

# Nordea

## Seurannan aloitus

12.6.2023 8:15



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

inde  
res.

# Hinnan ja arvon välillä suuri epäsuhda

Nordea on saanut viime vuosina aikaan vakuuttavan tuloskäänteen ja sen kannattavuus on noussut lähelle verrokkeja. Yhtiö on tällä hetkellä huimassa tuloskunnossa ja vaikka arvioimme tuloshuipun olevan lähellä, säilyy kannattavuus ennusteissamme myös lähivuosina vahvana. Toimintaympäristöön liittyy tällä hetkellä kiistatta epävarmuutta, mutta yhtiön arvostus (2023e: P/E 7,1x ja P/B 1,1x) maalaa mielestämme kohtuuttoman pessimististä kuvaa lähivuosien tulospöytäkirjasta. Aloitamme Nordean seurannan 12,5 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella.

## Pohjoismaiden suurin yleispankki

Nordea on Pohjoismaiden suurin yleispankki, joka on muodostunut useiden yritysjärjestelyiden myötä. Tänä päivänä Nordea palvelee Pohjoismaissa yli 10 miljoonaa asiakasta ja yhtiön luottokanta oli Q1'23:n lopussa 339,7 mrd. euroa. Yhtiön vertailukelpoiset tuotot olivat viime vuonna 10,3 mrd. euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto 5,4 mrd. euroa.

## Takana vakuuttava tuloskäännö

Nordea oli pohjoismaisiin verrokkeihinsa nähden takavuosina selkeä alisuorittaja, mutta uuden johdon alaisuudessa yhtiö on saanut aikaan vakuuttavan tuloskäänteen ja kannattavuus on noussut lähelle verrokkeja. Tuloskäännettä selittää aiempaa vahvempi asiakasfokus, kasvu-uralle kääntyneet tuotot sekä kulukulttuurissa tapahtunut selkeä muutos. Lisäksi tuloskehitys on saanut myös selvää tukea voimakkaasti nousseesta korkotasosta. Nordea julkisti viime vuonna strategiapäivityksen vuosille 2022-25 ja siinä korostuvat alan parhaan monikanavaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen, fokuoituun ja kannattava kasvu sekä toiminnan ja pääoman käytön tehostaminen. Osana pääoman käytön tehostamista Nordea tulee palauttamaan strategiakaudella merkittävän määrän pääomia omistajilleen ja arvioimme strategiakauden 2022-2025 kokonaisvoitonjaon nousevan yli 18,0 mrd. euroon.

## Odotamme tulosluvun säilyvän myös lähivuosina vahvana

Nordea on parantuneen operatiivisen tehokkuuden ja merkittävästi nousseen korkotason johdosta tällä hetkellä häikäisevässä tuloskunnossa ja odotamme yhtiön tekevän kuluvaan vuonna historiansa parhaan tuloksen (2023e: vertailukelpoinen liikevoitto: 6356 MEUR). Ennakoimme tuloshuipun kuitenkin olevan lähellä ja nousevista luottotappioista sekä markkinakorkojen laskusta johtuen odotamme liikevoiton laskevan vuosina 2024-25 noin 2-5 %/vuosi. Vaikka näemmekin liikevoiton saavuttavan huippunsa vuonna 2023, säilyy pankin tulostaso myös lähivuosina absoluuttisesti vahvana. Lisäksi EPS-kehitystä tukee omien osakkeiden ostot, mitkä pienentävät ulkona olevien osakkeiden määrää vuosittain noin 3-4 %:lla. Ennustamme Nordean ROE:n asettuvan lähivuosina 14-16 %:iin ja CET1-vakavaraisuuden 16,4-16,6 %:iin.

## Arvostus maalaa turhan pessimististä kuvaa lähivuosien tulospöytäkirjasta

Olemme tarkastelleet Nordean arvostusta tulos- ja taseperusteisten arvostuskertoimien sekä verokkiryhmän kautta. Nordea on muun pankkisektorin tapaan tällä hetkellä poikkeuksellisen huokeasti hinnoiteltu (2023e: P/E 7,1x ja P/B 1,1x) ja mielestämme arvostus maalaa turhan pessimististä kuvaa lähivuosien tulos- ja kannattavuuskehityksestä. Näemmekin arvostuskertoimien nousuvaran ja lähivuosina 13-14 %:n tasoille asettuvien voitonjakotuottojen tarjoavan sijoittajalle nykykursilla erittäin hyvän tuotto-odotuksen.

## Suositus

### Osta

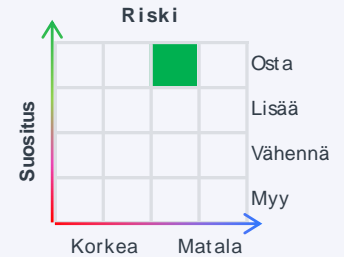
(aik. -)

12,50 EUR

(aik. -)

### Osakekurssi:

9,73 EUR



## Avainluvut

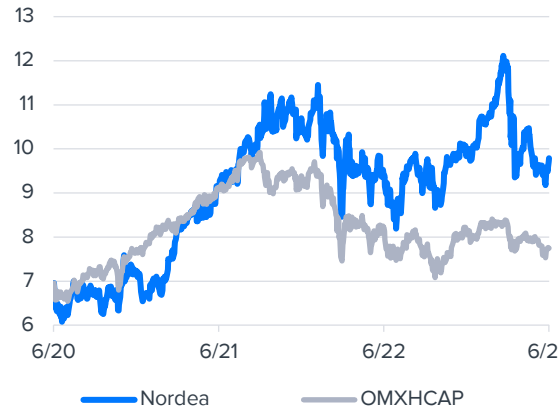
	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	9 721	11 770	11 910	11 663
<b>kasvu-%</b>	1 %	21 %	1 %	-2 %
<b>Liiketoiminnan kulut</b>	4 834	5 068	5 192	5 355
<b>Kulu/tuotto-suhde</b>	50 %	43 %	44 %	46 %
<b>Oikaistu liikevoitto</b>	5 299	6 356	6 199	5 864
<b>Nettotulos</b>	3 587	4 903	4 773	4 515
<b>EPS (oik.)</b>	1,11	1,37	1,39	1,35
<b>Osinko</b>	0,80	0,92	0,97	0,95
<b>Osingonjakosuhte</b>	72 %	67 %	70 %	70 %
<b>ROE-%</b>	12 %	16 %	15 %	14 %
<b>P/E (oik.)</b>	9,0	7,1	7,0	7,2
<b>P/B</b>	1,2	1,1	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	8,0 %	9,5 %	10,0 %	9,7 %

## Ohjeistus

(Ennallaan)

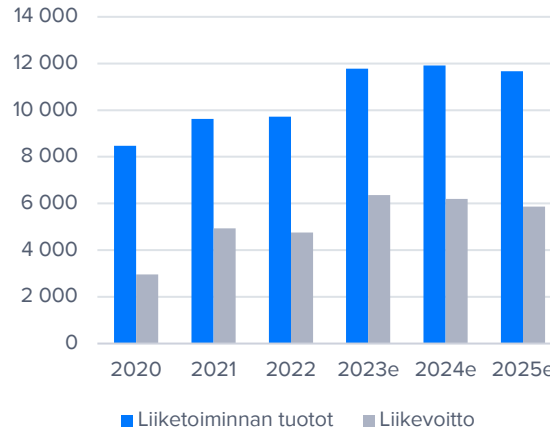
Nordea odottaa oman pääoman tuoton olevan yli 13 prosenttia.

## Osakekurssi

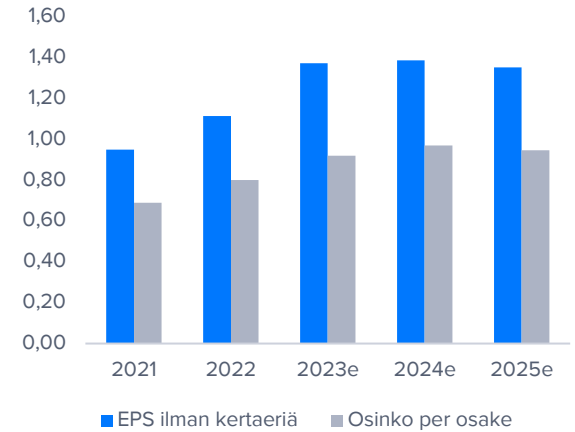


Lähde: Millistream Market Data AB

## Liiketoiminnan tuotot ja liikevoitto



## EPS ja osinko



### Arvoajurit

- Noussut korkotaso ja korkokatteen vahva kasvu
- Markkinaosuuksien voittaminen
- Kasvu varainhoidossa
- Parantuneesta kulutehokkuudesta kiinnipitäminen
- Tehokas pääomien käyttö ja ylipääomituksen purkaminen



### Riskitekijät

- Pohjoismaiden taluskehitykseen liittyvät riskit
- Korkojen lasku
- Asunto- ja kiinteistömarkkinoiden kehitys
- Regulaatorit
- Yleinen pääomamarkkinakehitys

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	9,73	9,73	9,73
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	3 572	3 444	3 339
<b>Markkina-arvo</b>	34 024	33 000	31 975
<b>P/E (oik.)</b>	7,1	7,0	7,2
<b>P/B</b>	1,1	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	9,5 %	10,0 %	9,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-15</b>
Markkinakatsaus	<b>16-22</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>23-24</b>
Ennusteet	<b>25-28</b>
Arvonmääritys	<b>29-31</b>
Taulukot ja liitteet	<b>32-34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35</b>

# Nordea lyhyesti

Nordea on Pohjoismaiden johtava yleispankki ja markkina-arvolla mitattuna yksi euroalueen suurimmista pankeista.

## 1997–2001

Nykymuotoinen Nordea syntyy Meritan, Nordbankenin, Unibankin ja Christiania Bank og Kreditkassen yhdistymisistä

## 10 258 MEUR (+6,6 % vs. 2021)

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot 2022

## +6% 2017-2022

Vertailukelpoisen liikevoiton keskimääräinen kasvu (CAGR)

## 339,7 mrd. euroa

Luotot yleisölle Q1'23:n lopussa

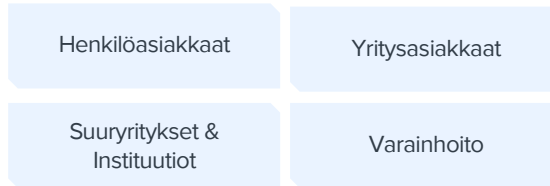
## 362,4 mrd. euroa

Hallinnoitava asiakasvarallisuus (AUM) Q1'23:n lopussa

## 28 922 (+6,8 % vs. Q1'2022)

Henkilöstömäärä (FTE) Q1'23:n lopussa

### Liiketoiminta-alueet



**Yli 10 miljoonaa**

asiakasta Pohjoismaissa

### Päämarkkina-alueet



Liiketoiminnan tuotot<sup>1</sup>      29 %   23 %   29 %   20 %

Luottokannan jakautuminen      30 %   26 %   23 %   20 %

### Luottokannan jakautuminen



**48 %** asuntolainat

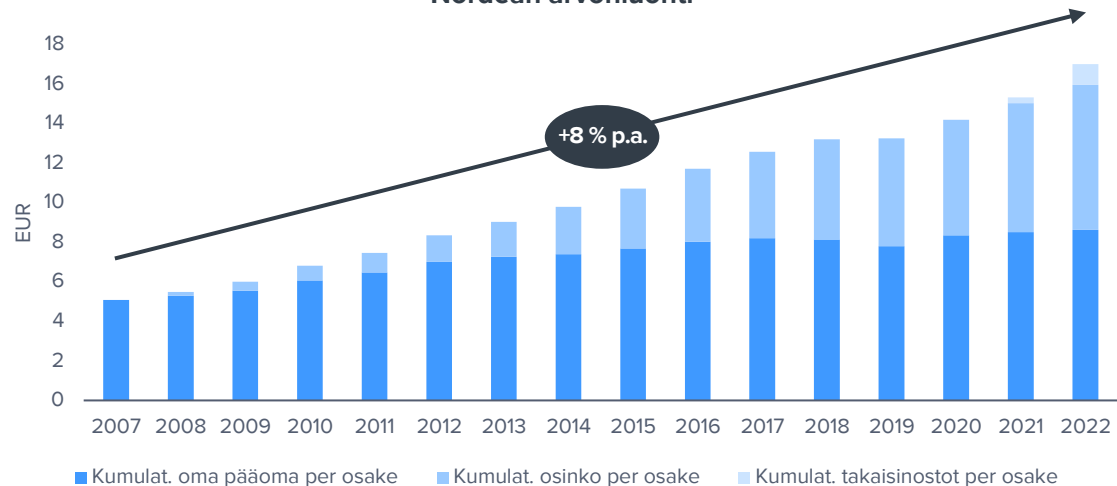


**44 %** yrityslainat



**8 %** kulutusluotot

### Nordean arvonluonti



Lähde: Nordea / Inderes

<sup>1</sup>Tuottojen jakauma vuonna 2022 vanhan raportointistandardin mukaan

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

## Pohjoismaiden suurin yleispankki

Nordea on Pohjoismaiden suurin yleispankki ja markkina-arvolla mitattuna yksi euroalueen suurimmista pankeista. Yhtiön juuret ulottuvat aina 1800-luvun alkuun, mutta nykymuotoinen Nordea syntyi vuosituhannen vaihteessa Meritan, Nordbankenin, Unibankin ja Christiania Bank og Kreditkassen yhdistymisistä.

Tänä päivänä Nordea palvelee Pohjoismaissa yli 10 miljoonaa asiakasta ja yhtiön luottokanta oli maaliskuun lopussa noin 339,7 mrd. euroa. Nordea on myös Pohjoismaiden suurin varainhoitaja ja yhtiöllä oli maaliskuun lopussa hallinnoitavia varoja noin 362,4 mrd. euron edestä. Nordean vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot olivat viime vuonna noin 10,3 mrd. euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto oli noin 5,4 mrd. euroa.

## Neljä päämarkkina-alueita

Nordean päämarkkina-alueita ovat Ruotsi, Suomi, Tanska ja Norja. Luottosalkun koolla mitattuna suurin markkina yhtiölle on Ruotsi, jonka osuus luottosalkusta oli Q1'23:n lopussa noin 30 %. Suomi edusti Q1:n lopussa antolainauksesta noin 26 % ja Tanska 23 %. Norjan osuus konsernin luottosalkusta oli maaliskuun lopussa noin 20 %.

Tuotoilla mitattuna Nordealle suurimpia markkina-alueita ovat Tanska ja Ruotsi, jotka molemmat edustivat (vanhalla IFRS 4 -standardilla laskettuna) viime vuonna noin 29 % osuutta konsernin tuotoista. Suomen osuus liiketoiminnan tuotoista oli viime vuonna noin 23 % ja Norjan noin 20 %.

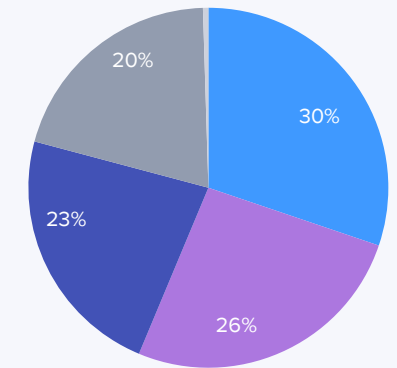
## Toiminta jakautuu neljään liiketoiminta-alueeseen

Nordea jakaa toimintansa neljään liiketoiminta-alueeseen, joita ovat Henkilöasiakkaat, Yritysassiakkaat, Suuryritykset & Instituutiot sekä Varainhoito.

**Henkilöasiakkaat-liiketoiminta-alue (Personal Banking)** on Nordean suurin liiketoiminta-alue ja se tarjoaa kattavan valikoiman rahoituspalveluita henkilöasiakkaiden päivittäisiin rahoitustarpeisiin kaikilla neljällä pohjoismaisella kotimarkkina-alueella. Henkilöasiakkaat-liiketoiminta-alue muodosti viime vuonna noin 37 % Nordean vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista ja noin 35 % vertailukelpoisesta liikevoitosta. Liiketoiminta-alueen taloudellisen pääoman tuotto (ROCAR) oli viime vuonna noin 19 %.

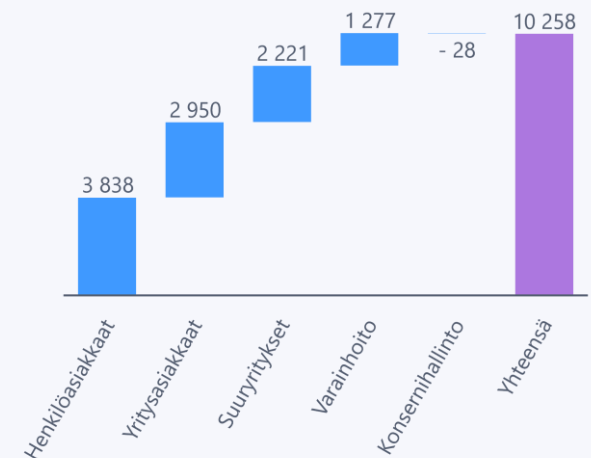
**Yritysassiakkaat-liiketoiminta-alue (Business Banking)** tarjoaa pankki- ja rahoituspalveluita pienille sekä keskisuurille yrityksille. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös tuote- ja asiantuntijayksikkö Transaction Banking, joka tarjoaa maksuliikennepalveluja sekä cash management- ja trade finance -palveluja. Tämän lisäksi liiketoiminta-alueeseen kuuluva rahoitusyhtiö Nordea Finance tarjoaa laite-, auto-, kuluttaja- ja myyntisaatavaraohoitusta. Yritysassiakkaat-liiketoiminta-alue toi viime vuonna noin 29 % Nordean vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista ja 31 % vertailukelpoisesta liikevoitosta. Liiketoiminta-alueen taloudellinen pääoman tuotto (ROCAR) oli vuonna 2022 noin 19 %.

Luottokannan jakautuminen maittain (Q1'2023)



■ Ruotsi ■ Suomi ■ Tanska ■ Norja ■ Muut

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot liiketoiminta-alueittain (2022, MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

## Suuryritykset & Instituutiot -liiketoiminta-alue

**(Large Corporates & Institutions)** tarjoaa rahoitusratkaisuja suurille pohjoismaisille ja kansainvälisille yrityksille sekä yhteisöille. Liiketoiminta-alue on Pohjoismaiden suurin yritys- ja yhteisöasiakkaiden pankki. Liiketoiminta-alueeseen kuuluva Corporate & Investment Banking -yksikkö tarjoaa suuryrityksille mm. fuusioihin ja yritysostoihin sekä osake- ja velkapääomamarkkinoihin liittyvää neuvontaa ja rahoitusratkaisuja. Yksikköön kuuluvat myös Nordea Markets ja sen tutkimus- ja kaupankäyntipalvelut. Suuryritykset & Instituutiot -liiketoiminta-alueella on toimintaa kaikissa neljässä Pohjoismaassa sekä yksiköt New Yorkissa, Lontoossa ja Shanghaissa.

Suuryritykset & Instituutiot -liiketoiminta-alue toi viime vuonna noin 22 % Nordean

vertailukelpoisista tuotoista ja noin 27 % vertailukelpoisesta liikevoitosta. Liiketoiminta-alue on kyennyt parantamaan viime vuosina kannattavuuttaan ja ylsi vuonna 2022 noin 18 % taloudellisen pääoman tuottoon (ROCAR).

## Nordean Varainhoito (Asset & Wealth Management)

tarjoaa säästämisen ja sijoittamisen tuotteita ja hoitaa asiakkaiden sijoitusvarallisuutta. Varainhoidon liiketoiminta-alueeseen kuuluvat Private Banking-, Life & Pension- ja Asset Management-yksiköt. Liiketoiminta-alue on Pohjoismaiden suurin private banking-, henki- ja eläkevakuutus- sekä varallisuudenhoitopalvelujen tarjoaja.

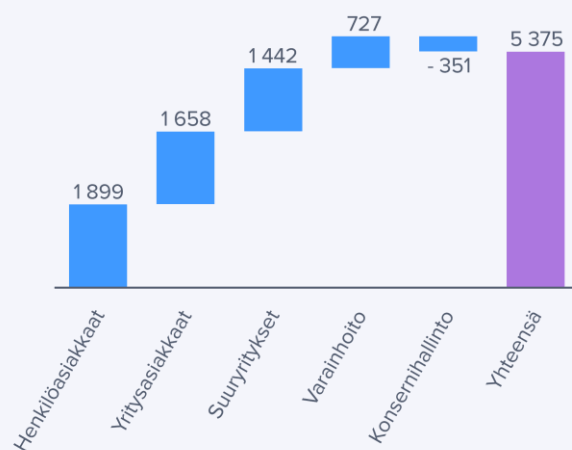
Nordean Varainhoidon hallinnoitavat varat (AUM) olivat Q1'23:n lopussa 362,4 mrd. euroa ja näin ollen asiakasvarat ovat konsernin luottosalkkua

(Q1'23: 339,7 mrd. euroa) suuremmat.

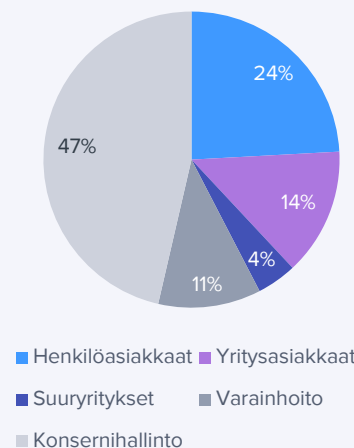
Varainhoidon liiketoiminta-alue toi viime vuonna noin 12 % konsernin vertailukelpoisista tuotoista ja noin 14 % vertailukelpoisesta liikevoitosta. Varainhoitoliiketoiminta sitoo vain rajallisesti pääomaa ja se olikin viime vuonna 34 %:n taloudellisella pääoman tuotolla (ROCAR) Nordean kannattavin yksikkö.

**Konsernihallinto** käsittää Nordean tukifunktiot, kuten HR:n, brändiviestinnän ja markkinoinnin, riskienhallinnan ja compliancen, lakiasiat sekä konsernihenkilöstön. Konsernitoimintojen vertailukelpoinen liiketappio oli viime vuonna -351 MEUR (-6,5 % koko konsernin vertailukelpoisesta liikevoitosta).

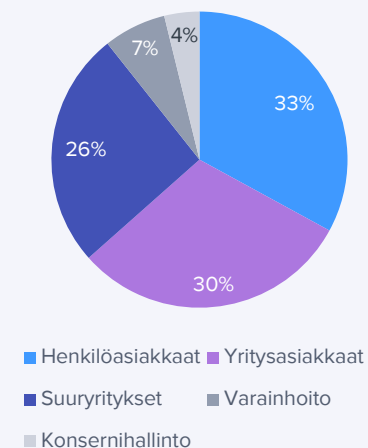
Vertailukelpoinen liikevoitto liiketoiminta-alueittain (2022, MEUR)



Henkilöstömäärä liiketoiminta-alueittain (2022, FTE)



Taloudellinen pääoma liiketoiminta-alueittain (2022)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

## Korkokate tärkein tulonlähde

Korkokate on Nordean tärkein tulonlähde ja se muodosti viime vuonna noin 58 % tuotoista. Korkokatteen merkitys on ollut Nordealle viime vuosina jonkin verran pohjoismaisia verrokkeja (Danske, DNB, Swedbank, SEB, Handelsbanken) pienempi, sillä verrokeilla korkokate on edustanut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 61 % tuotoista, kun Nordealla vastaava luku on ollut noin 52 %.

Korkokate tarkoittaa pankin korkotuottojen ja korkokulujen erotusta. Se muodostuu pankin korollisista saamisista saaduista korkotuotoista samalla kun pankki maksaa korkokuluja korollisista veloistaan. Korkokatteen kehitykseen vaikuttaa keskeisesti luottojen ja talletusten kasvu sekä niiden välisen korkomarginaalin muutos. Pankin saamisten ja velkojen välistä korkoeroa mitataan korkomarginaalilla, joka ilmaistaan prosenttiyksiköissä. Pankkien korkomarginaali jaetaan kahteen osaan vähentämällä lainakoroista lyhyt markkinakorko (luottomarginaali) ja vähentämällä lyhyistä markkinakoroista talletuskorko (talletusmarginaali).

Nordean korkokatetta (2022: 5 664 MEUR) tuki viime vuonna keskuspankkien tekemät ohjauskorkojen nostot, jotka heijastuivat positiivisesti talletusmarginaalien kehitykseen (vaikutus +895 MEUR). Nordea on arvioinut, että ohjauskorkojen nousu tulee edelleen parantamaan pankin korkokatetta vuonna 2023 noin 1,2-1,6 mrd. eurolla ja vuonna 2024 noin 100 MEUR:lla.

## Varainhoito dominoi nettopalkkiotuottoja

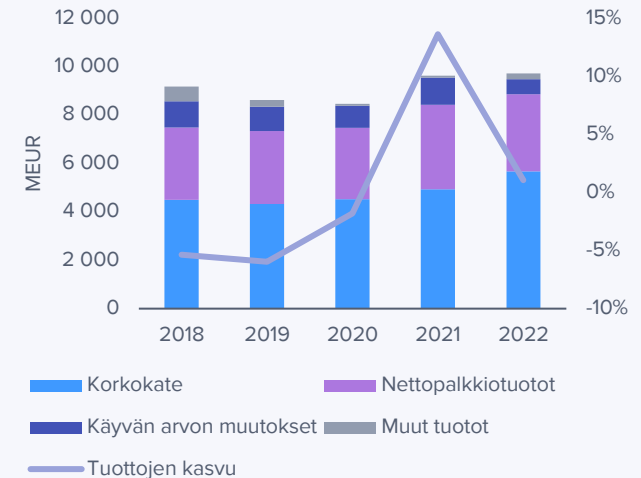
Nordealle toinen keskeinen ansainnan lähde on nettopalkkiotuotot, jotka toivat vuonna 2022 noin kolmanneksen yhtiön tuotoista. Nordean palkkiotuottoja dominoivat Varainhoidon palkkiot, sillä Varainhoidon ja henkivakuutuksen palkkiot toivat viime vuonna noin 58 % kaikista nettopalkkiotuotoista. Varainhoidon kasvu on ollut viime vuosina keskeinen palkkiotuottojen kasvuajuri ja vuosien 2017-2022 välillä Nordean hallinnoitavat asiakasvarat kasvoivat noin 9 %:lla. Hallinnoitavan varallisuuden kasvusta noin 65 % selittyi uusmyynnillä ja 35 % markkina-arvojen muutoksilla.

Muita tärkeitä palkkiotuottojen lähteitä yhtiölle ovat kortti- ja maksuliikenne (noin 18 % nettopalkkiotuotoista) sekä luotonantopalkkiot (noin 15 % nettopalkkiotuotoista). Muut nettopalkkiotuotot koostuvat välitykseen, arvopapereiden liikkeeseenlaskuun ja Corporate Finance -toimintaan liittyvistä palkkioista sekä muista pienemmistä eristä.

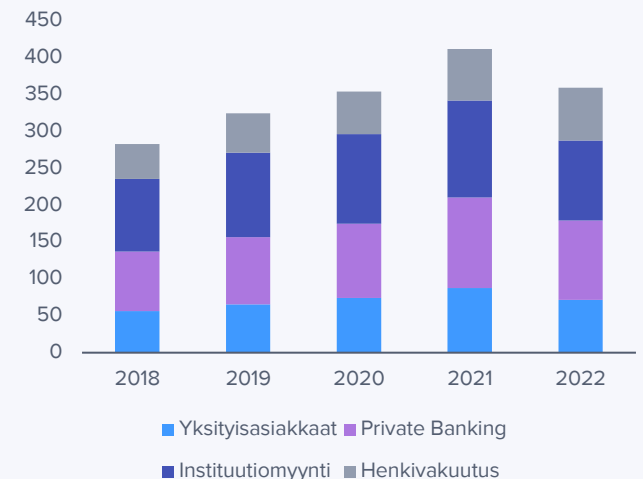
## Käypään arvoon arvostettavat erät volatiilein komponentti

Nordean tuottojen syklisin erä on käyvän arvon muutokset, ja nämä muodostivat viime vuonna noin 6 % tuotoista. Käyvän arvon muutosten ennustettavuus on kvartaalitasolla verrattain heikko ja ne ovat vahvasti riippuvaisia yleisestä pääomamarkkinakehityksestä. Käyvän arvon muutokset syntyvät pääasiassa asiakaslähtöisestä pääomamarkkinatoiminnasta, markkinatakkauksesta sekä Treasuryn sijoitussalkun ja likviditeettisalkun arvonmuutoksista.

## Liiketoiminnan tuottojen kehitys



## Hallinnoitavat asiakasvarat (mrd. euroa)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

## Henkilöstö- ja IT-kulut merkittävimmät kuluerät

Nordean merkittävin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat viime vuonna 2,8 mrd. euroa ja vastasivat noin 27 % pankin vertailukelpoisista tuotoista. Nordean henkilöstömäärä laski vuosina vuosien 2019-2021 välillä noin 7 %:lla, mutta vuonna 2022 henkilöstömäärä kääntyi noin 5 % kasvuun. Yhtiön mukaan viime vuonna nähty henkilöstömäärän kasvu selittyi mm. riskienhallintaresurssien lisäämisellä.

Toiseksi suurin kuluerä Nordealla on IT-kulut, jotka raportoidaan konsernituloslaskelmassa liiketoiminnan muiden kulujen sisällä. Nordean tulosvaikutteisesti kirjaamat IT-kulut olivat viime vuonna 569 MEUR eli noin 6 % vertailukelpoisista tuotoista. Huomionarvoista myös on, että Nordea on viime vuosina aktivoitunut taseelleen IT-kuluja vuosittain karkeasti 300-500 MEUR:n edestä. Nordean muut liiketoiminnan kulut koostuvat useammista pienemmistä eristä, joista keskeisimpiä ovat regulaatiomaksut, asiantuntija- ja toimitilakulut sekä muut kulut.

Nordean operatiivinen poistotaso on ollut viime vuosina noin 550-600 MEUR. Näistä poistoista noin kaksi kolmasosaa muodostuu aineettomien hyödykkeiden poistoista ja loput koostuvat aineellisten hyödykkeiden (sis. IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuserät) poistoista.

## Kulutehokkuus

Nordean kannattavuuskehitys oli vielä takavuosina sitten heikkoa, sillä vuosina 2017-2020 yhtiön

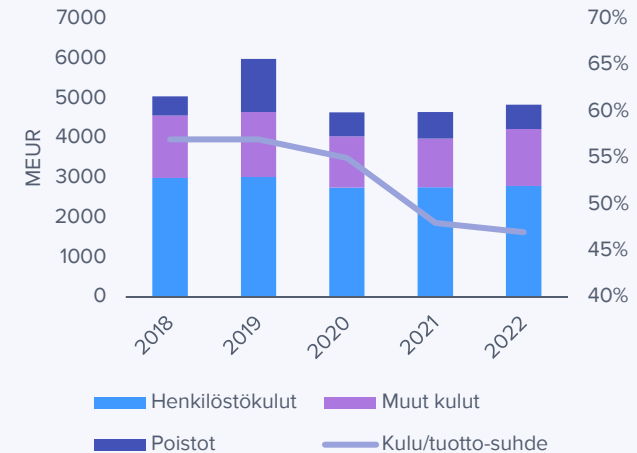
vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde oli 55-57 %:n haarukassa ja kaukana relevanteista verrokeista (s. 21). Uuden johdon alaisuudessa vuodesta 2019 alkaen Nordea on kuitenkin onnistunut kääntämään tuotot jälleen takaisin kasvu-uralle, mikä on yhdessä parantuneen operatiivisen tehokkuuden kanssa heijastunut positiivisesti kannattavuuteen. Nordea ylsi viime vuonna 47,5 %:n vertailukelpoiseen kulu/tuotto-suhteeseen, kun yhtiön vuoden 2025 taloudelliset tavoitteet nojaavat 45-47 %:n tasoon.

## Luottotappiovaraukset

Pankkien tulosvaikutteisesti kirjaamat luottotappiovaraukset koostuvat odotettavissa olevista luottotappioista (ns. ECL-varaukset) sekä lopullisista luottotappioista ja mahdollisista palautuksista. Pankit ovat soveltaneet vuodesta 2018 alkaen luottotappiovarausten laskennassa IFRS 9 -standardia ja tämän myötä luottotappioita kirjataan aiempaa etupainotteisemmin.

Nordean vuotuinen luottotappiotaso on ollut viimeisen 15 vuoden aikana keskimäärin 0,19 % ja taso on laskelmiemme mukaan ollut linjassa muiden pohjoismaisten pankkien kanssa (s. 22). Nordea teki vuonna 2020 koronapandemian aikana huomattavat johdon harkintaan perustuvat luottotappiovaraukset ja näistä varauksista oli Q1'23:n lopussa käytettävissä 585 MEUR. Vuosina 2021-2022 pankin kirjaamat luottotappiovaraukset jäivät historiaan peilattuna hyvin mataliksi.

### Kulujen kehitys ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde



### Luottotappiotasojen kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

## Luottosalkku koostuu valtaosin kotitalouslainoista

Nordean luottosalkku oli maaliskuun 2023 lopussa 339,7 mrd. euroa. Kotitalousluotot muodostavat Nordean luottokannasta noin 52 % ja nämä lainat koostuvat pääasiassa vakuudellisista ja yleisesti matalariskisiksi miellettyistä asuntolainoista. Yrityslainat muodostivat Q1'23:n lopussa lainakannasta noin 41 % ja loppuosa (7 %) lainasalkusta pitää sisällään julkiselle sektorille myönnettyjä luottoja sekä takaisinostositoumuksia.

Nordean luottokannassa on maittain tarkasteltuna havaittavissa tiettyjä poikkeavuuksia. Kotitalousluotoilla on suurin painoarvo Tanskassa, jossa ne muodostavat lainakannasta noin 58 %. Ruotsissa kotitalousluottojen osuus oli Q1'23:n lopussa noin 53 % ja Norjassa ja Suomessa puolestaan 52 % ja 47 %.

## Yritysluotonannossa korostuvat kiinteistösektori ja teollisuus

Nordean yrityslainakanta oli maaliskuun lopussa noin 138 mrd. euroa. Yrityslainakanta on hajautunut kohtuullisen hyvin toimialoittain, joskin yritysluotonannossa korostuu kiinteistösektorin ja teollisuuden merkitys. Kiinteistösektori edusti Q1:n lopussa Nordean yritysluottosalkusta noin 32 % osuutta (13 % koko konsernin luottosalkusta). Teollisuuden painoarvo yritysluottosalkussa oli maaliskuun lopussa 26 % (10 % koko konsernin luottosalkusta). Muita merkittäviä asiakastoimialoja olivat rahoituslaitokset (11 % yritysluottosalkusta)

sekä ei-välttämättömät kulutustuotteet ja -palvelut (9 % yritysluottosalkusta).

## Markkinaosuudet ovat säilyneet viime vuosina joko vakaina tai kehittyneet nousujohteisesti

Nordea ei itse julkaise tarkkoja tietoja markkinaosuuksistaan, mutta etujärjestöjen, kansallisten keskuspankkien sekä tilastokeskusten aineistojen perusteella karkeita arvioita Nordean kotimarkkina-alueiden markkinaosuuskehityksistä voidaan tehdä.

Swedish Banking Associationin tietojen perusteella Nordean markkinaosuus oli Ruotsissa kaikista kotitalous- ja yrityslainoista (pl. rahoituslaitokset) vuoden 2022 lopussa 12,6 %. Markkinaosuus on ollut viime vuosina kasvussa, sillä vielä viisi vuotta sitten Nordean markkinaosuus oli noin 11,9 %. Suomessa Nordean markkinaosuus on säilynyt hyvin vakaana ja Suomen Pankin tilastojen mukaan yhtiön osuus kaikista lainoista on ollut viime vuosina noin 25-26 % tuntumassa.

Tanskassa arvioimme Nordean markkinaosuuden olevan kaikista lainoista (pl. rahoituslaitokset) noin 17,0-18,0 % ja arvioimme mukaan markkinaosuus on säilynyt viime vuosina suhteellisen vakaana. Norjassa Nordean markkinaosuus on puolestaan viime vuosina ollut arviomme mukaan kasvussa ja laskelmiemme mukaan yhtiön markkinaosuus kotitalous- ja yrityslainoissa on noin 11,5-12,0 %. Tanskan ja Norjan kohdalla markkinaosuusarvioimme perustuvat Nordean raportointiin tietoihin yhtiön luottosalkun

maantieteellisestä jakaumasta sekä kansallisten tilastoviranomaisten aineistoon kyseisten maiden kotitalous- ja yrityslainakannasta.

## Luottosalkun riskejä on pienennetty viime vuosina systemaattisesti

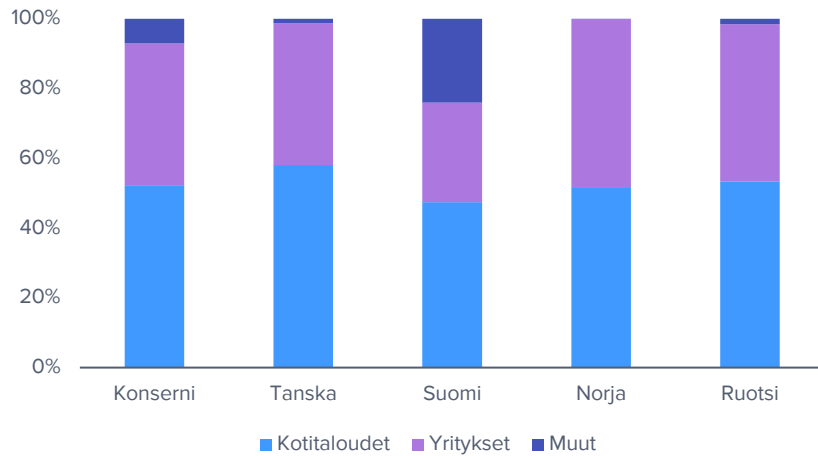
Nordea on tehnyt viime vuosina useita toimenpiteitä luottosalkkunsu riskien pienentämiseksi ja taseen riskitason madaltamiseksi on heijastunut positiivisesti luottokannan laatuun. Tämä näkyy mm. heikkolaatuisten luottojen (stage 3) määrän laskuna ja näiden luottojen kattamisasteiden (varausten suhde bruttomääräisiin saamisiin) nousuna.

Keskeisiä toimia luottosalkun riskien pienentämisessä ovat olleet:

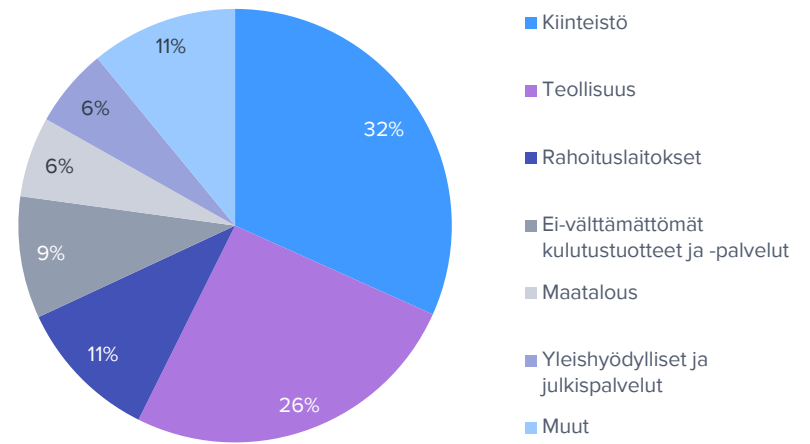
- Kotitalousluottojen suhteellisen osuuden kasvattaminen
- Puolan toimintojen myynti 2013-2014
- Luottoriskien vähentäminen Shipping, Oil & Offshore-sektoreilla
- Venäjän toimintojen lopettamispäätös 2019
- Baltian toimintojen myyminen
- Luottoriskien vähentäminen Tanskan maataloussektorilla
- Ongelmaluottopotfolioiden myynti ja arvopaperistaminen

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

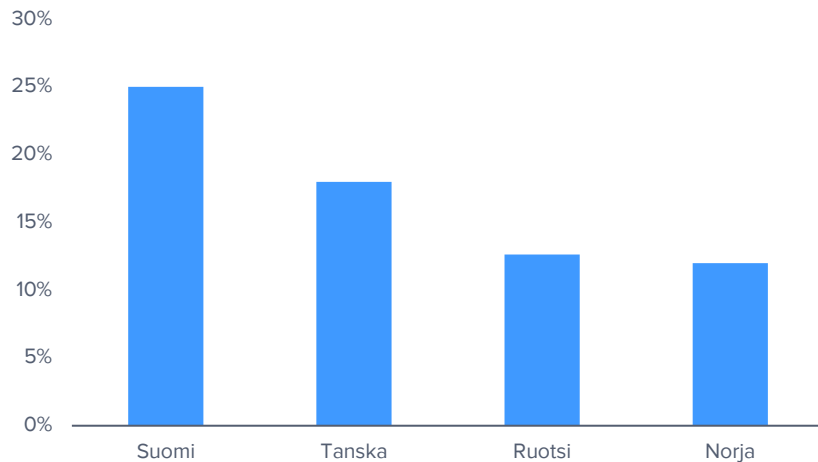
Luottosalkun jakautuminen maittäin Q1'2023:n lopussa



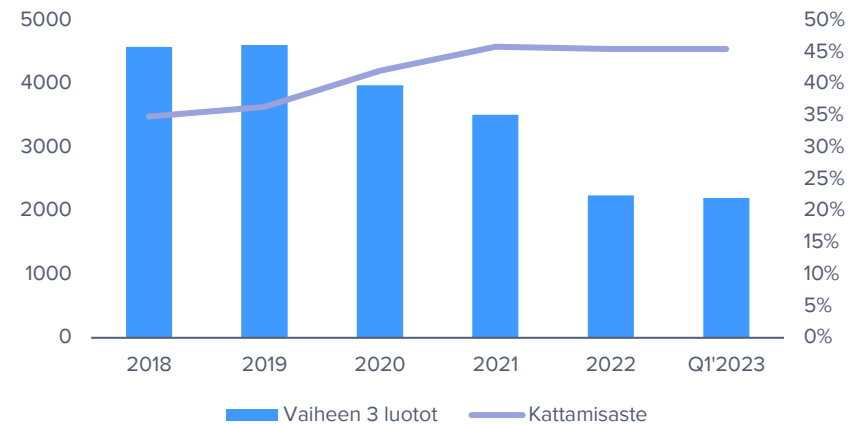
Yritysluottosalkun jakautuminen (Q1'2023)



Nordean markkinaosuudet kaikista lainoista (2022)<sup>1</sup>



Jaksotettuun hankintamenuun arvostettujen vaiheen 3 luotot ja niiden kattamisasteen kehitys



<sup>1</sup>Lähde: Suomen Pankki, Swedish Bankers Association, Danmarks Nationalbank, Statistics Norway ja Inderesin arviot

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

## Luottosalkku taseen suurin erä

Luottosalkku on Nordean taseen suurin yksittäinen erä ja se muodosti maaliskuun 2023 lopussa 56 % taseen loppusummasta. Nordean taseen muut keskeiset varallisuuserät koostuvat pääasiassa yhtiön likviditeetti- ja sijoitusomaisuudesta sekä henkivakuutusyhtiöiden vakuutus- ja sijoitussopimusten katteena olevista sijoituksista.

Nordealla oli taseessaan Q1:n lopussa korollisia arvopapereita noin 76 mrd. euron edestä ja nämä koostuvat pääasiassa yhtiön likviditeettipuskuriin (125,1 mrd. euroa) kuuluvista sijoituksista. Korolliset arvopaperit pitävät sisällään muun muassa valtion ja kuntien velkakirjoja, kiinnitysluottoja sekä muiden luottolaitosten velkakirjoja. Käteisiä varoja sekä keskuspankkitalletuksia ja -saamisia Nordealla oli Q1:n lopussa noin 66 mrd. euron edestä, ja nämä muodostivat noin 11 % taseesta.

Nordealla oli maaliskuun lopussa taseessaan sijoitussidonnaisten vakuutusten katteena olevia sijoituksia noin 45 mrd. euron edestä ja nämä muodostivat 7 % taseen loppusummasta. Sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa vakuutuksenottaja kantaa itse sijoitusriskin valitsemalla sijoituskohteet, joihin sopimusten arvonkehitys sidotaan.

Nordean taseen muut varat (13 % taseesta) koostuvat johdannaissopimuksista (5 % taseesta) sekä muista pienemmistä eristä kuten osakesijoituksista ja sijoituskiinteistöistä (yhteensä 4 % taseesta). Aineetonta omaisuutta Nordealla oli taseessa maaliskuun lopussa noin 3,9 mrd. euron edestä (1 % taseen loppusummasta ja 14 % omasta

pääomasta).

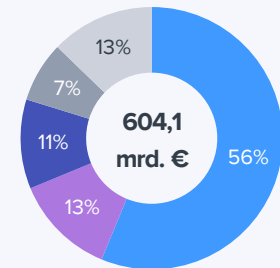
## Varainhankinnassa korostuvat talletukset ja velkakirjarahoitus

Nordean taseen velat olivat Q1'23:n lopussa 575,9 mrd. euroa. Yleisöltä kerätyt talletukset ovat Nordean varainhankinnan suurin erä, sillä ne muodostivat Q1:n lopussa noin 38 % kaikista veloista. Talletuskannan rahoituskustannus on ollut korkoympäristöstä johtuen viime vuodet hyvin matala ja laskelmiemme mukaan Nordean vuotuiset talletuskustannukset olivat vuosina 2018-2022 keskimäärin vain noin 0,2 %.

Nousseen korkotason myötä pankit ovat ryhtyneet tarjoamaan talletuskorkoja määräaikais- ja talletustileille, mutta tavallisille käyttelytileille korkoa ei ole toistaiseksi laajassa mittakaavassa maksettu. Kun huomioidaan mm. velkakirjarahoituksen selvästi nousseet kustannukset, on mielestämme hyvin mahdollista, että pankkien välinen talletuskilpailu tulee ennen pitkään kiristymään.

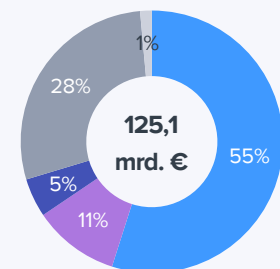
Talletusten lisäksi Nordealle toinen keskeinen rahoituslähde on tukkuvarainhankinta ja yhtiöllä oli Q1:n lopussa yleiseen liikkeeseen laskettuja velkakirjoja noin 190 mrd. euron edestä, muodostaen noin 33 % Nordean kaikista veloista. Liikkeeseen lasketuista velkakirjoista suurimman osan muodostavat katetut joukkovelkakirjalainat (Q1'23: 108 mrd. euroa). Tämän lisäksi velkakirjarahoitus käsittää myös talletus- ja yritystodistukset, vakuudettomat senior-velkakirjat ja senior non-preferred-velkaluokan instrumentit.

## Taseen varat (Q1'2023:n lopussa)



- Luotot yleisölle
- Korolliset arvopaperit
- Käteiset varat ja keskuspankkisaamiset
- Sijoitussidonnaisten vakuutusten katteena olevat sijoitukset
- Muut varat

## Likviditeettipuskuri (Q1'2023:n lopussa)



- Käteinen ja keskuspankkitalletukset
- Valtioiden, keskuspankkien ja kehityspankkien velkakirjat
- Kuntien ja muiden julkisten tahojen velkakirjat
- Katetut joukkolainat
- Muut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Nordea on kyennyt hankkimaan viime vuosina velkakirjarahoitusta hyvin edullisin ehdoin ja esimerkiksi senior-ehtoisten velkakirjojen emissioissa yhtiön luottoriskipreemio on ollut Euroopan ja pohjoismaisen pankkisektorin matalimpia. Näkemyksemme mukaan tämän taustalla on velkasijoittajien korkea luottamus pankin liiketoimintamallia, pääomitusta ja velanhoitokykyä kohtaan.

Talletusten ja velkakirjarahoituksen lisäksi Nordealle mainittavan arvoinen velka-erä taseessa on sijoitussidonnaisten vakuutusten vakuutusvelka, joka muodosti Q1'23:n lopussa 8 % kaikista veloista. Vakuutusvelan muodostavat vakuutusmaksuvastuu ja korvausvastuu. Taseen suurimpiin velkaeriin lukeutuvat myös luottolaitosvelat (6 % kaikista veloista) sekä johdannaisvelat (6 % kaikista veloista).

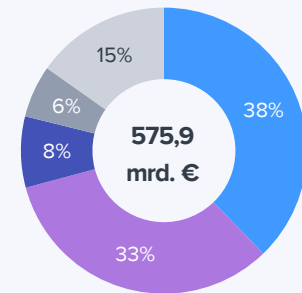
## CET1-vakavaraisuus oli Q1:n lopussa 15,7 %

Nordean ydinvakavaraisuussuhde (CET1) oli maaliskuun lopussa 15,7 % ja se ylitti viranomaisen asettaman vähimmäisvaateen 4,0 %-yksiköllä. Nordean omana tavoitteena on säilyttää vähintään 1,5-2,0 %-yksikön puskuri vähimmäisvaateeseen (11,7 %) nähden ja tämä huomioiden lattiataso CET1-vakavaraisuussuhteelle on tällä hetkellä käytännössä siis 13,2-13,7 %.

Nordea on kertonut odottavansa sen CET1-vakavaraisuusvaatimuksen (sisältäen johdon harkintaan perustuvan puskurin) nousevan vuoteen 2025 ulottuvalla strategiakaudella perusskenaariossa noin 15,0 %:iin. Käytännössä

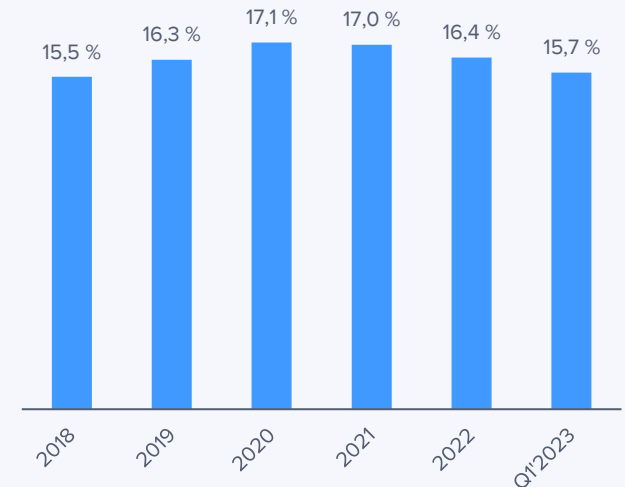
CET1-vakavaraisuusvaatimus nousisi seuraavan reilun kahden ja puolen vuoden aikana perusskenaariossa siis noin 1,5 %-yksiköllä ja asettuisi koronapandemiaa edeltävälle tasolle. Nordean vakavaraisuusvaatimuksia nostaa lähivuosina muuttuvien lisäpääomavaatimusten (CCyB) uudelleenaktivointi ja nousevat systeimiriskipuskurit (O-SII ja SyRB). Korkeimmillaan Nordea näkee CET1-vaatimuksen nousevan 16,0 %:iin ja tämä skenaario edellyttäisi Ruotsin lisäpääomavaatimuksen (CCyB) nousua 2,5 %:iin (Q1'23: 1,0 %) ja Norjan systeimiriskipuskurin täysimääräistä käyttöönottoa.

Taseen velat (Q1'2023:n lopussa)



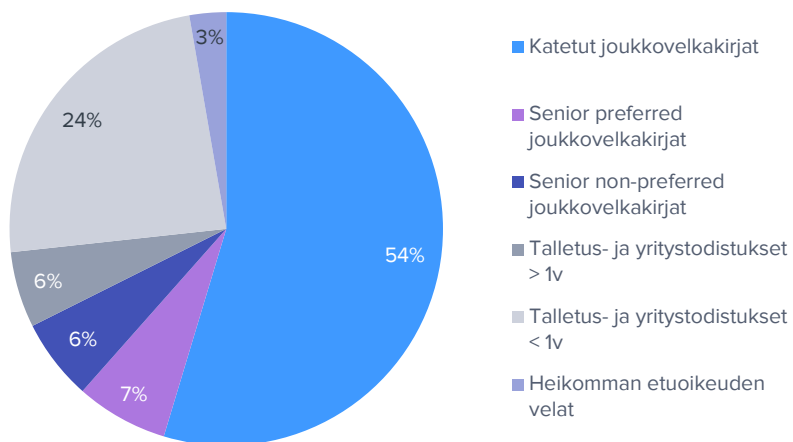
- Talletukset
- Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat
- Sijoitussid. vakuutusvelka
- Velat luottolaitoksille
- Muut velat

CET1-vakavaraisuussuhde

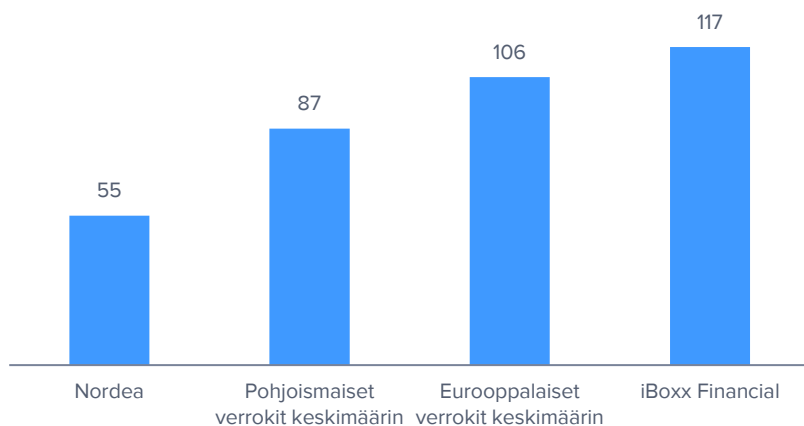


# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

Tukkuvarainhankinnan rakenne Q1'2023:n lopussa



Funding-kustannukset (peruspistettä)<sup>1</sup>



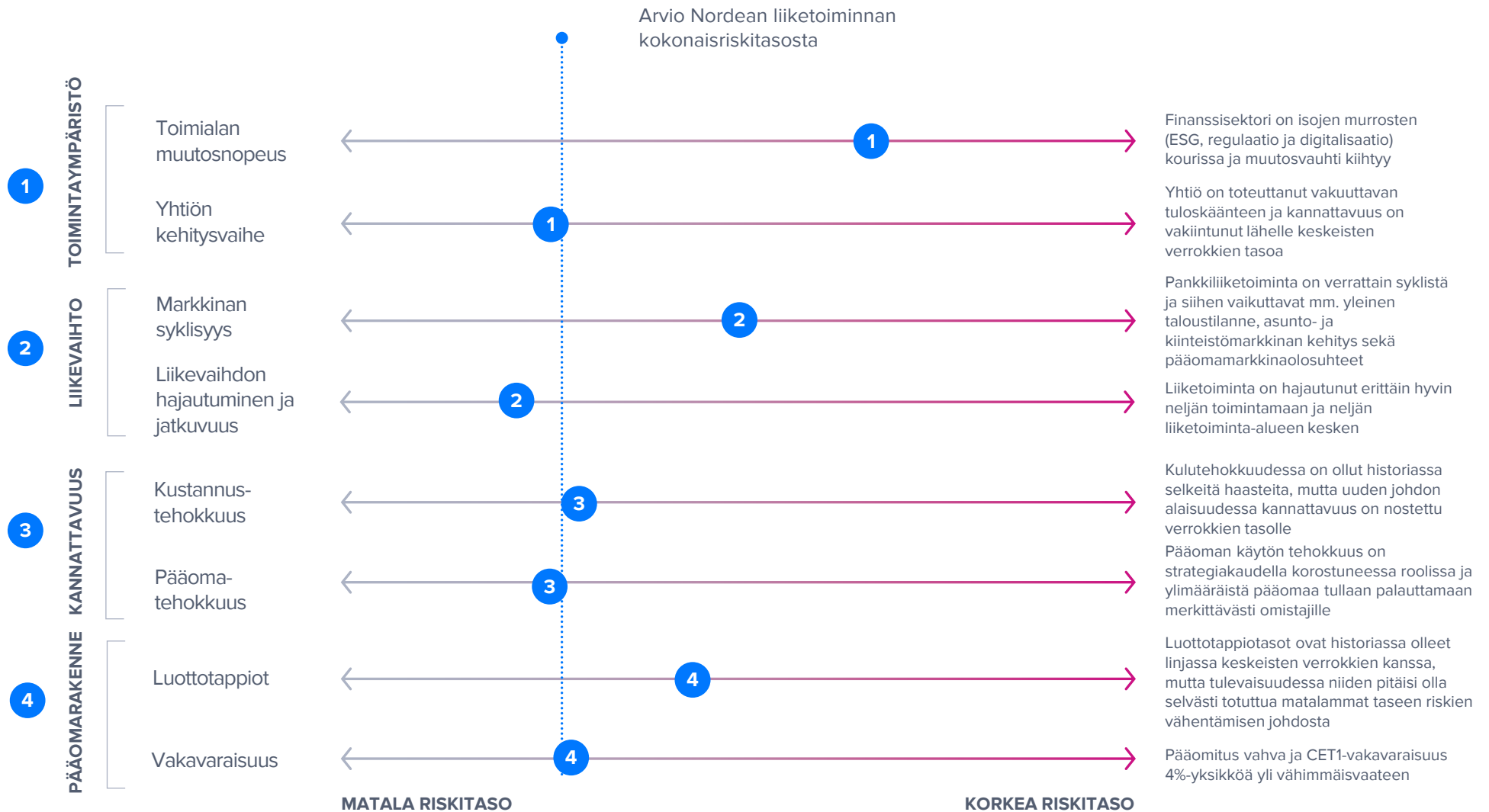
<sup>1</sup>Luottoriskilisiä 5 vuoden senior-preferred velkakirjaemissiossa

Luottoluokitukset Q1'2023:n lopussa

Nordean luottoluokitus

	Pitkäaikainen varainhankinta			Lyhytaikainen varainhankinta		
	S&P	Moody's	Fitch	S&P	Moody's	Fitch
Investointiluokka	AAA	Aaa	AAA	A-1+	P-1	F1+
	AA+	Aa1	AA+	A-1	P-2	F1
	AA	Aa2	AA	A-2	P-3	F2
	AA-	Aa3	AA-	A-3	Not Prime	F3
	A+	A1	A+	B		B
	A	A2	A	C		C
	A-	A3	A-	D		D
	BBB+	Baa1	BBB+			
	BBB	Baa2	BBB			
	BBB-	Baa3	BBB-			
Ei investointiluokassa	BB+	Ba1	BB+			
	BB	Ba2	BB			
	BB-	Ba3	BB-			
	B+	B1	B+			
	B	B2	B			
	B-	B3	B-			
	CCC+	Caa1	CCC+			
	CCC	Caa2	CCC			
	CCC-	Caa3	CCC-			
	CC	Ca	CC			
C	C	C				
D		D				

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkinakatsaus 1/7

## Keskittynyt markkina

Pohjoismaista pankkisektoria leimaa vahva keskittyneisyys. Esimerkiksi Suomessa kolmen suurimman pankin yhteenlaskettu markkinaosuus kaikista lainoista oli 2022 lopussa lähes 70 %. Swedish Bankers Associationin mukaan Ruotsissa kolme suurinta pankkia pitivät vuonna 2022 hallussaan kokonaisluotonannossa 51 %:n markkinaosuutta. Norjasta ja Tanskasta täsmällisiä lukuja ei ole saatavilla, mutta arvioimme näillä markkinoilla vastaavan suhdeluvun pyörivän noin 60 %:n paikkeilla.

Keskittyneisyys lisää osaltaan pankkisektorin haavoittuvuutta, koska yksittäisen ison pankin ongelmilla voisi olla huomattava vaikutus koko markkinaan. Tämän lisäksi useilla isoilla pohjoismaisilla pankeilla on toimintaa enemmän kuin yhdessä Pohjoismaassa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat levitä tämän yhteyden kautta maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

## Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Pohjoismaiset pankit ovat talletusaliijämäisiä eli talletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen erotus on negatiivinen. Suurten listattujen pohjoismaisten pankkien kohdalla lainojen suhde talletuksiin oli 2022 lopussa keskimäärin 148 %. Käytännössä pankit rahoittavat tämän talletusaliijämän markkinoilta saatavalla rahoituksella. Tämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisissä markkinaehtoinen rahoitus voisi tyrehtyä.

## Kiinteistömarkkinoiden merkitys suuri

Pohjoismaisen pankkisektorin luottoriskeistä merkittävä osa liittyy kiinteistövuokudelliseen luotonantoon ja esimerkiksi Suomen Pankin

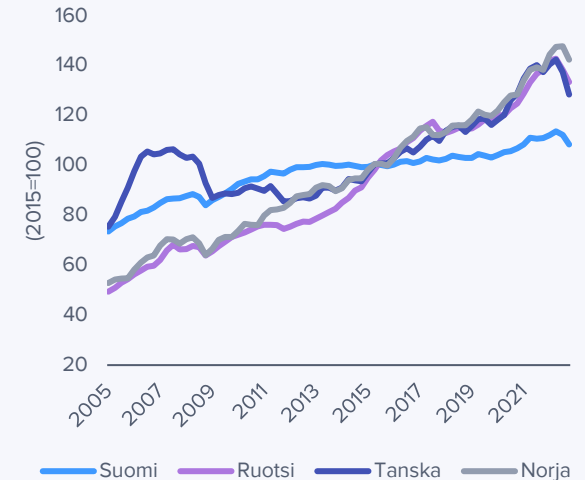
selvityksen perusteella Pohjoismaissa kiinteistösektorille suuntautuva luotonanto (sis. asuntolainat) muodostaa 50-70 % pankkien luottokannoista. Asuntolainoissa luottotappiot ovat historiassa jääneet tavanomaisesti vähäisiksi, mutta kaupalliset kiinteistöt ovat suhdanneherkkä sektori ja voivat tuottaa luottotappioita taantumissa. Esimerkin tästä saa Tukholmasta, jossa liikekiinteistöjen vuokrat laskivat keskustassa vuosina 2000-2004 noin 47 %<sup>1</sup>. Huomionarvoista on, että kiinteistösektoriin liittyvät riskit ovat korkojen voimakkaan nousun myötä nostaneet viime aikoina selvästi päätään.

Nordean altistuminen kiinteistösektorille (pl. asuntolainat) on hieman listattuja verrokkeja maltillisempaa, sillä 2022 lopussa kaupalliset kiinteistöt, asunto- ja property management -sektori, rakentaminen sekä taloyhtiölainat muodostivat 16 % luottokannasta. Verrokeilla vastaavien toimialojen yhteenlaskettu paino oli viime vuoden lopussa laskelmiamme mukaan keskimäärin 24 %. Paljon huomiota saaneet CRE-riskit ovat Nordean kohdalla rajalliset, sillä kaupalliset kiinteistöt muodostavat noin 7 % luottoportfoliosta. CRE-portfolion riskitaso on näkemyksemme mukaan myös maltillinen (mm. keskimääräinen LTV 53 % ja ongelmaluottojen vähäinen määrä).

## Ongelmaluottojen määrä säilynyt Pohjoismaissa vähäisinä

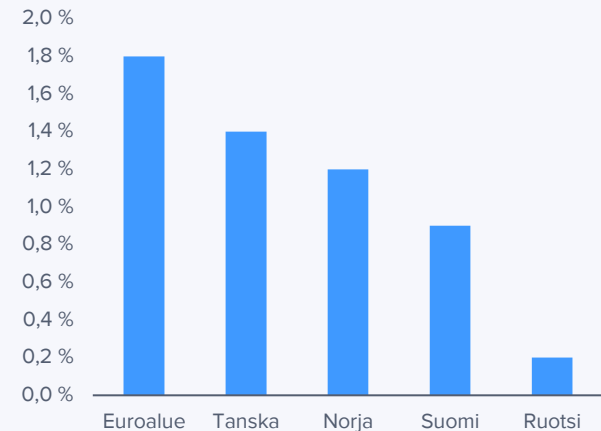
Ongelmaluottojen määrä on säilynyt Pohjoismaissa viime vuosina vähäisinä ja järjestämättömien luottojen määrä on selvästi alle euroalueen keskiarvon. EBA:n tilastojen mukaan NPL-ratiot olivat Pohjoismaissa viime vuoden lopussa 0,2-1,4 %:n välillä, kun koko euroalueella järjestämättömien luottojen osuus oli vuoden 2022 lopussa 1,8 %.

## Asuntojen hintakehitys Pohjoismaissa



Lähde: Bloomberg

## Järjestämättömien luottojen osuus lainakannasta (Q4'2022)



Lähde: EBA

<sup>1</sup>Lähde: Hufvustadenin vuosikertomukset ja Seligson & Co Rahastoyhtiö



# Markkinakatsaus 2/7

## Pohjoismaiset listatut pankit verrokkeina

Nordealle on saatavissa pörssistä hyvä pohjoismaisista pankeista koostuva verrokkiryhmä. Keskeisiä verrokkiyhtiöitä Nordealle ovat tanskalainen Danske Bank, norjalainen DNB sekä ruotsalaiset Swedbank, SEB ja Handelsbanken (SHB). Käymme seuraavissa kappaleissa lyhyesti läpi Nordean pidemmän aikavälin kehitystä suhteessa pääkilpailijoihin.

## Nordean tuottojen kasvu on jäänyt pidemmällä aikavälillä jälkeen verrokeista

Nordean liiketoiminnan tuottojen kasvu on pidemmällä perspektiivillä jäänyt jälkeen keskeisistä verrokeista. Nordean tuotot ovat kasvaneet viimeisen 15 vuoden aikana keskimäärin noin 2 %:n vuosivauhtia, kun samaan aikaan verrokkiryhmässä tuottojen keskimääräinen vuosikasvu on yltänyt hieman yli 3 %:iin.

Nordean tuotot kasvoivat vielä vuosina 2007-2012 verrokkeja nopeammin (4,9 % p.a. vs. 2,8 % p.a.) ja syyt vaisulle tuottokehitykselle löytyvätkin viimeiseltä kymmeneltä vuodelta, jonka aikana pankin tuotot ovat polkeneet pitkälti paikallaan (Nordea 0,4 % p.a. vs. verrokki 3,1 % p.a.). Nordean viimeisen 10 vuoden tahmea kasvu selittyi ensisijassa sillä, ettei yhtiön antolainaus ole kasvanut tarkastelujaksolla käytännössä lainkaan, minkä myötä korkokatteen kasvu on jäänyt selvästi jälkeen verrokeista. Verrokkiyhtiöillä lainakannat ovat kasvaneet viimeisen vuosikymmenen aikana keskimäärin noin 3 %:n vuosivauhtia. Arvioimme mukaan Nordean antolainauksen vaisuun kasvuun heijastuu osaltaan yhtiön 2010-luvun alkupuolella käynnistynyt riskien systemaattinen vähentäminen.

Nordean palkkiotuotot ovat kasvaneet viimeisen 15 vuoden aikana keskimäärin noin 2,7 % vuosivauhtia ja kasvu on ollut hienoisesti verrokkiryhmää nopeampaa (CAGR 2,3 %). Arvioimme mukaan Nordean kohdalla nettopalkkiotuottojen suurin kasvuajuri on ollut etenkin varainhoito, jossa yhtiö on onnistunut kasvattamaan hallinnoitavia asiakasvaroja viimeisen 15 vuoden aikana keskimäärin noin 6 % vuodessa. Sen sijaan arvioimme Nordean palkkiotuottojen kohdanneen vastaavalla ajanjaksolla painetta mm. kortti- ja maksuliikenteen sekä välitysliiketoiminnan saralla.

## Kannattavuus on noussut viime vuosina verrokkien tasolle

Nordean kulu/tuotto-suhde oli vuosina 2007-2015 lähellä verrokkien tasoa, mutta vuosina 2016-2019 tehokkuustasot jäivät selvästi jälkeen verrokeista. Nordean kannattavuutta painoivat takavuosina etenkin laskutrendillä olleet liiketoiminnan tuotot, joihin heijastui vaisu volyymikehitys, matala korkotaso, sekä henkilöasiakasrahoituksessa nähty marginaalipaine. Lisäksi yhtiö keskittyi aiemman johdon alaisuudessa mielestämme liiallisesti puhtaasti kulujenhallintaan, mikä vei fokusta asiakastyöstä ja johti myös markkinaosuusmenetyksiin. Kustannuksille takavuosina nousupainetta aiheuttivat vuonna 2015 käynnistetty mittava peruspankkijärjestelmä uudistus sekä compliance-toimintoihin tehdyt panostukset.

Uuden johdon alaisuudessa Nordea on onnistunut parantamaan kulutehokkuuttaan selvästi ja pankin vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde (2022: 47,5 %) oli viime vuonna jo lähellä vertailuryhmän tasoa. Nähtyä kannattavuuskäännettä selittää arvioimme mukaan aiempaa vahvempi asiakasfokus ja kasvu-

uralle kääntyneet liiketoiminnan tuotot. Lisäksi yhtiön kulukulttuurissa on käsityksemme mukaan tapahtunut uuden johdon alaisuudessa selkeää muutos ja kaikilla liiketoimintayksiköillä on tänä päivänä selkeät tulosvastuut. Nordean parantunut operatiivinen kannattavuus on yhdessä pääoman käytön tehostamisen kanssa heijastunut positiivisesti myös oman pääoman tuottoon ja yhtiö ylsi viime vuonna vertailuryhmän tasoiseen, noin 12 %:n ROE-tasoon.

## Luottotappiotasot ovat olleet pitkällä aikavälillä lähellä verrokkiryhmän keskitasoa

Nordean luottotappiot ovat olleet viimeisen 15 vuoden aikana laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 0,19 % lainakannasta ja taso on ollut linjassa pohjoismaisten verrokkien kanssa (keskim. 0,20 % lainakannasta). Nordea arvioi itse sen normalisoitujen vuotuisten luottotappiotasojen olevan jatkossa noin 0,10 % lainakannasta ja tätä yhtiö perustelee takavuosina toteutetulla taseen riskien systemaattisella vähentämisellä.

## Tulosvaihtelu vertailuryhmän matalimpia ja lainasalkun maantieteellinen hajautus hyvä

Nordean tulosvolatiliteetti<sup>1</sup> on ollut viimeisen 15 vuoden aikana verrokkiryhmän toiseksi matalin. Matala tulosvolatiliteetti kertoo mielestämme osaltaan yhtiön maltillisesta riskiprofiilista ja näemme sen myös olevan Nordean arvostusta tukeva tekijä vertailuryhmässä. Positiivisena tekijänä nostamme esiin myös luottokannan hyvän maantieteellisen hajautumisen. Nordealla suurin markkina-alue (Ruotsi) edusti viime vuonna noin 30 % lainauksesta, kun verrokeilla suurimman maan painoarvo vaihteli 45-88 %:n välillä.

<sup>1</sup>Tulosvolatiliteettia tarkasteltu liikevoiton variaatiokertoimen kautta

# Markkinakatsaus 3/7

## Pohjoismaisten pankkien Q1-tuloskausi sujui vahvasti

Pohjoismaisten pankkien Q1-tuloskausi sujui vahvasti, sillä yhtiöiden tulokset kasvoivat vertailukaudesta mediaanitasolla noin 43 %:lla. Tuloskasvun taustalla oli etenkin viimeisen vuoden aikana merkittävästi noussut korkotaso, joka paisutti korkokatteita (+43 % v/v). Tuloksia tukivat myös korkeat käyvän arvon muutokset. Noussut korkotaso ja epävarma taloustilanne näkyi luottokantojen kehityksessä, sillä luottokannat säilyivät vakaana vuoden lopun tilanteeseen nähden (+4 % v/v).

Sektorin palkkiotuottojen kehitystä (mediaani -4 % v/v) jarrutti Q1:llä se, että pankkien varainhoidon hallinnoitavat asiakasvarat olivat vuoteen lähdeittäessä vertailukautta matalammalla tasolla. Lisäksi hiljentyneet luottokysyntä heijastui negatiivisesti

luotonantoliitännäisten palkkioiden kehitykseen. DNB:n ja Swedbankin palkkiotuotot pysyivät muista yhtiöistä poiketen kasvussa viime vuoteen nähden kortti- ja maksuliikennepalkkioiden tukemana.

Kustannusinflaatio heijastui edelleen nostavasti pankkien kulurakenteisiin ja mediaanitasolla kustannukset olivat Q1:llä noin 12 %:n kasvussa (Q4'22: 10 % v/v). Kustannuksia kasvatti erityisesti nousseet henkilöstökulut palkkapaineista ja henkilöstömäärän kasvusta johtuen. Pohjoismaisten pankkien luottotappiovaraukset olivat Q1:llä edelleen hyvin maltilliset ja myös luottokantojen laadut säilyivät kautta linjan vakaina.

## Vuoden 2023 odotetaan jäävän tuloshuipuksi

Pohjoismaisten pankkien kuluvan vuoden näkymät pysyvät positiivisina epävarmasta taloustilanteesta huolimatta ja konsensusennusteet odottavat

liiketulosten kasvavan tänä vuonna mediaanitasolla noin 23 %:lla. Konsensusennusteiden perusteella pohjoismaisten pankkien tulosten odotetaan kuitenkin saavuttavan huippunsa tänä vuonna ja vuonna 2024 liiketulosten ennustetaan supistuvan noin 4 %:lla. Tulosten heikentymisen taustalla on etenkin odotukset kasvavista luottotappioista. Lisäksi konsensusodotuksissa on, että pohjoismaisten pankkien korkokatteet supistuisivat ensi vuonna mediaanitasolla noin 0,7 %:lla.

## Pohjoismaisten pankkien Q1'23-avainluvut (YoY-muutos)







Yhtiö	Korkokate	Palkkiotuotot	Käyvän arvon muutokset	Tuotot	Kulut	Vert.kelp.liikevoitto
Danske	43 %	-13 %	136 %	32 %	-1 %	95 %
DNB	40 %	2 %	58 %	36 %	18 %	38 %
Swedbank	77 %	3 %	559 %	56 %	30 %	73 %
SEB	60 %	-4 %	4 %	29 %	12 %	48 %
Handelsbanken	43 %	-4 %	43 %	22 %	12 %	29 %
Nordea	35 %	-8 %	27 %	19 %	4 %	34 %
<b>Mediaani</b>	<b>43 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>51 %</b>	<b>30 %</b>	<b>12 %</b>	<b>43 %</b>

Lähde: Inderes, yhtiöt

## Nordean CFO:n Q1-haastattelu

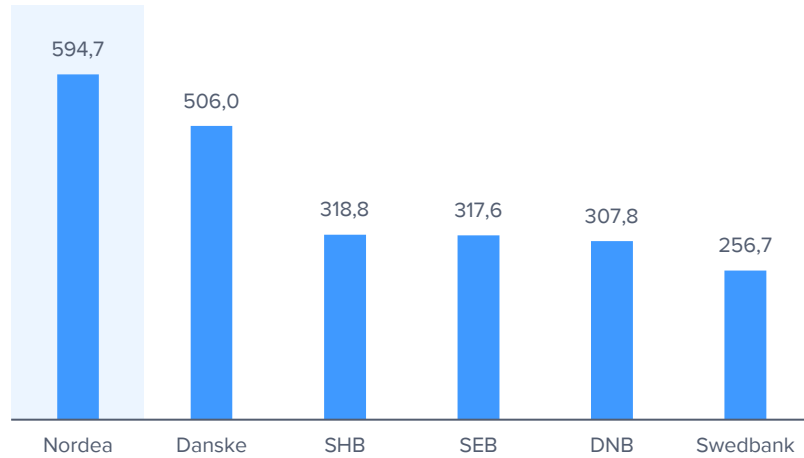


# Markkinakatsaus 4/7

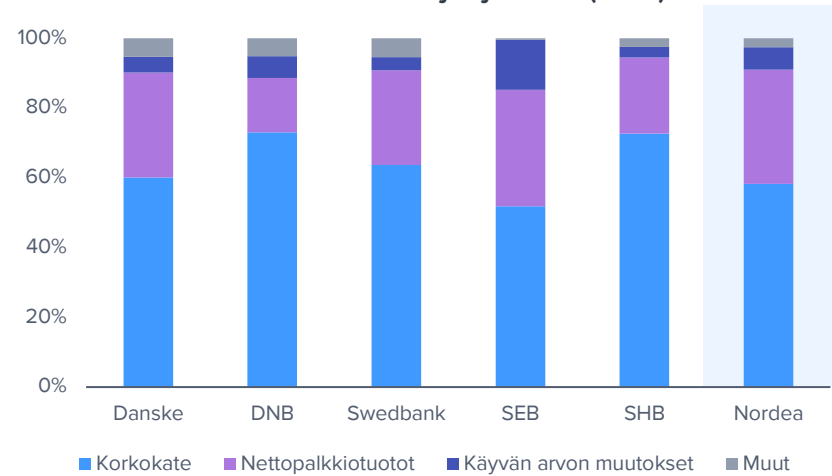
	Nordea	Danske Bank	DNB	Swedbank	SEB	Handelsbanken
<b>Yhtiökuvaus</b>	Pohjoismaiden suurin pankki, joka tarjoaa asiakkailleen rahoitus- ja pankkipalveluita sekä säästämisen ja sijoittamisen tuotteita	Tanskan suurin pankki, joka tarjoaa rahoitus-, pankki- ja sijoituspalveluita sekä yksityisille että yritysasiakkaille	Norjan suurin pankki, joka tarjoaa laajan valikoiman rahoituspalveluita sekä yksityis- että yritysasiakkaille	Ruotsalainen pankki, jonka toiminta keskittyy pääasiassa lainanantoon ja maksuliikenteeseen sekä säästämisen palveluihin	Pohjoismainen rahoituspalveluiden ja yritysten sekä instituutioiden pankkipalveluiden tarjoaja	Ruotsalainen pankki, joka tarjoaa henkilö- ja yritysasiakkaille pankkipalveluita, kuten talletus-, laina- ja sijoituspalveluita
<b>Päämarkkina-alueet</b>						
<b>Luotot yleisölle</b> (Q4'2022, mrd. euroa)	340	243	187	166	186	208
<b>Tuottojen kasvu</b> (CAGR 2008-2022)	2 %	-1 %	5 %	3 %	4 %	4 %
<b>Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde</b> (k.a. 2008-2022)	52 %	59 %	46 %	46 %	54 %	48 %
<b>Oman pääoman tuotto</b> (k.a. 2008-2022)	11 %	6 %	12 %	12 %	11 %	13 %

# Markkinakatsaus 5/7

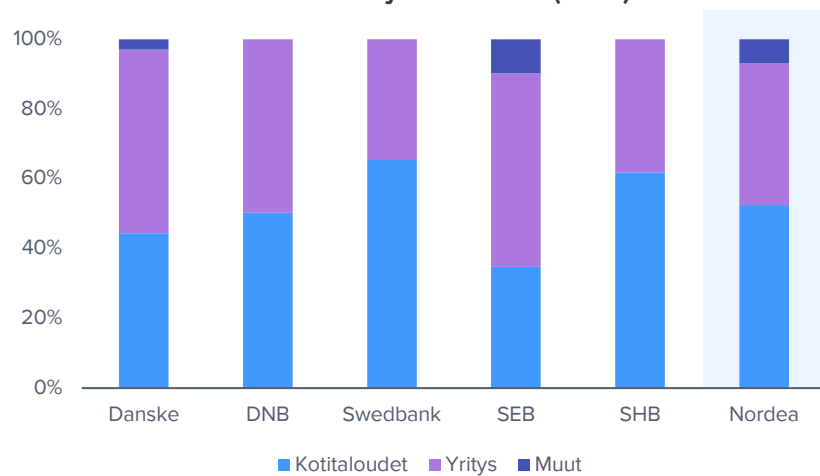
Taseen loppusumma, mrd. euroa (2022)



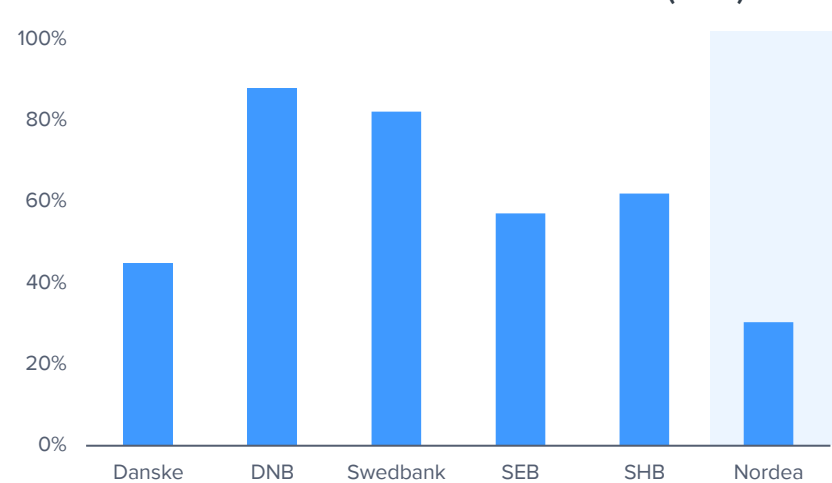
Liiketoiminnan tuottojen jakauma (2022)



Luottokannan jakautuminen (2022)

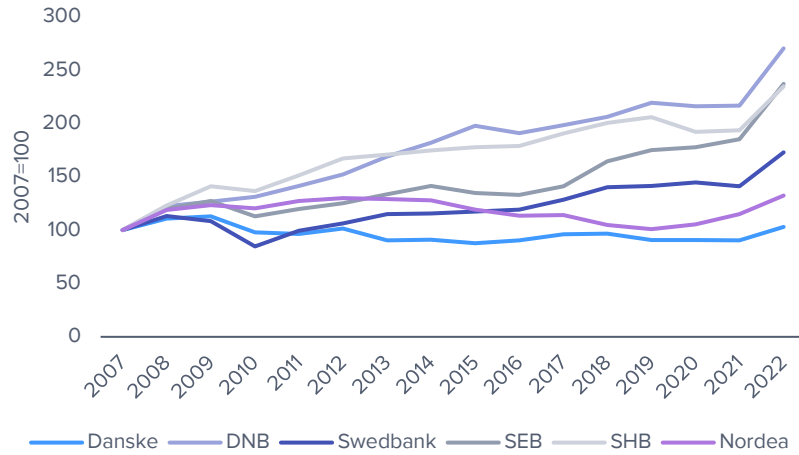


Suurimman toimintamaan osuus luottosalkusta (2022)

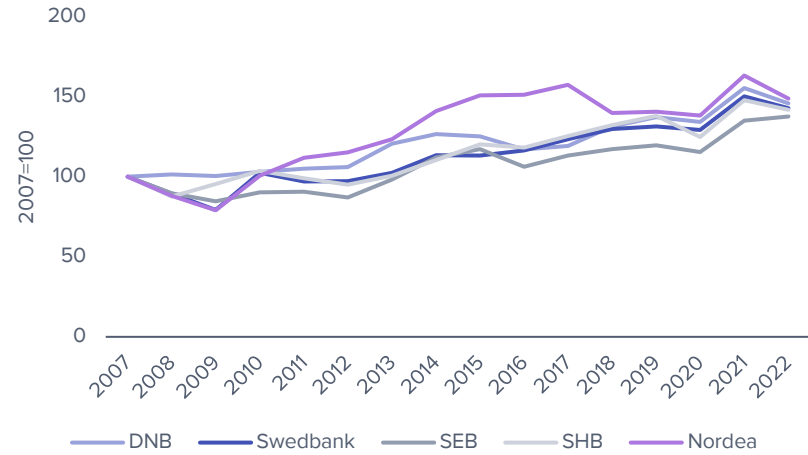


# Markkinakatsaus 6/7

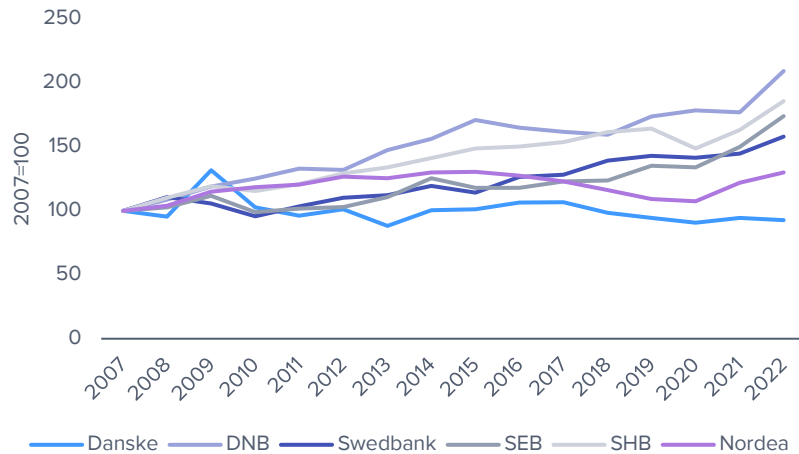
## Korkokatteen kehitys indeksoituna



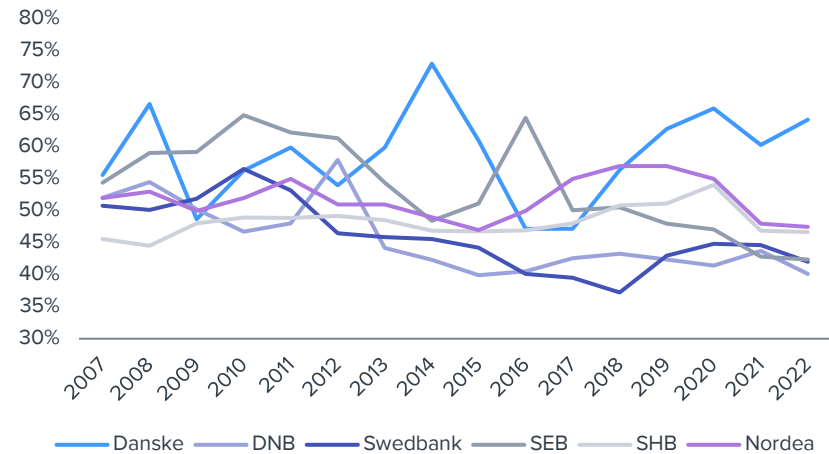
## Nettopalkkiotuottojen kehitys indeksoituna



## Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



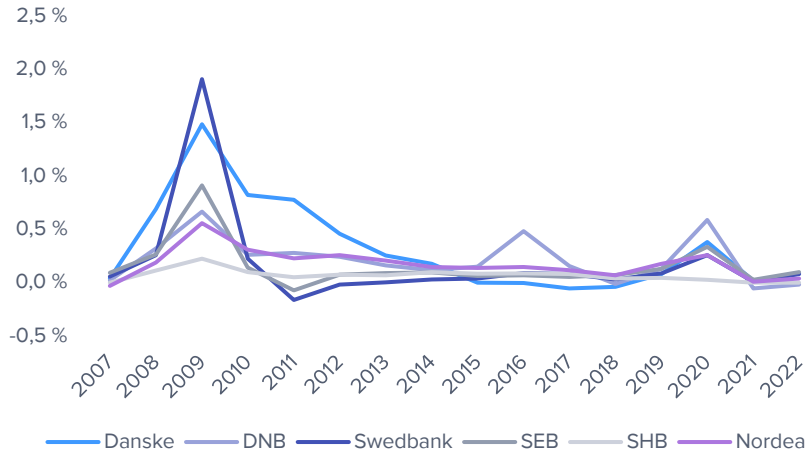
## Kulu/tuotto-suhde



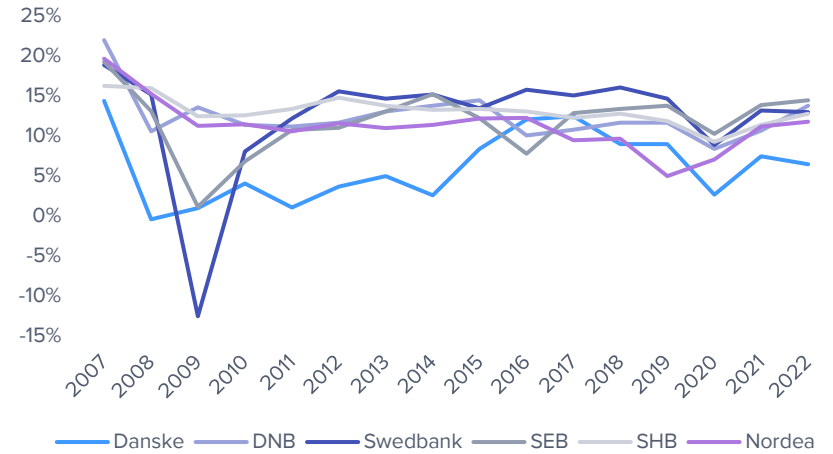
Huom. Danske jätetty nettopalkkiotuottojen kehityksen tarkastelusta pois, sillä kehitys ei tuloslaskelmaan tehtyjen uudelleenryhmittelyiden takia vertailukelpoinen vuosien välillä.

# Markkinakatsaus 7/7

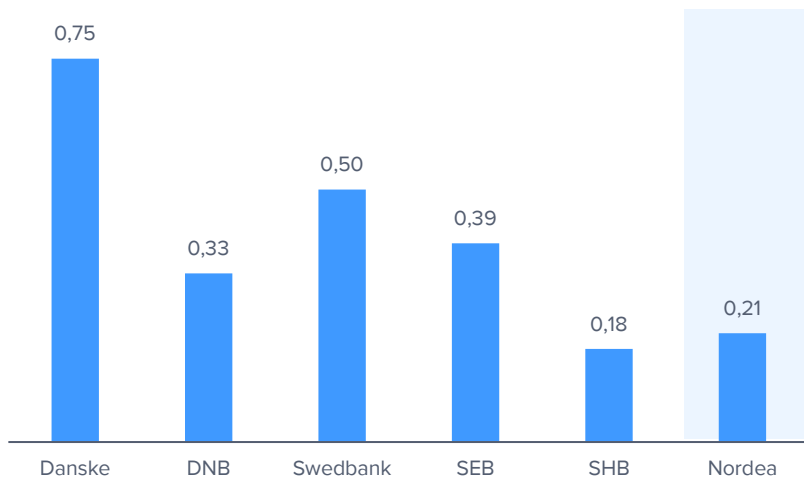
Luottotappio-%



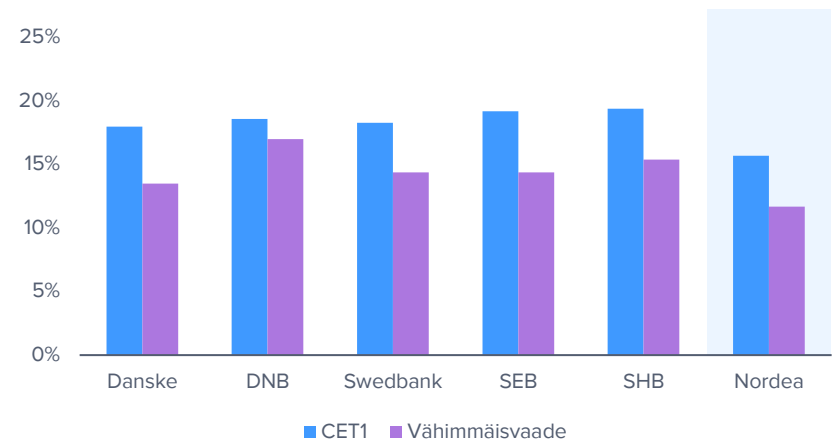
ROE-%



Liikevoiton variaatiokerroin 2008-2022



CET1-vakavaraisuussuhde vs. viranomaisen vähimmäisvaade



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategiakauden 2022-2025 painopistealueet

Nordean tahtotilana on tulla strategiakaudella 2022-2025 Pohjoismaiden halutuimmaksi pankkikumppaniksi. Strategiakauden keskeisiä painopistealueita ovat monikanavaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen, fokuoitu ja kannattava kasvu sekä toiminnan ja pääoman käytön tehostaminen.

Monikanavaisen asiakaskokemuksen tarjoamiseksi Nordea suunnittelee investoivansa digitalisaatioon ja dataan sekä myyntiin ja palveluun liittyvillä osa-alueilla. Keskeisenä tavoitteena on mm. asuntolainaprosessien täydellinen digitalisointi. Lisäksi yhtiön tavoitteena vuodelle 2025 on kasvattaa digiasiakkaiden määrää vähintään 25 %:lla (CMD-päivänä Nordealla noin 4 miljoonaa digiasiakasta) ja kaksinkertaistaa digitaalisten tuotteiden sekä palvelujen määrä vuoteen 2025 mennessä. Lisäksi Nordea aikoo laajentaa yritysasiakkaille suunnattua digitaalista tarjontaa.

Strategiakaudella Nordea pyrkii kasvamaan fokusoidusti ja kannattavasti. Luotoannossa yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa, noin 4 % vuotuista volyymikasvua. Kasvumahdollisuuksia yhtiö kertoo näkevänsä etenkin asuntolainoissa ja pk-yritysasiakkaissa. Säästämisessä yhtiö odottaa hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan vuosittain noin 4-6 %:lla ja kasvua ajaa etenkin vahva uusmyynti.

Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö näkee sen vahvan taseen ja tulokertymän mahdollistavan sille myös pienemmät täydentävät yritysostot. Esimerkkejä Nordean lähihistorian add-on-yritysostoista ovat

mm. vuonna 2019 hankitut Gjensidige Pankki ja rahoitusyhtiö SG Finans, viime vuonna toteutettu [Topdanmarkin henkivakuutustoimintojen osto](#) sekä hiljattain tiedotettu [Advinans-hankinta](#).

Strategiakaudella Nordea arvioi sen kulujen kasvavan noin 1-2 % vuosittain. Kuluja yhtiö pyrkii hallitsemaan operatiivisen toiminnan tehostamisen, digitalisaation ja automaation sekä tiukan kulukulttuurin avulla. Tuottojen kasvun Nordea odottaa olevan strategiakaudella 2 %-yksikköä kustannuskasvua nopeampaa eli noin 3-4 % vuodessa.

Nordea odottaa sen kasvun tapahtuvan strategiakaudella pääomatehokkaasti, sillä samaan aikaan kun yhtiö odottaa luottokannan kasvavan noin 4 %:n vuosivauhtia, arvioidaan riskipainotettujen saamisten kasvavan vain 1,9-2,5 % vuodessa. Keskeisiä syitä riskipainotettujen erien luottokantaa maltillisemmalle kasvulle ovat pääomaintensiivisyyden vähentäminen yritysluotoksessa, markkinariskin aktiivinen hallinta sekä mallikehitys, jonka odotetaan heijastuvan positiivisesti riskipainoihin.

## Taloudelliset tavoitteet

Nordea tavoittelee vuoden 2025 loppuun mennessä yli 13 % oman pääoman tuottotasoa. Perustan tälle tavoitteelle luo yhtiön tavoittelema 45-47 % kulu/tuotto-suhde, oletus normalisoiduista 10 peruspisteen luottotappioista sekä pääomien tehokas käyttö. Huomionarvoista on, että Nordean CMD:llä asettamat taloudelliset tavoitteet perustuivat sen hetken (2/2022) korko-odotuksiin. Korot ovat nousseet pääomamarkkinapäivän jälkeen merkittävästi, mikä on heijastunut

positiivisesti pankin kannattavuuteen (Q1'23: ROE 15,3 %). Yhtiö on kertonutkin, että vuoden 2025 taloudellisia tavoitteita tullaan päivittämään kuluvaan vuoden loppuun mennessä, mikäli taloustilanne selkeytyy.

## Strategiakaudella luvassa vuolasta voitonjakoa

Nordean johto on kommentoinut pankin olevan vahvasti ylipääomitettu ja osana pääomien tehokasta käyttöä yhtiö julkisti CMD:llä myös huiman voitonjakosuunnitelman. Nordean tavoitteena on palauttaa strategiakaudella osakkeenomistajille yhteensä noin 15-17 mrd. euroa ja kokonaismäärä on noin 40 % pankin pääomamarkkinapäivän markkina-arvosta. Strategiakauden voitonjaosta karkeasti noin kaksi kolmasosaa on määrä tapahtua osingonjaon kautta ja noin kolmasosa omien osakkeiden takaisinostoina. Osingonjakopolitiikkaan ei tehty CMD:llä muutoksia ja yhtiön tavoitteena on jakaa vuosittain osinkoina noin 60-70 % tuloksestaan.

Yhtiö on tähän mennessä toteuttanut kolme omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmaa, jotka ovat yhteissummaltaan 4,5 mrd. euroa. Lisäksi Nordea [ilmoitti](#) huhtikuun lopussa käynnistävänsä neljännen, enintään 1,0 mrd. euron osto-ohjelman. Nordean tulokunto on ollut pääomamarkkinapäivän jälkeen selvästi tuolloin indikoitua vahvempaa ja tuloskehitystä on pönkittänyt etenkin selvästi odotuksia voimakkaammin noussut korkotaso. Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että Nordean kokonaisvoitonjako tulee strategiakaudella ylittämään CMD:llä kommunikoidun tason.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Nordean strategian kulmakivet vuosina 2022-2025



### Alan parhaan monikanavaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen

Yhdistetään vahva teknologinen osaaminen ja henkilökohtainen asiantuntijapalvelu

Digiasiakkaiden määrän kasvattaminen vähintään 25 % vuoteen 2025 mennessä

Digitaalisten tuotteiden ja palvelujen määrän kaksinkertaistaminen vuoteen 2025 mennessä



### Fokusoitunut ja kannattava kasvu

Markkinaosuuksien kasvattaminen valikoiduilla alueilla sekä panostaminen säästämiseen ja sijoittamiseen

Vahva tase ja tulostietä vahvistavat täydentävät yritysostot liiketoimintojen vahvistamiseksi

Tavoitteena luottovolyymien 4 %:n ja säästämisen 4-6 %:n keskimääräinen vuosittainen kasvu



### Toiminnan ja pääoman käytön tehostaminen

Kustannussäästöjen tavoittelu automaation ja digitalisaation sekä tiukan kulukulttuurin avulla

Tavoitteena 2 %-yksikköä kustannusten kasvua nopeampi tuottojen kasvu

45-47 %:n kulu/tuotto-suhteen saavuttaminen vuoteen 2025 mennessä



Oman pääoman tuotto (ROE) > 13 % vuoden 2025 loppuun mennessä



# Ennusteet 1/4

## Ennustamme vertailukelpoisten tuottojen kasvavan 4 %:n vuosivauhtia 2022-2025 välillä

Nordean korkokate kasvoi Q1:llä vahvasti (+35 % v/v) ja kasvua tuki leventymistään jatkanut korkomarginaali. Nordean johto on kommentoinut, että keskuspankkien koronnostot tulevat parantamaan pankin korkokatetta koko vuoden 2023 aikana noin 1,2-1,6 mrd. eurolla ja edelleen vuonna 2024 noin 100 MEUR:lla.

Tukkurahoituskustannusten nousulla ja suojauskustannuksilla arvioidaan puolestaan olevan korkokatteeseen negatiivinen vaikutus. Luottokannan kehityksen osalta odotamme heikentyvän taloussuhdanteen ja asuntomarkkinan heikkouden supistavan Nordean luottokantaa kuluvana vuonna noin 1%:lla. Vuosina 2024-2025 odotamme luottokannan elpyvän asteittain noin 2-3 %:n kasvuun.

Arvioimme korkojen nousun lopullisten vaikutusten asettuvan Nordean johdon antaman arvion ylälaitaan ja omat ennusteemme odottavat pankin korkokatteen kasvavan kuluvana vuonna noin 29 %:lla 7 291 MEUR:oon. Arvioimme Nordean korkokatteen saavuttavan huippunsa alkuvuonna 2024 ja kääntyvän tämän jälkeen maltilliseen laskuun. Koko vuoden 2024 osalta odotamme pankin korkokatteen kehittyvän suhteellisen vakaasti (+0,5 %) ja asettuvan 7 324 MEUR:oon. Vuonna 2025 odotamme pankin korkokatteen supistuvan noin 6 %:lla 6 919 MEUR:oon odotetusta korkotason laskusta johtuen.

Nettopalkkiotuottojen osalta odotamme palkkiotuottokertymän jäävän kuluvana vuonna

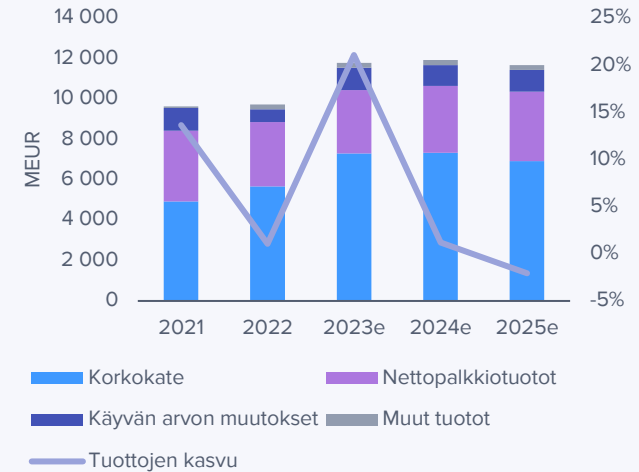
vertailukauden alapuolelle 3 143 MEUR:oon (-1 % v/v). Nettopalkkiotuottojen laskua selittää etenkin Varainhoidon viime vuotta matalammat palkkiotuotot (-2 % v/v) vertailukautta pienemmästä keskimääräisestä hallinnoitavasta varallisuudesta johtuen. Lisäksi ennustamme epävarman ja heikentyvän talustilanteen supistavan myös tiettyjä neuvonantopalkkioita sekä maksuliikenne- ja luotonantopalkkioita. Vuosina 2024-2025 odotamme Nordean nettopalkkiotuottojen kasvavan etenkin Varainhoidon hallinnoitavien varojen kasvun myötä noin 4-5 %:n vuosivauhtia.

Odotamme Nordean käyvän arvon muutosten normalisoituvan viime kvartaalien vahvoilta tasoiltaan (LTM: 1 233 MEUR) ja asettuvan vuosina 2023-2025 1 040-1 098 MEUR:oon. Nordean muut tuotot koostuvat IFRS 17:n mukaisesta vakuutus tuloksesta, osakkuusyhtiötuloksista sekä muista pienemmistä eristä. Ennustamme näiden tuottojen olevan vuosina 2023-2025 noin 238-242 MEUR (2022: 248 MEUR).

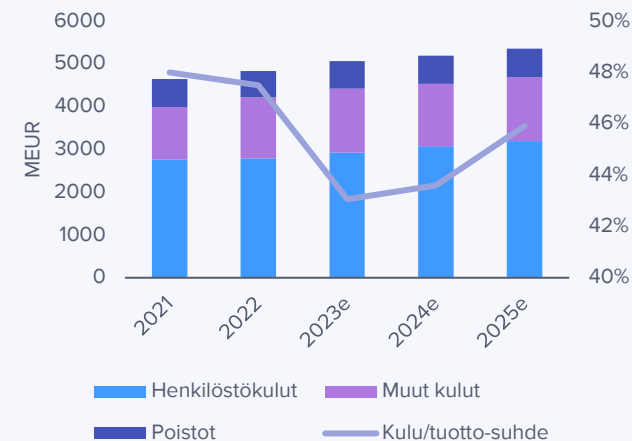
## Kulu/tuotto-suhde asettuu 2023-2024 noin 43-44 %:iin ja nousee sen jälkeen 46 %:iin

Nordea kertoi helmikuussa 2022 järjestetyn CMD:n yhteydessä, että se arvioi sen liiketoiminnan kulujen kasvavan strategiakaudella keskimäärin 1-2 % vuosittain. Tavoite ei ole mielestämme nykyisessä inflatorisessa ympäristössä realistinen ja huomionarvoista myös on, että Nordean henkilöstömäärä kääntyi vuosien 2020-2021 henkilöstövähennysten jälkeen viime vuonna kasvuun (+5 % v/v). Henkilöstömäärää on kasvattanut käsityksemme mukaan etenkin riskienhallintaresurssien lisääminen.

## Liiketoiminnan tuottojen kehitys



## Kulujen kehitys ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde



# Ennusteet 2/4

Ennustamme itse Nordean liiketoiminnan kulujen kasvavan vuosien 2022-2025 välillä noin 3 %:n vuosivauhtia (CAGR). Huomionarvoista on, että vuonna 2024 odotamme kulujen kasvun hidastuvan selvästi kuluvaan vuoteen nähden (2024e: +2 % vs. 2023e: +5 %). Vuonna 2024 kulujen kasvua hidastaa ennusteissamme noin 2 %:lla laskevat liiketoiminnan muut kulut, mikä selittyy selvästi tästä vuodesta laskevilla regulaatiomaksuilla. Nordean vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde parantuu ennusteissamme vuosina 2023-2024 noin 43-44 %:iin (2022: 47,5 %) ja asettuu tämän jälkeen yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaiselle 46 %:n tasolle.

## Ennustamme luottotappioiden nousevan ensi vuonna selvästi

Nordean luottotappiovaraukset jäivät vuosina 2021-2022 historiaan nähden hyvin mataliksi. Vaikka Nordean ja muiden pohjoismaisten pankkien luottokantojen laadut ovat säilyneet toistaiseksi hyvinä, uskomme, että nousut korkotaso ja todennäköiseltä näyttävä taantuma tulevat kasvattamaan sektorin luottotappioita tulevina kvartaaleina.

Ennustamme Nordean luottotappioiden asettuvan kuluvaan vuonna noin 346 MEUR:oon (0,1 % luottokannasta) ja nousevan ensi vuonna 519 MEUR:oon (0,15 % luottokannasta). Vuoden 2024 jälkeen ennustamme Nordean vuotuisten luottotappiotasojen olevan noin 0,13 %. Taso on Nordean omia tavoitteita (0,10 %) korkeampi, mutta selvästi viimeisen 15 vuoden keskiarvoa (0,19 %) matalampi.

## Liikevoiton osalta kuluva vuosi jää tuloshuipuksi

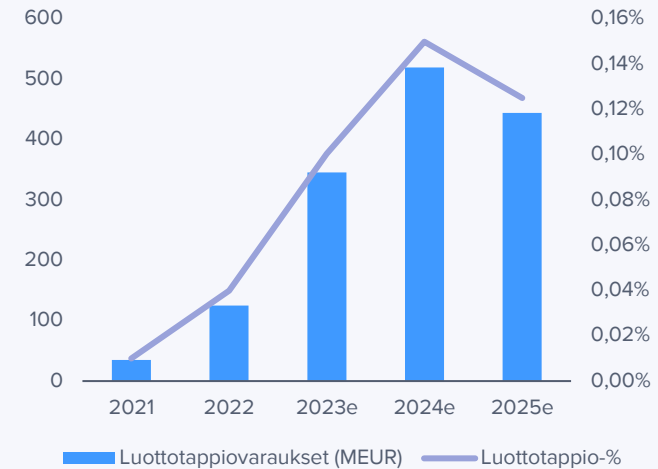
Edellisiä ennusteita mukaillen odotamme Nordean vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan kuluvaan vuonna 20 %:lla 6 356 MEUR:oon. Vuosi 2023 jää ennusteissamme liikevoiton osalta tuloshuipuksi, sillä nousevista luottotappioista ja markkinakorkojen laskusta johtuen ennustamme vertailukelpoisen liikevoiton laskevan ensi vuonna 2 %:lla 6 199 MEUR:oon ja vuonna 2025 edelleen noin 5 %:lla 5 864 MEUR:oon.

Ennustamme Nordean veroasteen asettuvan CMD:llä kommunikoidun mukaisesti lähivuosina noin 23 %:iin. Ennusteissamme yhtiön oikaistu nettotulos nousee kuluvaan vuonna 4 903 MEUR:oon (2022: 4 186 MEUR) ja laskee sen jälkeen asteittain liikevoiton kehitystä mukaillen 4 515 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä.

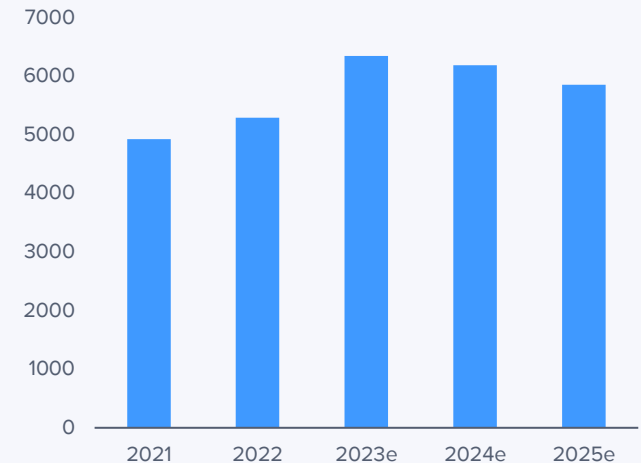
## Osakekohtainen tulos kasvaa kuitenkin vielä 2024 takaisinostojen tukemana

Nordea [käynnisti](#) neljännen, enintään 1,0 mrd. euron omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman huhtikuun lopussa. Yhtiön nykyinen pääomarakenne (Q1'23: CET1: 15,7 %) ja lähivuosien tulosodotuksemme huomioiden odotamme Nordealta neljännen ohjelman jälkeen omien osakkeiden takaisinostoja vielä noin 2,0 mrd. euron edestä. Odotamme näiden 2,0 mrd. euron omien osakkeiden takaisinostojen jaksottuvan tasan vuosille 2024-2025. Omien osakkeiden takaisinostot supistavat Nordean ulkona olevaa osakemäärää 2023-2025 vuosittain 3-4 %:lla ja tukevat siten osakekohtaisen tuloksen kehitystä.

Luottotappiovaraukset



Liikevoitto ilman kertaeriä (MEUR)



# Ennusteet 3/4

Ennustamme Nordean vertailukelpoisen EPS:n kasvavan kuluvana vuonna 23 %:lla 1,37 euroon ja ensi vuonna 1,39 euroon. Vuonna 2025 odotamme EPS:n laskevan 1,35 euroon.

Ennusteemme Nordean kuluvan vuoden osingoksi on 0,92 euroa/osake, mikä vastaa noin 67 %:n osingonjakosuhdetta. Odotamme osingonjakosuhteen asettuvan vuoden 2023 jälkeen osinkopolitiikan mukaisen tason ylälaitaan (70 %) ja ennustamme osakekohtaisen osingon olevan vuonna 2024 noin 0,97 euroa/osake ja vuonna 2025 noin 0,95 euroa/osake.

**Odotamme Nordean kumulatiivisen voitonjaon nousevan strategiakaudella noin 18,4 mrd. euroon**

Nykyisillä voitonjakoennusteillamme Nordean kokonaisvoitonjako asettuu vuosien 2022-2025 strategiakaudella noin 18,4 mrd. euroon ja taso on CMD:llä kommunikoidun 15-17 mrd. euron haarukan yläpuolella. Ennusteissamme Nordean kokonaisvoitonjaosta noin 65 % muodostuu osingoista (osingot laskettu kokonaisvoitonjaossa maksuvuoden mukaan) ja loput 35 % omien osakkeiden takaisinostoista.

**Lähivuosien ROE asettuu ennusteissamme 14-16 %:iin ja CET1-vakavaraisuus vuonna 2025 noin 16,4 %:iin**

Nykyisillä tulos- ja voitonjakoennusteillamme Nordean oman pääoman tuotto (ROE) nousee vuosina 2023-2024 noin 15-16 %:n tasolle (2022: 12 %) ja asettuu tämän jälkeen noin 14 %:iin. Nordean CET1-vakavaraisuus asettuu ennustemallissamme vuonna 2025 noin 16,4 %:iin

ja vakavaraisuus on verrattain hyvin linjassa vuoden 2025 arvioitujen pääomavaatimusten (CET1-vaatimus 15-16 %, sisältäen johdon harkintaan perustuvan 1,5-2,0 %-yksikön puskurin) kanssa.

Mikäli Nordean kokonaisvoitonjako muodostuisi strategiakaudella noin 2,0 mrd. nykyisiä ennusteitamme korkeammaksi, asettuisi pankin CET1-vakavaraisuus ennusteissamme vuonna 2025 noin 15 %:iin. Edellä mainittu odotettua korkeampi voitonjako nostaisi vuosien 2024-2025 ROE-ennusteemme nykyisestä 14 %:n tasosta noin 15 %:iin.

**2023-2024 ennusteemme ovat 4-5 % yli konsensuksen, 2025 ennusteet konsensusta varovaisemmat**

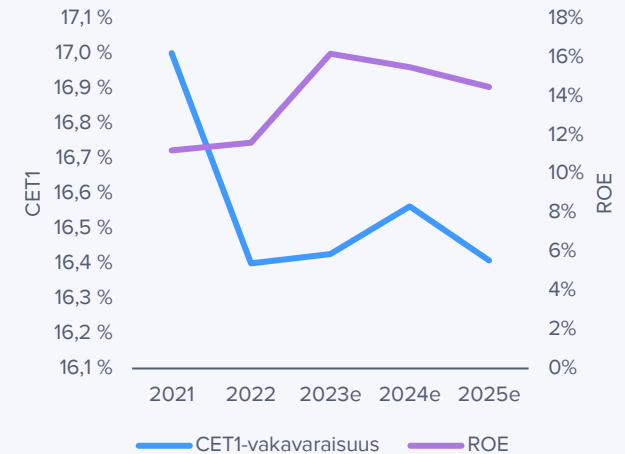
Vuosien 2024-2025 EPS-ennusteemme ovat noin 4-5 % yli Bloombergin keräämien konsensusennusteiden. Ennustepoikkeama suhteessa konsensukseen selittyy pääasiassa positiivisemmalla näkemyksellämme Nordean vuosien 2023-2024 korkokatteesta. Lisäksi liiketoiminnan kuluja ja luottotappioita koskevat ennusteemme ovat vuosien 2023-2024 osalta hienoisesti konsensuksen alapuolella.

Vuoden 2025 tulosennusteemme sen sijaan alittavat konsensuksen liikevoittotasolla noin 4 %:lla, mutta EPS-ennusteemme on käytännössä linjassa konsensukseen. Liikevoittotason ennustepoikkeama selittyy sillä, että liiketoiminnan tuottoja koskevat ennusteemme ovat vuoden 2025 osalta noin 2 % konsensusennusteiden alapuolella.

EPS ja osakekohtainen osinko



CET1-vakavaraisuus ja ROE



# Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma (MEUR)	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Korkokate	4 925	1 308	1 308	1 407	1 641	5 664	1 765	1 816	1 838	1 872	7 291	7 324	6 919	7 109
Nettopalkkiotuotot	3 495	829	797	775	785	3 186	765	772	786	820	3 143	3 306	3 436	3 572
Vakuutustoiminnan nettotulos	0	35	53	38	47	173	46	44	44	44	178	180	182	183
Voitto/tappio käypään arvoon arvostettavista eristä	1 119	-265	254	238	396	623	345	271	235	247	1 098	1 040	1 066	1 093
Muut tuotot	81	17	16	14	28	75	0	20	18	22	60	60	60	60
<b>Liiketoiminnan tuotot yhteensä</b>	<b>9 620</b>	<b>1 924</b>	<b>2 428</b>	<b>2 472</b>	<b>2 897</b>	<b>9 721</b>	<b>2 921</b>	<b>2 924</b>	<b>2 921</b>	<b>3 004</b>	<b>11 770</b>	<b>11 910</b>	<b>11 663</b>	<b>12 017</b>
Kertaluonteiset tuotot	0	-537	0	0	0	-537	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä</b>	<b>9 620</b>	<b>2 461</b>	<b>2 428</b>	<b>2 472</b>	<b>2 897</b>	<b>10 258</b>	<b>2 921</b>	<b>2 924</b>	<b>2 921</b>	<b>3 004</b>	<b>11 770</b>	<b>11 910</b>	<b>11 663</b>	<b>12 017</b>
Henkilöstökulut	-2 759	-692	-689	-691	-721	-2 793	-719	-730	-732	-742	-2 923	-3 071	-3 195	-3 324
Muut kulut	-1 226	-532	-275	-292	-331	-1 430	-542	-305	-304	-346	-1 497	-1 464	-1 493	-1 523
Poistot ja arvonalentumiset	-664	-146	-158	-147	-160	-611	-161	-162	-162	-163	-648	-657	-667	-676
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-4 649</b>	<b>-1 370</b>	<b>-1 122</b>	<b>-1 130</b>	<b>-1 212</b>	<b>-4 834</b>	<b>-1 422</b>	<b>-1 197</b>	<b>-1 198</b>	<b>-1 251</b>	<b>-5 068</b>	<b>-5 192</b>	<b>-5 355</b>	<b>-5 523</b>
Kertaluonteiset kulut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä</b>	<b>-4 649</b>	<b>-1 370</b>	<b>-1 122</b>	<b>-1 130</b>	<b>-1 212</b>	<b>-4 834</b>	<b>-1 422</b>	<b>-1 197</b>	<b>-1 198</b>	<b>-1 251</b>	<b>-5 068</b>	<b>-5 192</b>	<b>-5 355</b>	<b>-5 523</b>
<b>Tulos ennen luottotappioita</b>	<b>4 971</b>	<b>554</b>	<b>1 306</b>	<b>1 342</b>	<b>1 685</b>	<b>4 887</b>	<b>1 499</b>	<b>1 727</b>	<b>1 723</b>	<b>1 753</b>	<b>6 702</b>	<b>6 718</b>	<b>6 308</b>	<b>6 494</b>
Luottotappiot	-35	-64	56	-58	-59	-125	-19	-86	-112	-129	-346	-519	-444	-457
<b>Liikevoitto</b>	<b>4 936</b>	<b>490</b>	<b>1 362</b>	<b>1 284</b>	<b>1 626</b>	<b>4 762</b>	<b>1 480</b>	<b>1 641</b>	<b>1 612</b>	<b>1 624</b>	<b>6 356</b>	<b>6 199</b>	<b>5 864</b>	<b>6 037</b>
Kertaerät yhteensä	0	-537	0	0	0	-537	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4 936</b>	<b>1 027</b>	<b>1 362</b>	<b>1 284</b>	<b>1 626</b>	<b>5 299</b>	<b>1 480</b>	<b>1 641</b>	<b>1 612</b>	<b>1 624</b>	<b>6 356</b>	<b>6 199</b>	<b>5 864</b>	<b>6 037</b>
Verot	-1 105	-231	-308	-283	-353	-1 175	-332	-377	-371	-374	-1 454	-1 426	-1 349	-1 389
<b>Nettotulos</b>	<b>3 831</b>	<b>259</b>	<b>1 054</b>	<b>1 001</b>	<b>1 273</b>	<b>3 587</b>	<b>1 148</b>	<b>1 263</b>	<b>1 241</b>	<b>1 251</b>	<b>4 903</b>	<b>4 773</b>	<b>4 515</b>	<b>4 649</b>
<b>Nettotulos ilman kertaeriä</b>	<b>3 831</b>	<b>858</b>	<b>1 054</b>	<b>1 001</b>	<b>1 273</b>	<b>4 186</b>	<b>1 148</b>	<b>1 263</b>	<b>1 241</b>	<b>1 251</b>	<b>4 903</b>	<b>4 773</b>	<b>4 515</b>	<b>4 649</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,07</b>	<b>0,28</b>	<b>0,27</b>	<b>0,35</b>	<b>0,96</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>0,36</b>	<b>1,37</b>	<b>1,39</b>	<b>1,35</b>	<b>1,41</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,22</b>	<b>0,28</b>	<b>0,27</b>	<b>0,35</b>	<b>1,11</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>0,36</b>	<b>1,37</b>	<b>1,39</b>	<b>1,35</b>	<b>1,41</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,69</b>					<b>0,80</b>					<b>0,92</b>	<b>0,97</b>	<b>0,95</b>	<b>0,99</b>

# Arvonmääritys 1/3

## Tavoitehinta ja suositus

Olemme tarkastelleet Nordean arvostusta tulos- ja taseperusteisten arvostuskertoimien sekä verrokkiryhmän tarjoaman viitekehityksen kautta. Nordean osake on muun pankkisektorin tapaan tällä hetkellä poikkeuksellisen huokeasti hinnoiteltu (2023e: P/E 7,1x ja P/B 1,1x) ja mielestämme arvostus maalaa turhan synkkää kuvaa pankin lähivuosien tulos- ja kannattavuuskehityksestä. Näemmekin Nordean arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa, kun lyhyen aikavälin tuloskuntoon liittyvät huolet ennen pitkää häviävät osakkeen hinnoittelusta. Näkemyksemme mukaan arvostuskertoimien nousuvara tarjoaa yhdessä lähivuosina 13-14 %:n tasoille asettuvien voitonjakotuottojen kanssa sijoittajille erittäin hyvän tuotto-odotuksen.

Aloitamme Nordean seurannan 12,5 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Tavoitehintamme vastaa 2023-2024 ennusteillamme P/E-kerrointa 9x ja P/B-kertoimia 1,4x.

## Nordean riskiprofiili on mielestämme pohjoismaisten pankkien matalimpia

Olemme tarkastelleet sivupalkissa esitetystä graafissa pohjoismaisten pankkien implisiittisten oman pääoman tuottovaatimusten kehitystä viimeisen viiden vuoden ajalta. Olemme johtaneet implisiittiset oman pääoman kustannukset Gordonin kasvumallin kautta ja olemme soveltaneet siinä yhtiöiden P/B-arvostuskertoimia, Bloombergin seuraavan 24kk ROE-konsensusennustetta sekä 2,5 %:n kestävä kasvutekijää (g).

Laskelmiemme mukaan pohjoismaisia pankkeja

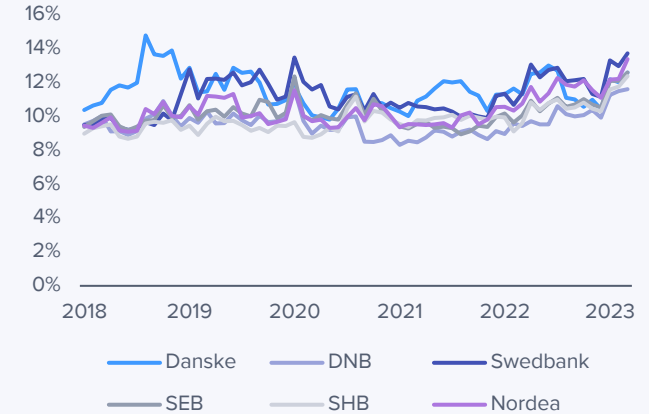
on hinnoiteltu viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 10,3 %:n implisiittisellä oman pääoman tuottovaatimuksella. Nordean implisiittinen oman pääoman kustannus on ollut lähellä verrokkien keskitasoa, sillä yhtiön oman pääoman tuottovaatimus on ollut tarkastelujaksolla keskimäärin 10,4 %.

Näkemyksemme mukaan Nordealle voitaisiin perustella vertailuryhmän keskitasoa matalampi oman pääoman tuottovaatimus ja siten verrokkeja korkeammat arvostuskertoimet. Perustelemme näkemystämme sillä, että yhtiön tulosvolatiliteetti on pohjoismaisten pankkien matalimpia ja lisäksi yhtiön luottosalkku on maantieteellisesti verrokkiryhmää paremmin hajautunut. Lisäksi verrokkiryhmän keskitasoa selvästi matalammat rahoituskustannukset tukevat osaltaan näkemystämme verrokkeja matalammasta riskiprofiilista.

## Fundamenttiperusteinen P/B

Nordean hyväksyttävää P/B-perusteista arvostusta voidaan tarkastella tekemällä oletuksia kestävästä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotasosta (ROE), oman pääoman tuottovaatimuksesta (CoE) sekä kestävästä kasvutekijästä (g). Mikäli oletamme Nordean yltävän pitkällä aikavälillä kestävästi noin 12-13 %:n ROE-tasoon (vrt. taloudellinen tavoite + 13 %, viimeisen 20 vuoden keskiarvo 12,6 %) ja sovellamme yhtiölle 9,75-10,25 %:n oman pääoman tuottovaatimusta sekä 2,5 %:n kasvutekijää, asetuisi hyväksyttävä P/B-kerroin noin 1,23x-1,45x tasolle. Nykyisillä ennusteillamme Nordean 2023e P/B on noin 1,1x tasolla ja tarkastelun perusteella arvostuskertoimissa olisi nousuvaraa 10-30 %.

## Pohjoismaisten pankkien implisiittinen oman pääoman kustannus (CoE)<sup>1</sup>



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

## Hyväksyttävä P/B eri ROE-tasoilla ja oman pääoman tuottovaatimuksella (CoE)<sup>2</sup>

CoE	Kestävä oman pääoman tuotto (ROE)						
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %
9,50 %	1,07	1,21	1,36	1,50	1,64	1,79	1,93
9,75 %	1,03	1,17	1,31	1,45	1,59	1,72	1,86
10,00 %	1,00	1,13	1,27	1,40	1,53	1,67	1,80
10,25 %	0,97	1,10	1,23	1,35	1,48	1,61	1,74
10,50 %	0,94	1,06	1,19	1,31	1,44	1,56	1,69

<sup>2</sup>Kestävä kasvutekijä (g) = 2,5%

# Arvonmääritys 2/3

## Osakemarkkinat suhtautuvat skeptisesti nykyisiin kannattavuustasoihin

Nordea arvostetaan viimeisimpään raportoituun osakekohtaiseen pääomaan tällä hetkellä P/B-kertoimella 1,24x. Konsensusodotukset Nordean oman pääoman tuottotasosta ovat nousseet viimeisen kahden vuoden aikana trendinomaisesti ja 12 kuukauden päähän katsovat ROE-ennusteet ylittävät 15 %:n tason. Trendinomaisesti nousseet kannattavuusennusteet eivät ole heijastuneet täysimääräisesti P/B-perusteiseen arvostustasoon ja näkemyksemme mukaan osakemarkkinat suhtautuvat skeptisesti pohjoismaisten pankkien nykyisten tulos- ja kannattavuustasojen kestävyYTEEN.

Kuvaavaa onkin, että Nordea arvostettiin esimerkiksi syyskuussa 2018 P/B-kertoimella 1,2x, kun samaan aikaan konsensusodotus ROE-tasoksi oli noin 10 %.

Vastaavasti vuonna 2021 Nordea hinnoiteltiin P/B-kertoimella 1,3x, kun 12 kk:n päähän katsova konsensusodotus ROE-tasoksi oli tuolloin noin 11 %.

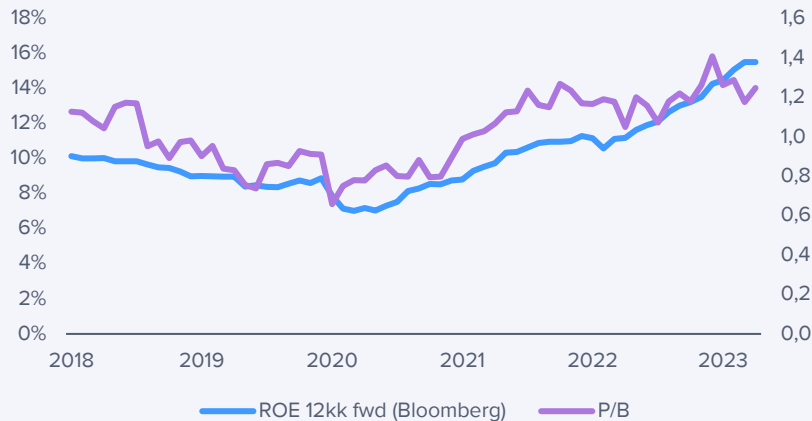
## P/B-perusteinen arvostus näyttää verrokkien valossa järkevältä, mutta arvostukset kautta linjan matalat

Olemme suhteuttaneet alla olevassa regressiomallissa suurten pohjoismaisten pankkien tasepohjaiset P/B-arvostuskertoimet vuoden 2023 konsensusennusteiden mukaiseen ROE-tasoon. Regressiomallia voi tulkita niin, että suoran alapuolella olevat yhtiöt saattavat olla suhteellisesti aliarvostettuja ja sen yläpuolella olevat yhtiöt vastaavasti suhteellisesti yliarvostettuja. Nordean P/B-arvostustaso asettuu 16 %:n ROE-ennusteellamme mallissa regressiosuoran indikoimalle tasolle ja sen perusteella osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta.

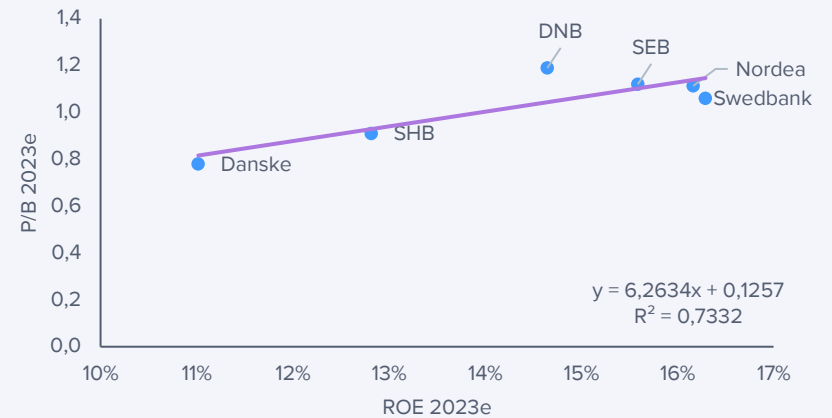
Huomautamme kuitenkin, että koko vertailuryhmän taseperusteiset arvostuskertoimet ovat ROE-tasoihin nähden matalat ja näemmekin koko sektorin arvostustasoissa nousuvaraa.

Sijoittajan on myös hyvä huomata, että regressioanalyysissä ainoana selittävänä muuttujana on yhtiöiden kuluvan vuoden oman pääoman tuottotaso, eikä tarkastelu ota huomioon esimerkiksi yhtiöiden toisistaan poikkeavia riskiprofiileja (argumentoimme edellisellä sivulla, miksi Nordean riskiprofiili on mielestämme verrokkiryhmän keskitasoa matalampi). Regressiomallimme selitysaste on rajoitteista huolimatta kuitenkin kohtuullinen (~73 %).

Nordean 12kk fwd ROE ja P/B



ROE ja P/B 2023e



Huom. P/B suhteessa viimeisimpään raportoituun osakekohtaiseen omaan pääomaan

Lähde: Refinitiv ja Bloomberg

# Arvonmääritys 3/3

## Pohjoismaisen pankkisektorin tuloskerroimet poikkeuksellisen alhaiset

Nordea arvostetaan 2023-2024 ennusteillamme P/E-kertoimilla 7,0x-7,1x ja arvostuskertoimet ovat 4-9 % alle verrokkiryhmän. Huomionarvoista on, että koko pohjoismaisen verrokkiryhmän tulosperusteiset arvostustasot ovat tällä hetkellä poikkeuksellisen matalat, sillä verrokkiryhmän P/E-kerroin on noin 32 % alle viimeisen 10 vuoden keskiarvon. Nordeaa on hinnoiteltu viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 12kk eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella 10,7x ja vuoden 2023 ennusteillamme pankki arvostetaan noin 34 % historiallisten tasojen alapuolelle.

Näkemyksemme mukaan pohjoismaisten pankkien tämänhetkiset arvostustasot hinnoittelevat sisäänsä korostuneesti riskejä ja arvostustasoihin heijastuu skeptisyys nykyisten tulostasojen kestävyyttä kohtaan. Myös Nordean kohdalla osakekurssi hinnoittelee sisäänsä merkittävää tulosheikennystä ja nykyisen arvotustason perustelu edellyttäisi laskelmiemme mukaan joko finanssikriisin tasoisia luottotappioita tai vaihtoehtoisesti korkokatteen merkittävää heikentymistä ja paluuta käytännössä nollakorko-ajakauteen. Tätä voidaan havainnollistaa seuraavien yksinkertaistettujen vuoden 2023 ennusteidemme kautta johdettujen esimerkkien avulla.

Mikäli Nordean luottotappiot nousisivat finanssikriisiä vastaavalle tasolle (2009: 56 peruspistettä), laskisi tämä yhtiön nettotuloksen

karkeasti noin 3,7 mrd. euroon (2023e: 4,9 mrd. euroa). Nykyisellä markkina-arvolla Nordean P/E olisi tässä skenaariossa 9,2x ja alle pitkän aikavälin keskiarvon (10,7x).

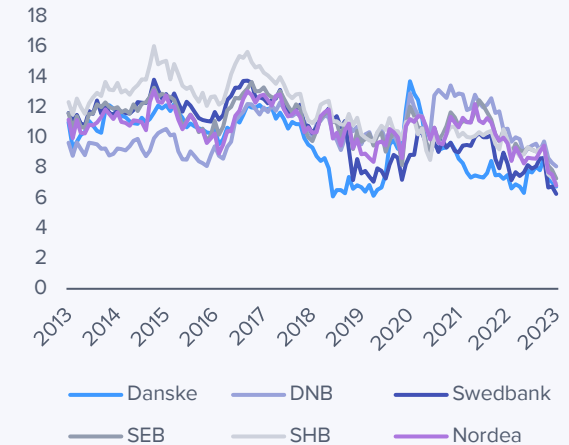
Mikäli koroissa päädyttäisiin puolestaan takaisin vuotta 2021 vastaavaan nollakorko-ajakauteen, tippuisi Nordean nettotulos karkeiden hahmotelmiemme mukaan puolestaan noin 3,2 mrd. euroon (2023e: 4,9 mrd. euroa). Tällä tulostasolla Nordean P/E-luku asettuisi noin 10,8x tasolle ja olisi käytännössä linjassa pitkän aikavälin keskiarvon kanssa.

Pidämme edellä mainittuja skenaarioita hyvin pessimistisinä, sillä näemme Nordean luottoriskien olevan selvästi takavuosia maltillisemmat, eikä myöskään korkojen kääntymistä jyrkkään laskuun ole markkinaodotuksissa. Näemmekin Nordean arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa, kun lyhyen aikavälin tuloskehitykseen liittyvät huolet häviävät osakkeen hinnoittelusta.

## Lähivuosien vuolas voitonjako on vahva tuotto-odotusta tukeva elementti

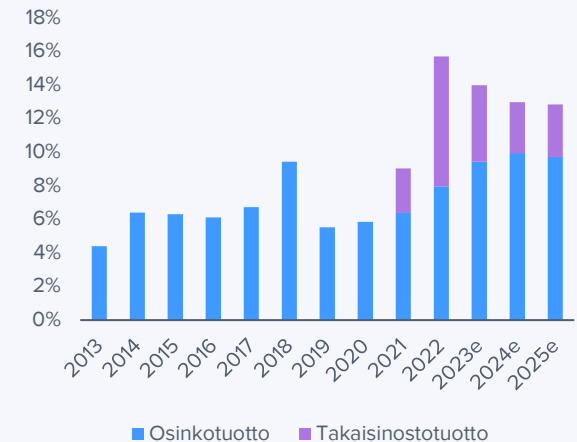
Nordean osinkotuotto nousee ennusteillamme lähivuosina lähes 10 %:iin ja omien osakkeiden takaisinostot huomioiva kokonaisvoitonjakotuotto peräti 13-14 %:iin. Voitonjakotuotolla ei itsessään ole vaikutusta yhtiön arvoon, mutta näemme lähivuosien vahvan voitonjakotuoton olevan selvä tuotto-odotusta tukeva elementti.

Pohjoismaisten pankkien 12kk fwd P/E



Lähde: Bloomberg

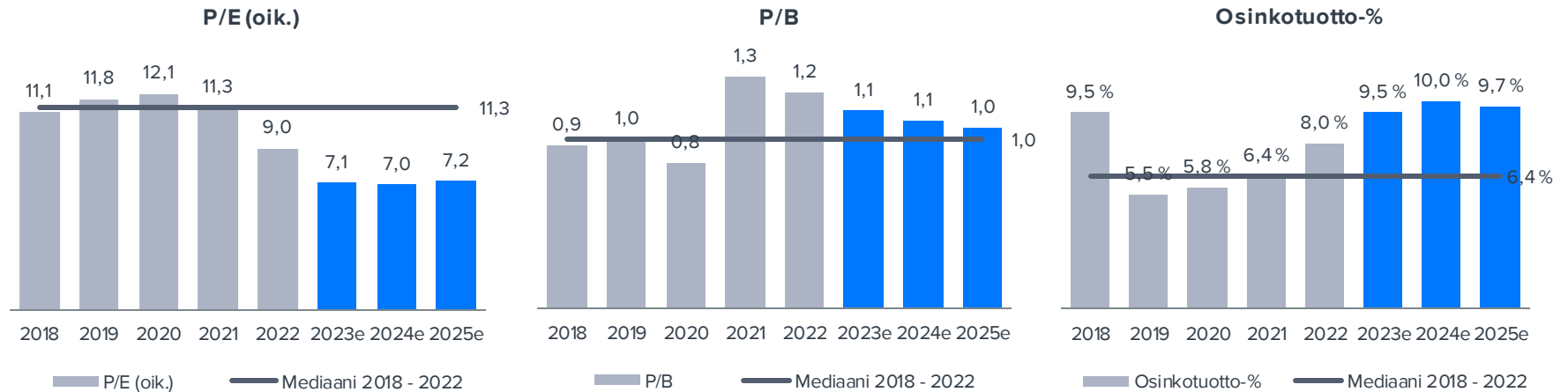
Nordean voitonjakotuotto



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,30	7,24	6,67	10,8	10,0	9,73	9,73	9,73	9,73
Osakemäärä, milj. kpl	4 037	4 102	4 118	4 025	3 721	3 572	3 444	3 339	3 286
Markkina-arvo	29 565	29 322	27 014	42 793	36 650	34 024	33 000	31 975	31 975
P/E (oik.)	11,1	11,8	12,1	11,3	9,0	7,1	7,0	7,2	6,9
P/B	0,9	1,0	0,8	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	9,5 %	5,5 %	5,8 %	6,4 %	8,0 %	9,5 %	10,0 %	9,7 %	10,2 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Danske Bank	18587	7,4	7,3	7,8	7,9	0,8
DNB	26049	8,3	8,6	7,1	7,2	1,2
Handelsbanken	15775	7,2	7,7	9,1	9,3	0,9
SEB	22320	7,7	8,0	6,6	7,0	1,1
Swedbank	17423	6,5	6,9	7,6	9,1	1,1
<b>Nordea (Inderes)</b>	<b>34024</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>9,5</b>	<b>10,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>1,0</b>
<b>Mediaani</b>		<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>		<b>-4 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>24 %</b>	<b>26 %</b>	<b>5 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tase

<b>Tase (mrd. euroa)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Käteiset varat ja keskuspankkisaamiset	48	63	62	64	65
Saamiset luottolaitoksilta	2	5	5	5	5
Luotot yleisölle	345	346	342	350	361
Aineettomat hyödykkeet	4	4	4	4	4
Muut varat	172	178	176	180	185
<b>Varat yhteensä</b>	<b>570</b>	<b>595</b>	<b>589</b>	<b>603</b>	<b>621</b>
Oma pääoma	34	31	31	32	32
Velat luottolaitoksille	27	33	32	33	34
Yleisön talletukset ja muut velat yleisölle	206	217	215	220	227
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	176	180	178	182	188
Velat, joilla on huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	7	5	5	5	6
Muut velat	122	128	127	130	134
<b>Oma pääoma ja velat yhteensä</b>	<b>570</b>	<b>595</b>	<b>589</b>	<b>603</b>	<b>621</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.6.2023	Osta	12,50 €	9,73 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**