyötyjä. Poiketen useista muista isoista pankkijärjestelmäuudistuksista ei hankkeen tarkoituksena ole saavuttaa massiivisia kustannussäästöjä ja näin ollen järjestelmän merkitys pankin lähivuosien kehityksen kannalta on selvästi useita verrokkeja pienempi. Emme näe uudella järjestelmällä olevan oleellisia vaikutuksia pankin kilpailukykyyn, kiitos sen yksinkertaisen tuotetarjonnan ja liiketoimintamallin sekä toimivan vanhan järjestelmän. Näin ollen myöskään järjestelmän viivästymisellä ei ole oleellisia vaikutuksia näkemyksemme pankista.

Tehokkuuden kehitys 2015-2020e

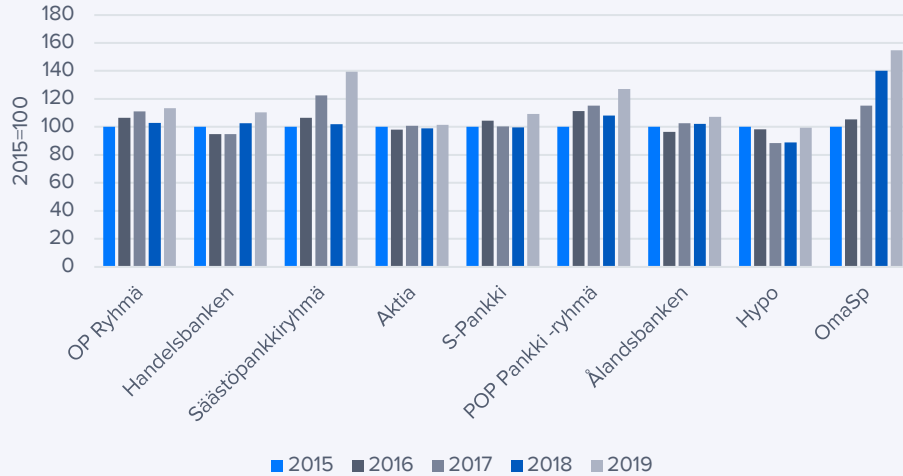


Tuloksen kehitys 2017-2021e

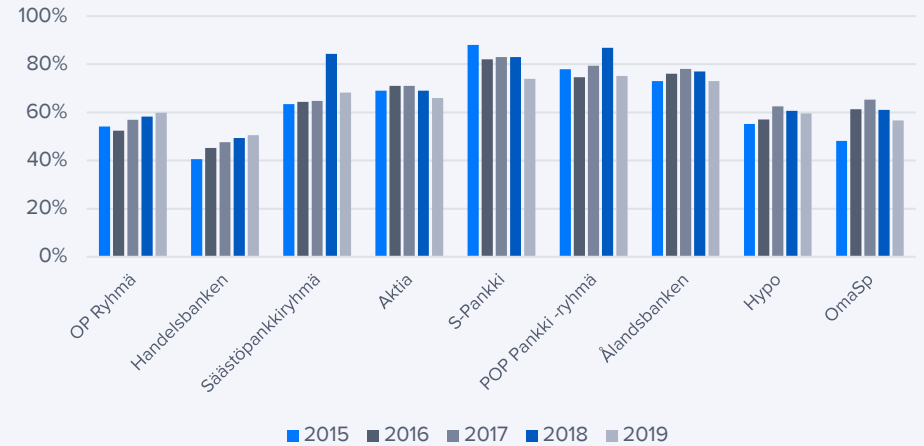


OmaSp suhteessa keskeisiin verrokkeihin

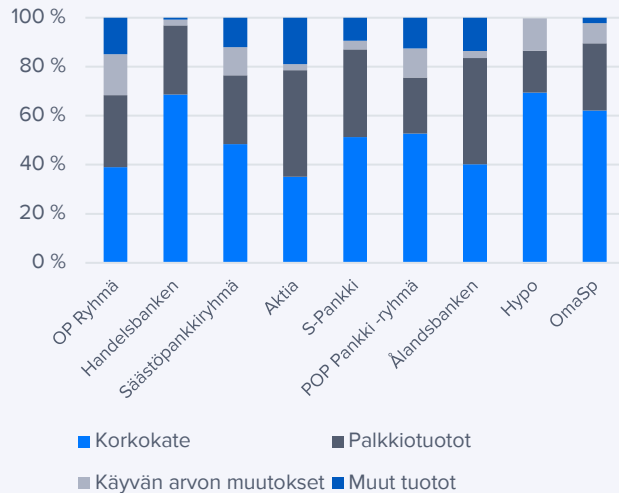
Liiketoiminnan tuottojen kehtys 2015-2019 indeksoituna



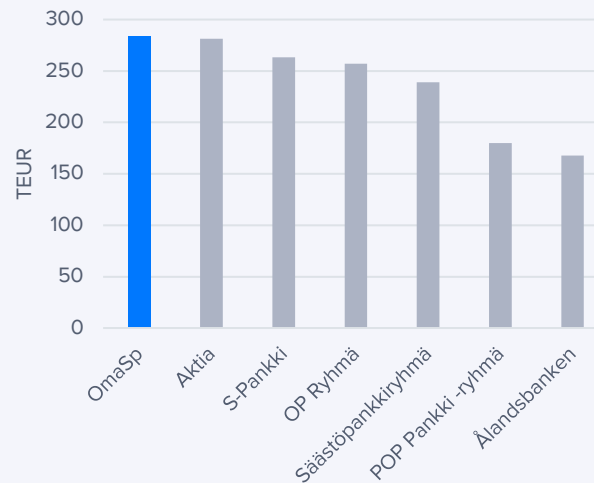
Keskeisten Suomessa toimivien verrokkien kulu/tuotto-suhde 2015-2019



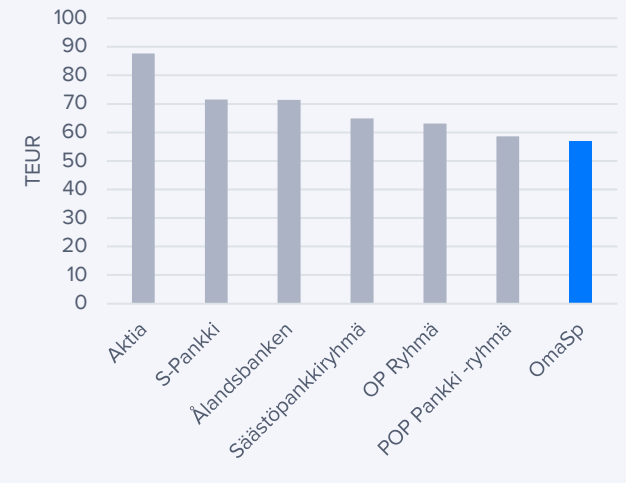
Liiketoiminnan tuottojen jakauma 2019



Liiketoiminnan tuotot per työntekijä 2019



Henkilöstökulut per työntekijä 2019



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategia

Valtavirrasta poikkeava strategia

Oma Säästöpankin (OmaSp) liiketoiminta keskittyy hyvin vahvasti perinteiseen pankkitoimintaan. Pankin strategian ytimenä on paikalliseen läsnäoloon, tavoitettavuuteen ja korkealuokkaiseen asiakaspalveluun nojaava liiketoimintamalli. Pankin slogan ”lähellä ja läsnä” kuvastaa pankin tahtotilaa tarjota asiakkaille helppo ja vaivatonta tapa asioida oman asiakasvastaavan kanssa kellonajasta ja paikasta riippumatta. Pankilla on 32 konttoria ympäri Suomea (kartta sivulla 5) ja pankin strategia nojaakin laajan konttoriverkoston sekä digitaalisten kanavien yhdistelmään. Pankki on myös jalkauttanut päätöksentekovastuuta voimakkaasti konttoritasolle, mikä nopeuttaa päätöksentekoa, poistaa byrokratiaa ja parantaa asiakaspalvelua. Pääkohderyhmänä ovat ns. ”tavalliset kansalaiset” sekä pk-yritykset. Pankilla ei ole erillistä yksityispankkia, vaan kaikki asiakkaat tulevat saman palvelumallin alle.

Strategia poikkeaa merkittävästi toimialan yleisimmistä trendeistä, sillä keskeiset kilpailijat ovat viime vuosina pyrkineet tehostamaan toimintaansa henkilökohtaisesta palvelusta karsimalla, päätöksentekoa keskittämällä ja supistamalla konttoriverkostojaan voimakkaasti. Tämän seurauksena tyytymättömyys pankkeja kohtaan on kasvanut etenkin asiakasryhmissä, jotka jäävät yksityispankkipalveluiden sekä konttoriverkoston ulkopuolelle.

Strategian toimivuus näkyy hinnoittelussa

Korkealuokkaisen palvelun ja paikallisen läsnäolon seurauksena pankki on pystynyt erottautumaan

hinnoittelussaan merkittävästi kilpailijoista. Pankin antolainauskorko on tällä hetkellä hieman alle 2 %, kun keskeiset verrokkit ja koko toimiala keskimäärin ovat selvästi tämän alapuolella (sivu 27). Pankin laajentuminen verisesti hintakilpailuihin kasvukeskuksiin (mm. pk-seutu, Turku ja Oulu) on laimentanut sen marginaaleja jopa hämmästyttävän vähän ja tämä poistaa mielestämme huolia siitä, että pankin marginaali perustuisi pelkkään vahvaan markkina-asemaan vähemmän kilpailluilla alueilla. Pankin asiakasmäärät ovat myös kasvaneet voimakkaasti (viime vuodet noin 1000 uutta asiakasta/kk) ja asiakaspysyvyys on korkealla tasolla. Näkemyksemme mukaan valtaosa asiakasvirrasta tulee suurilta pankeilta ja asiakkaat ovat tyypillisesti yksityispankkipalveluiden ulkopuolella olevia ”tavallisia työssäkäyviä ihmisiä”. Hinnoittelu sekä voimakkaasti kasvavat asiakasmäärät kuvastavat mielestämme nykyisen strategian toimivuutta.

Varainhoidon rooli poikkeuksellisen pieni

Toinen merkittävä ero OmaSp:n ja keskeiset 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. OmaSp puolestaan keskittyy myymään Säästöpankkiryhmän tuotteita ja varainhoidon rooli kokonaisuutena on varsin pieni. Näkemyksemme mukaan erittäin pääomakevyt varainhoitoliiketoiminta sopisi OmaSp:n strategiaan erittäin hyvin ja mielestämme se on avainasemassa oman pääoman tuottotason nostamisessa.



Strategian kulmakivet

OmaSp

- Paikallinen läsnäolo
- Laaja konttoriverkosto myös maakunnissa
- Fokus perinteisissä pankkipalveluissa
- Korkealaatuinen asiakaspalvelu asiakkaan haluamissa kanavissa

Keskeiset verrokkit

- Konttoriverkostoa karsittu etenkin maakunnissa
- Varainhoito strategian keskiössä
- Palveluita viedään voimakkaasti digitaalisiksi
- Henkilökohtainen palvelu keskittyy yksityispankkiin



Strategian plussat ja miinukset

Plussat

- Korkeampi asiakastytyväisyys ja -uskollisuus
- Parempi hinnoitteluvoima
- Mahdollistaa voimakkaan kasvun
- Korkea tehokkuus

Miinukset

- Liiketoiminta keskittyy pääomaintensiiviseen toimintaan
- Voimakas kasvu nostaa luottotappioriskejä
- Osa konttoreista muuttotappioalueilla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Oman pääoman tuotto ratkaisevassa roolissa

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että koska OmaSp investoi valtaosan liiketoimintansa kassavirrasta takaisin omaan liiketoimintaan (osinkopolitiikka vähintään 20 % tuloksesta), on oman pääoman tuottotaso hyvin keskeisessä roolissa korkea korolle -efektiä ajatellen. Pankin kasvaessa nopeasti tämä efekti vain voimistuu ja näkemyksemme mukaan lähivuosien kurssikehityksen tärkein yksittäinen ajuri on pankin oman pääoman tuotto.

Odotamme pankin oman pääoman tuoton parantuvan asteittain nykyliiketoiminnan kannattavan kasvun sekä taseen asteittaisen tehostumisen myötä (vakavaraisuusuhde laskee asteittain). Taso jää kuitenkin ennusteissamme keskimäärin noin 9 %:n tasolle 2021-2024e ja vaikka taso onkin nouseva ja verrokkeihin nähden kohtuullisen hyvä, ylittää se vain niukasti pankille

hahmottelemamme markkinan tuottovaatimuksen.

Olemme havainnollistaneet oman pääoman tuoton merkitystä pankin lähivuosien kehitykseen oheisella esimerkillä (graafit alla).

Yksinkertaistetuissa laskelmissa oletuksena on, että voitonjako pysyy 20 %:ssa ja loput rahasta investoidaan liiketoimintaan. Ainoa muuttuja on oman pääoman tuotto. Mikäli pankki saisi nostettua oman pääoman tuottonsa esimerkiksi 13 %:iin, olisi vuoden 2024 EPS hieman yli 2 euroa ja noin 30 % yli nykyisen ennusteemme.

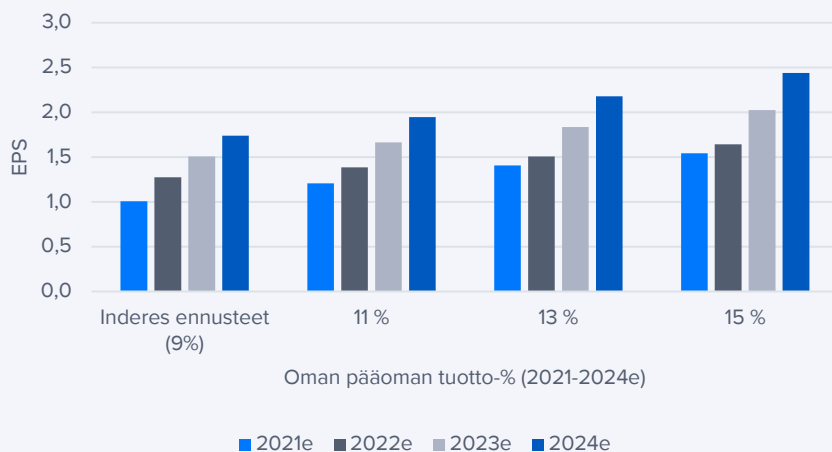
Osakekurssia olemme havainnollistaneet lukitsemalla hyväksytyyn arvostustason pankin pörssihistorian keskiarvo-P/E-kertoimeen (~11x). Perusskenaariossamme osakekurssi on 2024e lopussa kaksinkertainen nykykurssiin nähden eli noin 17 euroa, kun 13 %:n oman pääoman tuotolla vastaava luku olisi yli 24 euroa. Vaikka laskelma onkin hyvin pelkistetty ja se oikoo monia mutkia,

tukee se argumenttiamme siitä, että oman pääoman tuotto tulee ohjaamaan voimakkaasti tulevien vuosien kurssikehitystä.

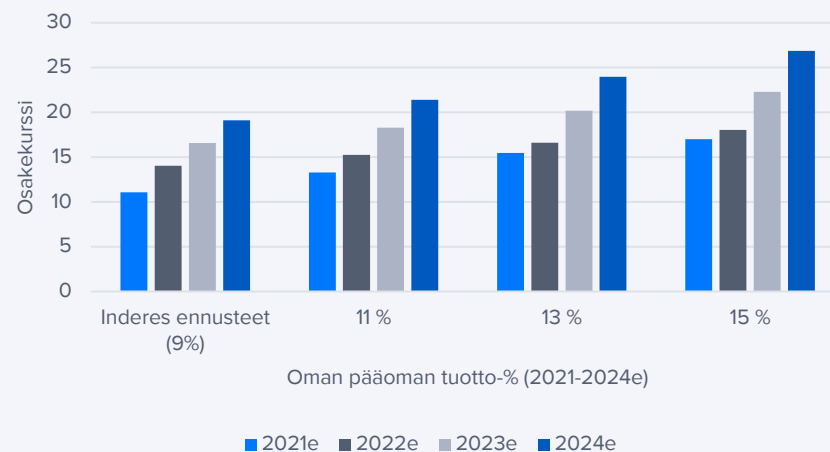
Miten nostaa oman pääoman tuottoa?

Näkemyksemme mukaan OmaSp voi nostaa oman pääoman tuottoa kolmella tavalla: 1) liiketoiminnan orgaaninen kasvu ja jatkuva parantaminen, 2) varainhoidon voimakas kasvu ja 3) IRBA-malli. Kohta 1) on pitkälti sisällä ennusteissamme ja näin ollen merkittävästi ennusteitamme korkeampi taso oman pääoman tuotossa vaatisi kohtien 2) ja 3) toteutumista. IRBA-mallista puhumme tarkemmin sivulla 21 ja pidämme siihen siirtymää käytännössä varmana muutaman vuoden tähtäimellä. Varainhoidon suhteen olemme ennusteissamme hyvin varovaisia ja tässä onnistumisella olisi selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme.

Havainnollistava EPS-kehitys



Havainnollistava osakekurssi



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

	2017	2018	2019	2020e	2021e eteenpäin
Tuottojen kasvu-% (oik.)	9%	22%	11%	13%	+10 %
Tulos ennen veroja kasvu-% (oik.)	8%	34%	0%	5%	15-20 %
Kulutuottosuhte-% (oik.)	65%	61%	58%	54%	< 50 %
ROE-% (oik.)	6,7%	8,0%	7,4%	7,2%	> 10 %

Kommentti	2017	2018	2019	2020e	2021e eteenpäin
	S-Pankin yrityskauppa rasitti kulutasoa	Voimakas kasvu skaalautui erittäin hyvin tiukan kulukontrollin ansiosta	Vahva kasvu hautautui kohonneiden luottotappioiden alle	Pankki jatkanut vahvaa operatiivista suorittamista koronakriisin keskellä, luottotappiot painavat tuloskasvua	Edellytykset vahvalle kasvulle hyvät, ROE:n nousu osakkeen kannalta kriittisessä roolissa

2013
-
2016

2017
-
2020

2021

Kasvu valtakunnalliseksi toimijaksi

- Pankki kasvaa yritysostoin sekä organisaation valtakunnalliseksi toimijaksi
- Taseen loppusumma kolminkertaistuu yli 2 miljardiin
- Kustannustehokkuus kohtuullisella tasolla

Vahva kasvu ja toiminnan kehittäminen

- Voimakas orgaaninen kasvu
- S-Pankin pk-yritysi asiakas- ja maa- ja metsätalousliiketoimintojen osto
- Laajentuminen kasvukeskuksiin
- Tehokkuuden merkittävä parantuminen
- Listautuminen pörssiin
- Peruspankkijärjestelmäuudistuksen käynnistys
- Taseen loppusumma lähes tuplaantuu noin 4 miljardiin

Kasvun hallittu jatkaminen

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen strategian turvin
- Valikoidut yrityskaupat
- Luottotappiot suurin kysymysmerkki tuloskasvun kulmakertoimeen liittyen
- Oman pääoman tuoton nostaminen taseen tehokkaammalla käytöllä ja kannattavuuden parantumisella
- Uusi IT-järjestelmä maaliin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteet ovat realistiset ja track-record on hyvä

Liiketoiminnan tuottojen kasvutavoite on kunnianhimoinen ja valtavirrasta poikkeava, sillä viime vuosina erittäin harva pankki Pohjoismaissa on yltänyt edes positiiviseen kasvuun. Mielestämme tavoite on kuitenkin hyvin realistinen ja historiassa pankki on siihen yltänyt (2016-2020e ka: 12 %). Tavoitteeseen yltäminen nojaa ennen kaikkea markkinaosuuden kasvattamiseen Suomen asuntolainamarkkinoilla, sillä markkina kasvaa vain hitaasti ja pankin tuloista valtaosa tulee luotonannosta. Historiallisesti kortti- ja maksuliikenteestä saatavat palkkiot ovat kasvaneet linjassa lainakannan kanssa (yleensä laina-asiakkaalla myös kortit ja päivittäisasiointi ovat samassa pankissa). Varainhoito voisi näytellä pankin kasvussa selvästi isompaakin roolia ja mikäli pankki onnistuu kasvattamaan varainhoidosta merkittävemmän tukijalan liiketoimintaansa, tulisi se kiihdyttämään kasvua merkittävästi.

Oman pääoman tuottotavoite on mielestämme niin ikään realistinen nykyisellä lainanantoon keskittyvällä strategialla sekä nykyisellä taserakenteella ja lähivuosien ennusteemme ovat linjassa tavoitteen kanssa. Mikäli pankki onnistuisi kasvattamaan pääomakevyttä varainhoitoa selvästi, olisi tällä iso oman pääoman tuottoa nostava vaikutus. Sama koskee IRBA-malliin siirtymää (sivu 21), joka mahdollistaisi taseen merkittävästi nykyistä tehokkaamman käytön. Mielestämme oman pääoman tuotto on kasvun lisäksi sijoittajien tärkein yksittäinen mittari OmaSp:a seurattaessa, sillä pankin kasvaessa ripeästi ja investoidessa pääomat pitkälti takaisin

liiketoimintaan, määrittää oman pääoman tuoton taso suuresti osakkeen kehitystä.

Kulu/tuotto-suhdetta koskeva tavoite on varsin kunnianhimoinen ja käsityksemme mukaan vain hyvin harva pankki yltää tähän Suomessa. Mielestämme nykyisen tason erinomaisuutta korostaa se, että pankki saavuttaa sen lähes täysin verisesti kilpaillulla perinteisellä pankkitoiminnalla. Valtaosa pankin verrokeista saa selkeää vetoapua erittäin kannattavista varainhoitoliiketoiminnoista. OmaSp tulee laskelmiemme mukaan kuluvana vuonna yltämään tavoitteeseen vertailukelpoisilla luvuilla laskettuna (2020e: 53,5 %) ja pankilla on hyvät edellytykset säilyä alle 55 %:n tason tulevina vuosina.

Pankki tarkisti **vakavaraisuustavoitettaan** vähintään 16 %:sta 14 %:iin vuoden 2020 aikana. Tämä oli mielestämme loogista, sillä aiempi vakavaraisuustavoite oli hyvin konservatiivinen ja heikensi tarpeettoman paljon oman pääoman tuottoa. Myös nykyinen tavoite on konservatiivinen ja sisältää selvää puskuria nykyiseen pääomavaatimukseen. Pankin vakavaraisuutta heikentää myös pankin standardimalli ja siirtymällä IRBA-malliin nousisi pankin vakavaraisuus usealla prosenttiyksiköllä. Käsittelemme IRBA-mallia tarkemmin sivulla 21.

Pankkien valtavirrasta poiketen OmaSp investoi valtaosan tuloksestaan takaisin liiketoimintaansa. Mielestämme tämä on sijoittajan kannalta perusteltua, varsinkin jos ROE-% ylittää oman pääoman kustannuksen selvällä marginaalilla. Odotamme pankin **osingonjakosuhteen** nousevan tulevina vuosina hieman pankin siirtyessä IRBA-malliin. Kasvu pysyy kuitenkin ykkösfokuksena ja voitonjakosuhte suhteellisen matalana.



Taloudelliset tavoitteet

OmaSp:llä on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Liiketoiminnan tuottojen 10-15 %:n kasvu
- Kulutuottosuhte alle 55 %
- Oman pääoman tuotto yli 10 %
- Vakavaraisuus vähintään 14 %

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



Taloudellinen suorittaminen

- Tuottojen kasvu (oik.) 2016-2020e: 12 % keskiarvo
- Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde: laskenut 2% / vuosi 2016-2020e alle 55 %:iin
- Oman pääoman tuotto (oik.): 2016-2020e: 7,6 % keskiarvo
- Osingon kasvu 2016-2020e ~30% p.a.

Tase 1/5

Varat

OmaSp:n taseen varojen keskeisimmät pääerät ovat antolainaus yleisölle (Q3'20: 3279 MEUR) ja konsernin sijoitusomaisuus (Q3'20: 467 MEUR), ja nämä erät muodostivat yhdessä lähes 95 % pankin Q3'20:n lopun taseesta. Koska erät ovat koko taseen kannalta hyvin hallitsevia, käsittelemme molemmat seikkaperäisesti seuraavilla sivuilla.

Luottosalkku taseen suurin erä

OmaSp:n antolainaus eli lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä olivat syyskuun lopussa 3279 MEUR. Pankin luottosalkku koostuu pääasiassa kotitalouksille myönnettävistä asuntolainoista ja yksityisasiakkaiden osuus koko luottokannasta (ennen arvonalentumisvarauksia) oli Q3:n lopussa noin 60 %.

OmaSp:n Kiinnitysluottopankin luotoista noin 63 % oli 0-70 %:n LTV-haarukassa H1'20:n lopussa. Taso on arviomme mukaan selvästi keskeisten verrokkien alapuolella ja laskelmiemme mukaan esimerkiksi Nordea Kiinnitysluottopankilla noin 82 % luotoista osui 0-70 %:n LTV-haarukaan vuoden 2019 lopussa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että mikäli OmaSp:n Kiinnitysluottopankin myöntämien lainojen vakuutena olevien kiinteistöjen arvot laskisivat 30%, lainojen vakuudet riittäisivät kattamaan vain 63 % kaikista lainoista.

Suomessa asuntojen hinnat eivät ole Tilastokeskuksen tilastohistorian aikana koskaan laskeneet näin paljon yksittäisenä vuonna, mutta esimerkiksi 1990-luvun laman aikaan asuntojen

nimellishinnat laskivat vuoden 1989 huipuista noin 38 % vuoteen 1993 mennessä. Pidämme tämän kaltaista hintojen laskua erittäin epätodennäköisenä. Käsittelemme tarkemmin Suomen asuntomarkkinaa raportin sivulla 26.

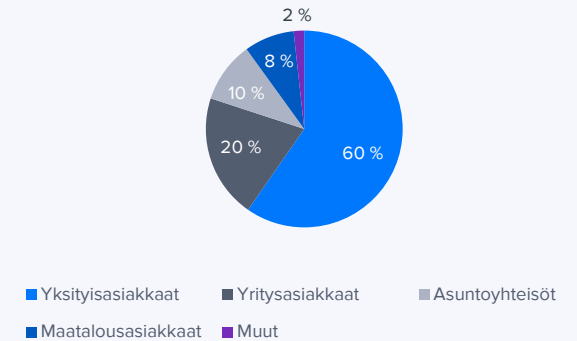
OmaSp:n luottosalkusta yritysluottojen osuus oli Q3:n lopussa noin viidennes. Yritysluototuksessa OmaSp pyrkii turvaamaan riskejä pääasiassa vakuuksin ja kovenanteilla. Yritysluototuksessa OmaSp:lla on suurin paino kiinteistöalalla (20 % lainoista ja taseen ulkopuolisista eristä) ja tukku- ja vähittäiskaupassa (7 %). Syklisempien rakentamisen ja teollisuuden paino on molemmilla niin ikään noin 7 %.

Asuntoyhteisöille suunnatut lainat vastasivat Q3:n lopussa noin 10 % luottokannasta. Näiden riskiprofiili on arviomme mukaan matala, koska asunto-osakeyhtiöiden luottotappiot ovat Suomessa hyvin harvinaisia ja viime kädessä osakkeenomistajat vastaavat asunto-osakeyhtiöiden lainoista.

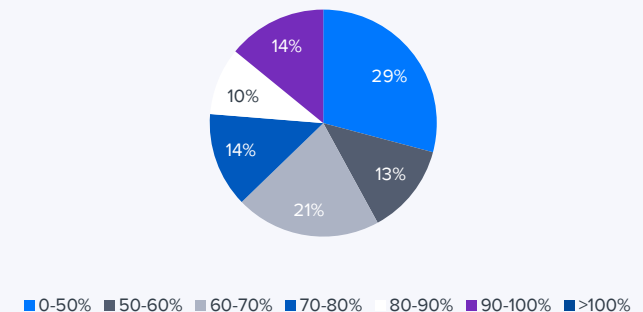
Maatalousasiakkaiden osuus luottokannasta oli syyskuun lopussa noin 8 % luottokannasta. Maatalousasiakasliiketoimintaa on kasvattanut merkittävästi erityisesti vuonna 2017 toteutettu S-Pankin pk-yritys- ja maatalousasiakasliiketoimintojen osto. Sen myötä OmaSp:n luottokanta kasvoi 140 MEUR:lla, ja merkittävilta osin juuri maatalousasiakkaissa.

Loput lainoista (2 %) koostuvat erilaisista mm. yhteisöille, yhdistyksille ja säätiöille myönnettyistä luotoista.

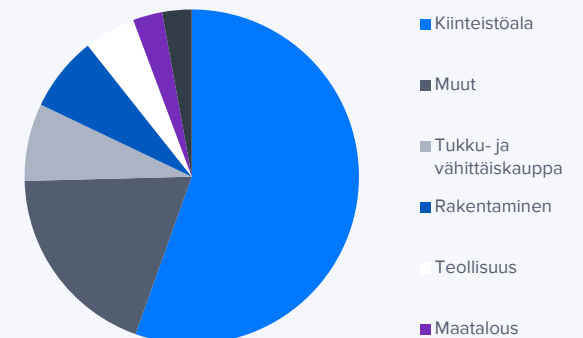
Luottokannan jakautuminen asiakasryhmittäin*



Kiinnitysluottopankin LTV-jakauma H1'20



Lainat ja taseen ulkopuoliset erät, yritysasiakkaat



Tase 2/5

Ongelmaluottojen suhteellinen osuus on kasvanut viime vuosina selvästi

Ongelmaluottojen (NPL) osuus OmaSp:n luottosalkusta on noussut viime vuosina selvästi ja H1'20:n lopussa järjestämättömiä saamisista oli 73,4 MEUR:n edestä eli noin 2,3 % koko luottokannasta. Taso oli selvästi kotimaisen pankkisektorin keskiarvon (1,5 %) yläpuolella ja lähellä euroalueen tasoa (2,5 %).

Syyskuun lopussa OmaSp:lla oli maksukyvyttömyysmääritelmän mukaisia eli ECL-laskennan vaiheeseen 3 kuuluvia luottoja laskelmiemme mukaan noin 70,3 MEUR:lla, mikä vastaa 2,0 % kaikista lainoista ja saamisista sekä taseen ulkopuolisista eristä. Odotettavissa olevia luottotappioita näistä vaiheen 3 saamisista oli kirjattu syyskuun lopussa noin 16,8 MEUR:lla.

Arviomme mukaan ongelmaluottojen suhteellisen osuuden kasvun taustalla on viime vuosien voimakas kasvu ja kasvun hakeminen erityisesti yritysasiakaspuolelta, jossa riskien hinnoittelu eroaa tietyiltä osin selvästi perinteisestä asuntoluototuksesta. Yrityspuolella luottotappioihin vaikuttavat myös suuremmat yksittäiset asiakkuudet ja niiden riskien hinnoittelun pettäminen. Lisäksi koronavirüsillä on ollut selvä vaikutus luottotappioihin pankin kirjatessa niitä IFRS9-standardin mukaisesti etupainotteisesti.

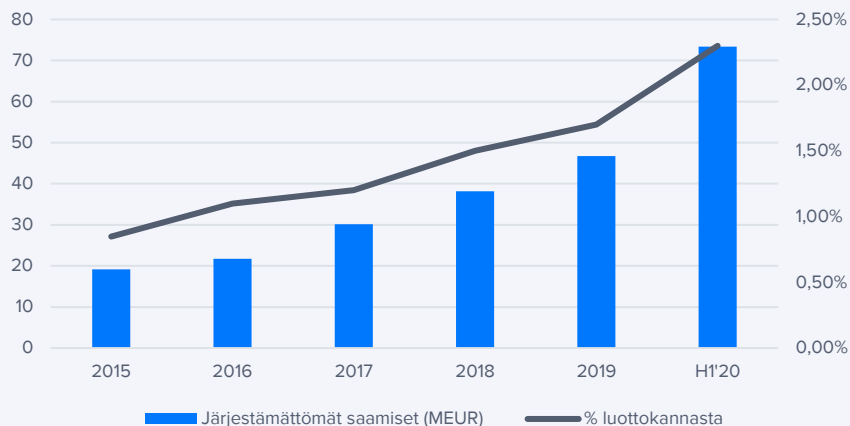
Luottotappiot ovat myös olleet kasvussa

Luottojen laadun heikentyminen on heijastunut myös OmaSp:n luottotappiokehitykseen, ja rahoitusvarojen arvonalentumistappioiden suhteellinen osuus luottokannasta on noussut viime vuosina selvästi. Huomautamme, että luvut ennen vuotta 2018 ja sen jälkeen eivät ole täysin

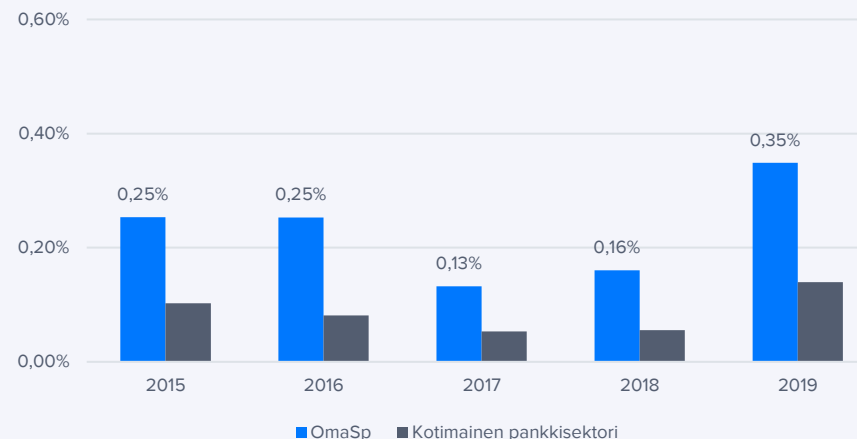
vertailukelpoisia IFRS9-standardin käyttöönoton myötä. Vuosina 2015-2019 OmaSp:n arvonalentumistappiot ovat olleet laskelmiemme mukaan noin 0,13-0,35 % keskimääräisestä luottokannasta, kun kotimaisella pankkisektorilla luottotappiotaso on ollut 0,05-0,14 %. 2020 taso tulee olemaan arviomme mukaan noin 0,50 %, mutta tässä taustalla on etenkin koronavirüs.

Vaikka luottotappioiden trendi onkin viime vuosina ollut selvästi nouseva, selittyy kasvu pääosin IFRS9 myötä kasvaneilla ECL-varauksilla, yksittäistapauksilla sekä koronavirüsillä. Emme näekään rakenteellisia ongelmia pankin luotonannossa tai luottosalkussa. On sanomattakin selvää, että trendin tulee kääntyä laskuun ensi vuonna ja luottotappioiden kehitys tulee olemaan yksi keskeisistä seuraamistamme asioista tulevina kvartaaleina.

Järjestämättömät saamiset (NPL)



Arvonalentumiset luottokannasta, %



Tase 3/5

Likviditeettisalkku koostuu pääasiassa sijoitustodistuksista

OmaSp:n sijoitusomaisuus (Q3'20: 467 MEUR) koostuu sekä tuloslaskelman että laajan tuloksen kautta käypään arvoon kirjattavista rahoitusvaroista. Sijoitusomaisuuden hallinnan ensisijainen tarkoitus on pankin likviditeettiaseman turvaaminen. Konsernin lyhytaikaista likviditeettiä kuvaava LCR-tunnusluku (Liquidity Coverage Ratio) oli syyskuun lopussa 134 % viranomaisvaatimuksen ollessa 100 %. LCR-tunnusluku kävi maaliskuun lopussa 79,7 %:n tasolla eli alle 100 %:n raja-arvon koronaviruspandemian aiheuttamasta markkinaturbulenssista johtuen.

Sijoitusomaisuudesta valtaosa (Q3'20: 427 MEUR tai 91 %) koostuu sijoitustodistuksista. Helmikuussa pankki myi noin 150 MEUR:lla jvk-sijoituksiaan keventääkseen sijoitussalkun riskejä ja kirjasi tästä noin 8 MEUR:n myyntivoitot. Osakesijoitusten osuus sijoitusomaisuudesta on noin 8 %. OmaSp ei käy osakekauppaa kaupankäyntitarkoituksessa, ja koska merkittävän osakepainon ylläpitäminen kasvattaisi tulosvolatiliteettia (oman pääoman ehtoiset rahoitusvarat luokitellaan IFRS 9:n alla pääosin käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattaviksi), OmaSp:n tavoitteena on pitää osakeriski sijoitustoiminnassa hyvin maltillisena.

OmaSp:llä oli sijoitussalkussaan kiinteistösijoituksia Q3:n lopussa 2,4 MEUR:lla, mikä vastaa noin 1 % koko sijoitusomaisuudesta. OmaSp:llä oli vielä Q1:n lopussa salkussa sijoituskiinteistöjä noin 6,7 MEUR:lla, mutta pankki kevensi strategiansa mukaisesti kiinteistösijoitussalkkuaan kesäkuussa 2020. Kiinteistömyynnit koskivat pääosin pankin

sijoituskiinteistöjä sekä joitakin omassa käytössä olleita kiinteistöjä ja myynneistä pankki kirjasi noin 2,3 MEUR:n myyntitappiot.

Taseen muut varat

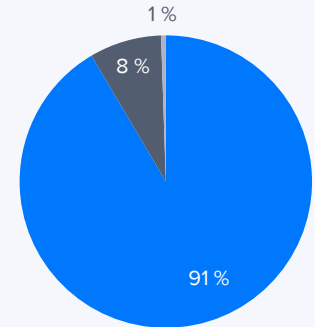
OmaSp:n taseen muut varat (Q3'20: 207,7 MEUR) koostuvat useammista pienemmistä eristä. Keskeisiä erä taseessa ovat käteiset ja keskuspankkitalletukset (Q3'20: 142 MEUR) sekä aineelliset ja aineettomat hyödykkeet.

Aineelliset hyödykkeet (Q3'20: 20 MEUR) koostuvat pääasiassa pankin omassa käytössä olevista kiinteistöistä ja IFRS 16 -standardin mukaisista käyttöomaisuuseristä. Aineettomissa hyödykkeissä (Q3'20: 10 MEUR) keskeisin erä on uuteen peruspankkijärjestelmään aktivoidut investointikustannukset ja yrityskauppoihin liittyvät asiakassuhteet. Aineettomien hyödykkeiden määrä tulee taseessa kasvamaan tulevina vuosina peruspankkijärjestelmän valmistuttua.

OmaSp:n osakkuusyhtiösijoitukset (Q3'20: 7,7 MEUR) pitävät sisällään osakkuus- ja yhteisyrityssijoitukset, joista merkittävin on vuokra-asuntoihin keskittyvä yhteisyritys GT Invest Oy (omistusosuus 48,7 % ja tasearvo 5,5 MEUR). OmaSp kertoi lokakuussa 2020 ostavansa 42,1 % kiinteistösijoitusyhtiö City Kauppapaikat Oy:n osakekannasta, jota käsitellään Q4:stä alkaen osakkuusyhtiönä. GT Invest Oy ja Citykauppapaikat ovat luonteeltaan finanssisijoituksia ja ne voivat tarjota pankille keskipitkällä aikavälillä tuottopotentiaalia mahdollisten irtaantumisten onnistuessa.

Taseessa olevat muut varat (Q3'20: 14 MEUR) koostuvat siirto- ja muista saamisista.

Sijoitusomaisuus Q3'20



- Saamistodistukset
- Osakkeet ja osuudet
- Sijoituskiinteistöt

Osakkuus- ja yhteisyrityssijoitukset

- GT Invest Oy (omistus 48,7 %)
- Figure Taloushallinto Oy (25 %)
- Deleway Projects Oy (49 %)
- As Oy Seinäjoen Oma Säästöpankin talo (25,5 %)
- City Kauppapaikat Oy (42,1 %, Q4'20 alkaen)

Tase 4/5

Velat ja oma pääoma

Talletuskanta ja katetut jvk-lainat näyttelevät keskeistä roolia varainhankinnassa

OmaSp:n taseen velkapuolen merkittävimmät erät olivat Q3'20:n lopussa velat yleisölle ja julkisyhteisöille eli talletuskanta (2233 MEUR) sekä yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat (1076 MEUR).

Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat sisältävät liikkeeseen lasketut joukkolainat (952 MEUR) ja sijoitustodistukset (125 MEUR). Oma Sp:n liikkeeseenlaskemat joukkolainat koostuvat kolmesta katetusta joukkovelkakirjalainasta (897 MEUR) ja yhdestä vaihtuvakorkoisesta 55 MEUR:n jvk-lainasta.

OmaSp sai luvan kiinnitysluottopankkitoiminnan eli katettujen joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun käynnistämiseen valvontaviranomaiselta vuonna 2017 ja Kiinnitysluottopankki toimii osana OmaSp:n pankkiliiketoimintaa ja monipuolistaa pankin varainhankintaa. Katettujen jvk-lainojen vakuutena toimivat pankin myöntämät asuntolainat.

Muut taseessa olevat velat koostuvat pääasiassa TLTRO-operaatioon liittyvästä keskuspankkivelasta (220 MEUR), huonomman etuoikeuden veloista eli debentuurilainoista (16 MEUR) sekä laskennallisista verovelvoista, varauksista ja muista veloista, joiden yhteismäärä oli Q3:n lopussa 64 MEUR.

Sijoittajien kannalta olennaista taseen velkapuolella on erityisesti se, että vakavaraisuus ylittää selvästi tämänhetkiset viranomaisvaateet ja se, että talletukset eivät riitä rahoittamaan kaikkia

myönnettyjä lainoja (talletuskannan suhde luottokantaan 68 %) eli pankki on osaltaan riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta.

Markkinatilanne ja asuntomarkkinat vaikuttavat varainhankintaan

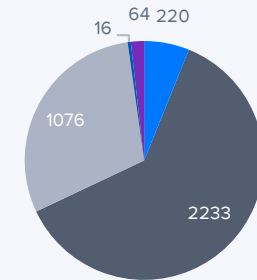
OmaSp:n liikkeeseenlaskemien joukkovelkakirjalainojen maturiteetti vaihteli Q3:n lopussa reilusta 2 vuodesta hieman yli 3 vuoteen ja pankin täytyykin uudelleenrahoittaa joukkovelkakirjalainoja tulevana vuosina. OmaSp:llä on käynnissä 1,5 mrd euron joukkovelkakirjalainaohjelma ja osana ohjelmaa pankki laski [marraskuussa](#) liikkeelle uuden katetun 250 MEUR:n jvk-lainan. Liikkeeseenlasku pidensi keskimääräistä maturiteettia Q3'20:n lopun tilanteesta, sillä liikkeeseenlasketun lainan maturiteetti on 7 vuotta ja korko 0,01 %.

Varainhankinta ja sen kustannus ovat riippuvaisia yleisestä markkinatilanteesta ja kiinteistövakuudellisten lainojen osalta myös Suomen asuntomarkkinoista. Asuntojen hintojen kasvulla olisi siten heikentävä vaikutus pankkiin pääoman hankinnan kallistumisen myötä.

Vakavaraisuus ylittää vähimmäisvaateen selvästi

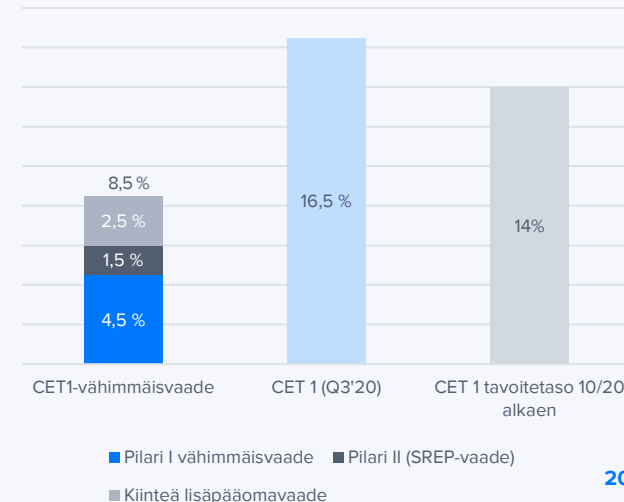
OmaSp:n ydinpääomasuhde (CET1-%) oli syyskuun lopussa 16,5 %. Taso ylitti selvästi sekä regulaattorin asettaman 8,5 %:n minimitason että pankin päivittämän vähintään 14 %:n tavoitetason (1.10.2020 alkaen). OmaSp käyttää luottoriskin laskemiseen tällä hetkellä ns. standardimallia ja mahdollinen IRBA-malliin siirtyminen parantaisi raportoitua vakavaraisuutta merkittävästi. Käsittelemme tätä seuraavalla sivulla.

Taseen velat Q3'20 lopussa (MEUR)



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

CET1-vakavaraisuus suhteessa vähimmäisvaatimukseen ja uuteen tavoitetasoon



Tase 5/5

IRBA-malliin siirtyminen parantaisi merkittävästi OmaSp:n pääomatehokkuutta

OmaSp soveltaa vakavaraisuuslaskennassaan luottoriskin laskentaan niin sanottua standardimenetelmää. Standardimenetelmän myötä OmaSp käyttää asuntolainojen luottoriskin laskennassa kiinteää 35 %:n riskipainoa ja 100 %:n riskipainoa vakuudettomiin yrityslainoihin. Tämän myötä pankin keskimääräinen riskipaino oli kiinteistövakuudellisten vähittäisvastuiden osalta vuoden 2019 lopussa noin 35 % ja yritysvastuiden osalta noin 96 %. Kaikkien luottoriskivastuiden keskimääräinen riskipaino oli vuoden 2019 lopussa noin 47 %.

IRBA-malleja käyttäville pankeille asetettiin Finanssivalvonnan toimesta vuonna 2017 asuntolainojen 15 %:n riskipainollattia, jonka soveltaminen päättyi kuluvaan vuoden lopussa. OmaSp:n IRBA-malleja käytävillä verrokeilla asuntolainojen riskipainot asettuvat käsityksemme mukaan tyypillisesti noin 15 %:n tasolle ja syyskuun 2020 lopussa esimerkiksi OP:lla ja Aktialla keskimääräiset riskipainot olivat kiinteistövakuudellisten vähittäisvastuiden osalta noin 15-19 % ja yritysvastuiden osalta 68-72 %.

IRBA-malliin siirtymisen myötä OmaSp:n asuntolainojen riskipaino tulisi asettumaan arviomme mukaan noin 15 %:n tasolle ja myös yritysluottoihin sovellettava keskimääräinen riskipaino todennäköisesti laskisi, sillä OmaSp:n yritysluottosalkku koostuu pääosin vakuudellisista lainoista. IRBA-siirtymän myötä OmaSp:n raportoitu vakavaraisuus tulisi parantumaan selvästi ja laskelmiemme mukaan CET1-vakavaraisuussuhde nousisi nykyiseltä tasoltaan (Q3'20: 16,5 %) noin 4-

6 %-yksikköä. Tämä antaisikin OmaSp:lle mahdollisuuden kasvattaa antolainaustaan merkittävästi nykyiseltä tasolta. Vaihtoehtoisesti pankki voisi vapauttaa IRBA-siirtymän myötä pääomia taseestaan noin 100-120 MEUR (3,4-4,1 euroa/osake) 14 %:n CET1-tavoitetaso huomioiden.

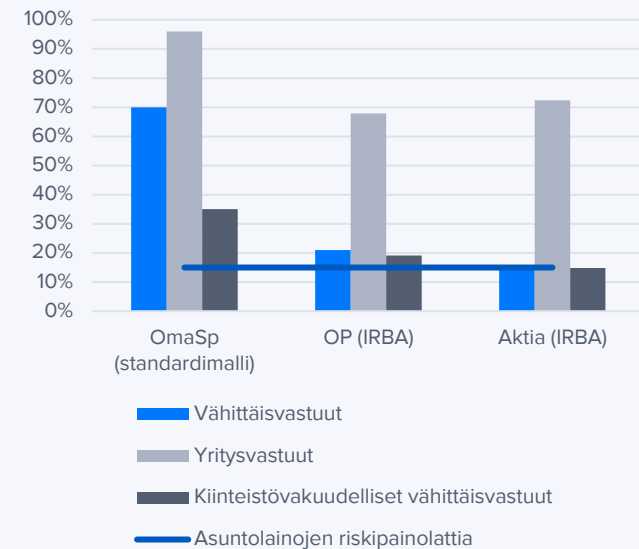
IRBA-malliin siirtyminen olisi kannattavaa Basel III -uudistuksetkin huomioiden

Baselin pankkivalvontakomitea esitti joulukuussa 2017 Basel III -sääntelykehikkoa koskevat uudistukset, joiden on määrä astua voimaan vuoden 2022 alussa. Uudistukset vaikuttavat merkittävästi pankkien vakavaraisuussääntelyyn ja ne ovat luonteeltaan niin mittavia, että niitä on alettu yleisesti kutsuaan Basel IV -säännöksiksi.

Vireillä olevista uudistuksista keskeisin on asteittain vuoteen 2027 mennessä voimaan astuva riskipainotettujen erien uusi lattiasääntö, joka rajoittaa IRBA-malleilla saatavia pääomahyötyjä. Uuden lattiasäännön perusteella vakavaraisuuslaskennan riskipainotettujen erien kokonaismäärän on oltava vähintään 72,5 % riskipainotettujen erien kokonaismäärästä, jotka saataisiin soveltamalla Basel III -kehikon mukaisia standardimenetelmiä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että riskipainojen laskennassa mallihyötyjen enimmäismäärä (output floor) rajoittuu noin 27,5 %:iin.

Basel III -uudistukset eivät vähennä OmaSp:n näkökulmasta IRBA-malliin siirtymisen houkuttelevuutta, sillä suunniteltu lattiasääntö huomioidenkin kaikkien luottoriskivastuiden keskimääräinen riskipaino laskisi vuoden 2019 lopun 47 %:n tasosta noin 35 %:iin ja parantaisi näin ollen merkittävästi pankin vakavaraisuutta.

OmaSp:n keskimääräiset riskipainot suhteessa verrokeihin



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Vahvat näytöt kannattavasta kasvusta

3.

Erinomainen kulutehokkuus

4.

Liiketoiminta sitoo paljon pääomaa

5.

Osinko näyttelee sijoitustarinassa sivuroolia

Potentiaali



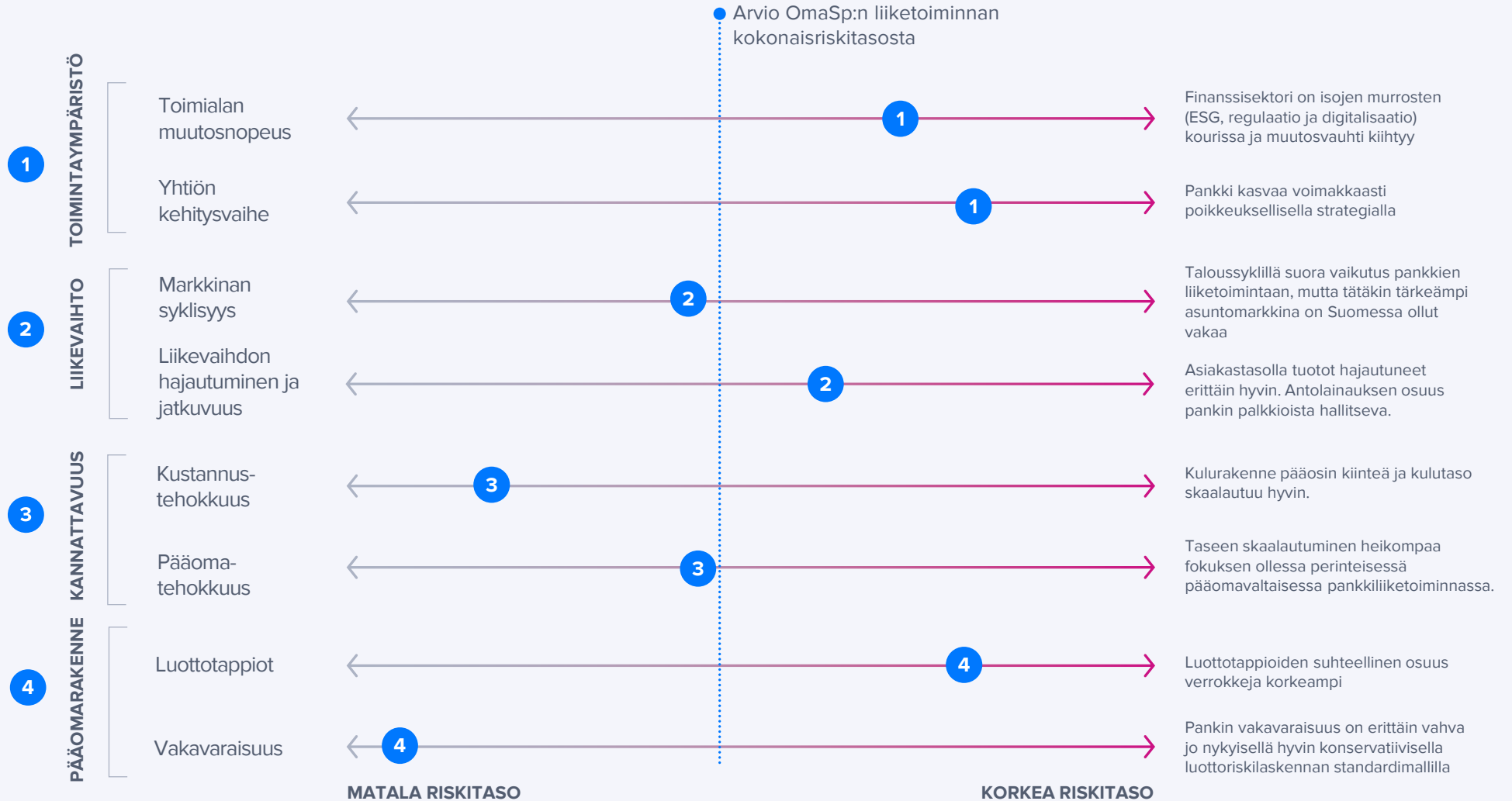
- Orgaaninen kasvu
- Yritysjärjestelyt
- Kulutehokkuuden jatkuva parantuminen
- Voimakkaampi laajentuminen varainhoitoon
- IRBA-malliin siirtyminen vapauttaisi merkittävästi pääomia

Riskit



- Pankin erinomaisen marginaalitason kestävyys
- Pankkisektorin nopea murros (regulaatio & digitalisaatio)
- Pankin luottotappiot kasvaneet viime vuosina selvästi ja ovat yli toimialan keskiarvojen
- Korkea henkilöriippuvuus pankin toimitusjohtajasta

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinakatsaus 1/7

Makrokatsaus

Koronaviruspandemia romutti talousnäkymät

Keväällä 2020 globaaliksi pandemiaksi levinnyt koronavirus sekä valtioiden asettamat laajamittaiset liikkumisrajoitukset iskivät ennennäkemättömällä tavalla maailmantalouteen. Vaikutukset osuivat nopeasti etenkin yksityiseen kulutukseen, mutta ne ulottuivat myös teollisuuteen asti globaalien toimitusketjuhäiriöiden ja yleisen taloudellisen epävarmuuden kasvun kautta.

Suomen talous oli kolmannella vuosineljänneksellä toipumassa jo hyvää vauhtia keväällä nähdystä äkkipysähdyksestään, mutta koronapandemian toisen aallon myötä bkt:n kasvuvauhdin ennustetaan jäävän viimeisen neljänneksen osalta lähelle nollaa. Finanssiala ry:n marraskuussa keräämien tietojen perusteella keskeiset ennustelaitokset odottavat bkt:n supistuvan koko vuoden osalta noin 3,5-5,0 %.

Elpymisodotukset nojaavat koronarokotteeseen

Vaikka suhdannenäkymät ovat heikentyneet koronan toisen aallon myötä viime viikkoina selvästi, odotetaan Suomen talouden palaavan kasvuun jälleen vuonna 2021. Elpymisodotuksia tukee marraskuun positiiviset rokoteuutiset, mutta ensi vuoden talousennusteet ovat luonnollisesti hyvin riippuvaisia mahdollisen koronarokotteen laajamittaisen jakelun aikataulusta.

Keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen bkt:n kasvavan ensi vuonna noin 2,5-4,0 %:n vauhtia. Talousennusteissa bkt:n kasvua ajaa

erityisesti maailmantalouden elpyminen (mediaaniennuste +5,5 %) ja vuodesta 2020 piristynyt yksityinen kulutus (mediaaniennuste +3,5 %). Yksityisten investointien osalta ennusteet vaihtelevat -1,0 %...+3,5 %:n välillä.

Työllisyysnäkymät heikentyneet, konkurseissa odotettavissa piikki ylöspäin

Koronaviruspandemian myötä heikentynyt taloustilanne ja Suomessa nähdyt teollisuuden kapasiteetin sulkemiset (mm. Kaipolan paperitehdas, Nesteen Naantalin jalostamatoiminta ja Scanian bussikoriutuotannon lopettaminen Lahdessa) ovat heijastuneet kuluvana vuonna myös työllisyyskehitykseen ja työttömyysaste kohosi syyskuussa 7,6 %:iin (9/2019: 5,9 %). Työttömyysasteen ennustetaan säilyvän Suomessa lähivuodet noin 8 %:n tasolla.

Heikentyneet talousnäkymät eivät ole kuitenkaan heijastuneet konkurssimäärien kehitykseen, sillä kesä-lokakuussa konkurssimäärät laskivat Suomessa 31-44 % viime vuoden vastaavasta ajankohdasta. Taustalla on Suomen hallituksen toukokuussa tekemä päätös muuttaa konkurssilakia väliaikaisesti siten, että velallisen asettamista konkurssiin velkojan hakemuksesta rajoitettiin. Väliaikaisen konkurssilain oli määrä olla voimassa lokakuun loppuun saakka, mutta sitä jatkettiin eduskunnan lakivaliokunnan mietinnöllä tammikuun loppuun asti. Konkurseissa onkin näkemyksemme mukaan odotettavissa selvä piikki ylöspäin väliaikaisen konkurssilain päättyessä.

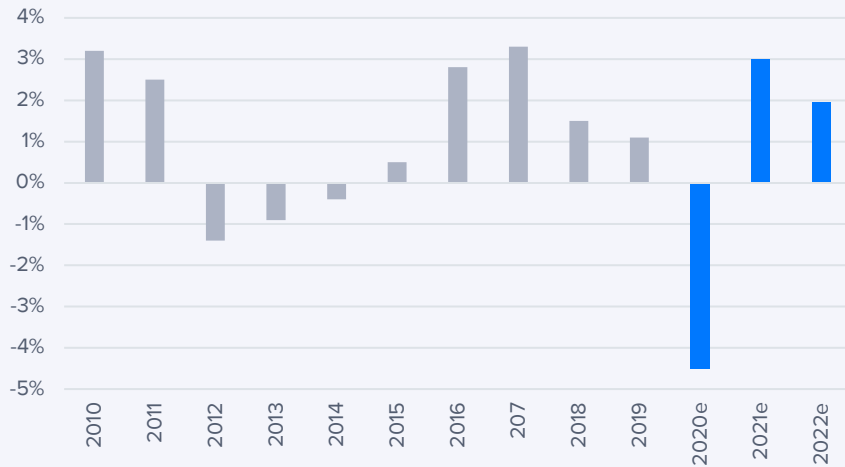
Rahapolitiikan linja säilyy elvyttävänä

Euroalueella kuluttajaluottamusta, rakentamista sekä luottokysyntää on finanssi- ja eurokriisin jälkeen tukenut matala korkotaso. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen tukevasti negatiivinen (9.10. -0,46 %) ja EKP on viestinyt rahapolitiikan pysyvän vahvasti elvyttävänä. Syyskuun korkokokouksessa EKP ilmoitti pitävänsä ohjauskoron nollassa ja arvopapereiden osto-ohjelman sekä pandemiahäätärahoidusohjelman ennallaan.

Hauraan talouskuvan ja lähivuosien olemattomien inflaatiopaineiden myötä rahapolitiikka tulee jatkumaan elvyttävänä todennäköisesti myös pitkälle tulevaisuuteen ja keskeisten markkinakorkojen ennustetaankin pysyvän joko negatiivisina tai nollassa aina pitkälle 2020-luvulle saakka.

Markkinakatsaus 2/7

Suomen BKT:n vuosimuutos*

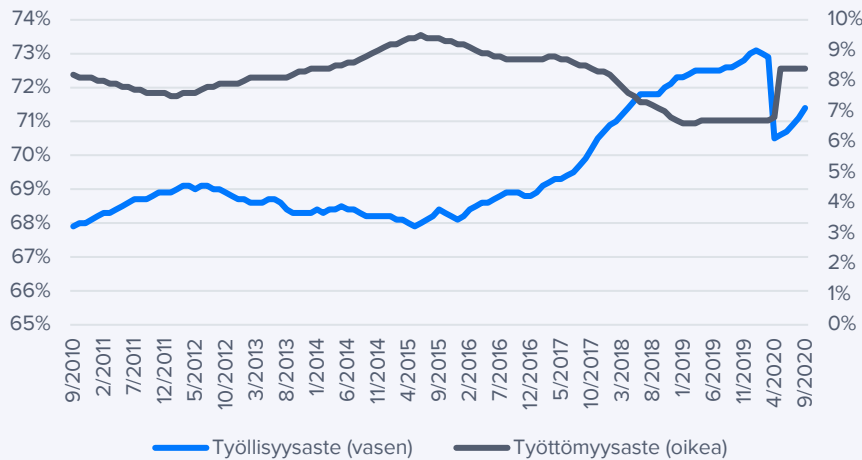


*2020-2022e keskeisten ennustelaitosten mediaani (Finanssiala ry 11/2020)

Kuluttajien ja teollisuuden luottamusindikaattorit



Työmarkkinoiden kehitys (kausitasoitettu)



Konkurssien määrä, rullaava 12kk kehitys



Markkinakatsaus 3/7

Asuntomarkkinat

Koronavirus hyödytti asuntokaupan, mutta vain hetkellisesti

Koronaviruspandemia romahdutti asuntokaupan keväällä ja tämä näkyi suoraan myös uusien asuntolainojen kysynnän vähentymisenä. Asuntolainakanta jatkoi Suomessa kasvuaan läpi kesän kuitenkin erityisesti lyhennysvapaiden tukemana. Kauppamäärät elpyivät syksyyn tultaessa kuitenkin nopeasti ja kolmannella vuosineljänneksellä kauppavolyymit olivat jo viime vuoden tasolla. Asuntokaupan väliaikaisella hyytymisellä ei ehtinyt myöskään olla merkittävää vaikutusta hintakehitykseen, sillä koko maan tasolla asuntojen hinnat ovat nousseet keskimäärin reilun prosentin.

Asuntomarkkinoiden peruskysyntätekijät edelleen positiiviset

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotasossa, kuluttajaluottamuksessa, rahoituksen saatavuudessa ja sijoittajien tuottovaatimuksessa tapahtuvat muutokset.

Asuntojen peruskysyntätekijät ovat mielestämme edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Odotammekin asuntomarkkinan jatkavan viime vuosina nähtyä polarisoitumistaan, minkä myötä myös hintakehitys jatkaa viime vuosina nähtyä eriytymistään pk-seudun ja muun Suomen välillä.

Vaikka työllisyysnäkymät ovatkin kuluvana vuonna heikentyneet, saa kuluttajien asunnonostokyky tukea matalalla säilyvästä korkotasosta ja koko maan tasolla maltillisena säilyvästä hintakehityksestä.

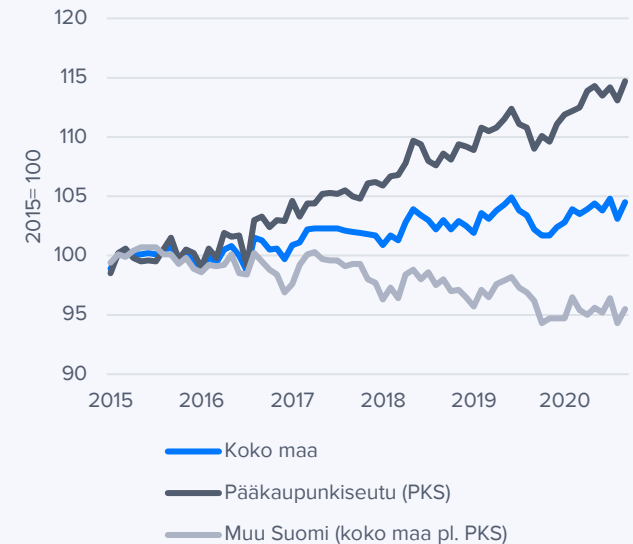
Myös asuntojen sijoittajakysynnän voidaan odottaa säilyvän vahvana, sillä vuokra-asunnot mielletään nykyisessä markkinaympäristössä verrattain vakaiksi ja riskittömiksi. Sijoituskohteiksi. RAKLin syyskuun vuokra-asuntobarometrissa kaikkien sijoittajaryhmien arvioitiinkin kasvattavan vuokra-asuntosijoituksiaan seuraavan vuoden aikana. Vaikka asuntojen prime-nettotuottovaatimukset ovat painuneet historiallisen alhaisiksi, ovat tuottotasot edelleen kilpailukykyisiä muiden Pohjoismaiden vastaaviin nähden, mikä osaltaan tukee sijoittajakysyntää.

Marginaalikiilpailu säilyy tiukkana

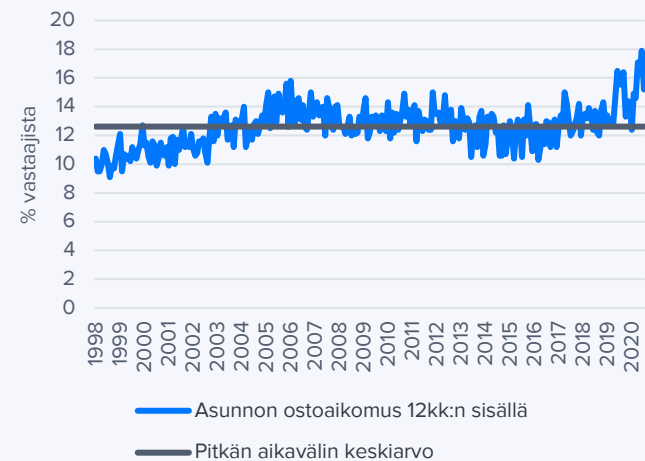
Asuntolainakanta on Suomessa kasvanut viime vuosina tasaisesti ja kasvu on ollut vuosittain noin 2 %:n luokkaa. Odotamme kasvun jatkuvan myös lähivuodet tällä tasolla. Asuntolainamarginaalit ovat Suomessa käsityksemme mukaan euroalueen alhaisimmat ja ennustamme marginaalien pysyvän paineessa myös tulevina vuosina, sillä odotamme pankkien välisen kilpailun säilyvän kireänä. Marginaalikiilpailu säilyy myös jatkossa ankarampana erityisesti kasvukeskuksissa.

Marginaalikiilpailua on ylläpitänyt Suomessa viime vuosina käsityksemme mukaan erityisesti OP, joka on pyrkinyt aktiivisesti kasvattamaan markkinaosuuttaan asuntoluototuksessa. OP:n luoma marginaalipaine on käsityksemme mukaan ainakin jossain määrin helpottanut, mutta uutta kilpailupainetta tuo Nordea, joka on koonut rivinsä ja pyrkii nyt saavuttamaan viime vuosina menetettyjä markkinaosuuksia takaisin.

Vanhoiden osakeasuntojen hintakehitys

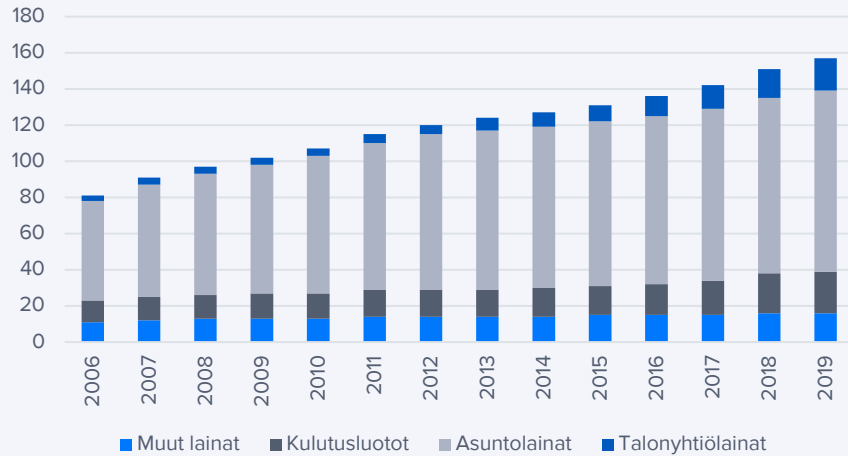


Asunnonostoaiheet seuraavan 12kk:n sisällä

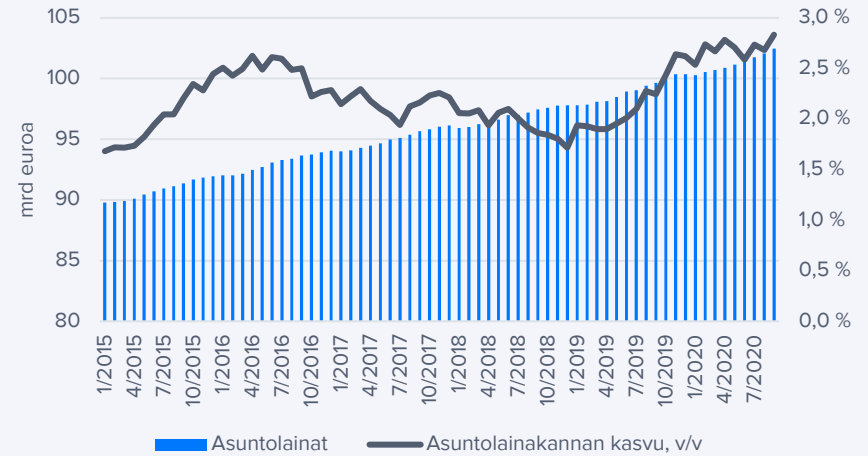


Markkinakatsaus 4/7

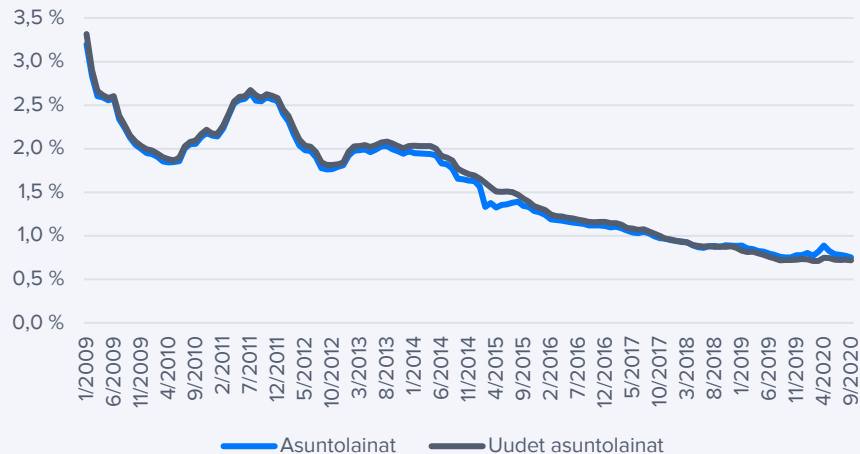
Kotitalouksien lainat (mrd euroa)



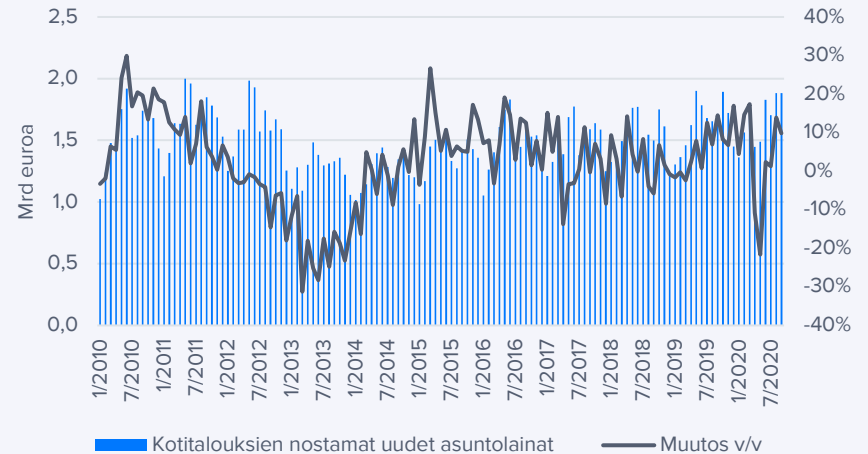
Asuntolainakannan kehitys



Asuntolainojen korot



Kotitalouksien nostamat uudet asuntolainat



Markkinakatsaus 5/7

Pankkisektori

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 ja järjestämättömien luottojen osuus kokonaisluotonannosta on ollut matala. Suomalaisten pankkien vakavaraisuus on myös tällä hetkellä vahva.

Keskittynyt markkina

Vuoden 2019 lopussa Suomessa toimi Finanssialary:n mukaan 246 luottolaitosta. Suurin osa näistä kuului pankkikonserniin tai yhteenliittymään ja konsernirakenteet huomioiden kotimaiseen pankkisektoriin (pl. ulkomaiset sivuliikkeet) kuului vuoden 2019 lopussa 258 pankkia.

Suomen pankkisektori on yksi Euroopan keskittyneimpiä ja kolme suurinta toimijaa (OP Ryhmä, Nordea ja Danske Bank) vastasivat viime vuoden lopussa 70,4 %:sta kaikista myönnettyistä lainoista ja 80,1 %:sta kaikista talletuksista. Keskittyneisyys lisää osaltaan pankkisektorin haavoittuvuutta, koska yksittäisen suuren pankin ongelmilla voisi potentiaalisesti olla huomattava vaikutus koko markkinaan. Keskittyneisyyden lisäksi Suomen pankkisektori on vahvasti linkittynyt muihin Pohjoismaihin omistusten ja sijoitusten kautta. Esimerkiksi Nordea on Pohjoismaiden suurin pankki ja Danske Bank sekä

Handelsbanken ovat merkittäviä toimijoita Suomessa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat yhteyden kautta levitä maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Suomalaiset pankit ovat talletusaliijäämäisiä eli niiden vähittäistalletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen erotus on negatiivinen. Kesäkuussa 2020 lainojen suhde talletuksiin oli 141 %. Käytännössä pankit rahoittavat talletusaliijäämän rahoitusmarkkinoilta saatavalla rahoituksella. Tämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisitilanteessa markkinaehtoinen rahoitus ja erityisesti lyhytaikainen rahoitus voivat tyrehtyä.

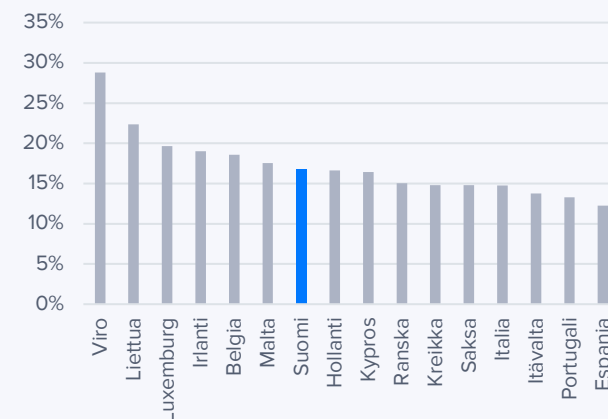
Asuntomarkkinoiden merkitys on suuri

Asuntolainojen osuus pankkien luotonannosta oli Suomessa vuoden 2019 lopussa noin 40 %, mikä on euroalueen keskitasoa korkeampi. Suomalaiset pankit ovat siis suhteellisen riippuvaisia asuntomarkkinoista ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa asuntolainoista valtaosa on vaihtuvakorkoisia. Korkeiden nousulla voisi siten olla huomattava vaikutus suomalaisen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

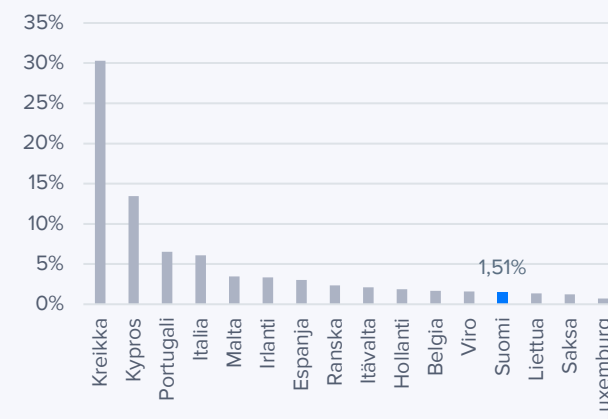
Ongelmaluottojen määrä pieni

Suomessa pankkisektorin järjestämättömien luottojen osuus (NPL-ratio) oli kesäkuun 2020 lopussa 1,5% ja yksi euroalueen matalimpia. Pankkien vakavaraisuus oli myös korkea, sillä ydinpääomasuhde (CET1) oli kesäkuun lopussa 16,8%.

Euroalueen pankkisektorin CET1-%
30.6.2020

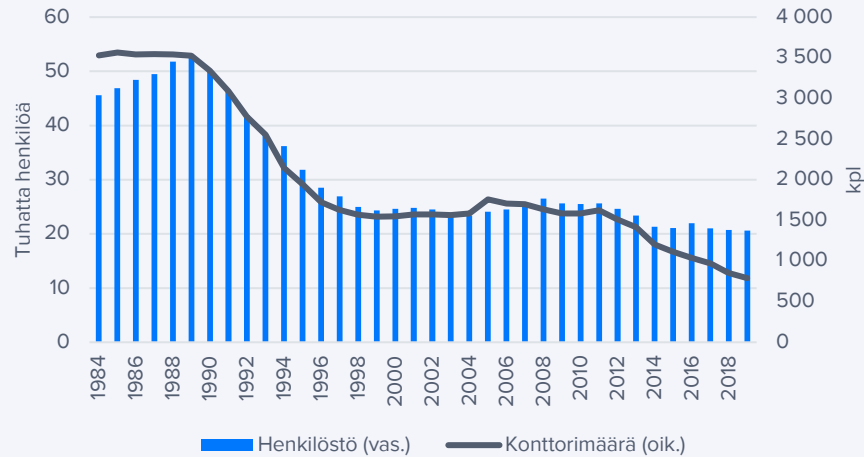


Euroalueen pankkisektorin NPL-%
30.6.2020

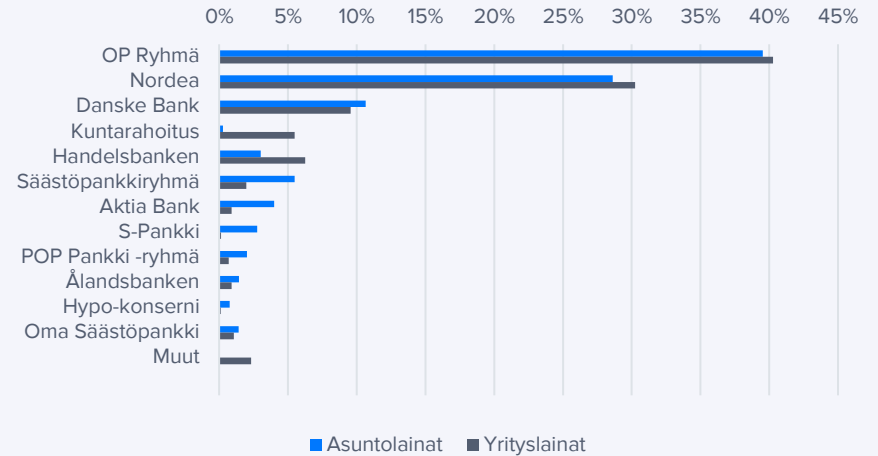


Markkinakatsaus 6/7

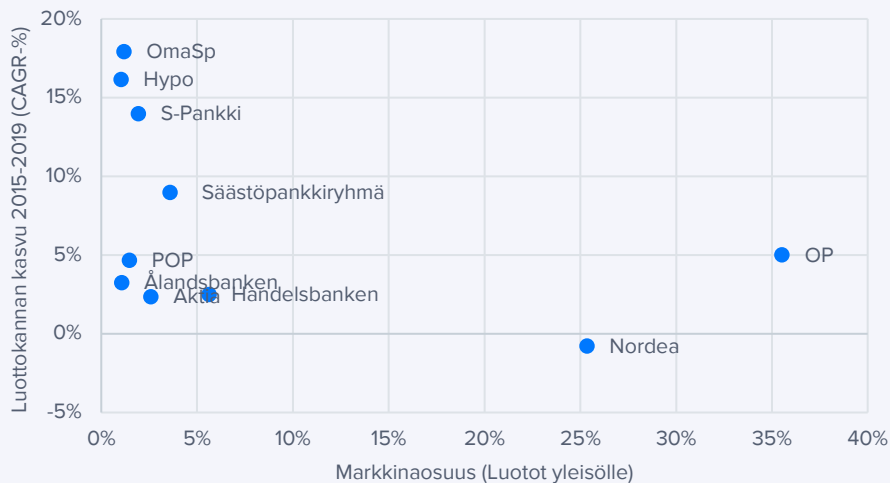
Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärän kehitys



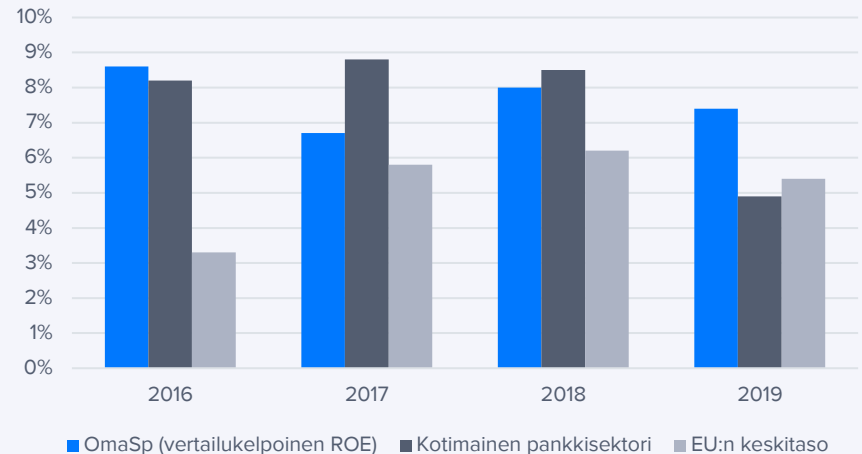
Markkinaosuudet asunto- ja yrityslainoissa (2019)



Markkinaosuus ja luottokannan kasvu 2015-2019



Oman pääoman tuotto 2016-2019

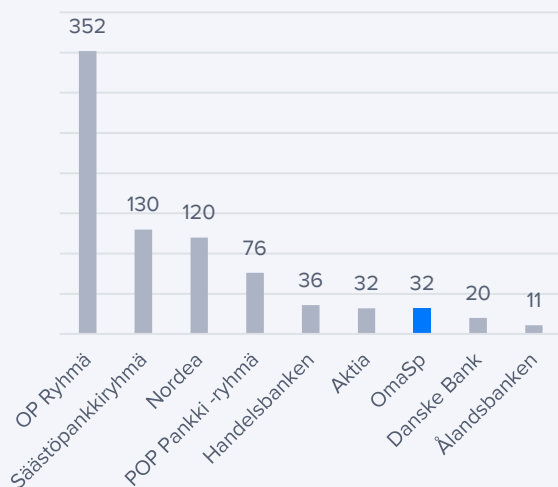


Lähde: Finanssiala ry, Suomen Pankki, Finanssivalvonta, Tilastokeskus, Yhtiöt, Inderes

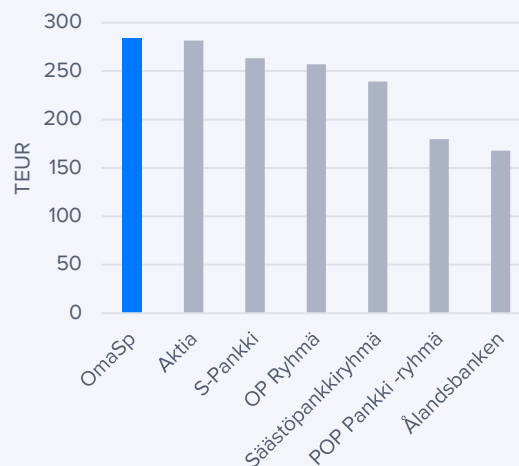
Markkinakatsaus 7/7

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Luottokanta Suomessa (mrd) 2019	Luottokannan kasvu (CAGR-% 2015-2019)	Markkinaosuus luotoista	Kulu/tuotto-suhde keskimäärin (2015-2019)	Konttorimäärä 2019	Henkilöstömäärä Suomessa 2019
OP Ryhmä	Suomen suurin finanssiryhmä, joka muodostuu 147 osuuspankista ja keskusyhteisöstä. OmaSp:n pääkilpailija maakunnissa.	91,5	5 %	36 %	56 %	352	12 376
Nordea	Pohjoismaiden suurin pankki. Kilpailee pääasiassa suurten pankkien kanssa ja toimii pääasiassa pk-seudulla.	62,8	-1%	25 %	n.a.	~120	6 368
Danske Bank	Kilpailee suurten pankkien kanssa ja toimii pääasiassa pk-seudulla.	23,5	n.a.	9 %	n.a.	20	1 843
Handelsbanken	Laaja valtakunnallinen konttoriverkosto, fokus Etelä- ja Länsi-Suomessa. Toimii pitkälti samanlaisella palvelumallilla kuin OmaSp.	13,9	3 %	6 %	47 %	36	506
Säästöpankkiryhmä	Itsenäisten Säästöpankkien muodostama pankkiryhmä, joka palvelee noin puolta miljoonaa asiakasta. Kilpailee OmaSp:n kanssa samoista asiakasryhmistä.	8,9	9 %	4 %	69 %	130	1 344
Aktia	Kotimainen finanssikonserni. Fokus varainhoidossa ja pankkitoiminnan osalta Suomen kasvukeskuksissa.	6,4	2 %	4 %	69 %	32	787
S-Pankki	Palvelee asiakkaitaan valtakunnallisesti 1000 S-ryhmän toimipaikan kautta ja kilpailee OmaSp:n kanssa samoista asiakasryhmistä.	4,8	14 %	2 %	82 %	n.a.	639
POP Pankki -ryhmä	Pankkiryhmä muodostuu noin 23 itsenäisestä osuuspankista. Kilpailee OmaSp:n kanssa samoista asiakasryhmistä.	3,6	5 %	1 %	79 %	76	731
Ålandsbanken	Suomen mantereella konttorit Helsingissä, Tampereella, Vaasassa, Turussa ja Paraisilla. Ei kilpaile OmaSp:n kanssa samoista asiakasryhmistä.	4,1	5 %	1 %	75 %	11	797
Hypo	Suomen ainoa asumiseen ja asuntorahoitukseen erikoistunut luottolaitos. Kilpailee näkemyksemme mukaan osaltaan OmaSp:n kanssa samoista asiakasryhmistä.	2,6	16 %	1 %	59 %	1	52
OmaSp	Suomen suurin itsenäinen säästöpankki, fokus perinteisessä vähittäispankkitoiminnassa. Liiketoimintamalli nojaa ensiluokkaiseen asiakaspalveluun.	3,0	18 %	1 %	59 %	32	300

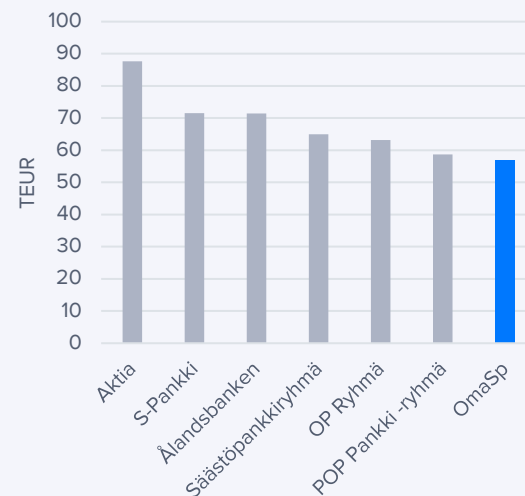
Konttorimäärä 2019



Liiketoiminnan tuotot per työntekijät (2019)



Henkilöstökulut per työntekijät (2019)



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa merkittävän tehokkuusparannuksen, luo uusia tapoja sekä kanavia palveluasiakasta ja parantaa merkittävästi asiakasymmärrystä.



Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja vakavaraisuusvaatimuksia sekä vähentää itsenäisyyttä. Esimerkiksi koronavaiheissa regulaattori on ottanut aiempaa voimakkaamman kontrollin pankkien voitonjaosta.



Pysyvästi madaltunut korkotaso

Korkotaso on madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista. Tämä on heikentänyt pankkien korkokatetta sekä oman taseen sijoitustuottoja. Samalla tarve varainhoitoratkaisuille on kasvanut merkittävästi.



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin.

Kuluttajien vaatimustason nousu

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää palvelua

Regulaatio parantaa kuluttajasuojaa ja kasvattaa tähän liittyvää hallintoa

Parantunut läpinäkyvyys laskee asiakasuskollisuutta ja kiristää hintakilpailua

Nollakorko luo tarpeen uusille säästämisratkaisuille

Kuluttaja on kuningas ja osaa vaatia yhä enemmän. Keskinäisyys ei enää riitä.

Kuluttajat haluavat vaikuttaa, ESG:stä tulee alalle uusi standardi.

Kilpailukenttä muuttuu

Digitalisaatio murentaa alan perinteisiä kilpailuetuja ja tuo uutta kilpailua (mm. fintech ja big tech)

Regulaatio (mm. PSD2, Basel IV, MiFID2, IFRS 9) vaikeuttaa etenkin pienten toimijoiden asemaa

Taklataksaan näitä haasteita ala konsolidoituu ja partneroituu teknologiayhtiöiden kanssa.

Ennusteet 1/3

Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan OmaSp:n markkinatilanne tulee lähivuodet säilymään kaksijakoisena. Talouden yleiskuva on vaisu johtuen Suomen talouden rakenteellisista ongelmista. Tämän seurauksena talouskasvu on vaisua, mutta kuitenkin suhteellisen vakaata. Asuntomarkkinoilla markkinan ns. ”isojako” jatkuu ja asuntojen hintakehitys jää kasvukeskusten ulkopuolella heikoksi. Korkotaso tulee niin ikään pysymään erittäin matalana ja tämä pitää marginaalikiilpailun verisenä. Kiinnostus sijoittamista ja erilaisia varainhoitoratkaisuja kohtaan kasvaa nollakorkojen, ilmapiiri muutoksen ja demografisen muutoksen seurauksena.

Ennusteissamme neljä keskeistä muuttujaa ovat: luottokannan kasvunopeus, antolainauksen marginaalitaso, kulutehokkuus sekä luottotappiot.

Kasvun ja kulutehokkuuden suhteen epävarmuus on mielestämme suhteellisen pientä, sillä uskomme pankin kykenevän jatkamaan voimakasta kasvuaan ja säilyttämään vahvan kulutehokkuuden nykyisen toimintamallinsa puitteissa.

Suurin epävarmuus ennusteissamme liittyy luottotappioihin sekä antolainauksen marginaaliin. Pankin antolainauksen marginaalitaso on poikkeuksellisen hyvä ja toimintamallin tuoma hinnoitteluvoima on kestänyt hämmästyttävän hyvin kaikista kilpailuimmilla markkinoilla. Mielestämme on selvää, että pankin toimintamalli herättää sitä enemmän kiinnostusta mitä isommaksi pankki kasvaa. Vaikka osa toimintamallin hinnoitteluvoimasta perustuukin OmaSp:n erinomaiseen tekemiseen, perustuu osa siitä väistämättä kilpailijoiden heikkouteen, niiden

painiessa sisäisten ongelmien kanssa. Mielestämme on selvää, että myös kilpailijat tulevat saamaan rivinsä järjestykseen ennemmin tai myöhemmin, mikä kiristää hintakilpailua. Mikäli pankin marginaalitaso laskisi verrokkien tasolle, putoaisi OmaSp:n houkuttelevalta kasvutarinalta pohja. Pankilla on mielestämme erinomaiset edellytykset ylläpitää lähivuodet erittäin vahvaa marginaalitasoa, mutta luonnollisesti tämä ei ole pelkästään pankin omista käsissä ja seuraammekin lainamarginaalin kehitystä tiiviisti.

Toinen merkittävä epävarmuus liittyy luottotappioihin, joiden trendi on viime vuodet ollut nouseva. Vaikka emme olekaan tästä erityisen huolissamme (kts sivu 18) on tämä luonnollisesti asia jota tulemme seuraamaan hyvin tarkasti. Luottotappioiden suhteen ennusteemme ovat hyvin konservatiiviset ja mikäli pankki onnistuu palaamaan luottotappioissa lähelle omaa historiallista tasoaan tai toimialan keskiarvoja, olisi ennusteissamme nousupotentiaalia.

Emme myöskään huomioi ennusteissamme mahdollisia yritysjärjestelyjä tai IRBA-mallin siirtymää. Olemme kuitenkin hahmotelleet Eurajoen ja Mietoisten Säästöpankkien osaksi OmaSp:a yhdistämisen vaikutuksia, sillä pidämme transaktiota suhteellisen varmana.

Fokus oikaistuihin lukuihin

Suosittellemme sijoittajia keskittymään OmaSp:ssä kertaeristä oikaistuihin lukuihin. Vaikka OmaSp:n kertaerät ovatkin poikkeuksellisesti valtaosin positiivisia, on niiden merkitys ydinliiketoimintaan pieni ja oikaistut luvut kertovat parhaiten pankin arvonluontikyvystä.

EPS ja DPS 2018-2023e



Kasvu ja tuloskasvu-% 2018-2023e



Ennusteet 2/3

2020: pankki tekee historiansa parhaan tuloksen

OmaSp:n vuosi 2020 on sujunut erittäin hyvin. Pankin liiketoiminnan tuotot ovat Q1-Q3:lla kasvaneet 15 %:lla 80 MEUR:oon ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde on parantunut vahvalle 53 %:n tasolle (Q1-Q3'19: 58 %). Tuottojen veturina on toiminut luonnollisesti korkokate, joka on kasvanut 15 %:lla. Vertailukelpoinen tulos ennen veroja on laskenut 5 %:lla vuoden takaisesta 19,8 MEUR:oon johtuen koronaviruksen myötä selvästi kasvaneista luottotappioista, jotka IFRS 9:n mukaisesti kirjataan etupainotteisesti.

Koko vuoden osalta odotamme pankin liiketoiminnan tuottojen kasvavan 106 MEUR:oon ja positiivisista kertaeristä oikaistuna 13 %:lla 96 MEUR:oon. Voitto ennen veroja on noin 37 MEUR ja kertaeristä oikaistuna 27,5 MEUR. Merkittävimmät kertaerät ovat alkuvuoden sijoitustuotot, Q3:lla tehty johdannaisten sulkeminen ja Q4:n odotettavissa oleva 1,9 MEUR:n kertaerä Säästöpankkiryhmälle myytävistä vähemmistöistä. Pankin kannattavuutta arvioidessa on tärkeä huomioida, että sen kulutehokkuus on noussut 2020 aikana erinomaiselle tasolle ja oikaistu kulutuottosuhte laskenut ensi kertaa alle tavoitellun 55 %:n tason (2020e: 53,5 %). Tulokasvu jää vaisuksi johtuen isoista luottotappiovarauksista, jotka pilasivat Q1-tuloksen. Vaikka luottotappiot kuuluvatkin luonnollisena osana pankkitoimintaan, ovat Q1:llä nähdyt koronaviruksen takia tehdyt varaukset poikkeuksellisia. Näin ollen 2020:n oikaistu tulos ei anna mielestämme oikeaa kuvaa pankin tämän hetken tulospotentialista.

Oikaistu osakekohtainen tulos nousee 0,74 euroon (2019: 0,71e) ja odotamme osingon

nousevan 0,25 euroon (2019: 0,19e), mutta osingonjakosuhteen pysyvän maltillisena.

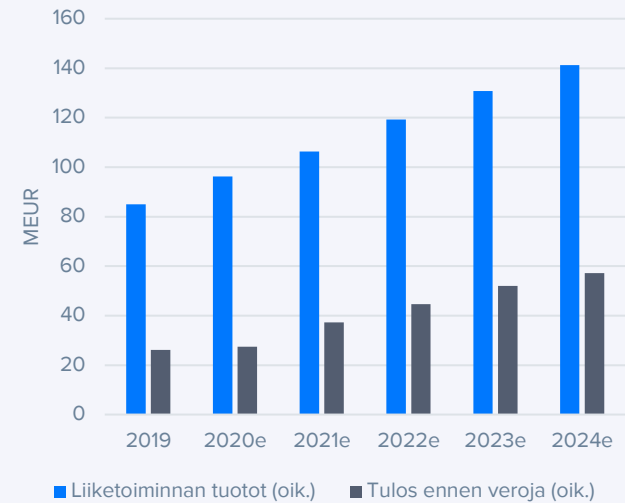
2021: oikea tulostulos tulee esiin

Ennustamme OmaSp:n vahvan kasvun jatkuvan myös ensi vuonna. Ennustamme tuottojen nousevan 11 %:lla 106 MEUR:oon ja tässä keskeisenä ajurina toimii luonnollisesti korkokatteen kasvu. Sijoittajien on hyvä huomioida, että pankin korkokatteen kasvu on saanut viime vuosina merkittävää vetoapua korkokulujen laskusta. Arviomme mukaan korkokulujen luoma vetoapu tulee hiipumaan 2021:n aikana selvästi, kun talletuksista maksettava korkotaso laskee nolnaan ja myös velkarahan hinnassa suurin lasku on nähty. Näin ollen korkokatteen kasvu tulee käytännössä täysin uusista myönnettyistä luotoista. Palkkiotuotot jatkavat myös hyvää kasvuaan (+13 %) kortti- ja maksuliikenteen vetämänä.

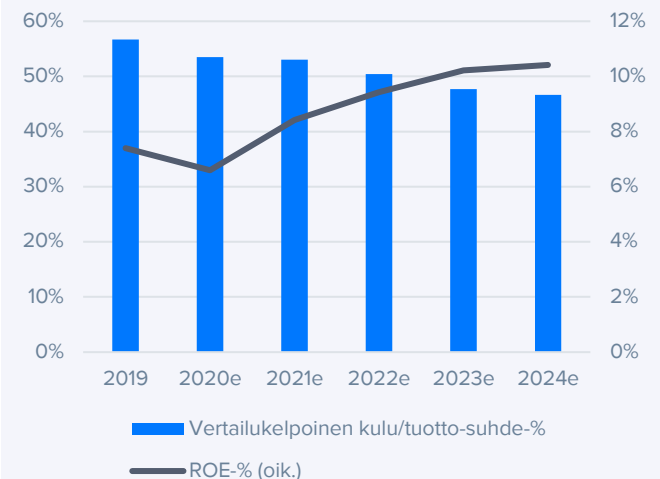
Oikaistu voitto ennen veroja nousee 35 %:lla 37 MEUR:oon laskevien luottotappioiden sekä skaalautuvan kulurakenteen ansiosta. Huomautamme, että valtaosa tästä kasvusta syntyy puhtaasti Q1'20:n luottotappioiden poistumisesta ja Q1'21:llä rullaava 12 kk:n voitto ennen veroja nousee yli 32 MEUR:oon. Vuoden 2021 EPS nousee ennusteessamme 1,01 euroon ja osinko 0,30 euroon.

Suurin mielenkiinto ensi vuoden numeroissa liittyy luottotappiotason laskuun. Pankin tulisi ehdottomasti ensi vuoden aikana pystyä katkaisemaan luottotappioiden väärään suuntaan kehittyvä trendi, sillä muuten huoli pankin luotonantoprosesseista ja taseen riskeistä kasvaa merkittävästi.

Tuottojen ja kulujen kehitys 2019-2024e



Tehokkuuden kehitys 2019-2024e



Ennusteet 3/3

2022-2024: kasvu jatkuu

Ennustamme OmaSp:n orgaanisen liikevaihdon kasvun säilyvän hyvällä noin 10 %:n tasolla 2022-2024. Taustalla on luonnollisesti edelleen etenkin korkokatteen kasvu (2021-2024e: 10 %) sekä palkkiotuotot (+12 %). Emme odota pankin varainhoidon suhteellisen osuuden kasvavan merkittävästi, sillä pankilla ei ole mielestämme varainhoidon nykyistä voimakkaamman kasvun suhteen selkeää strategiaa. Varainhoidon nopeampi kasvu säilyykin sijoittajilla positiivisena optiona. Korkokatteeseen odotamme tasaista dilutiota, mutta taso on edelleen vuonna 2024 poikkeuksellisen hyvä 1,74 %.

Luottotappiot laskevat selvästi 2020:n tasolta, mutta jäävät historiallisia tasoja korkeammalle. Varovaisuus on tässä mielestämme perusteltua huomioiden epävarmuus koronakriisin aiheuttamiin vaurioihin Suomen talouteen.

Pankin tulos kasvaa vuosien 2022-2024e ennusteissamme noin 15 %:n vuotuista vauhtia. Kulutuottosuhte jatkaa laskuaan, sillä pankin kasvun pitäisi skaalautua varsin hyvin. EPS kasvaa vuoden 2021 1,01 eurosta 1,54 euroon. Uusi IT-järjestelmä näkyy ennusteissamme vasta 2025 alkaen, mutta sen vaikutus on pieni vaikka se olisikin käytössä jo 2024.

Osinko pysyy ripeässä kasvussa tuloksen mukana, mutta voitonjako säilyy varovaisena pankin investoidessa valtaosan tuloksesta takaisin kasvuun.

Pankin oman pääoman tuotto nousee asteittain ja ylittää 10 %:n tason 2023 alkaen. Vaikka taso on perinteiselle pankille erittäin hyvä, on se silti absoluuttisesti varsin matala emmekä näe sen

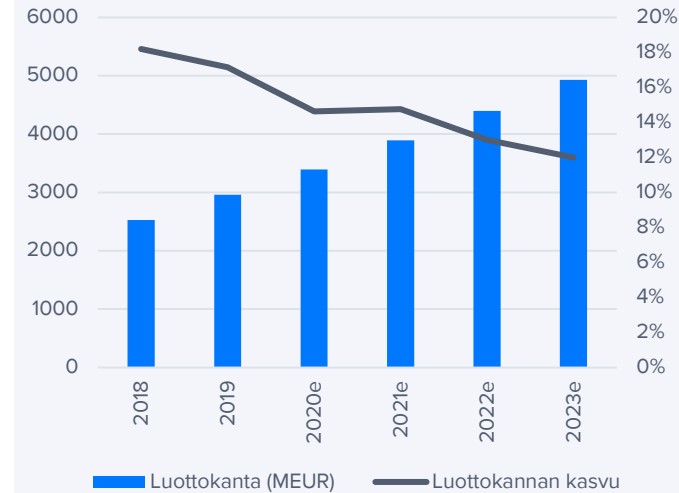
nousevan oleellisesti tätä korkeammaksi ilman pääomakevyn liiketoiminnan osuuden kasvua ja/tai IRBA-siirtymää.

Pankin vakavaraisuus pysyy läpi ennusteperiodimme vahvana ja ennustamme CET1-% tason laskevan lievästi alle pankin tavoitteleman 14 %:n vähimmäistason. Pankki tulee kuitenkin suurella todennäköisyydellä siirtymään IRBA-malliin vuonna 2024 ja tämä nostaa vakavaraisuutta useilla prosenttiyksiköillä. Näin ollen vakavaraisuus ei tule toimimaan jarruna pankin kasvulle tulevina vuosina.

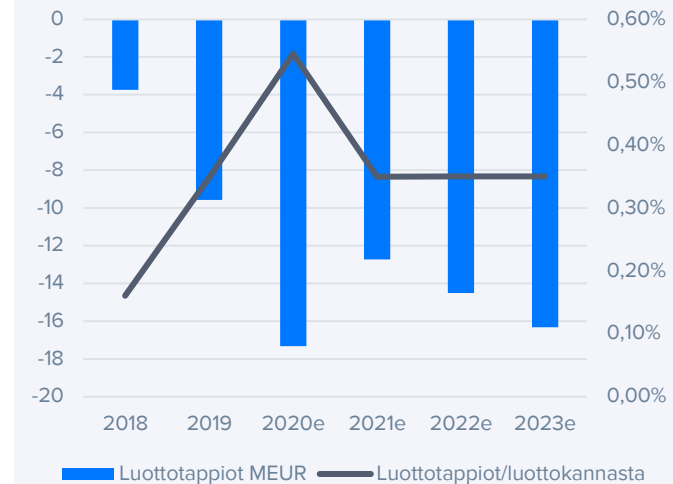
Mahdollisella fuusiolla hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa

OmaSp kertoi 10.11.2020 neuvottelevansa Eurajoen ja Mietoisten Säästöpankkien kanssa yhdistymisestä. Fuusio kasvattaisi OmaSp:n tasetta noin 400 MEUR:lla ja asiakasmäärä kasvaisi 20000:lla. Pankin tiedote fuusioon liittyen oli hyvin niukkasanainen ja konkretiaa on vähän tarjolla. Arviomme mukaan järjestelyn todennäköisyys on kuitenkin korkea. Kaupan arvostuskertoimet tulevat todennäköisesti olemaan hyvin maltilliset johtuen OmaSp:n hyvästä neuvotteluasemasta. Kauppa toteutetaan todennäköisesti selvästi alle tasearvon, mikä tulee johtamaan positiiviseen kertaerään ensi vuoden osalta. Pidemmällä aikavälillä kaupalla olisi alustavien arvioidemme mukaan noin 10 %:n positiivinen vaikutus tulosennusteisiin, mikäli ostokohteiden kannattavuus saadaan OmaSp:n tasolle (tase kasvaa noin 10 %). Kokonaisuutena suhtaudumme todennäköiseen fuusioon positiivisesti ja pankin vahva track-record yritysjärjestelyistä pienentää siihen liittyviä riskejä.

Luottokannan kehitys



Luottotappiot 2018-2023e



Ennusteet yhteenveto

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<i>Korkokate</i>	49,4	57,5	65,7	71,5	78,9	86,4	93,1
<i>Palkkiotuotot netto</i>	24,2	25,4	28,4	32,1	37,5	41,5	45,3
<i>Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot</i>	0,6	7,5	9,1	2,0	2,0	2,0	2,0
<i>Muut tuotot</i>	1,9	2,1	3,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Liiketoiminnan tuotot	76,0	92,6	106,3	106,4	119,3	130,8	141,3
<i>Henkilöstökulut</i>	-16,3	-17,1	-17,5	-19,2	-21,1	-22,4	-24,5
<i>Liiketoiminnan muut kulut</i>	-28,1	-28,2	-29,4	-31,2	-33,0	-34,0	-35,5
<i>Poistot ja arvonalentumiset</i>	-2,8	-5,0	-5,4	-6,0	-6,0	-5,9	-5,9
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-47,2	-50,3	-52,3	-56,4	-60,1	-62,4	-65,9
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-3,7	-9,6	-17,3	-12,7	-14,5	-16,3	-18,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksista	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	25,0	32,7	36,8	37,2	44,6	52,1	57,2
EPS	0,78	0,93	1,00	1,00	1,20	1,40	1,54
EPS (oik.)	0,82	0,71	0,74	1,01	1,21	1,41	1,54
Osinko	0,14	0,19	0,25	0,30	0,35	0,45	0,50
ROE-% (oik.)	8,0 %	7,4 %	6,6 %	8,4 %	9,4 %	10,2 %	10,4 %
Liiketoiminnan tuottojen kasvu-% (oik.)	22 %	11 %	13 %	11 %	12 %	10 %	8 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde-%	61 %	57 %	53 %	53 %	50 %	48 %	47 %
Henkilökulut/liikevaihdosta%	21 %	20 %	18 %	18 %	18 %	17 %	17 %
Muut kulut liikevaihdosta%	37 %	33 %	31 %	29 %	28 %	26 %	25 %
Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)	56	56	60	63	65	67	70
Henkilöstö keskimäärin	288	300	300	312	325	335	350
Taseen loppusumma	2915	3417	4002	4572	5115	5730	6306
Lainakannan kasvu-%	18 %	17 %	15 %	15 %	13 %	12 %	10 %
Taseen kasvu-%	7 %	17 %	17 %	14 %	12 %	12 %	10 %
Antolainauskorko-%	2,18 %	2,13 %	2,04 %	2,00 %	1,95 %	1,90 %	1,85 %
Ottolainauskorko-%	0,14 %	0,10 %	0,04 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Velkakirjojen korko-%	0,42 %	0,33 %	0,27 %	0,25 %	0,24 %	0,23 %	0,22 %
Luottotappiot-%	0,16 %	0,35 %	0,55 %	0,35 %	0,35 %	0,35 %	0,35 %
CET1-%	18,4 %	16,8 %	16,3 %	15,3 %	14,7 %	13,9 %	13,7 %

Kasvu ja tuloskasvu-% 2018-2023e



Kasvun komponentit 2020-2024e



Arvostus 1/4

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Aloitamme OmaSp:n seurannan 11,0 euron tavoitehinnalla sekä osta-suosituksella. Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta useasta eri kulmasta ja relevantit menetelmät antavat osakkeen käyväksi arvoksi 10-13 euroa. Koska yhtiön tulos kasvaa ennusteissämme ripeästi tulevina vuosina, nojaamme analyysissämme ennen kaikkea osakkeen kokonaistuottomalliin (kts. sivupalkki).

OmaSp tarjoaa näkemyksemme mukaan erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille (+20 % p.a.) vahvan tuloskasvunäkymänsä johdosta. Yhtiön arvostustaso ei heijastele vahvoja tuloskasvunäkymiä ja näemme myös arvostuskertoimissa kohtuullista nousuvaraa yhtiön arvostuksen ollessa alle hyväksymämme tason. Verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme OmaSp:n arvostukselle hyvän ankkuritason ja emme näe toistaiseksi perusteluja sille, että yhtiötä pitäisi hinnoitella preemiolla tai alennuksella suhteessa yhtiön verrokkiryhmään. Muistutamme sijoittajia myös siitä, että pankkisektoria hinnoitellaan tällä hetkellä kroonisesti matalilla kertoimilla ja näin ollen on hyvin mahdollista, että myös OmaSp:tä tullaan hinnoittelemaan absoluuttisesti matalilla kertoimilla myös jatkossa. Näin ollen sijoittajan saama tuotto tulee tulevina vuosina nojaamaan ennen kaikkea tuloskasvuennusteidemme realisoitumiseen.

Yhtiön osinkotuotto on finanssisektorille suhteellisen matala (~3 %) yhtiön investoidessa valtaosan voittovaroistaan kasvuun ja näin ollen osinko näyttelee yhtiön tuotto-odotuksessa

suhteellisen pientä roolia yleisestä pankkisektorista poiketen.

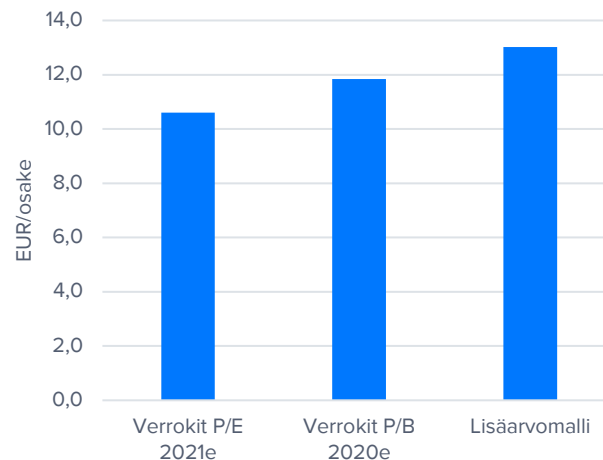
OmaSp:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahva track-record
- Hyvät tuloskasvunäkymät
- Maltillinen riskitaso

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Pääomaa sitovan peruspankkitoiminnan iso osuus
- Pankkisektorin haasteet

Arvonmäärityksen yhteenveto



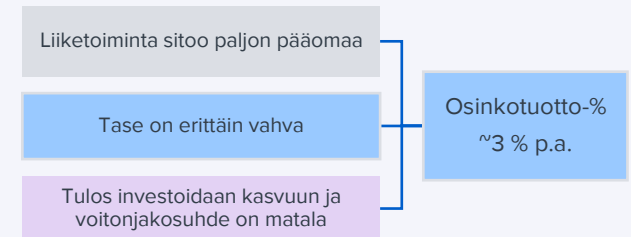
Osaketuoton ajurit 2020-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

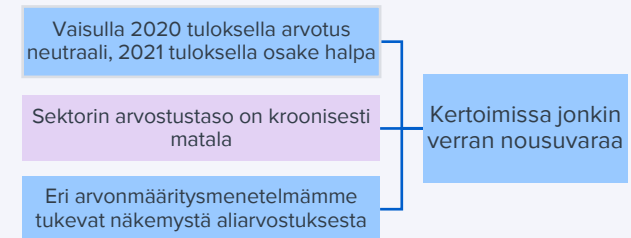
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus erittäin hyvällä +20 % p.a. tasolla

Arvostus 2/4

OmaSp:lle on saatavissa varsin hyvä pohjoismaisista pankeista koostuva verrokkiryhmä. Vaikka pohjoismaiset pankit ovatkin kooltaan selvästi OmaSp:tä suurempia ja eroavat liiketoimintarakenteen (valtaosalla varainhoito merkittävässä roolissa) sekä maantieteellisen presenssin (verrokeilla liiketoimintaa pääsääntöisesti useassa pohjoismaassa) puolesta OmaSp:stä, antaa verrokkiryhmä mielestämme kokonaisuudessaan kohtuullisen hyvän indikaation OmaSp:lle hyväksyttävästä arvostustasosta.

Tulospohjaiset kertoimet kielivät aliarvostuksesta

Pohjoismaisten pankkien 2020 tuloskertoimet ovat koko sektorin tasolla varsin korkeita koronakriisin myötä kuluvalle vuodelle kirjatuista merkittävästä luottotappiovarauksista johtuen. 2020 ennusteilla OmaSp:n tulospohjainen arvostus on noin 8 % alle verrokkiryhmän. Vuoden 2021 ennusteillamme tulospohjainen arvostus on verrokkiryhmän

mediaanin nähden puolestaan noin 14 %.

Vaikka verrokkit ovat kokoluokaltaan selvästi OmaSp:tä suurempia ja niiden liiketoiminta on hajautunut OmaSp:tä paremmin sekä maantieteellisesti että liiketoiminnoittain, ei alennus suhteessa verrokkeihin ei mielestämme kuitenkaan ole perusteltu ottaen huomioon OmaSp:n selvästi verrokkeja paremmat tuloskasvunäkymät. Peruspankkiliiketoimintaa korkeammilla kertoimilla hinnoiteltavan varainhoitoliiketoiminnan verrokkeja pienempi osuus painaa jonkin verran OmaSp:n hyväksyttävää arvostusta. Kuitenkin vastaavasti arvostusta tukee verrokkeja matalampi tulosvolatiliteetti, sillä usealla verrokillla markkinakehityksestä riippuvaiset varainhoitoliitännäiset palkkiovirrat ja käyvän arvon muutokset näyttelevät tuloksen muodostuksessa merkittävää roolia.

Näkemyksemme mukaan OmaSp:n tulospohjaisen arvostuksen tulisi olla lähtökohtaisesti linjassa verrokkiryhmän kanssa. Verrokkiryhmän 2021e P/E-kerrointa soveltamalla saamme OmaSp:n käyväksi arvoksi 10,6 euroa per osake.

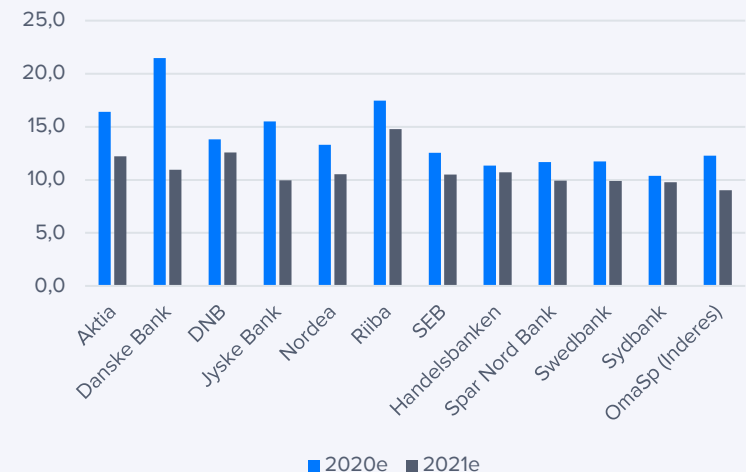
Osinkotuotto verrokkeja matalampi

OmaSp:n osinkotuotto on ennusteillamme noin 2,7 %, mikä on selvästi verrokkiryhmän alapuolella. Pankkisektorin kasvunäkymät ovat yleisesti ottaen suhteellisen vaatimattomat ja pohjoismaiset pankit jakavatkin tyypillisesti valtaosan tuloksestaan osinkoina. OmaSp:n verrokkeja matalamman osinkotuoton taustalla onkin puhtaasti selvästi verrokeja paremmat liiketoiminnan kasvunäkymät ja tämän myötä verrokkiryhmästä poikkeava voitonjakopolitiikka. Tämän myötä emme anna osinkotuotolle arvonmäärityksessämme oleellista painoarvoa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%	CET1-%
			2020e	2021e	2020e	2021e			
Aktia	9,79	683	16,4	12,2	4,6	6,3	1,1	6,5	14,7
Danske Bank	103,20	11965	21,5	11,0	2,3	5,4	0,6	2,7	17,3
DNB	161,15	23398	13,8	12,6	3,9	4,8	1,1	8,1	18,6
Jyske Bank	233,80	2271	15,5	10,0			0,5	3,5	17,4
Nordea	7,22	29280	13,3	10,5	5,6	6,3	0,9	7,0	16,3
Riiba	547,00	2116	17,5	14,8	2,4	2,7	1,9	11,6	15,0
SEB	91,88	19675	12,5	10,5	6,0	6,4	1,2	9,8	17,6
Handelsbanken	88,30	17097	11,3	10,7	6,0	6,0	1,0	9,5	18,5
Spar Nord Bank	59,70	994	11,7	9,9	3,9	5,3	0,8	6,6	14,6
Swedbank	158,06	17375	11,7	9,9	3,5	5,0	1,2	9,6	17,0
Sydbank	130,50	1047	10,4	9,8	4,5	4,7	0,7	6,3	17,8
OmaSp (Inderes)	9,10	269	12,3	9,0	2,7	3,3	0,8	8,4	16,8
Keskisarvo			14,2	11,1	4,3	5,3	1,0	7,4	16,8
Mediaani			13,3	10,5	4,2	5,4	1,0	7,0	17,3
Erotus-% vrt. mediaani			-8 %	-14 %	-35 %	-38 %	-23 %		

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Pohjoismaisen pankkisektorin fwd P/E 2020-2021e



Arvostus 3/4

Tasepohjainen arvostus tukee näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta

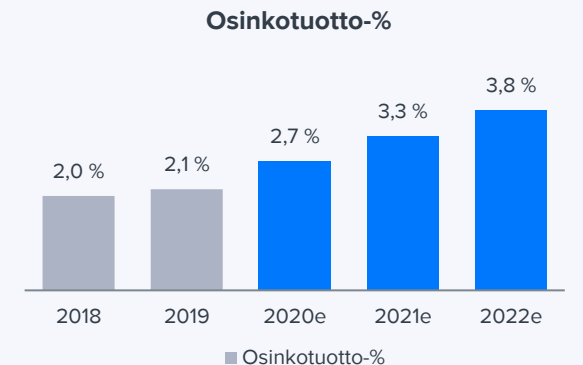
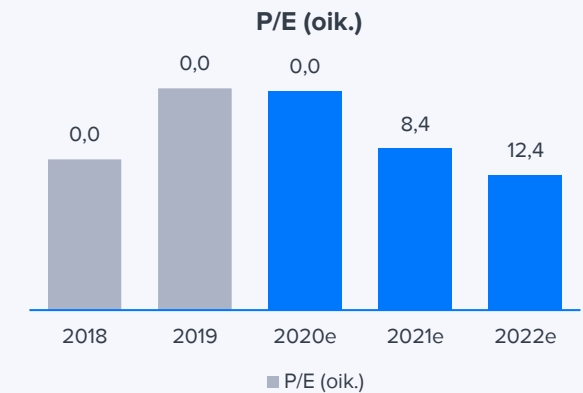
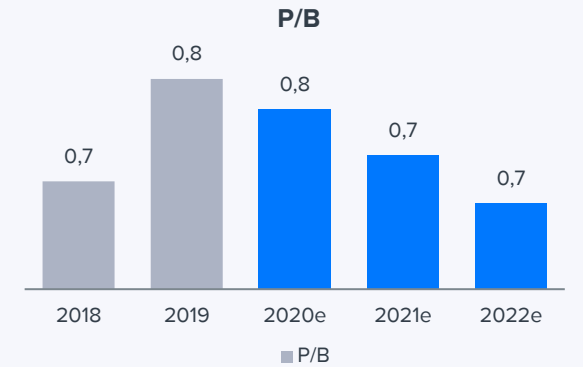
OmaSp:tä hinnoitellaan 2020e P/B-kertoimella 0,8x, mikä on 23 % pohjoismaisen pankkisektorin mediaanitason alapuolella. Näkemysksemme mukaan aliarvostukselle on vaikea keksiä kestäviä perusteita, etenkin kun huomioidaan OmaSp:n verrokkiryhmän keskitasoa korkeampi oman pääoman tuotto. Verrokkiryhmän 2020e mediaani P/B-kerroin (1,0x) indikoi OmaSp:n käyväksi arvoksi noin 11,8 euroa osakkeelta.

Sivulla 40 esitelty tarkastelu auttaa hahmottamaan myös IRBA-mallin siirtymiseen liittyvää arvopotentiaalia. OmaSp:n oman pääoman tuottotaso parani IRBA-siirtymän (käsitelty sivulla 21) myötä laskelmiemme mukaan noin 3-4 %-yksikköä. Tämän myötä yhtiön oman pääoman tuottotaso olisi sektorin korkeimpia, mikä heijastuisi luonnollisesti myös voimakkaan positiivisesti osakkeen arvostukseen.

Tuloskertoimet tulevat todennäköisesti säilymään absoluuttisesti matalina

Kokonaisuutena OmaSp:n absoluuttiset tuloskertoimet näyttävät hyvin edullisilta. Muistutamme kuitenkin sijoittajia, että pääsyyntä tässä taustalla on pankkisektorin kroonisesti matala arvostustaso. Vaikka OmaSp onkin sektorinsa ehdotonta parhaimmista, pidämme hyvin mahdollisena, että markkina ei ole valmis hyväksymään OmaSp:lle verrokkiryhmästä poikkeavia kertoimia, vaikka sen operatiivinen suoritus olisikin selvästi yleistä pankkisektoria

parempi. Mielestämme selkeä premio suhteessa verrokkeja vaatisi oman pääoman tuottotason kestävä nousua selvästi kaksinumeroiseksi. Tämä mahdollistaisi korkoa korolle efektin voimistumisen, mikä puolestaan kiihdyttäisi tuloskasvua. Tämä oikeuttaisi mielestämme perustellusti myös verrokkeja korkeamman tulospohjaisen arvostuksen (simulaatio sivulla 14). Parhaassakin tapauksessa tämän skenaarion toteutuminen tulee viemään aikaa ja näin ollen sijoittajien tulisi tarkastella yhtiön matalien arvostuskertoimien nousupotentiaalia enemmänkin positiivisena optiona, kuin sijoituspäätöksen kulmakivenä.



Arvostus 4/4

DDM-arvonmääritys

Olemme lähestyneet OmaSp:n arvonmääritystä myös osinkojen nykyarvomallin (DDM) kautta. DDM-arvonmäärityksessä ennustamamme tulevat osakkeenomistajien saamat osingot diskontataan nykyhetkeen arvioimallamme oman pääoman tuottovaatimuksella. Mallin taustalla on oletus, jonka mukaan yhtiön arvo omistajille on pelkästään tulevien osinkojen nykyarvon summa.

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

Osinkojen nykyarvomalli (s. 41) indikoi OmaSp:n osakkeen arvoksi 6,3 euroa. Näkemyksemme mukaan DDM-perusteinen lähestymistapa soveltuu huonosti OmaSp:n käyvän arvon määrittämiseen, sillä voitonjakosuhde tulee olemaan lähivuosina matala (2020-2024e: 27-34 %) yhtiön investoidessa voittovarot valtaosin takaisin liiketoimintaan. Tästä syystä emme anna arvonmäärityksessämme DDM-arvonmääritykselle lainkaan painoarvoa.

Lisäarvomalli (EVA)

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta myös osinkojen nykyarvomallin (DDM) kautta johdettavissa olevan 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 (kts. s. 9).

Oman pääoman lisäarvomallissa suuri osa osakkeen arvosta muodostuu tyypillisesti sen kirjanpidollisesta arvosta. Näin ollen esimerkiksi mahdolliset ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti arvonmäärityksen lopputulokseen, koska arvonmäärityksessä diskontattavana on ennustetun nettotuloksen ja vaaditun tuloksen eli oman pääoman tuottovaatimuksen erotus. 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. EVA-mallin tuottovaatimus on luonnollisesti sama 9 % kuin DDM-mallissa.

OmaSp:n lisäarvoperusteinen arvonmääritys pohjautuu sivuilla 32-35 esitettyihin yksityiskohtaisempiin tulosennusteisiimme, jotka

odottavat OmaSp:n oman pääoman tuoton parantuvan vuosina 2020-2024 asteittain noin 10 %:n tasolle. Jäännöskasvuoletuksena olemme käyttäneet 1,5 %:n tasoa.

Oman pääoman lisäarvomalli indikoi OmaSp:n käyväksi arvoksi noin 13,0 euroa osakkeelta. Lisäarvomallissamme OmaSp:n käyvästä arvosta valtaosa (83 %) muodostuu oman pääoman kirjanpitoarvosta, noin 2 % vuosien 2020-2024 ennustejakson lisäarvoista ja noin 14 % terminaali-jakson lisäarvoista.

Huomautamme sijoittajille, että arvonmäärityksen tulos on herkkä käytettävälle tuottovaatimukselle ja esimerkiksi 0,5 %-yksikköä korkeampi tuottovaatimus indikoisi osakkeen käyväksi arvoksi noin 12,0 euroa. Vastaavasti noin 0,5 %-yksikköä matalampi tuottovaatimus johtaisi 14,1 euron mukaiseen käypään arvoon. Luonnollisesti EVA-malli on myös hyvin herkkä yhtiön oman pääoman tuotolle. Mikäli yhtiö onnistuisi nostamaan oman pääoman tuottoaan kestävästi selvästi kaksinumeroiseksi, nousisi myös EVA-mallin mukainen arvo merkittävästi (simulaatio sivulla 14). Kokonaisuutena EVA-malli antaa selvästi paremman kuvan yhtiön käyvästä arvosta kuin DDM-malli.

Arvokartta

ROE-% ja P/BV 2020e



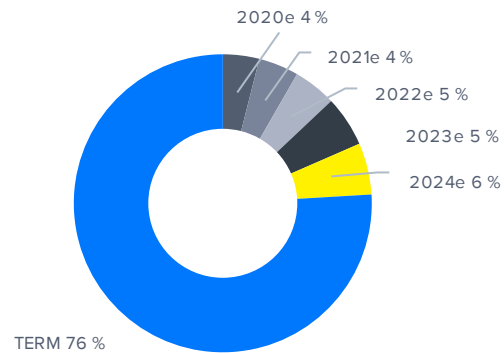
DDM-malli

DDM-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Nettotulos	27,6	27,9	29,8	35,7	41,6	43,9	
Nettotuloksen kasvu-%	37 %	1,0 %	6,9 %	19,8 %	16,7 %	5,5 %	
Osingot	5,6	7,4	8,9	10,4	13,3	14,8	201
Osingonjakosuhte	20 %	27 %	30 %	29 %	32 %	34 %	
Ydinpääoma (CET1)	299	318	340	368	390	422	
RWA	1784	1953	2231	2496	2796	3077	
CET1-%	16,8 %	16,3 %	15,3 %	14,7 %	13,9 %	13,7 %	
Disk. Osinko		7,3	8,1	8,7	10,2	10,4	141
Disk. Kum. osinko		186	179	170	162	152	141
Oman pääoman arvo DDM		186					
Oman pääoman arvo DDM per osake		6,3					

Pääoman kustannus

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



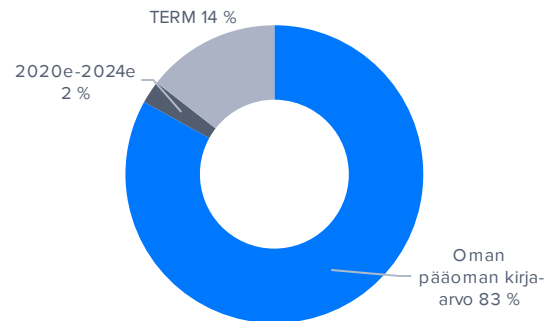
Lisäarvomalli (EVA)

EVA-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Nettotulos	27,6	27,9	29,8	35,7	41,6	43,9	
Oma pääoma	320	343	366	393	424	454	
Lisäarvo (EVA)	1,5	-0,9	-1,1	2,8	6,4	5,8	79
Ydinpääoma (CET1)	299	318	340	368	390	422	
RWA	1784	1953	2231	2496	2796	3077	
CET1-%	16,8 %	16,3 %	15,3 %	14,7 %	13,9 %	13,7 %	
Disk. EVA		-0,9	-1,0	2,4	4,9	4,1	56
Disk. Kum. EVA		65	66	67	65	60	56
+ Oman pääoman kirja-arvo		320					
-Osinko/pääomapalautus		0,0					
Oman pääoman arvo EVA		385					
Oman pääoman arvo EVA per osake		13,0					

Pääoman kustannus

Riskitön korko	2,0 %
Beta	1,1
Markkinoiden riskipremio	4,8 %
Likviditeettipremio	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %

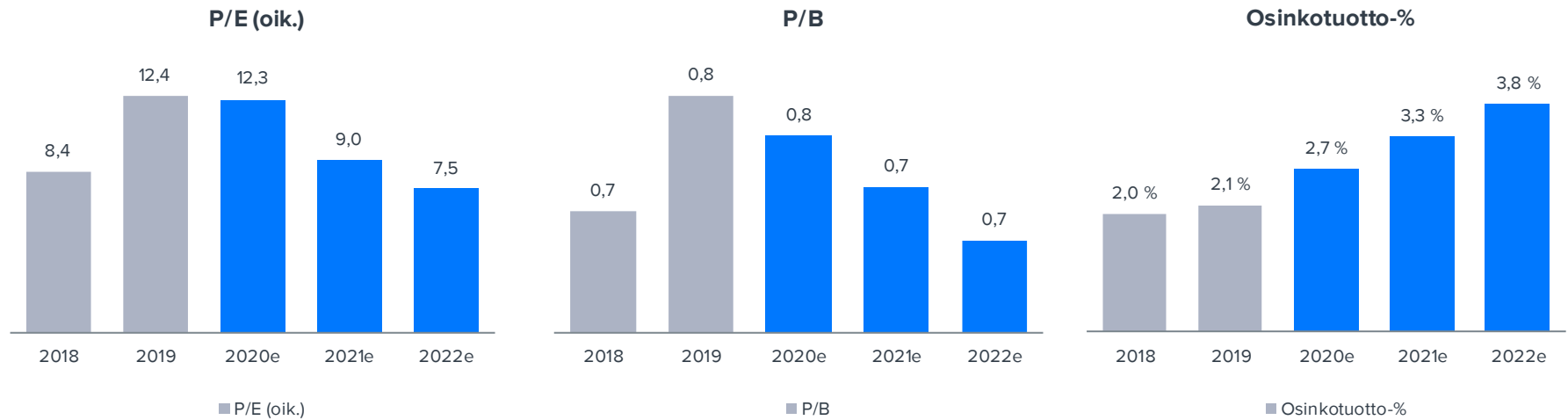
Arvon jakautuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi				7,00	8,88	9,10	9,10	9,10	9,10
Markkina-arvo				207	263	269	269	269	269
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	8,4	12,4	12,3	9,0	7,5	6,5
P/E	0,0	0,0	0,0	8,9	9,5	9,7	9,0	7,5	6,5
P/B	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Osinko/tulos (%)	8,2 %	9,2 %	8,2 %	20,5 %	20,4 %	26,5 %	29,8 %	29,0 %	32,0 %
Osinkotuotto-%				2,0 %	2,1 %	2,7 %	3,3 %	3,8 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Korkokate	49,4	13,2	14,4	14,9	15,0	57,5	15,5	15,9	17,5	16,8	65,7	71,5	78,9	86,4
Palkkiotuotot netto	24,2	6,2	6,4	6,5	6,3	25,4	6,7	7,3	6,9	7,5	28,4	32,1	37,5	41,5
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	0,6	6,7	-0,3	-0,3	1,4	7,5	5,5	0,0	1,7	1,9	9,1	2,0	2,0	2,0
Muut tuotot	1,9	1,3	0,6	0,1	0,2	2,1	2,2	0,4	0,2	0,2	3,1	0,8	0,8	0,8
Liiketoiminnan tuotot	76,0	27,4	21,1	21,2	22,9	92,6	30,0	23,6	26,4	26,3	106	106	119	131
Henkilöstökulut	-16,3	-4,3	-3,9	-3,8	-5,1	-17,1	-3,9	-4,7	-4,1	-4,8	-17,5	-19,2	-21,1	-22,4
Liiketoiminnan muut kulut	-28,1	-8,9	-6,9	-5,5	-6,8	-28,2	-9,3	-7,1	-5,9	-7,1	-29,4	-31,2	-33,0	-34,0
Poistot ja arvonalentumiset	-2,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,8	-5,0	-1,1	-1,5	-1,4	-1,5	-5,4	-6,0	-6,0	-5,9
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-47,2	-14,3	-11,9	-10,5	-13,6	-50,3	-14,2	-13,3	-11,4	-13,4	-52,3	-56,4	-60,1	-62,4
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-3,7	-1,2	-2,3	-2,4	-3,6	-9,6	-8,5	-3,9	-1,5	-3,3	-17,3	-12,7	-14,5	-16,3
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	25,0	11,9	6,8	8,3	5,6	32,7	7,2	6,5	13,5	9,6	36,8	37,2	44,6	52,1
Kertaerät yhteensä	-1,2	6,7	-0,3	-0,3	0,4	6,5	5,5	-0,8	2,6	1,9	9,3	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja (oik.)	26,2	5,2	7,2	8,6	5,3	26,2	1,7	7,3	10,9	7,7	27,5	37,2	44,6	52,1
Tuloverot	-4,7	-1,1	-1,3	-1,7	-1,1	-5,2	-1,4	-1,2	-3,0	-1,9	-7,5	-7,4	-8,9	-10,4
Vähemmistöt	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Nettotulos	20,2	10,8	5,5	6,7	4,6	27,6	5,9	5,3	10,5	7,7	29,3	29,7	35,6	41,5
EPS (oikaistu)	0,83	0,16	0,20	0,24	0,14	0,71	0,05	0,20	0,28	0,21	0,74	1,01	1,21	1,41
EPS (raportoitu)	0,78	0,42	0,18	0,23	0,16	0,93	0,20	0,18	0,36	0,21	0,94	1,01	1,21	1,41
Osinko per osake	0,14					0,19					0,25	0,30	0,35	0,45

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Käteiset varat	19	7	80	92	103
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	59	60	68	78	88
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2527	2960	3393	3894	4400
Johdannaiset	2	6	1	1	1
Sijoitusomaisuus	272	330	395	442	457
Osakkuusyhtiöt	0	6	8	8	8
Aineettomat hyödykkeet	5	9	11	11	11
Aineelliset hyödykkeet	17	25	29	29	29
Muut varat	15	14	18	19	18
Varat yhteensä	2915	3417	4002	4572	5115

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Velat yhteensä	2624	3097	3659	4207	4722
Velat luottolaitoksille	90	88	153	187	184
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	1758	2006	2311	2652	2996
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	715	938	1114	1278	1444
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	25	16	16	18	21
Muut velat	37	49	66	71	76
Oma pääoma yhteensä	290	320	343	366	393
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	140	146	147	147	147
Kertyneet voittovarot	126	149	172	194	221
Määräysvallattomien omistajien osuus	1	1	1	1	1
Velat ja oma pääoma yhteensä	2915	3417	4002	4572	5115

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liiketoiminnan tuotot	74,1	76,0	92,6	106,2	106,4	EPS (raportoitu)	0,98	0,78	0,93	0,94	1,01
Liiketoiminnan kulut	-41,1	-47,2	-50,3	-52,3	-56,4	EPS (oikaistu)	0,54	0,83	0,71	0,74	1,01
Luottotappiot	-2,6	-3,7	-9,6	-17,3	-12,7	Osinko / osake	0,08	0,14	0,19	0,25	0,30
Voitto ennen veroja	30,4	25,0	32,7	34,9	37,2	Oma pääoma / osake	9,78	11,23	10,79	11,59	12,34
Nettovoitto	24,1	20,2	27,6	27,9	29,8						
Kertaluontoiset erät	10,8	-1,2	6,5	7,4	0,0						
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Avainluvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	2138	2527	2960	3393	3894	Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	9 %	22 %	11 %	13 %	11 %
Sijoitusomaisuus	194	272	330	395	442	Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	65 %	61 %	57 %	53 %	53 %
Riskipainoteut saamiset	1310	1499	1784	1953	2231	Luottokannan kasvu	20 %	18 %	17 %	15 %	15 %
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	1639	1758	2006	2311	2652	EPS oik. kasvu-%	-3 %	54 %	-14 %	4 %	36 %
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	737	715	938	1114	1278	Arvon alentumis-% luotoista	0,13 %	0,16 %	0,35 %	0,55 %	0,35 %
Oma pääoma	241	291	320	343	366	ROE-%	10,5 %	7,6 %	9,1 %	8,4 %	8,4 %
						Ydinpääomasuhde (CET 1)	17,8 %	18,4 %	16,8 %	16,3 %	15,3 %
						Omavaraisuusaste	8,9 %	10,0 %	9,4 %	8,6 %	8,0 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Etelä-Karjalan Säästöpankkisäätiö			34,1 %			P/E (oik.)	0,0	8,4	12,4	12,2	9,0
Parkanon Säästöpankkisäätiö			11,5 %			P/B	0,0	0,7	0,8	0,8	0,7
Töysän Säästöpankkisäätiö			10,1 %			Osinkotuotto-%		2,0 %	2,1 %	2,8 %	3,3 %
Kuortaneen Säästöpankkisäätiö			6,8 %								
Hauhon Säästöpankkisäätiö			5,7 %								
Rengon Säästöpankkisäätiö			3,8 %								

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.12.2020	Osta	11,00 €	9,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**