

OmaSp

Laaja raportti

19.2.2022 12:03



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattava kasvutarina jatkuu

Nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää) ja toistamme 20,0 euron tavoitehintamme. OmaSp:n lähivuosien tuloskasvunäkymä on edelleen erittäin vahva sen jatkaessa markkinaosuuksien voittamista. Yhtiön liiketoimintamalli on viime vuosina osoittanut toimivuutensa ja sen oma operatiivinen tekeminen on ollut ensiluokkaista. Luottamuksemme tuloskasvua kohtaan onkin korkealla tasolla ja siihen liittyvät riskit ovat mallittaiset. Suhteessa vahvoin tuloskasvunäkymiin osakkeen arvostustaso on edelleen edullinen (2022e P/E ~11x) ja näemmekin osakkeen tuotto/riski-suhteen nykyisellä kurssitasolla erittäin houkuttelevana.

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 sekä maantieteelliseen laajenemiseen. 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 5,4 mrd. euroon.

Yhtiön poikkeava strategia toiminut erittäin hyvin

OmaSp:n strategian ytimenä on paikalliseen läsnäoloon, tavoitettavuuteen ja korkealuokkaiseen asiakaspalveluun nojaava liiketoimintamalli. Strategia poikkeaa merkittävästi toimialan trendeistä, sillä keskeiset kilpailijat ovat viime vuosina pyrkineet tehostamaan toimintaansa henkilökohtaisesta palvelusta karsimalla, päätöksentekoa keskittämällä ja supistamalla konttoriverkostoja voimakkaasti. Valtavirrasta poikkeava strategia on osoittautunut menestykseksi ja yhtiön vertailukelpoiset tuotot ovat lähes nelinkertaistuneet vuosien 2014-2021 välillä yhtiön ollessa käsityksemme mukaan Suomen nopeimmin kasvava pankki. Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa ja OmaSp onkin kulu/tuotto-suhteella (2021: 48 %) mitattuna yksi Suomen kannattavimpia pankkeja.

Odotamme vahvaa tuloskasvua

Ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisten tuottojen kasvavan lähivuosina noin 12 % vuosivauhtia (2021-25 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 normalisoituvat luottotappiotasot huomioiden ennustamme EPS:n kasvavan 12 %/v (2021-25e).

Tuloskasvun ajama tuotto-odotus on houkuttelevalla tasolla

OmaSp:n sijoittajatarina on edennyt seurannan aloituksemme (12/20) jälkeen erittäin hyvin ja tuloskasvu on ollut selvästi odotuksiamme vahvempaa. Luottamuksemme yhtiön suorittamista kohtaan on noussut jatkuvasti ja tämän seurauksena myös osakkeen arvostustaso on tehnyt tasokorjauksen. OmaSp:n osake tarjoaa näkemyksemme mukaan lähivuosille 15-20 %:n tuotto-odotuksen, joka koostuu pääosin vahvasta tuloskasvusta. Osinkotuotto on finanssisektorille suhteellisen matala (~2-3 %) yhtiön investoidessa valtaosan voittovaroistaan kasvuun ja näin ollen osinko näyttää yhtiön tuotto-odotuksessa suhteellisen pientä roolia yleisestä pankkisektorista poiketen.

Suositus

Osta

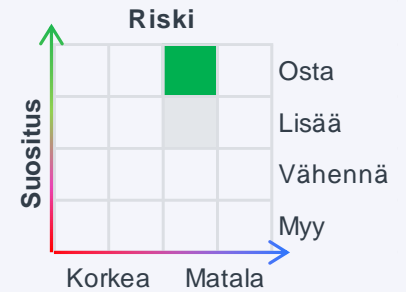
(aik. Lisää)

20,00 EUR

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

16,55



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liiketoiminnan tuotot	156,6	141,2	154,0	171,3
kasvu-%	41 %	-10 %	9 %	11 %
PTP	83,3	64,1	66,9	75,6
Nettotulos	66,2	51,4	53,6	60,5
EPS (oik.)	1,40	1,56	1,72	1,96
Osinko	0,50	0,40	0,50	0,60
P/E (oik.)	12,2	10,6	9,6	8,5
P/B	1,3	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,4 %	3,0 %	3,6 %

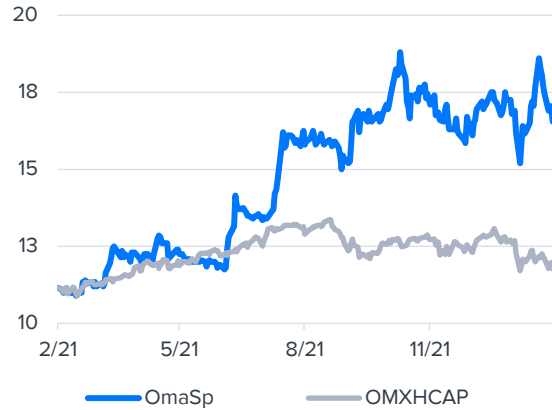
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

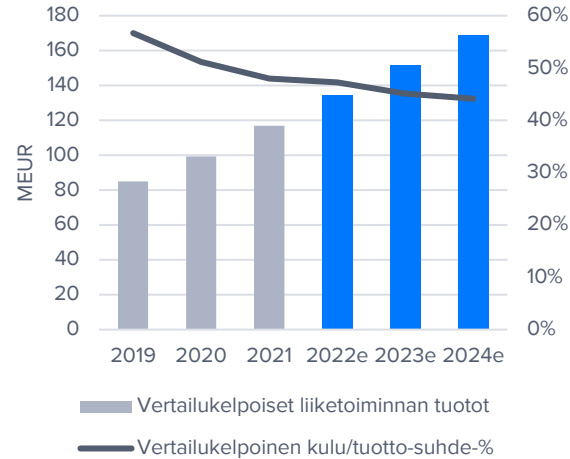
Yhtiö arvioi, että kannattava kasvu jatkuu edelleen vahvana. Konsernin vuoden 2022 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa edelliseen tilikauteen verrattuna.

Osakekurssi

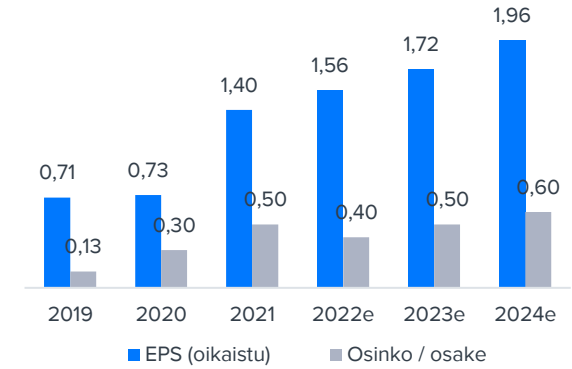


Lähde: Thomson Reuters

Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Organisen kasvun jatkuminen
- Korkeiden nousu
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt
- IRB-malliin siirtyminen
- Oman pääoman tuoton parantuminen pääomakevyyden liiketoiminnan osuuden kasvun kautta



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	16,6	16,6	16,6
Markkina-arvo	496	496	496
P/E (oik.)	10,6	9,6	8,5
P/E	9,6	9,3	8,2
P/B	1,1	1,0	0,9
Osinko/tulos (%)	23,3 %	28,0 %	29,7 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,0 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Tase	11-14
Liiketoimintamallin riskiprofiili	15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-18
Sijoitusprofiili	19
Toimiala- ja kilpailuympäristö	20-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-37
Taulukot ja liitteet	38-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

OmaSp lyhyesti

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

2009-2013

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

2014-2017

- Orgaaninen kasvu kiihtyy
- Kasvua vauhditetaan lukuisin yritysostoin
- Yhtiö moninkertaistaa kokonsa ja kasvaa valtakunnalliseksi toimijaksi

2018-2021

- Listautuminen 2018
- Voimakas orgaaninen kasvu jatkuu, kulutehokkuus paranee merkittävästi
- Yhtiö ostaa Eurajoen Säästöpankin 2021
- Peruspankkijärjestelmän tilaus ja sopimuksen purku

2018

Listautuminen Helsingin pörssiin

116,9 MEUR (2016-2021: CAGR 15 %)

Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot 2021

48,0 % (k.a. 2016-2021: 57,8 %)

Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde 2021

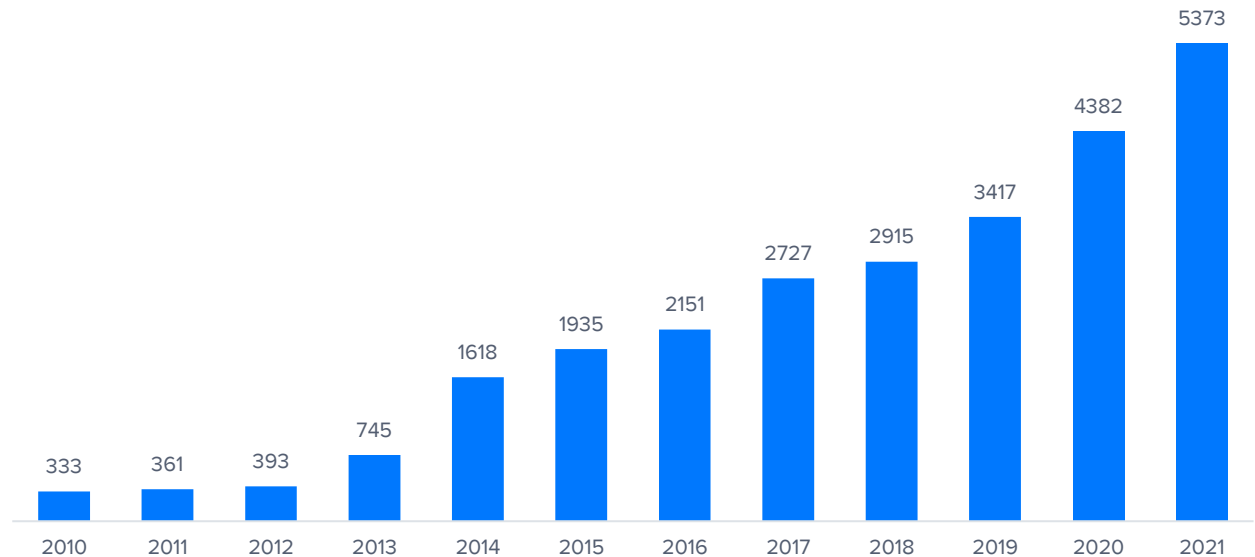
4,3 mrd. euroa (2016-2021: CAGR 19 %)

Antolainaus yleisölle vuoden 2021 lopussa

344

Henkilöstö vuoden 2021 lopussa

Taseen loppusumma (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Palvelumallilla erottuva pankki

Oma Säästöpankki (OmaSp) on kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki. Yhtiön liiketoiminnan fokus on vähittäispankkitoiminnassa ja liiketoimintamalli perustuu laadukkaaseen palveluun. Palvelumallissa keskiössä on helposti tavoitettava henkilökohtainen palvelu asiakkaan valitsemassa kanavassa. Yhtiöllä on myös laaja maan kattava konttoriverkosto ja konttoreita yhtiöllä on 33 paikkakunnalla. Yhtiön asiakaskunta koostuu pääosin yksityishenkilöistä, pk-yrityksistä, asunto-osakeyhtiöistä sekä maatalousyrittäjistä. Taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa noin 5,4 miljardia euroa ja markkinaosuus kaikista Suomessa myönnettyistä lainoista Q2'21:n lopussa 1,4 %.

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 järjestelyitä matkan varrella ovat olleet muun muassa:

- Parkanon Säästöpankin hankinta (2013)
- Suodenniemen ja Etelä-Karjalan Säästöpankkien sekä Kantasäästöpankin osto (2014)
- Joroisten Osuuspankin ja Pyhäselän

Paikallisosuuspankin hankinta (2015)

- S-Pankin pk-yritys- sekä maa- ja metsätalousliiketoimintojen osto (2017)
- Eurajoen Säästöpankin osto (2021)

OmaSp:n kasvu on ollut vakuuttavaa ja pienestä kahden paikallissäästöpankin muodostamasta kokonaisuudesta on syntynyt aidosti valtakunnallinen toimija ja yhtiön taseen loppusumma on noussut vuoden 2010 noin 333 MEUR:sta nykyiseen 5,4 miljardiin euroon (CAGR-% 29 %).

Vahvan orgaanisen kasvun ja yritysostojen myötä OmaSp:n tuottokehitys on ollut vakuuttavaa ja liiketoiminnan vertailukelpoiset tuotot ovat lähes nelinkertaistuneet vuosien 2014-2021 välillä. Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa ja kulurakenne on skaalautunut kasvun mukana selvästi, sillä yhtiön vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde on parantunut vuoden 2014 noin 65%:n tasolta nykyiseen 48 %: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 2021 OmaSp:n yritysostot saivat jatkoa, kun yhtiö osti Eurajoen Säästöpankin 15,5 MEUR:n kauppahinnalla. Hankinta kasvatti OmaSp:n tasetta noin 335 MEUR ja toi yhtiölle noin 12 000 uutta henkilö- ja yritysasiakasta.



- Vuonna 2009 perustettu kotimainen pankki ja Suomen suurin säästöpankki.
- Listautui Helsingin pörssiin vuonna 2018
- Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot noin 116,9 MEUR vuonna 2021
- Vertailukelpoinen tulos ennen veroja 53,1 MEUR vuonna 2021
- Konttoreita 33 paikkakunnalla

OmaSp:n M&A-historia

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Vähittäispankkitoiminta strategian ytimessä

Oma Säästöpankin (OmaSp) liiketoiminta keskittyy hyvin vahvasti perinteiseen pankkitoimintaan. Yhtiön strategian ytimenä on paikalliseen läsnäoloon ja korkealuokkaiseen asiakaspalveluun nojaava liiketoimintamalli. Yksinkertaisuudessaan pankin liiketoimintamallin ytimenä on antolainaus, jossa pankki myöntää korkoa vastaan lainaa loppuasiakkaille (kuluttajat ja yritykset). Antolainauksen lisäksi pankit tarjoavat asiakkailleen muita luotonantoon ja pankkiasiointiin liittäviä 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 pääomakevyitä.

Korkokate ja palkkiotuotot tärkeimmät tuotokomponentit

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

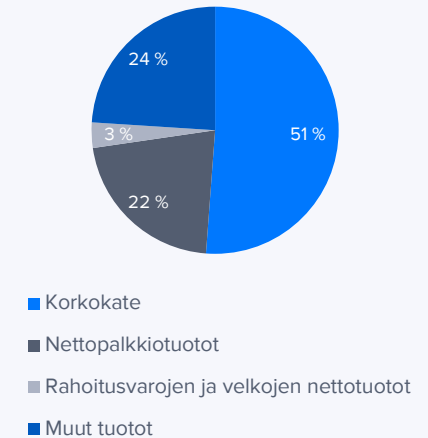
Korkokate

Korkokate (2021: 80,1 MEUR) on ylivoimaisesti

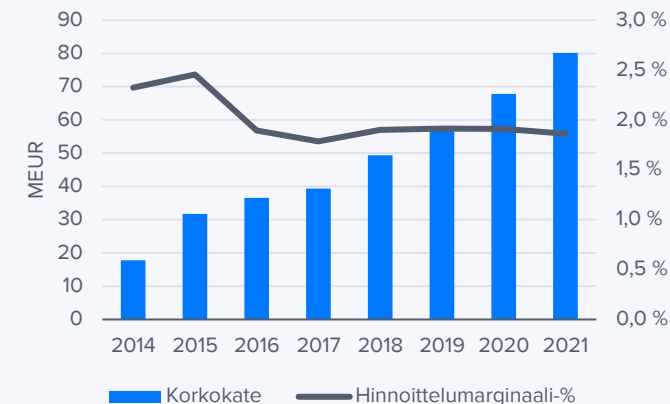
tärkein tuoton lähde OmaSp:lle. Korkokate muodostuu OmaSp:n korkotuottojen ja korkokulujen välisestä erosta. Korkotuotot syntyvät antolainausuiminnasta (mm. asuntolainat ja yrityslainat) ja likviditeetin hallinnasta eli likviditeettisalkun tuotosta. Korkokustannukset puolestaan muodostuvat eristä, joilla rahoitetaan antolainausuiminnasta ja likviditeetin hallintaa. Näitä ovat ottolainaus yrityksiltä ja yksityishenkilöiltä eli talletukset. Tämän lisäksi OmaSp rahoittaa toimintaansa markkinaehtoisella rahoituksella eli se kerää vierasta pääomaa markkinoilta mm. kiinteistövakuudellisten joukkovelkakirjojen ja vakuudettomien senior-ehtoisten jvk-lainojen muodossa.

OmaSp:n antolainauskorko on viime vuodet ollut erinomaisella noin 2 %:n tasolla. Taso on merkittävästi verrokkeja korkeampi ja esimerkiksi uusien asuntolainojen keskikoron liikkuvat tällä hetkellä Suomessa 0,7-0,8 %:n välillä. Tämän taustalla on yhtiön asiakaspalveluun nojaava strategia joka antaa sille selkeää hinnoitteluvoimaa. 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 talletuskorot ovat laskeneet käytännössä nolliin ja myös velkakirjamarkkinoilta on ollut saatavissa yhä edullisempaa rahoitusta.

Liiketoiminnan tuottojen jakauma (2021)



Korkokatteen ja hinnoittelumarginaalin kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Nettopalkkiotuotot

Anto- ja ottolainauksen lisäksi OmaSp tarjoaa asiakkailleen erilaisia palveluita ja tuotteita, joissa tulovirrat tulevat erilaisista maksuista. Nämä erät esitetään palkkiotuottoina. Suurimmat palkkiotuottoerät pankilla ovat kortti- ja maksuliikenteestä saatavat palkkiot (2021: 19,0 MEUR), luotonantoliitännäiset palkkiot (2021: 12,0 MEUR) ja rahastoista tulevat palkkiot (2021: 3,9 MEUR). Lisäksi palkkiotuottoihin kirjataan erinäisiä muita palkkioita, mm. lakiasioiden hoitamisesta ja asuntolainojen täytetäkauksista (muut palkkiotuotot 2021: 4,6 MEUR).

Palkkiotuotot kehittyvät tyypillisesti käsi kädessä liiketoimintavolyymien ja taseen kasvun kanssa, sillä laina-asiakas on useimmiten myös muiden pankkipalveluiden osalta OmaSp:n asiakas. Palkkiotuotot ovatkin kasvaneet viime vuosina voimakkaasti yhtiön kasvun mukana. Sijoittajan kannalta palkkiotuottoja on relevanttia tarkastella nettomääräisinä eli huomioida palkkiotuottoihin liittyvät suora kulut ja keskittyä nettopalkkiotuottojen kehitykseen.

OmaSp:llä nettopalkkiotuottojen rooli on keskeisiä kilpailijoita pienempi (vertailu sivulla 23). Valtaosa yhtiön kilpailijoista on pyrkinyt paikkaamaan palkkiotuotoilla viime vuosina voimakkaasti laskenutta korkokatetta. Etenkin varainhoito on noussut merkittävään rooliin enemmistöllä OmaSp:n kilpailijoista. OmaSp:llä varainhoidon rooli on silmiinpistävän pieni, sillä varainhoidon palkkiot ovat vain noin 5 % kaikista tuotoista. OmaSp:illa ei ole omia varainhoitotuotteita, vaan se

jälleenmyy Säästöpankkiryhmän ratkaisuja. Lisäksi yhtiöllä ei ole erillistä yksityispankkia (yleensä keskittyy varainhoitoon). Tiukka fokus vähittäispankkitoimintaan on mahdollistanut yhtiölle erinomaisen kulutehokkuuden. Näkemyksemme mukaan varainhoidon kasvattaminen voisi tarjota OmaSp:lle mielenkiintoisia mahdollisuuksia liiketoiminnan kasvuun. Käsittelemme tätä tarkemmin sivulla 16.

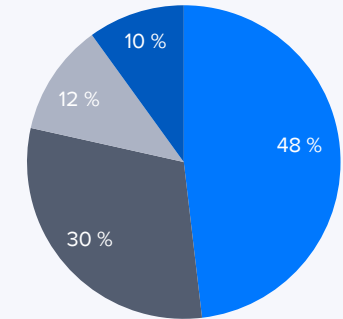
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot

Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot (2021: 5,2 MEUR) pitävät sisällään myyntivoitot- ja tappiot, laskennalliset arvomuutokset, osingot sekä sijoituskiinteistöjen nettotuotot. Rivin ennustettavuus on heikko ja mahdolliset kertaerät saattavat heiluttaa riviä kvartaalitasolla huomattavasti. Yhtiö myös puhdistaa rahoitusvarojen- ja velkojen nettotuotot vertailukelpoisesta tuloksestaan. Kokonaisuudessaan näemme rivin merkityksen sijoittajan ja yhtiön arvon kannalta vähäisenä.

Liiketoiminnan muut tuotot

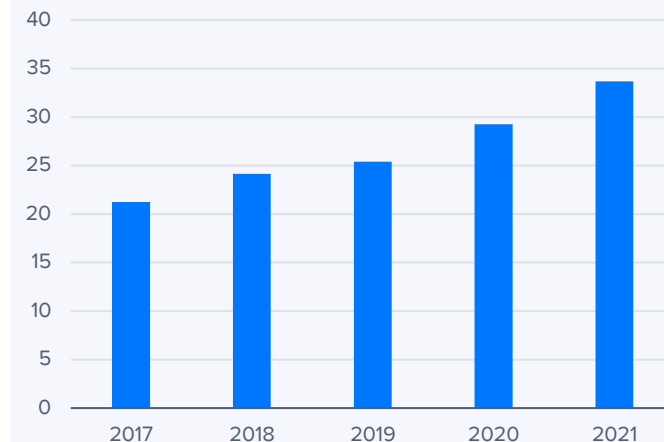
Liiketoiminnan muut tuotot (2021: 37,5 MEUR) sisältävät varsinaiseen operatiiviseen liiketoimintaan kuulumattomia tuottoja ja näiden taso on liiketoiminnan kokoluokkaan nähden tavanomaisesti rajallinen. Vuonna 2021 riviä paisuttivat merkittävät kertatuotot peruspankkijärjestelmähankkeen päättymisestä saatuun korvaukseen (26,9 MEUR) ja Eurajoen Säästöpankin negatiivisen liikearvon kirjaukseen (7,5 MEUR) liittyen.

Palkkiotuottojen jakauma (2021)



■ Kortti- ja maksuliikenne ■ Luotonannosta
■ Muut palkkiotuotot ■ Rahastoista

Nettopalkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Kulurakenne

Kiinteä ja skaalautuva kulurakenne

OmaSp:n kulurakenne on varsin yksinkertainen. Yhtiön liiketoiminnan kulut käsittävät henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut sekä poistot ja arvonalentumiset. OmaSp:n liiketoiminnan kulut ovat skaalautuneet viime vuosina erittäin hyvin, mikä on näkynyt voimakkaasti parantuneena kannattavuutena. Yhtiön kannattavuus onkin tällä hetkellä erinomaisella tasolla ja yhtiö on kulu/tuotto-suhteella mitattuna yksi Suomen kannattavimpia pankkeja (vertailu sivulla 23-24).

Henkilöstökulut

Henkilöstökulut olivat vuonna 2021 noin 20,6 MEUR tai 18 % vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Yhtiön henkilöstömäärä on tällä hetkellä noin 344 ja keskimääräinen henkilöstökulu noin 62 TEUR/vuosi. Kulurakenne on näkemyksemme mukaan hyvin kiinteä ja esimerkiksi bonusten osuus on hyvin pieni. Henkilöstökulut skaalautuvat myös hyvin ja suurin vaikuttava tekijä on konttorien lukumäärä. Yhtiön henkilöstötehokkuus on erinomaisella tasolla ja parhaimmista kotimaisella pankkisektorilla. Tätä selittää etenkin yhtiön yksinkertainen ja tehokas liiketoimintamalli.

Liiketoiminnan muut kulut

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2021 noin 34,4 MEUR eli noin 29 % liiketoiminnan vertailukelpoisista tuotoista. Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimpia kulueriä ovat käsitksemme

mukaan IT-kulut sekä toimitilakulut. Muita kuluja ovat mm. vakuutus-, markkinointi- ja regulaatiomaksut. Myös muut kulut skaalautuvat näkemyksemme mukaan varsin hyvin.

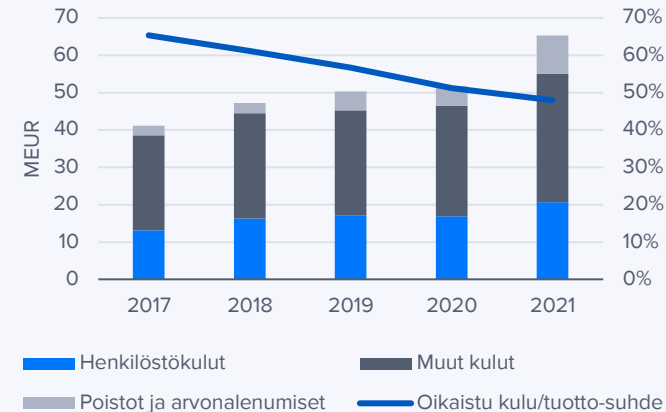
Poistot ja arvonalentumiset

OmaSp:n poistot ja arvonalentumiset olivat 2021 noin 10,3 MEUR tai noin 9 % vertailukelpoisista liiketoiminnan tuotoista. Vuonna 2021 poistot ja arvonalentumiset pitivät sisällään peruspankkijärjestelmähankkeen 4,5 MEUR:n alaskirjauksen ja konttorirakennuksen arvonalentumisen (0,5 MEUR) ja näin ollen varsinaiset poistot olivat vuonna 2021 noin 5,2 MEUR. 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. Poistotaso on arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä vakaa, sillä emme odota oleellisia muutoksia konttoriverkostoon ja IT-järjestelmiin.

IT-järjestelmä uudistus

OmaSp ilmoitti 1/2019 päättäneensä toteuttaa uuden peruspankkijärjestelmän Temenos-teknologialla. Järjestelmän toimittaa Cognizant, jolle OmaSp myi 15,45 %:n osakeomistuksensa nykyisessä IT-palveluiden tarjoajassa Samlinkissä (4,3 MEUR positiivinen kertaerä Q1'19 tuloksessa). Peruspankkijärjestelmän lisäksi sopimukseen kuului 10v sopimus järjestelmän ylläpidosta.

Liiketoiminnan kulut ja vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde



Tehokkuuden tunnuslukuja (TEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Järjestelmän rakentaminen ei käsityksemme mukaan sujunut suunnitellusti ja lisäksi mukana olleiden yhtiöiden tarpeet muuttuivat matkan varrella. Tämän seurauksena osapuolet purkivat sopimuksen 6/21. Sopimuksen purkuehdot olivat OmaSp:lle erittäin suotuisat ja yhtiö kirjasi tästä nettona 22 MEUR:n positiivisen kertaerän [Q2'21 tulokseensa](#).

Käsityksemme mukaan yhtiön IT-strategiana on jatkaa nykyisellä IT-järjestelmällä ja panostaa siihen. Tätä päätöstä helpottaa huomattavasti se, että Cognizant [myi](#) Samlinkin 11/21 Kyndrylille, joka on erikoistunut nykyistä järjestelmää vastaaviin IBM-pohjaisiin järjestelmiin. Koska OmaSp:n liiketoimintamalli on hyvin yksinkertainen ja se operoi yhdellä samalla järjestelmällä, on ratkaisu mielestämme perusteltu. Meidän on vaikea nähdä, että iso IT-investointi antaisi merkittäviä etuja OmaSp:lle suhteessa nykytilanteeseen, kun huomioidaan yhtiön jo valmiiksi erinomainen kulutehokkuus sekä mahdollisuus kehittää nykyistä järjestelmää. Emme odotakaan yhtiöltä merkittäviä IT-investointeja lähivuosilta.

Luottotappiot

OmaSp:n luottotappiot olivat vuonna 2021 noin 7,3 MEUR eli noin 0,19 % keskimääräisestä luottokannasta. Tuloslaskelmaan kirjattavat luottotappiot koostuvat IFRS 9 -standardin mukaisista odotettavissa olevien luottotappioiden muutoksista, lopullisista luottotappioista sekä mahdollisista luottotappioiden palautuksista.

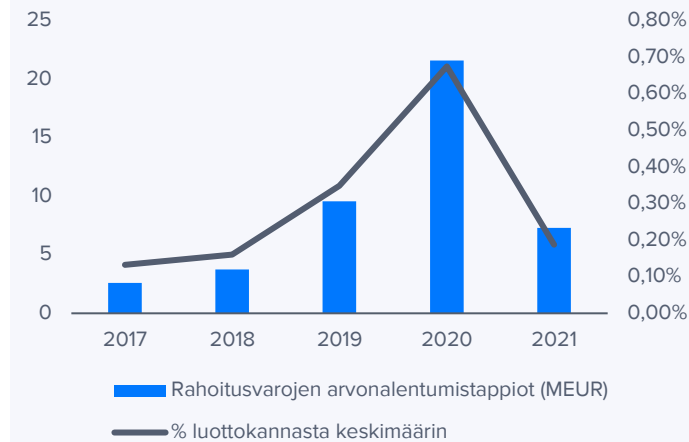
OmaSp:n luottotappiotasossa on ollut historiassa vuosien välillä merkittävää vaihtelua, ja historiavuosien osalta on hyvä huomata, että lukujen vertailukelpoisuuteen ovat vaikuttaneet

myös kirjanpito- ja sääntelymuutokset. Näistä esimerkkejä ovat muun vuonna 2018 tapahtunut IFRS 9 -siirtymä ja vuonna 2021 käyttöön otettu uusi maksukyvyttömyysmääritelmä. Lisäksi luottotappioita ovat tiettyinä vuosina kasvattaneet yksittäisissä suurasiaakkuuksissa realisoituneet luottotappiot sekä vuosina 2020-2021 koronapandemian johdosta tehdyt harkinnanvaraiset lisävaraukset.

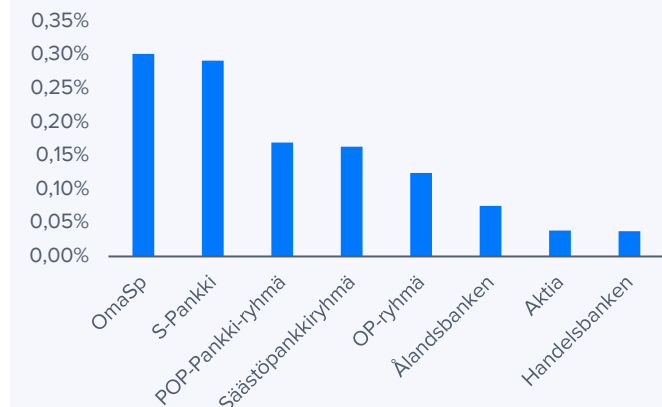
OmaSp:n luottotappiot ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 0,3 % luottokannasta. Historiallinen taso on varsin selvästi yhtiön kotimaisia kilpailijoita korkeampi, sillä laskelmiemme mukaan keskeisillä kilpailijoilla luottotappiot ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana 0,13 % antolainauskannasta. Arviomme mukaan tämän taustalla on OmaSp:n voimakas kasvu, sillä näkemyksemme mukaan merkittävästi yleistä markkinaa nopeampi antolainauksen kasvattaminen vaatii toimialalla jo lähtökohtaisesti suurempaa riskinottoa.

Emme näe tähän liittyvän problematiikkaa, sillä laskelmiemme mukaan OmaSp on viime vuosina kyennyt ansaitsemaan luottotappioiden jälkeenkin antolainauskannalle noin 0,35-0,40 %-yksikköä keskimääräistä kilpailijaa korkeamman korkokatteen (s. 20). Arviomme mukaan tämän taustalla on yhtiön palvelumallin mukanaan tuoma hinnoitteluvoima (kilpailijoita korkeampi antolainauskorko), sillä emme usko ottolainauskustannuksissa olevan yhtiöiden välillä dramaattisia eroja. Korkeamman antolainauskoron ohella OmaSp:n merkittävästi markkinoita nopeamman kasvun (ja suhteellisesti korkeamman luottotappiotason) mahdollistaa myös merkittävästi kilpailijoita parempi kulutehokkuus (s. 19-20).

Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot



Luottotappiotaso, 5 vuoden keskiarvo



Huom. POP-Pankki-ryhmällä ja Säästöpankkiryhmällä tilikaudet 2016-2020, muilla 2017-2021.

Tase 1/4

Varat

OmaSp:n taseen varojen keskeisimmät pääerät ovat antolainaus yleisölle (2021: 4326 MEUR) ja konsernin sijoitusomaisuus (2021: 645 MEUR), ja nämä erät muodostivat vuoden 2021 lopussa 93 % pankin 5,4 mrd. euron taseesta. Koska erät ovat koko taseen kannalta hyvin hallitsevia, käsittelemme molemmat kattavammin seuraavilla sivuilla.

Luottosalkku taseen suurin erä

OmaSp:n antolainaus eli lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä olivat vuoden 2021 lopussa noin 4326 MEUR. Pankin luottosalkku koostuu pääasiassa kotitalouksille myönnettävistä asuntolainoista ja yksityisasiakkaiden osuus koko luottokannasta (ennen arvonalentumisvarauksia) oli Q4'21:n lopussa noin 62 %.

OmaSp:n luottosalkusta yritysluottojen osuus oli vuoden 2021 lopussa noin viidennes. Yritysluotoksessa OmaSp pyrkii turvaamaan riskejä pääasiassa vakuuksin ja kovenanteilla. Yritysluotoksessa yhtiöllä on suurin paino kiinteistöalalla (58 % yritysainoista) ja noin 19 % luotoista on Muut-kategorian alla, mikä koostuu käsityksemme mukaan yksittäisistä hajanaisista toimialoista. Tukku- ja vähittäiskaupan osuus yritysluottosalkusta on 7 % ja syklisemmän rakentamisen noin 6 %.

Asuntoyhteisöille suunnatut lainat vastasivat vuoden 2021 lopussa noin 9 % luottoportfoliosta. 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 vuodenvaihteessa noin 7 % luottokannasta. Maatalousasiakasliiketoimintaa on kasvattanut merkittävästi erityisesti vuonna 2017 toteutettu S-Pankin pk-yritys- ja maatalousasiakasliiketoimintojen osto. Sen myötä OmaSp:n luottokanta kasvoi 140 MEUR:lla, ja merkittävilta osin juuri maatalousasiakkaissa.

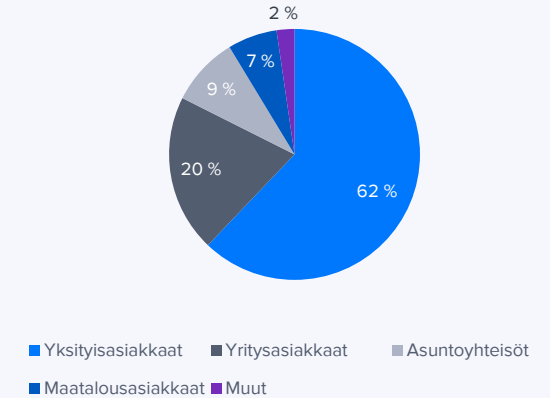
Loput OmaSp:n antolainauskannasta (2 %) muodostuu erilaisista yhteisöille, yhdistyksille sekä säätiöille myönnetystä luotoista.

Järjestämättömien saamisten osuus 2 % luottokannasta

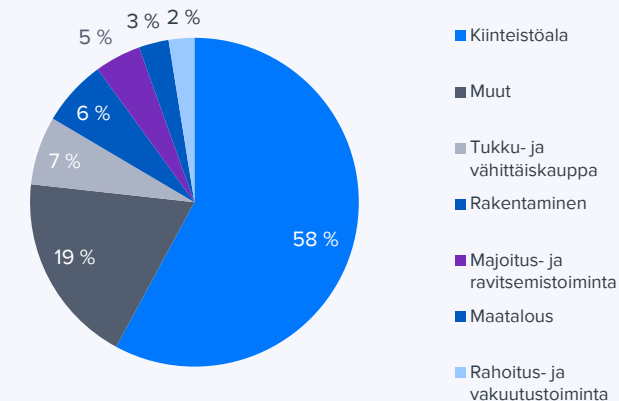
OmaSp:llä oli H1'21:n lopussa järjestämättömiä saamia noin 75,3 MEUR eli 2,0 % koko lainakannasta. Järjestämättömäksi saamiseksi luetaan lainasaamiset, joiden maksusuoritukset ovat olleet erääntyneinä yli 90 päivää sekä sellaiset saamiset, joiden takaisinsaantia voidaan muutoin pitää epätodennäköisenä. Järjestämättömät saamiset heijastelevat yleisesti pankkien luottosalkkujen laatua sekä riskitasoa.

Järjestämättömiä saamia tarkastellaan tyypillisesti sekä brutto- että nettomääräisenä. Bruttomääräiset järjestämättömät saamiset kuvaavat lainoja, jotka ovat "järjestämättä" ja joista voi odottaa pankille luottotappiotappiokirjauksia. Kun bruttomääräisistä järjestämättömistä luotoista vähennetään tappiovaraukset, päästään nettomääräisiin järjestämättömiin saamisiin.

Luottokannan jakautuminen asiakasryhmittäin ennen arvonalentumisvarauksia



Lainat ja taseen ulkopuoliset erät, yritysasiakkaat



Tase 2/4

OmaSp:llä järjestämättömät saamiset ovat kasvaneet viime vuosina luottokantaa nopeammin, sillä vielä vuonna 2017 järjestämättömien luottojen osuus kaikista lainasaamisista oli 1,2 %. Euroopan pankkivalvoja EBA:n tilastojen mukaan Suomen pankkisektorin bruttomääräinen NPL-ratio oli kesäkuun 2021 lopussa 1,4 % ja näin ollen OmaSp:llä järjestämättömiä saamisista on suhteellisesti toimialaa enemmän.

Arviomme mukaan järjestämättömien luottojen suhteellisen osuuden kasvun taustalla on ollut OmaSp:n viime vuosien voimakas kasvu ja kasvun hakeminen erityisesti yritysasiakaspuolelta, jossa riskit ovat lähtökohtaisesti selvästi perinteistä asuntoluotosta suuremmat. Yhtiön mukaan järjestämättömien saamisten määrää on

kasvattanut myös yksittäisten suurempien asiakkaiden tilanteen heikentyminen ja alkuvuonna 2021 käyttöön otettu uusi maksukyvyttömyyden määritelmä.

Ongelmaluottojen kohdalla pankit pyrkivät mahdollisuuksien mukaan turvaamaan lainan takaisinsaannin lainanhoitojoustojen (lyhennysvapaat tai luoton uudelleenjärjestely) avulla. Tämän lisäksi vaihtoehtona on saatavien alaskirjauksen sijaan myös järjestämättömien luottojen myynti tai arvopaperistaminen.

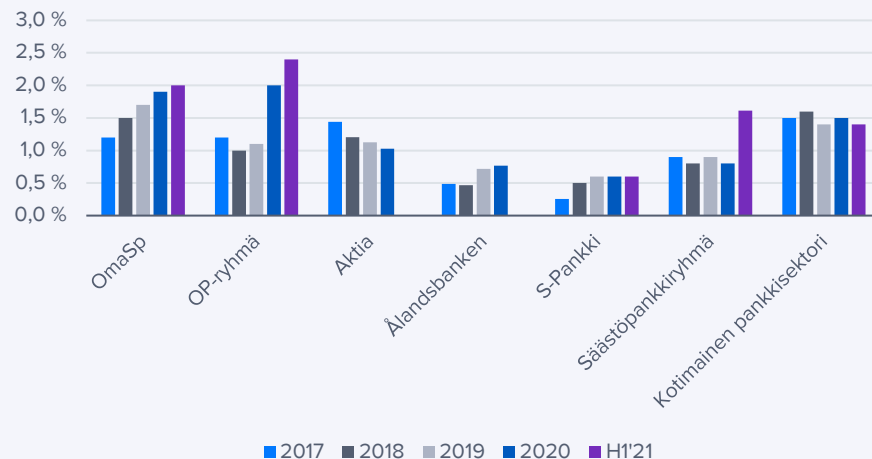
OmaSp:llä oli H1'21:n lopussa lainanhoitojoustoja kokonaisuudessaan 83,3 MEUR:n lainasaamisissa (2,2 % luottokannasta). Lainanhoitojoustojen määrä kasvoi pankkisektorilla koronavaiheeseen aikana selvästi, mutta OmaSp:n mukaan lähes kaikki sen

vuonna 2020 myöntämät lainanhoitojoustot ovat päättyneet ja asiakkaat ovat jatkaneet lainanhoitoa normaalisti.

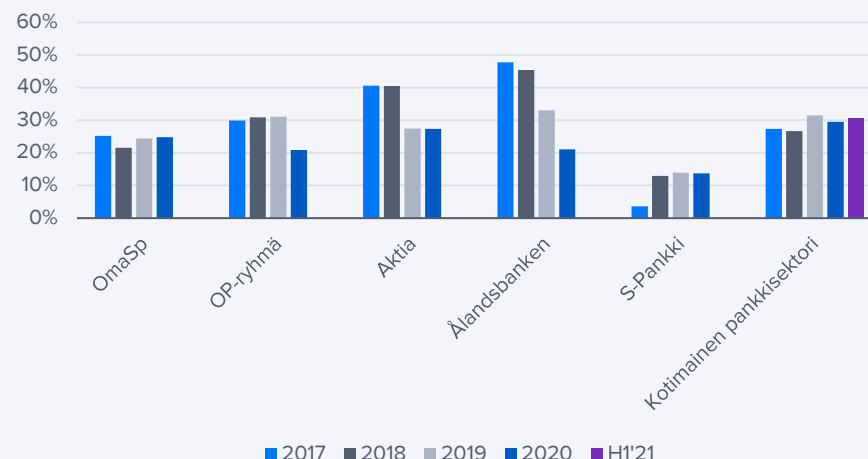
Järjestämättömien saamisten kattamisaste ollut viime vuosina noin 25 %

OmaSp:n järjestämättömien saamisten kattamisaste eli ns. coverage ratio on ollut viime vuosina noin 24-25 %. Tämä tarkoittaa sitä, että bruttomääräisistä järjestämättömistä saamisista noin neljäsosaan on tehty luottotappiovaraukset. Suhdeluku on verrattain hyvin linjassa toimialan keskimääräisen tason kanssa, sillä EBA:n tilastojen mukaan suomalaisilla pankeilla järjestämättömien saamisten kattamisaste on ollut viime vuosina 27-31 % välillä

Järjestämättömien saamisten osuus luottokannasta



Järjestämättömien saamisten kattamisaste



Tase 3/4

Sijoitusomaisuus

OmaSp:n sijoitusomaisuus (Q4'21: 645 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 vuoden 2021 lopussa 133 % viranomaisvaatimuksen ollessa 100 %.

Sijoitusomaisuudesta valtaosa (Q4'21: 617 MEUR tai 96 %) koostuu saamistodistuksista. Osakesijoitusten osuus sijoitusomaisuudesta on 26 MEUR eli noin 4 %. OmaSp ei käy osakekauppaa kaupankäyntitarkoituksessa, ja koska merkittävän osakepainon ylläpitäminen kasvattaisi tulosvolatiliteettiä, OmaSp:n tavoitteena on pitää osakeriski sijoitustoiminnassa hyvin maltillisena. Sijoituskiinteistöjä salkussa oli vuoden lopussa 1,7 MEUR:lla.

Taseen muut varat

OmaSp:n taseen muut varat (Q4'21: 401 MEUR) koostuvat useammista pienemmistä eristä. Keskeisiä eriiä taseessa ovat käteiset ja keskuspankkitalletukset (Q4'21: 284 MEUR) sekä aineelliset ja aineettomat hyödykkeet.

Aineelliset hyödykkeet (Q4'21: 28 MEUR) koostuvat pääasiassa pankin omassa käytössä olevista kiinteistöistä ja IFRS 16 -standardin mukaisista käyttöomaisuuseristä. Aineettomat hyödykkeet (Q4'21: 10 MEUR) pitävät sisällään mm. yhtiön IT-järjestelmät ja yrityskauppoihin liittyvät

asiakassuhteet.

Taseen osakkuusyhtiöt-rivi (Q4'21: 23 MEUR) pitää sisällään yhtiön osakkuus- ja yhteisyrityssijoitukset, joista merkittävimmät ovat Citykauppapaikat Oy (omistus 42,1 %) sekä GT Invest Oy (omistus 48,7 %). Citykauppapaikat Oy on yhtiö, joka omistaa kauppakeskusportfolion ja GT Invest Oy on puolestaan YIT:n kanssa yhteisomistettu asuntosalikko. GT Invest Oy ja Citykauppapaikat ovat luonteeltaan OmaSp:lle finanssisijoituksia ja ne voivat tarjota pankille tuottopotentiaalia mahdollisten irtaantumisten onnistuessa. Lyhyellä aikavälillä pidämme irtaantumista mahdollisena etenkin GT Invest Oy:n osalta.

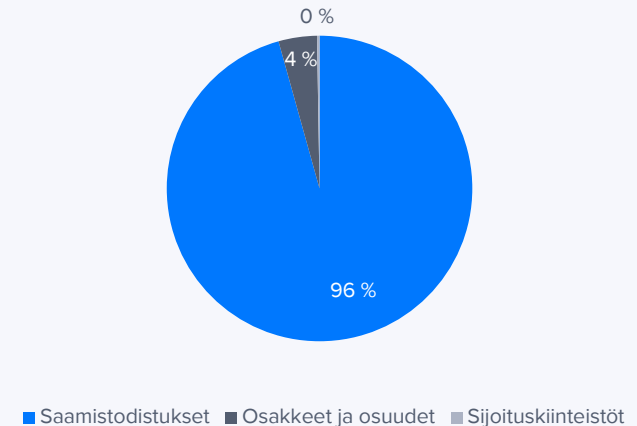
Muut OmaSp:n taseessa olevat varat (Q4'21: 56 MEUR) koostuvat valtaosin siirto- ja muista saamisista.

Velat ja oma pääoma

Talletuskanta ja katetut jvk-lainat näyttelevät keskeistä roolia varainhankinnassa

OmaSp:n taseen velkapuolen merkittävimmät erät olivat vuodenvaihteessa talletuskanta (2898 MEUR) sekä yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat (1762 MEUR). Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat koostuvat liikkeeseen lasketuista velkakirjoista (1557 MEUR) sekä sijoitustodistuksista (205 MEUR). Oma Sp:n liikkeeseenlaskemat joukkolainat koostuvat neljästä covered bondista (1303 MEUR) sekä kahdesta senior-lainasta (254 MEUR).

Sijoitusomaisuus Q4'21:n lopussa



Tase 4/4

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 OmaSp:n taseessa olevat velat koostuvat pääasiassa TLTRO-operaatioon liittyvästä keskuspankkivelasta (213 MEUR), debentuurilainoista (16 MEUR) sekä laskennallisista verovelvoista, varauksista ja muista veloista, joiden yhteismäärä oli vuoden 2021 lopussa 83 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 67 %) eli pankki on riippuvainen markkinaehtoisesta rahoituksesta.

Markkinatilanne ja asuntomarkkinat vaikuttavat varainhankintaan

OmaSp:n liikkeeseenlaskemien joukkovelkakirjalainojen maturiteetti vaihteli Q3:n lopussa reilusta vuodesta lähes 6 vuoteen ja pankin täytyy osana normaalia varainhankintaa uudelleenrahoittaa joukkovelkakirjalainoja tulevina vuosina. OmaSp:llä on 3,0 mrd. euron joukkovelkakirjalainaohjelma ja osana ohjelmaa pankki laski marraskuussa liikkeelle 200 MEUR:n vakuudettoman senior-lainan. Sijoittajan on hyvä

huomata, että varainhankinta ja sen kustannus ovat riippuvaisia pääomamarkkinoiden yleisestä kehityksestä ja kiinteistövakuudellisten lainojen osalta myös Suomen asuntomarkkinoista. Asuntojen hintojen laskulla ja/tai asuntomarkkinoiden epävarmuuden kasvulla olisi siten heikentävä vaikutus pankkiin pääoman hankinnan kallistumisen myötä.

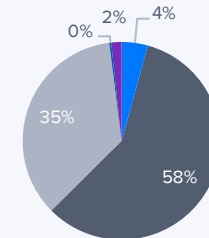
IRB-siirtymä tulee parantamaan vakavaraisuutta merkittävästi

OmaSp:n ydinpääomasuhde (CET1-%) oli vuoden 2021 lopussa 15,5 %. CET1-vakavaraisuusuhde ylitti selvästi regulaattorin asettaman 7,9 %:n minimitasan ja oli 1,5 %-yksikköä yhtiön oman minimitasan yläpuolella.

OmaSp soveltaa luottoriskin pääomavaateiden laskentaan tällä hetkellä niin sanottua standardimallia ja on kertonut käynnistäneensä Finanssivalvonnan kanssa lupaprosessin IRB-menetelmään siirtymiseksi. Yhtiö on kertonut hakevansa ensimmäisessä vaiheessa lupaa IRB-menetelmän soveltamiseksi vähittäisvastuiden luottoriskin pääomavaateiden laskentaan ja toisessa vaiheessa lupaa tullaan hakemaan myös yritys vastuille sekä uudistettaville vähittäisvastuille.

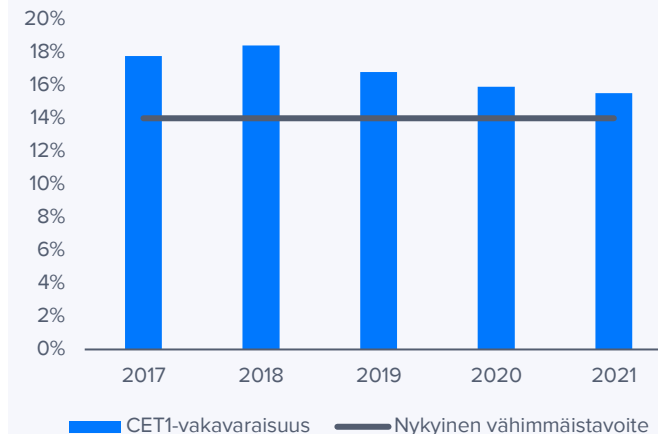
Pidämme IRB-siirtymää hyvin todennäköisenä ja odotamme sen tapahtuvan vuoden 2024 aikana. Siirtymä parantaa OmaSp:n CET1-vakavaraisuutta arviomme mukaan noin 4-6 %-yksikköä ja tukee merkittävästi yhtiön pääomatehokkuutta sekä liiketoiminnan pidemmän aikavälin kasvunäkymiä.

Oma Sp:n taseen velat Q4'21:n lopussa

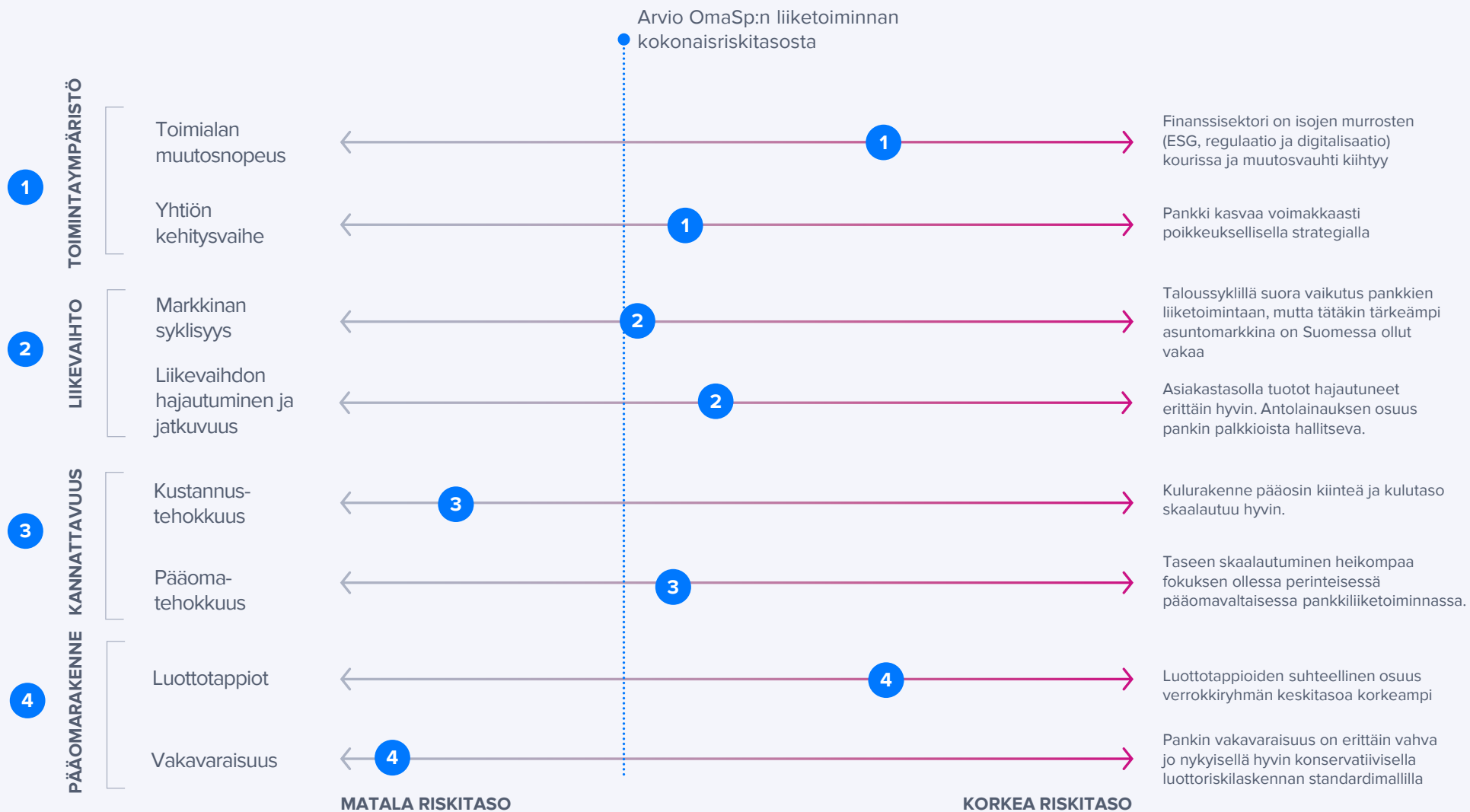


- Velat luottolaitoksille
- Velat yleisölle ja julkisyhteisöille
- Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat
- Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla
- Muut velat

CET1-vakavaraisuuden kehitys



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

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 vaivaton tapa asioida oman asiakasvastaavan kanssa kellonajasta ja paikasta riippumatta. Pankilla on 33 konttoria ympäri Suomea 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. 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.

Strategian toimivuus näkyvä hinnoittelussa

Korkealuokkaisen palvelun ja paikallisen läsnäolon seurauksena OmaSp on pystynyt erottautumaan hinnoittelussaan merkittävästi kilpailijoista. Pankin antolainauskorko on tällä hetkellä noin 2 %, kun keskeiset verrokkit ja koko toimiala keskimäärin ovat selvästi tämän alapuolella. Pankin

laajentuminen verisesti hintakilpailutuihin kasvukeskuksiin (mm. pk-seutu, Turku ja Oulu) on laimentanut sen marginaaleja yllättävän vähän ja tämä poistaa mielestämme huolia siitä, että pankin marginaali perustuisi pelkkään vahvaan markkina-asemaan vähemmän kilpailuilla alueilla. Pankin asiakasmäärät ovat myös kasvaneet voimakkaasti (viime vuodet noin 1000 uutta asiakasta/kk) ja asiakaspysyvyys on korkealla tasolla. Näkemyksemme mukaan valtaosa uudesta asiakasvirrasta tulee suurilta pankeilta. 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, kun korkokate on ollut rajussa paineessa nollakorkomaailmassa. OmaSp puolestaan keskittyy myymään Säästöpankkiryhmän tuotteita ja varainhoidon rooli kokonaisuutena on hyvin pieni, yhtiön fokuksen ollessa ennen kaikkea vähittäispankkitoiminnassa. Strategisesti valinta on tähän asti ollut oikea, sillä yhtiö on kyennyt kasvamaan vähittäispankkipuolella erittäin voimakkaasti sekä kannattavasti. Näkemyksemme mukaan erittäin pääomakevyt varainhoitoliiketoiminta voisi kuitenkin mahdollistaa OmaSp:lle kasvun kiihdyttämisen sekä pääoman tuoton nostamisen.



Strategian kulmakivet

- Korkealaatuinen asiakaspalvelu asiakkaan haluamissa kanavissa
- Paikallinen läsnäolo
- Laaja konttoriverkosto valtakunnallisesti
- Fokus vähittäispankkitoiminnassa
- Tehokas toimintamalli



Strategian plussat ja miinukset

Plussat

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

Miinukset

- Liiketoiminta keskittyy pääomaintensiiviseen toimintaan
- Voimakas kasvu nostaa luottotappioriskejä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

	2018	2019	2020	2021	2022e eteenpäin
Tuottojen kasvu-% (oik.)	22%	11%	17%	18%	10-15 %
Tulos ennen veroja kasvu-% (oik.)	34%	0%	2%	99%	10-15 %
Kulu/tuotto-suhde-% (oik.)	61%	58%	51%	48%	43-48 %
ROE-% (oik.)	8%	7,4%	7,2%	11,1%	11-12 %

Kommentti	2018	2019	2020	2021	2022e eteenpäin
	Voimakas kasvu skaalautui erittäin hyvin tiukan kulukontrollin ansiosta	Yksittäiset isot luottotappiot pilasivat tuloskasvun	Koronan myötä kohonneet luottotappiovaraukset pitivät tuloskasvun heikkona	Voimakas kasvu, tiukka kulukontrolli ja luottotappioiden normalisoituminen johti hurjaan tuloskasvuun	Hyvät edellytykset vahvan kannattavan kasvun jatkumiselle

2013
-
2016

2017
-
2020

2021 -

Kasvu valtakunnalliseksi toimijaksi

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

Vahva kasvu ja toiminnan kehittämisen

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

Kasvun hallittu jatkaminen

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen strategian turvin
- Valikoidut yrityskaupat
- Oman pääoman käytön merkittävä tehostus IRB-malliin siirtymän kautta
- Korkeiden korkojen nousulla olisi merkittävä positiivinen vaikutus yhtiöön

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteet ovat realistiset ja track-record on hyvä

Liiketoiminnan vertailukelpoisten tuottojen kasvutavoite on kunnianhimoinen ja valtavirrasta poikkeava, sillä viime vuosina erittäin harva pankki Pohjoismaissa on yltänyt edes välttävään kasvuun. Mielestämme tavoite on kuitenkin hyvin realistinen ja historiassa pankki on siihen yltänyt (2016-2021 ka: 14 %). 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 korit ja päivittäisasiointi ovat samassa pankissa). Mahdollinen korkojen nousu tai voimakkaampi laajentuminen varainhoitoon voisivat toteutuessaan kiihdyttää kasvua merkittävästi.

Oman pääoman tuottotavoite on mielestämme nykyisellä taserakenteella realistinen, mutta tuleva IRBA-mallin muutos huomioiden hyvin varovainen. Odotamme yhtiön tarkistavan tavoitetta ylös IRB-malliin siirtymisen yhteydessä (2024) ja päivitetty taso voisi arvioidemme mukaan olla 12-14 %, joka on perinteiselle pankkitoiminnalle erittäin vahva. Myös pääomakevyen varainhoidon kasvattaminen voisi tukea oman pääoman tuottoa selvästi. Mielestämme oman pääoman tuotto on kasvun lisäksi sijoittajien tärkein yksittäinen mittari OmaSp:tä seurattaessa, sillä pankin kasvua seurattaessa riipeästi ja investoidessa pääomat pitkälti takaisin

liiketoimintaan, määrittää oman pääoman tuoton taso suuresti osakkeen kehitystä.

Kulu/tuotto-suhdetta koskeva tavoite (päivitetty 2021 aik. alle 55 %) on hyvin kunnianhimoinen taso ja käsityksemme mukaan vain hyvin harva pankki yltää tähän Suomessa (vertailu sivulla 23-24). Mielestämme nykyisen tason erinomaisuutta korostaa se, että OmaSp saavuttaa sen lähes täysin perinteisellä pankkitoiminnalla. Valtaosa pankin verrokeista saa selkeää vetoapua erittäin kannattavista varainhoitoliiketoiminnoista. OmaSp tulee laskelmiemme mukaan saavuttamaan tavoitteensa mukaisen tason vuosien 2023-2024 aikana.

Vakavaraisuuden osalta yhtiön tavoitteena on yli 14 % (CET1-%). Suhteessa viranomaisvaatimuksiin (CET1 vaade 7,9 %) taso on mielestämme konservatiivinen ja tarjoaa merkittävät puskurit. Taso arvioitaessa on myös hyvä huomioida, että IRB-mallilla laskettuna nykyinen vakavaraisuus olisi 15,5 %:n sijaan noin 19-20 %. Näin ollen IRB-mallin kautta katsottuna tase on jopa räikeästi ylikapitalisoitunut.

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 **osingonjakosuhteen** nousevan tulevina vuosina hieman pankin siirtyessä IRB-malliin. Kasvu pysyy kuitenkin ykkösfokuksena ja voitonjakosuhte suhteellisen matalana.



Taloudelliset tavoitteet

OmaSp:llä on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Liiketoiminnan tuottojen (oik.) 10-15 %:n kasvu
- Kulutuottosuhte alle 45 %
- 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.) 2016-2021: 14 % keskiarvo
- Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhte: laskenut 3 % / vuosi 2016-201 alle 50 %:iin
- Oman pääoman tuotto (oik.): 2016-2021: 8,2 % keskiarvo
- Osingon kasvu 2016-2021: +30% p.a. (ei huomioi 2021 lisäosinkoa)

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
- IRB-malliin siirtyminen vapauttaa merkittävästi pääomia

Riskit



- Pankin erinomaisen marginaalitason kestävyys
- Pankkisektorin nopea murros (regulaatio & digitalisaatio)
- Luottotappioiden kehitys yhtiön kasvaessa nopeasti

Toimiala- ja kilpailuympäristö 1/3

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

Finanssiala ry:n viimeisimmän vuoden 2020 tilaston mukaan Suomessa toimii 228 luottolaitosta ja suurin osa näistä luottolaitoksista kuuluu johonkin pankkikonserniin tai yhteenliittymään. Ryhmä- ja konsernirakenteet huomioiden kotimaiseen pankkisektoriin (pl. ulkomaisten pankkien sivuliikkeet) kuului vuoden 2020 lopussa 12 pankkia. Suomalainen pankkisektori työllisti vuoden 2020 lopussa 20 317 työntekijää ja maassa oli 769 pankkikonttoria. Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärä on vähentynyt viimeisen 30 vuoden aikana Suomessa dramaattisesti etenkin digitaalisen asiainnoinnin kasvun ja toimintojen tehostamisen myötä.

Suomen pankkisektori on yksi Euroopan keskittyneimpiä ja kolme suurinta toimijaa (OP Ryhmä, Nordea ja Danske Bank) vastasivat kesäkuun 2021 lopussa 69 % myönnettyistä lainoista ja 77 % talletuksista. Keskittyneisyys lisää 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 myös merkittäviä toimijoita kaikissa Pohjoismaissa. Käytännössä pankkien ongelmat voisivat yhteyden kautta levitä maasta toiseen eli pankkisektorilla on tartuntariski.

Riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta

Suomalaiset pankit ovat talletusaliijäämisiä eli niiden vähittäistalletusten ja yleisölle myönnettyjen lainojen erotus on negatiivinen. Kesäkuun 2021 lopussa suhde talletuksiin oli 134 %. Käytännössä pankit rahoittavat talletusaliijäämän rahoitusmarkkinoilta saatavalla rahoituksella. Tämä lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, sillä mahdollisessa kriisitilanteessa markkinaehtoinen rahoitus ja erityisesti lyhytaikainen rahoitus voivat tyrehtyä.

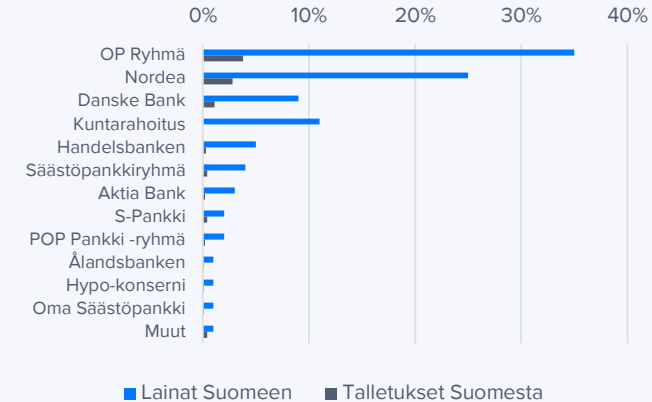
Asuntomarkkinoiden merkitys on suuri

Asuntolainojen osuus pankkien antolainauksesta oli Suomessa kesäkuun 2021 noin 40 %, mikä on euroalueen keskitasoa korkeampi. Suomalaiset pankit ovat siis riippuvaisia asuntomarkkinoista ja mahdollisella asuntomarkkinakriisillä olisi merkittävä vaikutus pankkisektoriin. Riskiä lisää osittain se, että Suomessa asuntolainoista valtaosa on vaihtuvakorkoisia. Korkojen nousulla voisi siten olla huomattava vaikutus suomalaiseen asuntovelalliseen ja sitä kautta pankkisektoriin.

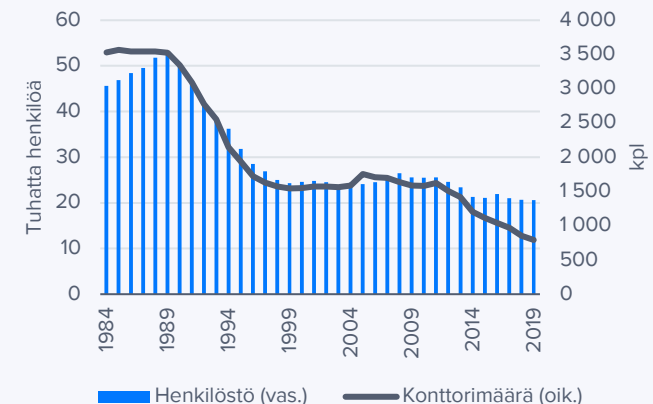
Ongelmaluottojen määrä pieni

Suomessa pankkisektorin järjestämättömien luottojen osuus oli kesäkuun 2021 lopussa 1,4% ja yksi euroalueen matalimpia. Pankkien vakavaraisuus on myös vahva, sillä ydinpääomasuhde (CET1) oli Q2'21 lopussa 18,5 %.

Suomessa toimivien luottolaitosten markkinaosuudet H1'21:n lopussa



Pankkien henkilöstö- ja konttorimäärän kehitys



Toimiala- ja kilpailuympäristö 2/3

Suomen talouden odotetaan jatkavan elpymistään kuluvana vuonna

Suomen talouden arvioidaan jatkaneen viime vuoden viimeisellä neljänneksellä tasaista kasvuaan heikentyneestä koronapandemiatilanteesta huolimatta. Omikronmuunnoksen leviäminen ja joulukuussa kiristetyt rajoitustoimet ovat vaikuttaneet etenkin palvelualojen kehitykseen, jonka osuus Suomen vuotuisesta bruttoarvonlisäyksestä on reilu kolmannes. Talouden suhdanteen riippuvuus tartuntatilanteesta on kuitenkin koronapandemian edetessä pienentynyt ja talouden odotetaan pandemiasta huolimatta jatkaneen kasvu-uralla myös alkuvuonna. Koko vuoden 2022 osalta Suomen Pankki odottaa Suomen talouden kasvavan noin 2,6 %. Vuosina 2023-2024 BKT:n kasvun odotetaan tasaantuvan 1,2-1,7 %:iin eli lähemmäs Suomen kansantalouden pidemmän aikavälin vaisumpaa kasvu-uraa.

Inflaatiopaineet ovat heijastuneet korko-odotuksiin

Viime vuonna nähty maailmantalouden elpyminen ja pandemian aikana toteutetut finanssi- ja rahapoliittiset elvytystoimenpiteet ovat saaneet hintojen nousun kiihtymään viime kuukausina sekä Euroopassa että USA:ssa. Inflaatio nähtiin aluksi tilapäisenä ilmiönä ja sille haettiin selitystä muun muassa tuotantokapeikoista sekä kohonneista energian hinnoista. Inflaatiopaineiden pitkittymisen myötä keskuspankit ovat kuitenkin alkaneet viestittämään asteittain kiristyvästä rahapolitiikasta. Tämä on heijastunut

markkinoiden korko-odotuksiin ja esimerkiksi 12 kuukauden euriborin ennakoidaan nousevan plussalle vielä kuluvan vuoden aikana (9.2. -0,313 %). Kokonaisuudessaan odotukset markkinakorkojen nousulle näyttävät tällä hetkellä kuitenkin maltillisilta ja usean prosenttiyksikön koronnousuihin markkinakommentaattorit eivät usko.

Asuntojen peruskysyntäkijät ovat edelleen positiiviset

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntäkijät ovat edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asutokuntien koko pienenee. Tämän lisäksi kuluttajien asunnonostokykyä tukee verrattain hyvä työllisyystilanne, ansiotasojen hienoinen kasvu sekä yhä absoluuttisesti matala korkotas.

Asutokysyntää 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 tuottovaatimuksissa tapahtuvat muutokset. Asuntojen hinnat kehittyivät Suomessa viime vuonna vahvasti (+3,7 %) ja asuntokauppa kävi etenkin alkuvuodesta kiivaana. Tunnelmat rauhoittuvat loppuvuotta kohti mentäessä ja hintakehityksessä nähtiin vuoden viimeisellä neljänneksellä tasaantumista. Vuonna 2022 asuntojen hintakehityksen

odotetaan jatkuvan maltillisen positiivisena.

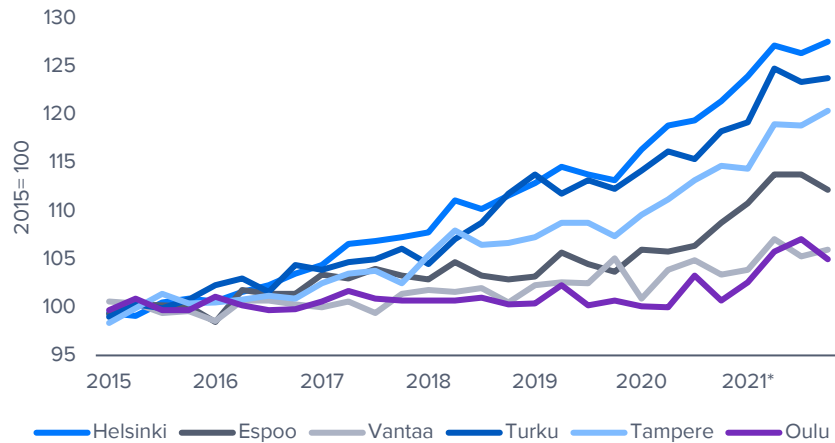
Asuntolainakanta on Suomessa kasvanut viime vuosina tasaisesti ja kasvu on ollut vuosittain noin 2 %:n luokkaa. Odotamme kasvun jatkuvan myös lähivuosina tällä tasolla. Asuntolainojen marginaalikiilpailu on ollut Suomessa pankkien välillä viime vuosina ankaraa. Pahin marginaalipaine vaikuttaisi tällä erää olevan kuitenkin helpottamassa, sillä Suomen Pankin tilastojen mukaan uusien asuntolainojen keskikorot ovat kääntyneet hiljattain hienoiseen nousuun.

Yritysten luottokysyntä elpymässä

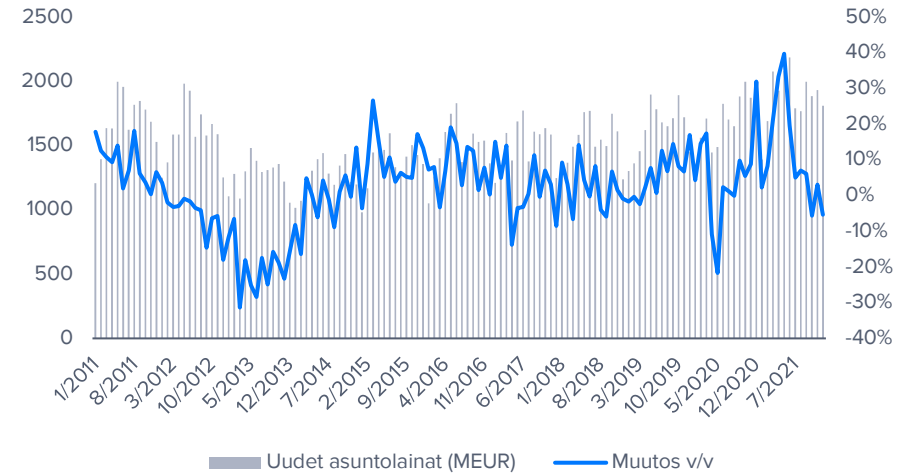
Suomen Pankin tilastojen mukaan kotimaiset yritykset nostivat poikkeuksellisen paljon uusia yrityslainoja (6,5 mrd. euroa). Koronapandemia näkyi yritysten luottokysynnässä siten, että pandemian alussa luottokanta kasvoi nopeasti, mutta alkoi kesäkuusta 2020 alkaen supistumaan. Joulukuussa 2021 yritysluottokanta kääntyi kuitenkin selvään kasvuun ja koko vuonna 2021 lainakanta kasvoi 1,4 %. Finanssiala ry:n syksyllä 2021 tekemän barometrikyselyn mukaan yritysluottoja otetaan edelleen muun muassa käyttöpääomarahoitusta ja yritysjärjestelyitä varten, mutta myös investointiluottojen kysynnän ennakoidaan vilkastuvan elpävän talouskuvan myötä.

Toimiala- ja kilpailuympäristö 3/3

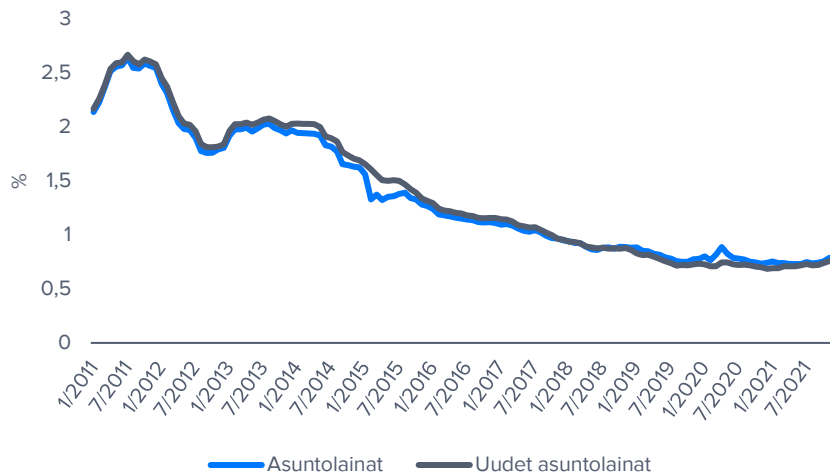
Vanhojen osakeasuntojen hintakehitys suurissa kaupungeissa



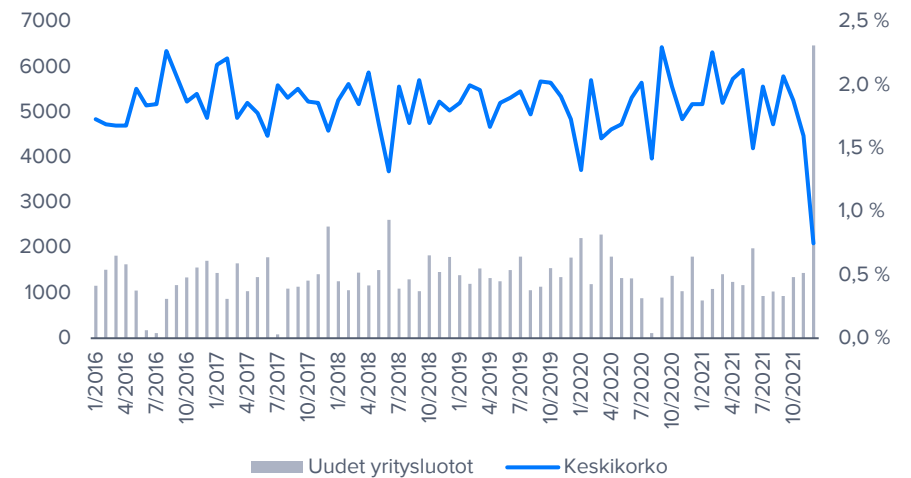
Kotitalouksien nostamat uudet asuntolainat



Asuntolainojen korot Suomessa

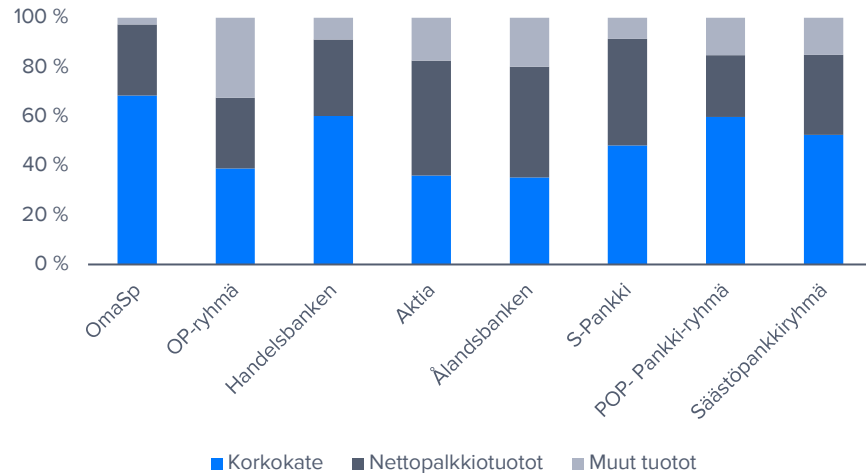


Suomalaisten yritysten nostamat lainat ja keskiporkko

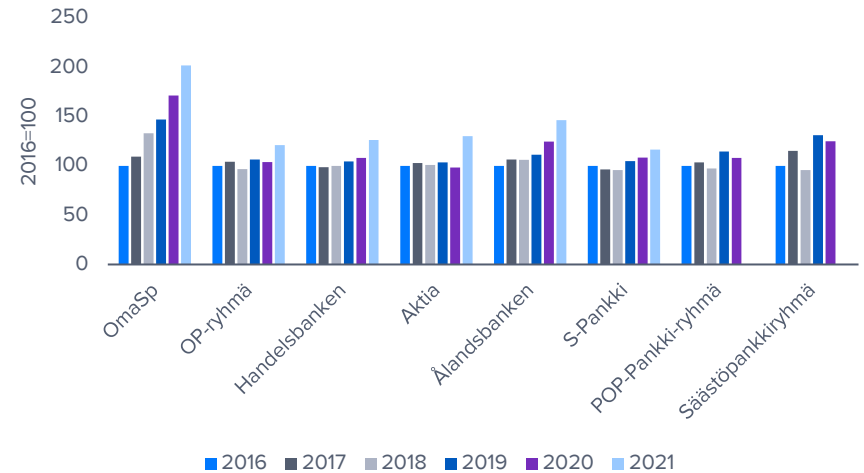


OmaSp suhteessa keskeisiin kotimaisiin verrokkeihin 1/2

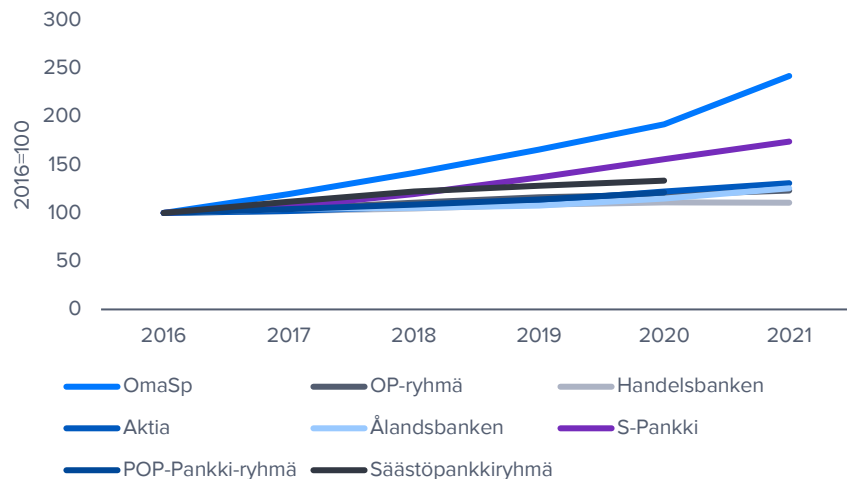
Liiketoiminnan tuottojen jakauma



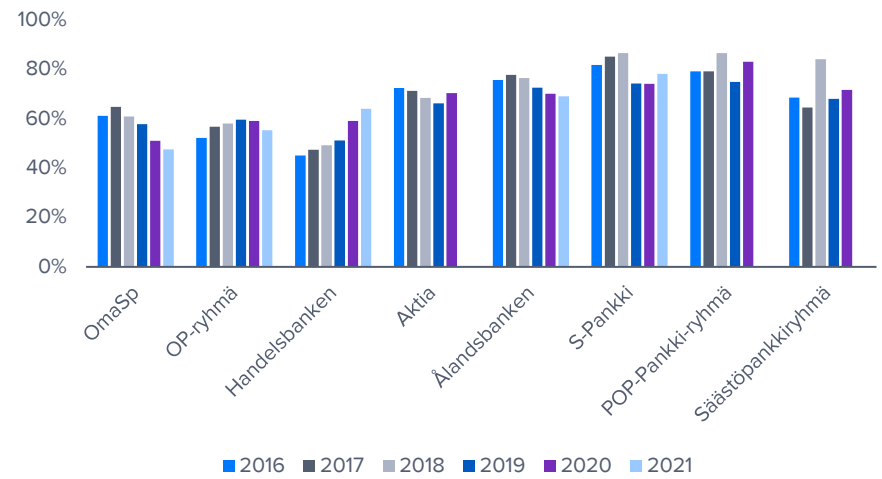
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



Luottokannan kehitys indeksoituna



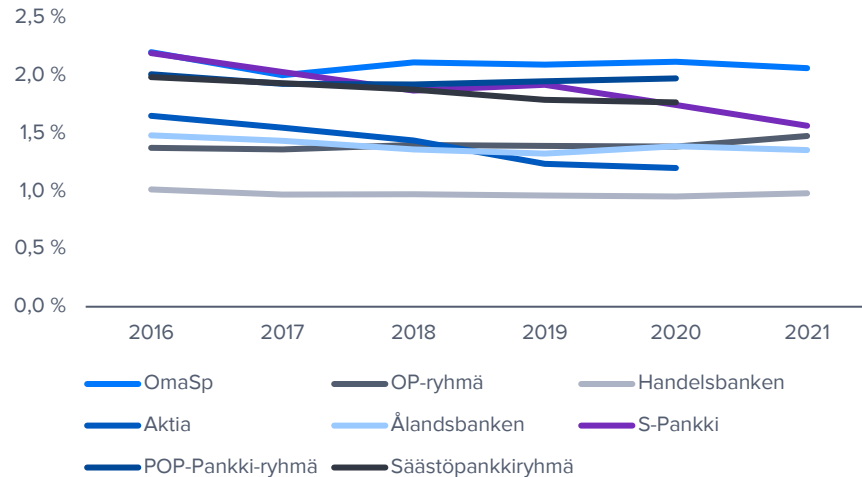
Kulu/tuotto-suhteiden kehitys



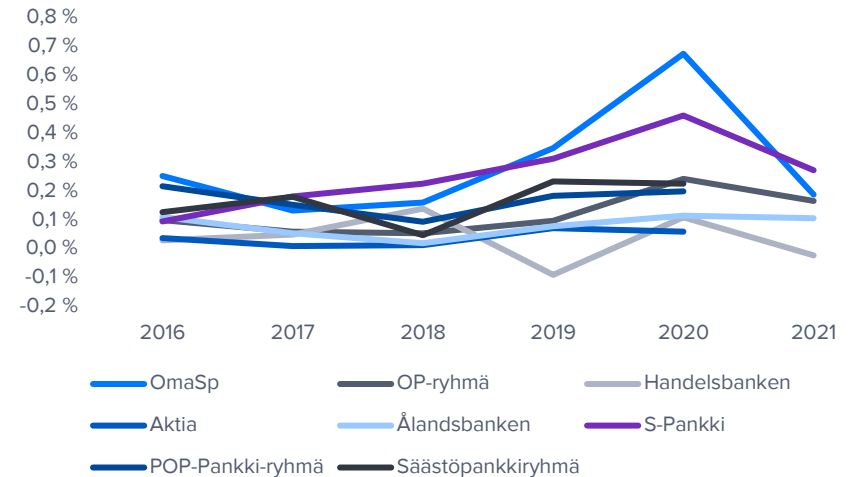
Lähde: Yhtiöt, Inderes. Keraerät pyritty oikaisemaan mahdollisuuksien mukaan. Aktian kohdalla 2021 Inderesin ennuste.

OmaSp suhteessa keskeisiin kotimaisiin verrokkeihin 2/2

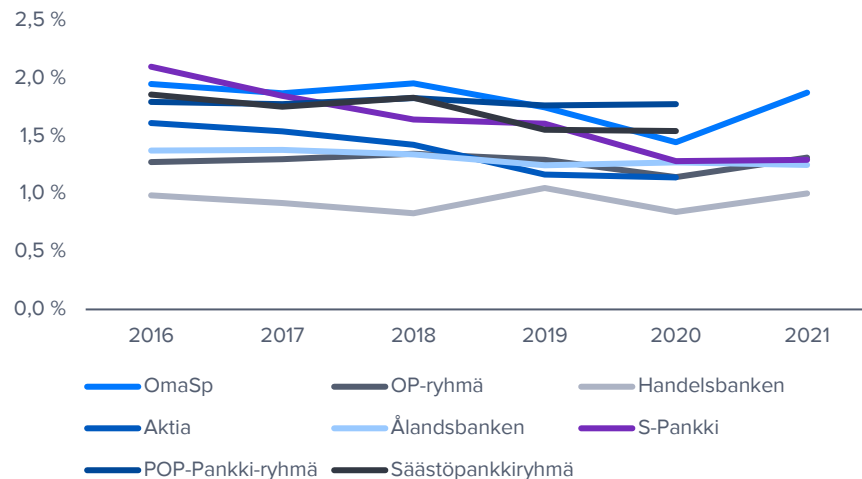
Nettokorkokate-%



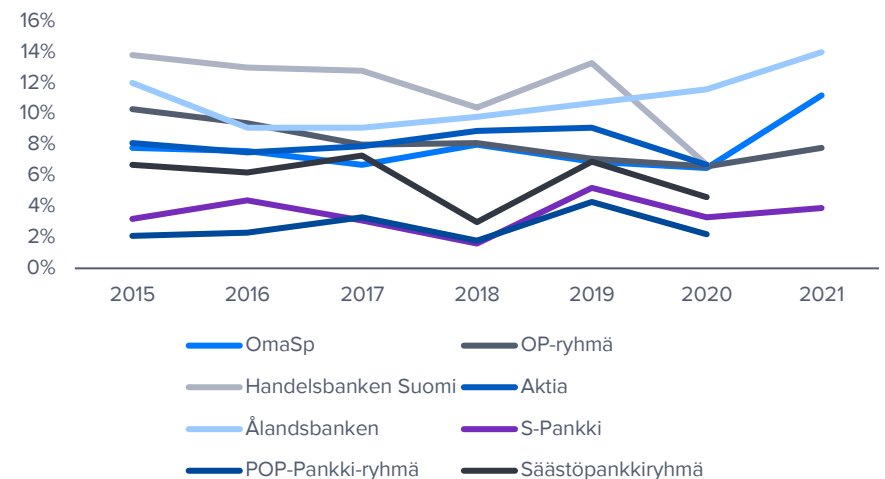
Luottotappiot luottokannasta, %



Nettokorkokate luottotappioiden jälkeen %



Oman pääoman tuotto



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

Matala korkotaso 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

Taklataksena näitä haasteita ala konsolidoituu ja partneroituu teknologiayhtiöiden kanssa.

Ennusteet 1/4

Ennusteidemme lähtökohdat

Keskeinen kysymys OmaSp:n lähivuosien näkymien osalta liittyy korkojen kehitykseen. Markkinan korko-odotuksissa on tapahtunut valtava muutos ja nyt myös euroalueella korkojen nostot ovat realistinen vaihtoehto. Olemme korkoennusteidemme suhteen varovaisia, sillä korkojen nousu on kestänyt vain lyhyen aikaa ja toisaalta tie aidosti korkeampiin korkoihin on euroalueella pitkä.

Uskomme kuitenkin, että jo vähäinen nousu koroissa tervehdyttää Suomessa jonkin verran asuntolainamarginaaleja ja olemme huomioineet tämän lievästi keventyvän kilpailupaineen ennusteissamme. Lisäksi olemme havainnollistaneet skenaarioanalyysin kautta korkojen nousun vaikutusta OmaSp:n tulokselle.

Suomen talouden sekä asuntomarkkinan osalta markkinatilanne tulee lähivuodet ennusteissamme säilymään kaksijakoisena. Talouden yleiskuva on vaisu johtuen Suomen talouden rakenteellisista ongelmista. Tämän seurauksena talouskasvu on pidemmällä aikavälillä vaatimatonta, mutta kuitenkin suhteellisen vakaata. Asuntomarkkinoilla markkinan ns. ”isojako” jatkuu ja asuntojen hintakehitys jää kasvukeskusten ulkopuolella heikoksi. Kiinnostus sijoittamista ja erilaisia varainhoitoratkaisuja kohtaan kasvaa edelleen vahvasti matalan korkotason, ilmapiiirimuutoksen ja demografisen muutoksen seurauksena.

Ennusteiden keskeiset muuttujat

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 parantamaan kulutehokkuuttaan asteittain.

Luottotappioiden osalta epävarmuus on laskenut kehitysuunnan parannuttua. Luottotappioiden ollessa toimialan keskiarvon yläpuolella (s. 10) olisi niiden nousu myrkyä tulosennusteille ja suosittellemme sijoittajia seuraamaan myös näiden kehitystä tarkasti.

OmaSp:n antolainauksen marginaalitaso on poikkeuksellisen hyvä ja toimintamallin tuoma hinnoitteluvoima on vahva. Mielestämme on selvää, että yhtiön toimintamalli herättää sitä enemmän kiinnostusta mitä isommaksi se kasvaa. Vaikka osa toimintamallin hinnoitteluvoimasta perustuukin OmaSp:n erinomaiseen tekemiseen, perustuu osa siitä väistämättä kilpailijoiden tekemisiin. Mielestämme on selvää, että myös kilpailijat tulevat saamaan rivinsä järjestykseen ennemmin tai myöhemmin, mikä kiristää kilpailua. Mikäli pankin marginaalitaso laskisi verrokkien tasolle, putoaisi OmaSp:n houkuttevalta kasvutarinalta pohja. Pankilla on mielestämme erinomaiset edellytykset ylläpitää lähivuodet erittäin vahvaa marginaalitasoa, mutta luonnollisesti tämä ei ole pelkästään pankin omassa käsissä ja seuraammekin lainamarginaalin kehitystä tiiviisti.

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 2019-2024e



Kasvu ja tuloskasvu-% 2019-2024e



Ennusteet 2/4

2022: hyvistä lähtökohdista tähän vuoteen

OmaSp lähtee vuoteen 2022 erinomaisista asemista. Yhtiön lainakanta on ennätyskorkea ja joulukuussa tehty Eurajoen Säästöpankin fuusio alkaa näkyä kunnolla luvuissa alkuvuodesta.

Odotamme yhtiön oikaistujen tuottojen kasvavan 15 %:lla 135 MEUR:oon. Kasvua ajavat molemmat päätuottolähteet. Korkokatteen ennustamme kasvavan 16 %:lla ja samassa tahdissa lainakannan kanssa. Hinnoittelumarginaali pysyy vakaana vahvalla 1,9 %:n tasolla. Palkkiotuottojen osalta sekä lainanantopalkkiot, että kortti- ja maksuliikennepalkkiot jatkavat tervettä kasvuaan. Varainhoidon osalta emme odota merkittäviä strategisia muutoksia ja varainhoitopalkkioiden osuus jää pieneksi, vaikka ne kasvavatkin hyvää vauhtia.

Kertaluontoisia palkkioita odotamme vuodelta 2022 6,4 MEUR:illa joista valtaosa syntyy tasesijoitusten arvioimastamme realisoinnista. Olemme kertaerien suhteen hyvin varovaisia ja pidämme hyvin mahdollisena, että edellisvuosien tapaan yhtiön kertaerät osoittautuvat odotuksiamme suuremmiksi.

Kertaeristä oikaistun tuloksen ennustamme kasvavan 10 %:lla. Huomautamme, että vaikka yhtiön kulu/tuotto-suhde paraneekin hieman, kasvaa tulos tuottoja hitaammin johtuen luottotappioiden normalisoitumisesta. 2021 luottotappiot olivat epänormaalin matalat niiden palautuessa 2020 poikkeuksellisen korkealta tasolta. Yhtiöllä on edelleen 3,9 MEUR:n edestä koronaliittännäisiä varauksia taseessaan ja odotamme yhtiön purkavan nämä täysimääräisesti 2022 aikana. Näin ollen 2022 luottotappiotaso on

jonkin verran yhtiölle normaalina pitämäämme tasoa alhaisempi. Oikaistun EPS:n ennustamme kasvavan 1,56 euroon ja oman pääoman tuotto säilyy hyvällä 11 %:n tasolla.

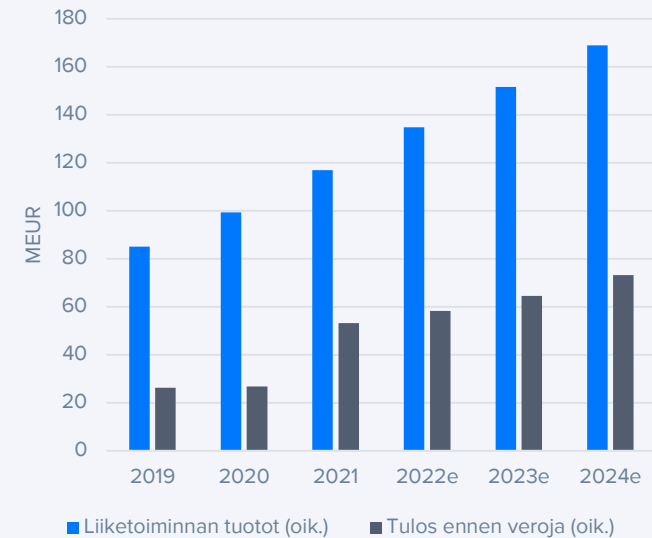
2023-2025: tulokasvu jatkuu

Ennustamme OmaSp:n jatkavan tervettä orgaanista kasvuaan ja odotamme liiketoiminnan tuottojen kasvavan keskimäärin noin 12 %:lla 2023-2025. Päävastuu kasvusta on korkokatteella, jonka odotamme kasvavan keskimäärin 13 %:lla. Hinnoittelumarginaali pysyy vahvana ja mielestämme korkojen varovainen nousu ja sen myötä tervehtyvä markkinan hinnoitteluympäristö pienentää riskiä hinnoittelumarginaalin rapistumisesta. Marginaalin rapistuminen vaatisikin yhtiöltä itseltään virheitä esimerkiksi palvelumallin suhteen.

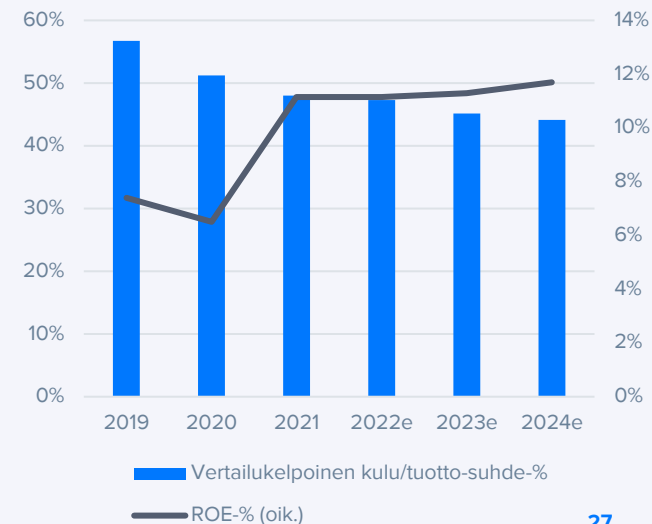
Palkkiotuotot kasvavat ennusteissamme 9 %:n vuosivauhtia. Emme odota pankin varainhoidon suhteellisen osuuden kasvavan merkittävästi, sillä pankilla ei ole mielestämme varainhoidon nykyistä voimakkaamman kasvun suhteen selkeää strategiaa. Varainhoidon nopeampi kasvu säilyykin sijoittajilla positiivisena optiona.

Luottotappiot normalisoituvat 2023 aikana ja ovat linjassa yhtiön historiallisten tasojen kanssa (0,35 %). Luottotappioennusteemme ovat konservatiiviset ja mielestämme yhtiöllä on realistiset mahdollisuudet saavuttaa 0,2-0,3 %:n taso. Tällä olisi merkittävä positiivinen vaikutus tulosennusteisiin, mutta haluamme vielä lisää näyttöjä luottotappiotasoista koronan jälkeisessä markkinassa.

Tuottojen ja kulujen kehitys 2019-2024e



Tehokkuuden kehitys 2019-2024e



Ennusteet 3/4

Pankin tulos kasvaa vuosien 2023-2025e ennusteissamme noin 12 %:n vuotuista vauhtia. Kulu/tuotto-suhde jatkaa laskuaan, sillä pankin kasvun pitäisi skaalautua varsin hyvin. Odotamme yhtiön saavuttavan 45 %:n kulu/tuotto-tavoitteensa 2023 alkaen. Oman pääoman tuotto pysyy läpi katsauskauden 11-12 %:n tasolla emmekä näe tämän nousevan korkeammalle ilman IRB-malliin siirtymistä tai pääomakevyyden liiketoiminnan osuuden kasvua.

CET1 laskee kasvun mukana asteittain ja ennustamme sen olevan 2023 lopussa 14,5 %, eli varsin lähellä yhtiön yli 14 %:n tavoitetta. Odotamme IRB-malliin siirtymisen tapahtuvan vuonna 2024 ja tällä on merkittävä parantava vaikutus vakavaraisuuteen. 2024 lopun CET1 pomppaakin ennusteissamme noin 18 %:iin ja yhtiön tase onkin tässä vaiheessa selvästi ylikapitalisoitunut. Yhtiöllä onkin IRB-mallin siirtymän jälkeen pääomia kasvaa vielä vuosia eteenpäin ja vaihtoehtoisesti yhtiö voi myös palauttaa ylimääräistä pääomaa omistajilleen.

Voitonjako pysyy sivuroolissa

Osinko pysyy ripeässä kasvussa tuloksen mukana, mutta voitonjako säilyy varovaisena pankin investoidessa valtaosan tuloksesta takaisin kasvuun. IRB-malliin siirtymän yhteydessä pidämme varsin todennäköisenä, että yhtiö tulee palauttamaan ylimääräistä pääomaa omistajilleen, sillä IRB:n jälkeen yhtiön tase on rajusti ylikapitalisoitunut ja tämän pääoman laittaminen töihin organisaation veisi vuosia.

Isossa kuvassa voitonjako pysyy kuitenkin sivuroolissa ja yhtiön arvosta valtaosa syntyy sen kasvun kautta.

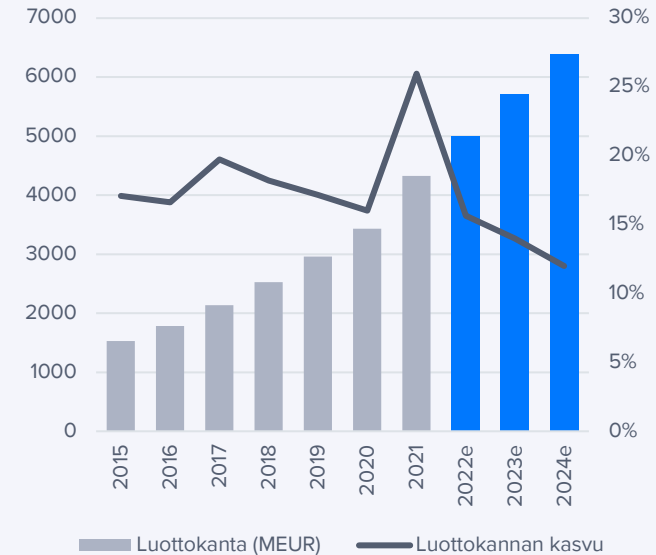
Korkojen nousu tukisi tuosta merkittävästi

Vaikka emme ennusteissamme ennustakaan korkotason oleellista nousua, on sijoittajien kuitenkin tärkeä ymmärtää sen mahdollinen vaikutus OmaSp:lle. Isossa kuvassa korkojen nousun vaikutus OmaSp:lle olisi selvästi positiivinen.

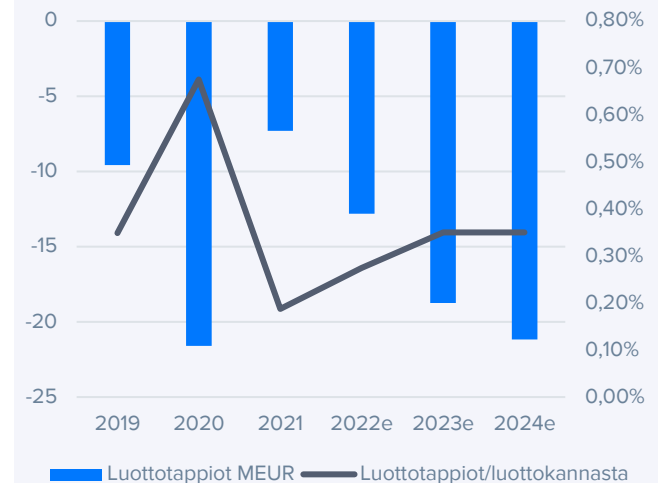
OmaSp on itse kertonut 30.6 päivitetystä [vakavaraisuus- ja riskienhallintaraportissaan](#), että korkojen 1%-yksikön nousulla olisi noin 10 MEUR:n positiivinen vaikutus korkokatteeseen. Myös omilla laskelmissamme olemme päätyneet samankaltaisiin tuloksiin ja pidämme tasoa uskottavana. Vaikka yhtiön lainakanta onkin raportin jälkeen kasvanut, tarjoaa 10 MEUR edelleen hyvän lähtökohdan hahmottamaan korkojen nousun vaikutusta.

Näkemyksemme mukaan euroalueella jo 1%-yksikön nousu olisi varsin paljon ja meidän on vaikea nähdä skenaariota jossa korot nousisivat yli 2%-yksikköä. Näin ollen korkojen noustessa voimakkaasti, voisi vaikutus olla luokkaa +20 MEUR. Näkemyksemme mukaan korkokate valuisi varsin tehokkaasti viivan alle johtuen jo valmiiksi matalasta kulu-/tuottosuhteesta, vaikka korkotason nousu nostaisikin todennäköisesti myös jonkin verran luottotappioita. Mikäli olettaisimme korkokatteen valuvan täysimääräisesti tulokseen, olisi tulosvaikutus 15-30 % 2023-2025 ennusteisiimme. Pidämme kuitenkin realistisempaan, että korkokatteen nousu valuisi läpi 50-70 %:n suhteella ja näin ollen tulosvaikutus olisi 8-20 % per vuosi.

Luottokannan kehitys



Luottotappiot 2019-2024e



Ennusteet 4/4

Laskelmat ovat varsin karkeita ja tarkkoja vaikutuksia on tässä vaiheessa hyvin hankala laskea, sillä niihin vaikuttavat myös kilpailijoiden toimet mm. hinnoittelun suhteen sekä lainakannan kiertonopeus. Joka tapauksessa laskelmamme osoittavat, että korkojen nousulla olisi merkittävä positiivinen vaikutus tulosen nusteisiimme. Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että OmaSp:llä ei ole juurikaan varainhoitoliiketoimintaa, joka voisi kumota pankkitoiminnan saaman hyödyn korkojen noususta, mikäli korkojen nousu heikentäisi samalla pääomamarkkinaa.

Mahdolliset yrityskaupat

OmaSp on itse useampaan kertaan sanonut olevansa kiinnostunut kasvua vauhdittavista yrityskaupoista ja arviomme mukaan yhtiö myös tutkii mahdollisuuksia varsin aktiivisesti. Yhtiöllä on erittäin hyvät näytöt yrityskaupoista, viimeisimpänä Eurajoen Säästöpankin fuusiosta. Pidämme

suhteellisen todennäköisenä, että yhtiö tulee keskipitkällä aikavälillä jatkamaan pienempien yrityskauppojen toteuttamista.

Toinen potentiaalinen polku olisi osallistuminen suurempaan järjestelyyn Suomessa. Lyhyellä tähtäimellä selkein potentiaalinen järjestely olisi Handelsbankenin lähtö Suomesta. Mielestämme on selvää, että OmaSp on kiinnostunut Handelsbankenin Suomen vähittäispankkitoiminnasta ja mikäli Handelsbankenia myydään paloissa, on OmaSp potentiaalinen kandidaatti tälle osalle. Kauppa olisi OmaSp:n kokoluokassa erittäin suuri, mutta ottaen huomioon Handelsbankenin varsin heikon neuvotteluaseman, voisi kauppa toteutua selvästi alle oman pääoman tasearvon, mikä helpottaisi kaupan rahoitusta vakavaraisuuden näkökulmasta. Myös mahdollinen integraatio olisi varsin suuri ja raskas johtuen kohteen kokoluokasta ja

luonnollisesti hankkeen riskitaso olisi merkittävästi pieniä järjestelyjä suurempi. Käsitksemme mukaan pankit kuitenkin operoivat pitkälti samoilla it-järjestelmillä, mikä voisi helpottaa näiden yhteensovittamista.

Kolmas mahdollinen polku yritysjärjestelyille olisi voimakkaampi laajentuminen varainhoitoon. Voimakkaampi laajentuminen varainhoitoon olisi mielestämme luonnollinen askel yhtiölle, sillä se täydentäisi nykyistä palveluvalikoimaa erittäin hyvin ja synergiat pankkiliiketoimintaan ovat erittäin suuret.

Varainhoidon osalta suurin haaste on, että sopivia ostokohteita on Suomessa erittäin vähän tarjolla. Paperilla esimerkiksi United Bankers voisi olla hyvinkin yhteensopiva, mutta meidän on vaikea nähdä kulttuurillista sopivuutta näiden toimijoiden välillä.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liiketoiminnan tuotot ilman kertaeriä	135,4	134,8	0 %	150,5	151,6	1 %	162,8	168,9	4 %
Liiketoiminnan kulut ilman kertaeriä	-63,7	-63,7	0 %	-65,8	-68,4	4 %	-69,2	-74,5	8 %
Vertailukelpoinen PTP	58,9	58,2	-1 %	66,3	64,5	-3 %	73,2	73,2	0 %
Raportoitu PTP	60,8	64,1	5 %	68,7	66,9	-3 %	75,6	75,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,58	1,56	-1 %	1,77	1,72	-3 %	1,96	1,96	0 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,50	0,50	0 %	0,55	0,60	9 %

Lähde: Inderes

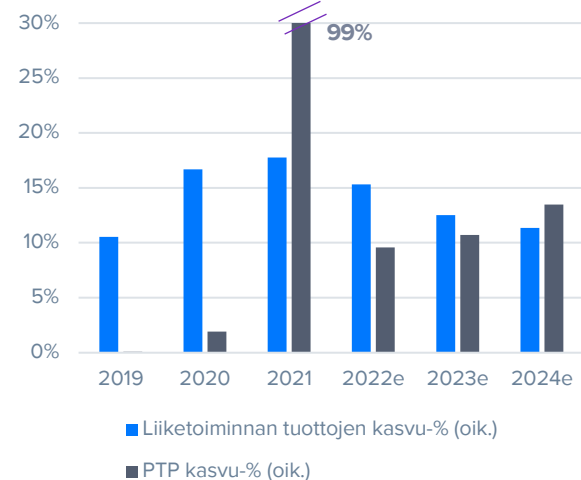
Eurajoki-transaktio

Kauppahinta (MEUR)	15,5
Oma pääoma 2020 (MEUR)	27,0
Voitto ennen veroja (MEUR)	3,0
Ylöskirjaus (MEUR)	14,0
Synergiat/vuosi (MEUR)	1-2
P/B	0,6x
P/E	6,5x
P/E synergiat huomioiden	4,3x

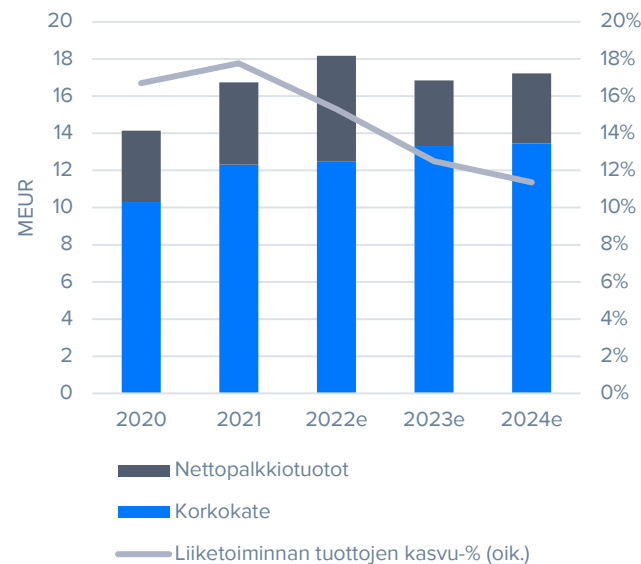
Ennusteet yhteenveto

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<i>Korkokate</i>	49,4	57,5	67,8	80,1	92,6	105,9	119,4
<i>Palkkiotuotot netto</i>	24,2	25,4	29,3	33,7	39,4	42,9	46,7
<i>Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot</i>	0,6	7,5	10,9	5,2	2,4	2,4	2,4
<i>Muut tuotot</i>	1,9	2,1	3,1	37,5	6,8	2,8	2,8
<i>Kertatuotot</i>	-1,0	7,5	11,8	39,7	6,4	2,4	2,4
Liiketoiminnan tuotot	76,0	92,6	111,1	156,6	141,2	154,0	171,3
<i>Henkilöstökulut</i>	-16,3	-17,1	-16,9	-20,6	-21,6	-23,9	-26,0
<i>Liiketoiminnan muut kulut</i>	-28,1	-28,2	-29,6	-34,4	-36,2	-38,0	-41,8
<i>Poistot ja arvonalentumiset</i>	-2,8	-5,0	-5,2	-10,3	-6,4	-6,5	-6,7
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-47,2	-50,3	-51,7	-65,3	-64,2	-68,4	-74,5
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-3,7	-9,6	-21,6	-7,3	-12,8	-18,7	-21,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksista	0,0	0,0	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	25,0	32,7	37,7	83,3	64,1	66,9	75,6
EPS	0,78	0,93	1,05	2,22	1,72	1,79	2,02
EPS (oik.)	0,82	0,71	0,73	1,41	1,56	1,72	1,96
Osinko	0,14	0,19	0,4	0,50	0,40	0,50	0,60
ROE-% (oik.)	8,0 %	7,4 %	6,5 %	11,1 %	11,1 %	11,3 %	11,7 %
Liiketoiminnan tuottojen kasvu-% (oik.)	22 %	11 %	17 %	18 %	15 %	13 %	11 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde-%	61 %	57 %	51 %	48 %	47 %	45 %	44 %
Henkilökulut/liikevaihdosta%	21 %	20 %	17 %	18 %	16 %	16 %	15 %
Muut kulut liikevaihdosta%	37 %	33 %	30 %	29 %	27 %	25 %	25 %
Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)	56	56	58	66	62	64	66
Henkilöstö keskimäärin	288	300	300	323	355	375	395
Taseen loppusumma	2915	3417	4382	5373	6165	6937	7761
Lainakannan kasvu-%	18 %	17 %	16 %	26 %	16 %	14 %	12 %
Taseen kasvu-%	7 %	17 %	28 %	23 %	15 %	13 %	12 %
Antolainauskorko-%	2,18 %	2,13 %	2,07 %	1,98 %	2,03 %	2,05 %	2,07 %
Ottolainauskorko-%	0,14 %	0,10 %	0,04 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,04 %
Velkakirjojen korko-%	0,42 %	0,33 %	0,24 %	0,18 %	0,20 %	0,22 %	0,23 %
Luottotappiot-%	0,16 %	0,35 %	0,68 %	0,19 %	0,27 %	0,35 %	0,35 %
CET1-%	18,4 %	16,8 %	15,9 %	15,5 %	14,8 %	14,5 %	18,1 %

Kasvu ja tuloskasvu-% 2019-2024e



Kasvun komponentit 2020-2024e



Arvostus 1/4

Yhteenveto arvonmäärytyksestä

Toistamme OmaSp:n 20,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää) laskeneen osakekurssin seurauksena. OmaSp:n sijoittajatarina on edennyt seurannan aloituksemme (12/20) jälkeen erittäin hyvin ja tuloskasvu on ollut selvästi odotuksiamme vahvempaa. Luottamuksemme yhtiön suorittamista kohtaan on noussut selvästi ja tämän seurauksena myös osakkeen arvostustaso on tehnyt tasokorjauksen erittäin matalalta lähtötasolta.

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta useasta eri kulmasta, mutta annamme analyysissämme pääpainon osakkeen kokonaistuottomallille (kts. sivupalkki) tuotto-odotuksen nojatessa pääosin tuloskasvuun.

OmaSp:n osake tarjoaa näkemyksemme mukaan lähivuosille noin 15-20 %:n tuotto-odotuksen, joka koostuu pääosin vahvasta tuloskasvusta. Osinkotuotto on finanssisektorille suhteellisen matala (~2-3 %) yhtiön investoidessa valtaosan voittovaroistaan kasvuun ja näin ollen osinko näyttelee yhtiön tuotto-odotuksessa suhteellisen pientä roolia yleisestä pankkisektorista poiketen.

Verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme OmaSp:n arvostukselle hyvän ankkuritason ja emme näe toistaiseksi perusteluja sille, että yhtiötä pitäisi hinnoitella merkittäväällä preemiolla (tai alennuksella) suhteessa verrokkiryhmään. Arvostustaso on mielestämme varsin neutraali ja emme näe sen tarjoavan enää vetoapua osakkeelle.

OmaSp:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahva track-record
- Hyvät tuloskasvunäkymät
- Maltillinen riskitaso

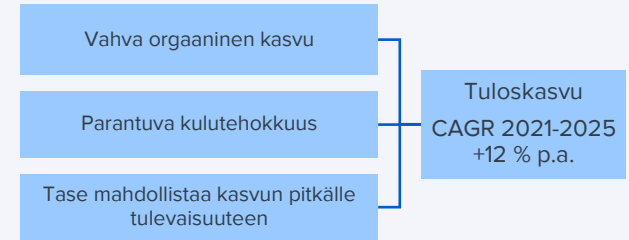
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Pääomaa sitovan peruspankkitoiminnan iso osuus
- Pankkisektorin haasteet Euroopassa

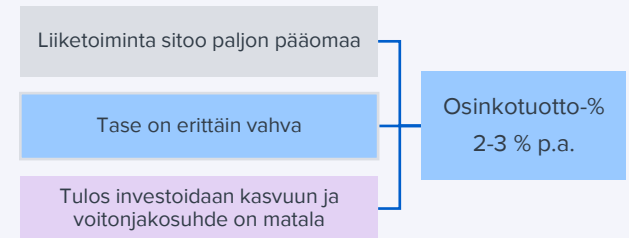
Osaketuoton ajurit 2021-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

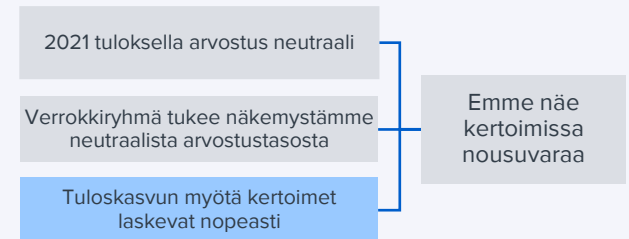
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus erittäin hyvällä 15-20 % p.a. tasolla

Arvostus 2/4

OmaSp:lle on saatavissa varsin hyvä pohjoismaisista pankeista koostuva verrokkiryhmä ja näkemyksemme mukaan verrokkiryhmän tarjoama viitekehys antaakin varsin hyvän indikaation OmaSp:lle hyväksyttävästä arvostustasosta.

Tulospohjainen arvostus lähellä neutraalia

OmaSp:n tulospohjaisen arvostuksen tulisi olla lähtökohtaisesti linjassa pohjoismaisen verrokkiryhmän kanssa. Vaikka yhtiön tulospohjaista arvostusta tukeekin selvästi verrokkeja vahvemmat tuloskasvunäkymät ja pienempi tulosvolatiliteetti, on hyväksyttävälle arvostustasolle löydettävissä mielestämme kuitenkin myös tiettyjä diskontottekijöitä. Keskeisimmät hyväksyttävään arvostukseen negatiivisesti vaikuttavat tekijät liittyvät mielestämme OmaSp:n selvästi verrokkeja

pienempään kokoon ja verrokkiyhtiöiden selvästi OmaSp:tä hajautuneempaan liiketoimintarakenteeseen.

OmaSp:tä hinnoitellaan tulospohjaisesti 2022 ennusteillamme hienoisella preemiolla pohjoismaiseen verrokkiryhmään nähden. Vuoteen 2023 katsottaessa tulospohjainen arvostus painuu puolestaan lievälle diskontolle verrokkeihin nähden.

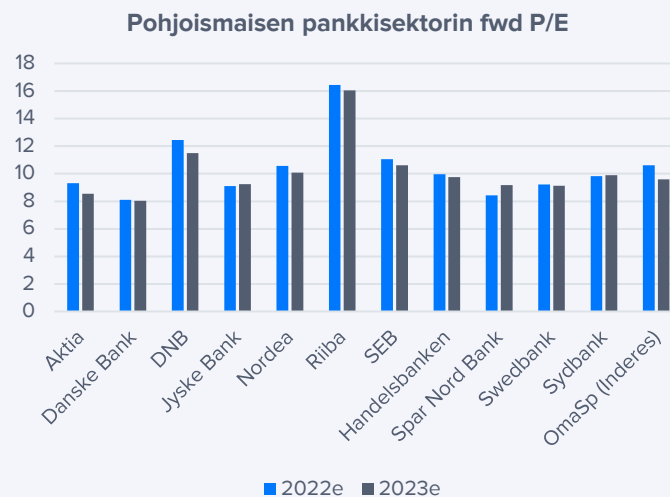
Kokonaisuudessaan meidän on vaikea nähdä OmaSp:n tulospohjaisten arvostuskertoimien karkaavan oleellisesti verrokkiryhmän viitekehystä. Käytännössä merkittävä kertoimien nousuvara edellyttäisi näkemyksemme mukaan koko pankkisektorin uudelleenhinnoittelua. Sytykkeenä uudelleenhinnoittelulle voisi toimia esimerkiksi markkinakorkojen nousun jatkuminen tai

viimeaikaisen kasvu- ja arvo-osakkeiden välisen rotaation voimistuminen.

Osinkotuotto verrokkeja matalampi

OmaSp:n osinkotuotto on ennusteillamme noin 2-3 %, 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 verrokkeja paremmat liiketoiminnan kasvunäkymät ja tämän myötä verrokkiryhmästä poikkeava voitonjakopolitiikka. Tämän myötä emme anna osinkotuotolle arvonmäärittämissämme oleellista painoarvoa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
			2022e	2023e	2022e	2023e	
Aktia	10,22	741	9,3	8,6	6,5	7,7	1,0
Danske Bank	125,40	14586	8,1	8,0	6,9	6,8	0,6
DNB	209,00	32079	12,5	11,5	4,9	5,2	1,4
Jyske Bank	393,50	3663	9,1	9,2			0,7
Nordea	10,28	40624	10,6	10,1	6,6	6,8	1,2
Riiba	842,00	3302	16,5	16,1	1,6	1,8	2,5
SEB	118,45	24586	11,1	10,6	4,7	5,0	1,3
Handelsbanken	95,26	17870	10,0	9,8	6,6	6,8	1,0
Spar Nord Bank	90,80	1507	8,4	9,2	6,3	5,8	1,0
Swedbank	166,20	17786	9,2	9,1	5,8	6,0	1,1
Sydbank	236,40	1903	9,8	9,9	5,7	4,7	1,0
OmaSp (Inderes)	16,55	496	10,6	9,6	2,4	3,0	1,1
Keskisarvo			10,4	10,2	5,6	5,7	1,1
Mediaani			9,8	9,8	6,1	5,9	1,0
Erotus-% vrt. mediaani			8 %	-2 %	-60 %	-49 %	14 %



Arvostus 3/4

Tasepohjainen arvostus ei tarjoa lyhyellä aikavälillä nosuvuvaraa

OmaSp:tä hinnoitellaan P/B-kertoimella 1,1x, joka on reilut 10 % yli verrokkiryhmän mediaanin. Mielestämme arvostus ei tarjoa oleellista nousuvaraa ja merkittävästi vertailuryhmää korkeampi tasepohjainen arvostus edellyttäisi näkemyksemme mukaan yhtiöltä yltämistä selvästi ja kestävästi yli kaksinumeroiseen oman pääoman tuottoon. Huomautamme, että yhtiön oikaistu oman pääoman tuotto ei tällä hetkellä oleellisesti poikkea verrokkiryhmästä (verrokkiryhmän ROE ~11 %). Käytännössä tämä vaatisi yhtiön pääomatehokkuuden parantumista, joihin keskeisiä askelmerkkejä olisivat IRB-siirtymä tai laajentuminen pääomakevyeen varainhoitoon.

IRB-siirtymällä positiivinen vaikutus oman pääoman tuottoon ja hyväksyttävään P/B-arvostukseen

Olemme tarkastelleet oman pääoman tuottotason vaikutusta pohjoismaisten pankkien hyväksyttävään P/B-arvostukseen sivun 35 regressioanalyysissämme. Tarkastelu auttaa hahmottamaan myös IRB-siirtymän vaikutusta OmaSp:n hyväksyttävään P/B-arvostustasoon. Huomautamme, että regressioanalyysissä ainoana selittävänä muuttujana on verrokkiyhtiöiden kuluvan vuoden oman pääoman tuottotaso, eikä tarkastelu ota huomioon esimerkiksi yhtiöiden pidemmän aikavälin tulostuloksia tai toisistaan poikkeavia riskiprofiileja. Rajoitteista huolimatta regressioanalyysi tarjoaa varsin hyvän työkalun hyväksyttävän arvostustason määrittämiseen.

Odotamme OmaSp:n IRB-siirtymän tapahtuvan vuonna 2024 ja arvioimme mukaan yhtiöllä pitäisi

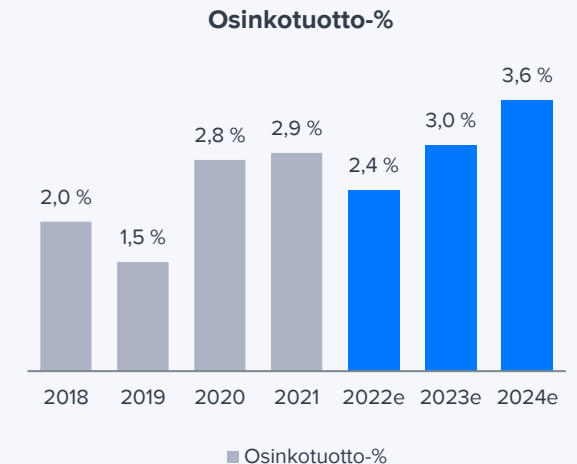
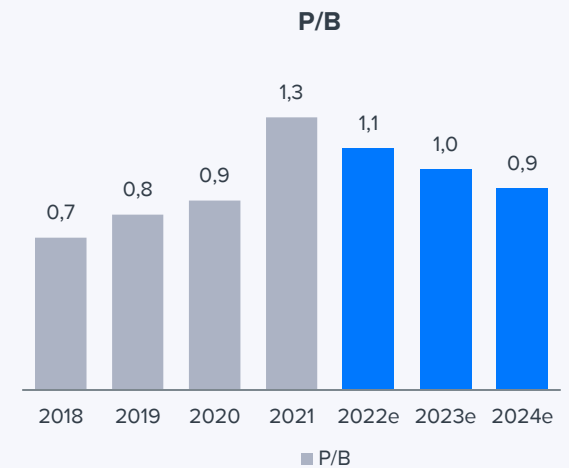
olla tämän jälkeen edellytykset yltää noin 13-14 % ROE-tasoon. Regressiomallin perusteella OmaSp:lle voitaisiin oman pääoman tuottotason perusteella hyväksyä noin 1,3-1,5x välillä oleva P/B-arvostus. Nykyisellä ennusteillamme OmaSp:n kurssi voisi näin ollen liikkua vuonna 2024 noin 23-26 euron haarukassa, mikä osingot huomioiden tarkoittaisi vuositasolle käännettynä karkeasti 13-19 % tuotto-odotusta.

Tuloskerroimet tulevat todennäköisesti säilymään absoluuttisesti matalina

Seurannan aloituksemme (12/20) jälkeen OmaSp:n arvostuskertoimet ovat tehneet selvän tasokorjauksen. Toteutuneella tuloksella P/E on pysynyt ennallaan noin 12x tasolla, mutta eteenpäin katsova P/E on noussut noin 20 %:lla 11x tasolle (aik. 9x). P/B-kerroin on puolestaan noussut 40 %:lla 1,1x tasolle (12/20: 0,8x).

Kertoimien nousu on ollut hyvin merkittävää ja aiempi lievä alennus suhteessa verrokkeihin on kääntynyt lieväksi preemioksi. Mielestämme kertoimien nousu on ollut perusteltua, sillä osake oli seurannan aloituksemme yhteydessä selvästi aliarvostettu ja lisäksi yhtiön operatiivinen suorittaminen on ollut selvästi odotuksiamme vahvempaa (vertailukelpoiset EPS-ennusteet nousseet keskimäärin noin 30 %:lla).

Näkemyksemme mukaan nykyinen arvostustaso alkaa näyttää varsin neutraalilta ja nykyisellä kurssitasolla tuotto-odotus nojaakin ennen kaikkea vahvaan tuloskasvuun. Mielestämme korkeammat kertoimet vaatisivat taakseen pankkisektorin yleisen arvostustason nousua tai vaihtoehtoisesti OmaSp:n oman pääoman tuottotason pitäisi kestävästi nousta verrokkiryhmää korkeammalle.



Arvostus 4/4

Lisäarvomalli (EVA)

Olemme tarkastelleet OmaSp:n arvostusta myös taloudellisen lisäarvomallin (EVA) kautta. Oman pääoman lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo määräytyy jo kertyneestä omasta pääomasta eli oman pääoman tasearvosta ja ennustettujen taloudellisten lisäarvojen nykyarvosta.

Yhtiö tuottaa osakkeenomistajille positiivista lisäarvoa, kun oman pääoman tuotto on oman pääoman kustannusta (CoE) suurempi. Lisäarvo on vastaavasti negatiivinen silloin, kun yhtiön oman pääoman tuotto jää oman pääoman ehtoisten sijoittajien asettaman tuottovaatimuksen alapuolelle ja tällöin yhtiö teoriassa tuhoa osakkeenomistajien varallisuutta.

Oman pääoman lisäarvomallissa suuri osa osakkeen arvosta muodostuu tyypillisesti sen kirjanpidollisesta arvosta. Näin ollen esimerkiksi

mahdolliset ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti 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.

OmaSp:n lisäarvoperusteinen arvonmääritys pohjautuu sivuilla 26-30 esitettyihin yksityiskohtaisempiin tulosennusteisiimme, jotka odottavat OmaSp:n oman pääoman tuoton parantuvan vuosina 2022-2026 asteittain noin 12

%,n tasolle. Jäännöskasvuoletuksena olemme käyttäneet 1,5 %:n tasoa.

Olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme OmaSp:lle 9,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Taso perustuu subjektiiviseen näkemykseen OmaSp:n riskiprofiilista. Vertailun vuoksi esimerkiksi IMF on arvioinut globaalien pankkien oman pääoman tuottovaatimuksen olleen 8,4-12,9 % vuosina 1991-2017.

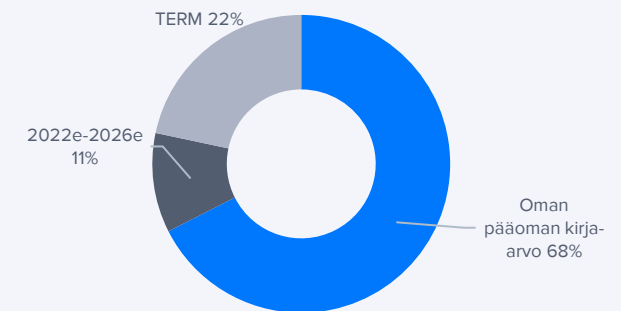
Oman pääoman lisäarvomalli indikoi OmaSp:n käyväksi arvoksi noin 20,1 euroa osakkeelta. Lisäarvomallissamme OmaSp:n käyvästä arvosta (68 %) muodostuu oman pääoman kirjanpitoarvosta, noin 11% vuosien 2022-2026 ennustejakson lisäarvoista ja noin 22 % terminaalijakson lisäarvoista.

EVA-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Nettotulos	66,2	51,4	53,6	60,5	67,8	66,1	
Oma pääoma	401	438	479	525	575	620	
Lisäarvo (EVA)	34,4	15,3	14,3	17,5	20,6	14,5	196
Ydinpääoma (CET1)	372	408	448	492	541	585	
RWA	2398	2752	3096	2716	2990	3233	
CET1-%	15,5 %	14,8 %	14,5 %	18,1 %	18,1 %	18,1 %	
Disk. EVA		14,2	12,1	13,6	14,8	9,5	129
Disk. Kum. EVA		193	179	167	153	138	129
+ Oman pääoman kirja-arvo		401					
Oman pääoman arvo EVA		594					
Oman pääoman arvo EVA per osake		20,1					

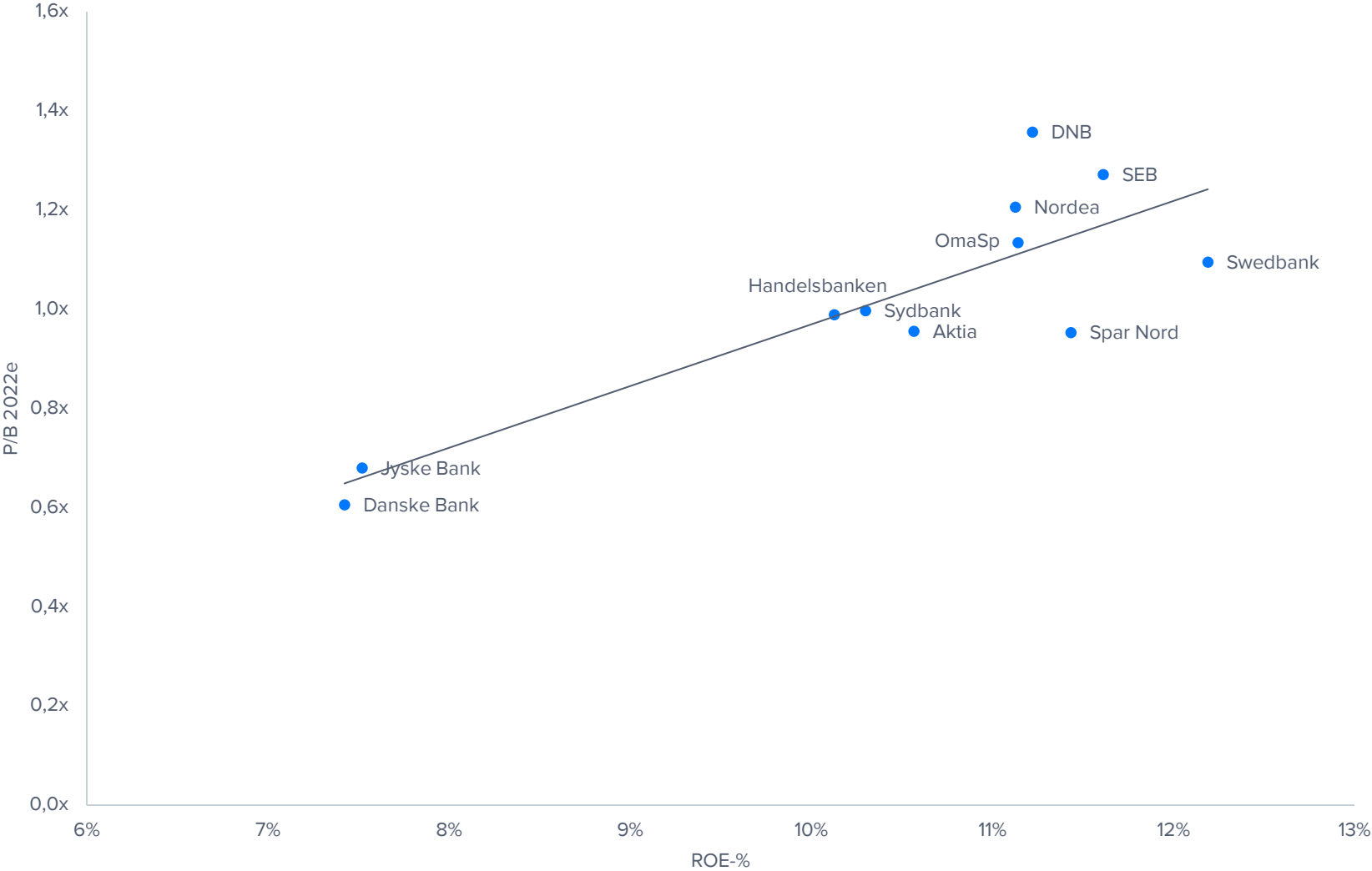
Pääoman kustannus

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

Arvon jakautuminen



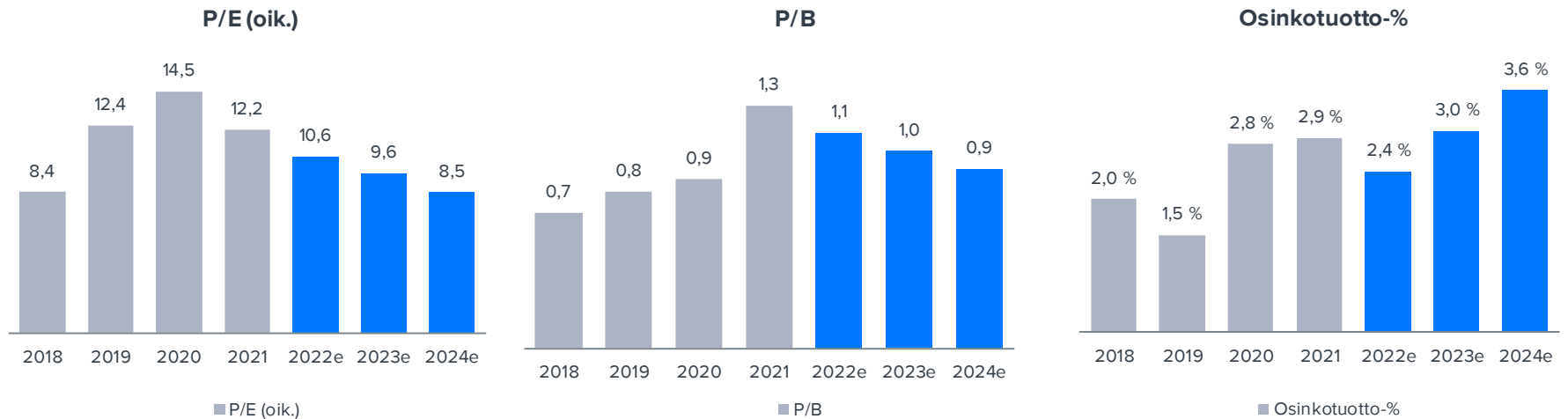
Pohjoismaisten pankkien 2022 P/B ja ROE-%



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		7,00	8,88	10,6	17,1	16,6	16,6	16,6	16,6
Markkina-arvo		207	263	314	512	496	496	496	496
P/E (oik.)		8,4	12,4	14,5	12,2	10,6	9,6	8,5	7,5
P/E		8,9	9,5	10,2	7,7	9,6	9,3	8,2	7,3
P/B		0,7	0,8	0,9	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinko/tulos (%)		20,5 %	13,9 %	29,0 %	22,6 %	23,3 %	28,0 %	29,7 %	30,9 %
Osinkotuotto-%		2,0 %	1,5 %	2,8 %	2,9 %	2,4 %	3,0 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verkkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
			2022e	2023e	2022e	2023e	
Aktia	10,22	741	9,3	8,6	6,5	7,7	1,0
Danske Bank	125,40	14586	8,1	8,0	6,9	6,8	0,6
DNB	209,00	32079	12,5	11,5	4,9	5,2	1,4
Jyske Bank	393,50	3663	9,1	9,2			0,7
Nordea	10,28	40624	10,6	10,1	6,6	6,8	1,2
Riiba	842,00	3302	16,5	16,1	1,6	1,8	2,5
SEB	118,45	24586	11,1	10,6	4,7	5,0	1,3
Handelsbanken	95,26	17870	10,0	9,8	6,6	6,8	1,0
Spar Nord Bank	90,80	1507	8,4	9,2	6,3	5,8	1,0
Swedbank	166,20	17786	9,2	9,1	5,8	6,0	1,1
Sydbank	236,40	1903	9,8	9,9	5,7	4,7	1,0
OmaSp (Inderes)	16,55	496	10,6	9,6	2,4	3,0	1,1
Keskiarvo			10,4	10,2	5,6	5,7	1,1
Mediaani			9,8	9,8	6,1	5,9	1,0
Erotus-% vrt. mediaani			8 %	-2 %	-60 %	-49 %	14 %

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Korkokate	67,8	18,0	19,7	20,6	21,9	80,1	22,0	22,8	23,5	24,3	92,6	105,9	119,4	133,3
Palkkiotuotot netto	29,3	7,9	8,6	8,1	9,1	33,7	9,5	10,1	9,2	10,7	39,4	42,9	46,7	51,0
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	10,9	1,6	1,3	1,5	0,7	5,2	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,4	2,4	2,4
Muut tuotot	3,1	1,6	28,0	0,1	7,8	37,5	0,7	0,7	0,7	4,7	6,8	2,8	2,8	2,8
Liiketoiminnan tuotot	111,1	29,1	57,6	30,3	39,5	156,6	32,8	34,2	34,0	40,3	141,2	154,0	171,3	189,5
Henkilöstökulut	-16,9	-4,5	-5,3	-4,4	-6,5	-20,6	-5,2	-5,8	-5,0	-5,7	-21,6	-23,9	-26,0	-28,1
Liiketoiminnan muut kulut	-29,6	-8,7	-7,3	-7,3	-11,1	-34,4	-9,8	-8,4	-8,6	-9,4	-36,2	-38,0	-41,8	-46,0
Poistot ja arvonalentumiset	-5,2	-1,2	-5,9	-1,3	-1,9	-10,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,4	-6,5	-6,7	-7,2
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-51,7	-14,4	-18,4	-12,9	-19,5	-65,3	-16,6	-15,8	-15,2	-16,7	-64,2	-68,4	-74,5	-81,3
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-21,6	-2,8	-0,8	-2,1	-1,6	-7,3	-3,9	-2,3	-2,4	-4,3	-12,8	-18,7	-21,2	-23,5
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	37,7	11,7	38,3	15,3	18,0	83,3	12,3	16,1	16,4	19,3	64,1	66,9	75,6	84,7
Kertaerät yhteensä	11,0	1,6	23,6	1,3	3,5	30,1	0,1	0,6	0,6	4,6	5,9	2,4	2,4	2,4
Tulos ennen veroja (oik.)	26,7	10,0	14,6	14,0	14,4	53,1	12,2	15,5	15,8	14,7	58,2	64,5	73,2	82,3
Tuloverot	-7,1	-2,4	-7,8	-3,1	-3,7	-17,0	-2,5	-3,2	-3,3	-3,9	-12,8	-13,4	-15,1	-16,9
Vähemmistöt	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Nettotulos	30,8	9,4	30,4	12,1	14,3	66,2	9,9	12,9	13,1	15,4	51,4	53,6	60,5	67,9
EPS (oikaistu)	0,73	0,26	0,40	0,37	0,38	1,41	0,33	0,41	0,42	0,39	1,56	1,72	1,96	2,20
EPS (raportoitu)	1,05	0,32	1,01	0,41	0,47	2,22	0,33	0,43	0,44	0,52	1,72	1,79	2,02	2,27
Osinko per osake	0,30					0,50					0,40	0,50	0,60	0,70

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Käteiset varat	262	198	229	261	292
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	74	86	100	114	128
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	3434	4326	5003	5703	6387
Johdannaiset	1	2	3	3	3
Sijoitusomaisuus	529	645	715	740	833
Osakkuusyhtiöt	24	23	23	23	23
Aineettomat hyödykkeet	11	10	10	12	13
Aineelliset hyödykkeet	30	28	28	27	27
Muut varat	17	54	54	54	54
Varat yhteensä	4382	5373	6165	6937	7761

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Velat yhteensä	4029	4971	5727	6458	7236
Velat luottolaitoksille	224	213	230	197	229
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	2377	2898	3351	3820	4279
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	1347	1762	2038	2323	2602
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	16	16	18	20	23
Muut velat	66	83	90	96	103
Oma pääoma yhteensä	353	401	438	479	525
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	148	145	145	145	145
Kertyneet voittovarot	181	232	268	310	356
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	1	1	1	1
Velat ja oma pääoma yhteensä	4382	5373	6165	6937	7761

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 neuvonantajia. 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. 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 laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 sijoittajatilaisuuksien 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
07/12/2020	Osta	11,00 €	9,10 €
30/12/2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
09/02/2021	Osta	13,00 €	11,25 €
30/04/2021	Osta	14,00 €	11,95 €
04/05/2021	Osta	15,00 €	12,75 €
29/06/2021	Osta	15,50 €	13,15 €
03/08/2021	Osta	18,50 €	15,80 €
30/09/2021	Osta	19,00 €	16,70 €
02/11/2021	Lisää	19,00 €	17,95 €
08/02/2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
21/02/2022	Osta	20,00 €	16,55 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**