

# Investors House

## Yhtiöraportti

17.8.2021 08:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Takaisin tuloskasvu-uralle

Tarkistamme Investors Housen tavoitehinnan 6,3 euroon (aik. 6,5e) ja toistamme lisää-suosituksemme. IH:n operatiivinen tulos parantui Q2:lla selvästi vertailukaudesta, mutta jäi hieman odotuksistamme Palvelut-segmentin tulosalituksesta johtuen. Näkymät eivät tarjonneet suurempia yllätyksiä ja H2:lla pääfokuksessa tulee olemaan Kukkula-järjestelyn eteneminen. Osakkeen arvostus on useasta kulmasta tarkasteltuna edullinen ja näemmekin tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä.

## Operatiivinen tulos kasvoi selvästi vertailukaudesta, mutta jäi odotuksistamme

IH:n Q2-liikevaihto oli 2,5 MEUR ja täysin linjassa ennusteemme kanssa. Yhtiön kulutaso oli Q2:lla kuitenkin odotuksiamme korkeampi etenkin Palveluissa ja segmentin Q2-liikevoitto oli 0,3 MEUR jääden suhteellisen selvästi lähes 0,6 MEUR:n tulostasoa odottaneesta ennusteestamme. Palvelut-segmentin Q2-kulutaso piti sisällään tiettyjä kertakuluja [Lainarahaston varainkeruun keskeyttämiseen](#) liittyen, mikä osaltaan selitti nähtyä tulosalitusta. Kiinteistöt-segmentin liikevoitto oli 1,0 MEUR ja varsin hyvin linjassa 0,9 MEUR:n ennusteemme kanssa. IH:n operatiivinen tulos kasvoi lopulta vertailukaudesta 28 % 822 TEUR:oon, mutta alitti 1040 TEUR:n ennusteemme Palvelut-segmentin tulosalituksesta johtuen. Yhtiön rullaava 12 kk:n operatiivinen tulos kääntyi Q2-tuloksen myötä kasvu-uralle ja oli 2,3 MEUR. Yhtiön Q2-raportissa antamat näkymät eivät tarjonneet suurempia yllätyksiä ja aikaisempi operatiivisen tuloksen kasvua koskenut ohjeistus toistettiin varsin odotetusti.

## Tarkistimme Palveluiden kannattavuusennusteita hieman alaspäin

Teimme Q2-raportin jäljiltä ennusteisiimme pieniä tarkennuksia, joista keskeisimmät kohdistuvat Palvelut-segmenttiin tulosennusteisiin, kun tarkistimme Rahastoliiketoiminnan lähiajan kannattavuusennusteita alaspäin selvästi odotettua korkeamman Q2-kulutason myötä. Q2-tulosalituksen ja tehtyjen ennustetarkistusten johdosta ennustamme IH:n yltävän kuluvana vuonna noin 2,7 MEUR:n operatiiviseen tulokseen. Vuosien 2022-2023 ennusteissamme ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia ja odotamme yhtiön yltävän tuolloin noin 3,3-3,4 MEUR:n EPRA-tulokseen. Ennustamamme tuloskasvun taustalla on erityisesti Juholan tuoma tuloskontribuutio, muiden liiketoimintojen maltillisempi orgaaninen kasvu sekä kasvun mukana asteittain skaalautuvat hallintokulut. Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme osingonjaon pysyvän lähivuosina taloudellisten tavoitteiden mukaisesti kasvu-uralla. Kukkula-hankkeen taloudellisia vaikutuksia tulemme arvioimaan tarkemmin, kun järjestelystä saadaan tarkempia lisätietoja. Olemme avaneet pidemmän aikavälin ennusteitamme tarkemmin toukokuussa julkaistussa ja edelleen ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

## Arvostus useasta kulmasta tarkasteltuna edullinen

Perustamme IH:n arvonmäärittämissä pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten IH:n liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Päivitetty arviomme osien summasta on noin 6,3 euroa (aik. 6,5e) ja mielestämme IH:n käypä arvo on edelleen nykykurssia korkeampi. Arvostusta ei voida pitää mielestämme kalliina myöskään lähivuosien tulostasoon tai EPRA-nettovarallisuuteen suhteutettuna (2021-2022e: P/EPRA EPS noin 14-11x ja noin 27 % alennus Q2'21:n lopun EPRA NRV:hen). Nykykurssilla osake tarjoaa myös noin 5 % kasvavaa osinkotuottoa, mikä on nykyisessä nollakorkoympäristössä ja Helsingin pörssin sekä pohjoismaisen kiinteistösektorin kontekstissa (2021e: 2 %) mielestämme houkutteleva taso.

## Suositus

### Lisää

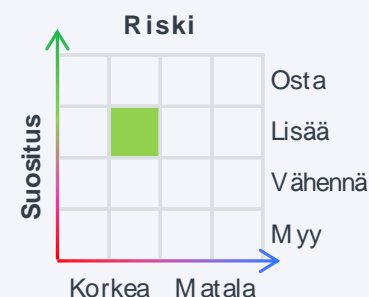
(aik. Lisää)

**6,30 EUR**

(aik. 6,50 EUR)

### Osakekurssi:

5,80



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	9,5	9,2	10,0	10,4
<b>kasvu-%</b>	-17 %	-2 %	8 %	4 %
<b>Nettotuotto</b>	4,5	3,6	4,2	4,3
<b>EPRA-tulos</b>	2,1	2,7	3,3	3,4
<b>EPRA EPS</b>	0,35	0,43	0,52	0,54
<b>EPS (raportoitu)</b>	-0,37	0,27	0,41	0,43
<b>Osinko</b>	0,27	0,29	0,31	0,33
<b>P/EPRA EPS</b>	16,5	13,6	11,3	10,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,6 %	4,9 %	5,3 %	5,6 %

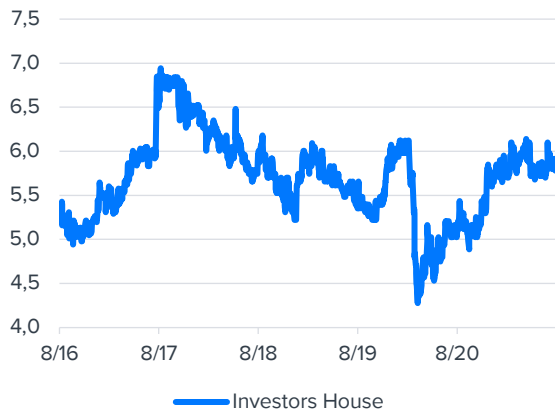
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

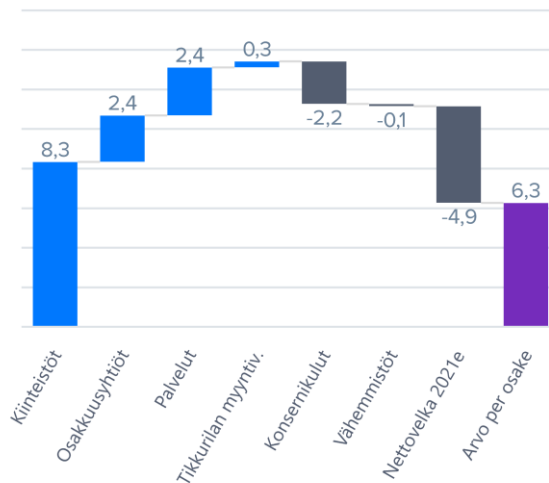
Investors House arvioi vuoden 2021 operatiivisen tuloksen olevan parempi kuin vuonna 2020.

## Osakekurssi

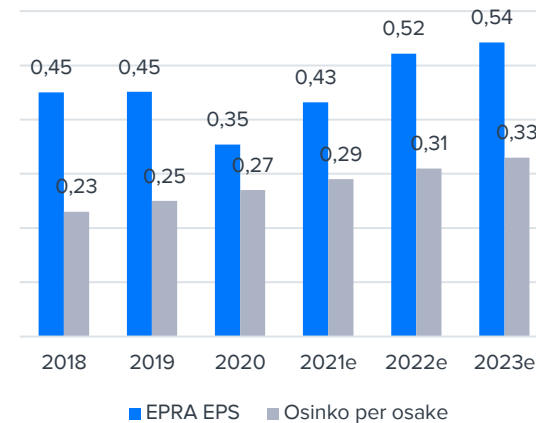


Lähde: Thomson Reuters

## Osien summa -laskelma (EUR/osake)



## EPRA EPS ja osinko per osake



### Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt



### Riskitekijät

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Korkotason nousu
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,88	5,88	5,88
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	68	66	66
P/EPRA EPS	13,6	11,3	10,8
Osinko/tulos (%)	108,7 %	76,1 %	77,6 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,3 %	5,6 %

Lähde: Inderes

# Operatiivinen tulos kasvoi selvästi vertailukaudesta, mutta jäi odotuksistamme

## Liikevaihto linjassa ennusteisiin

IH:n Q2-liikevaihto oli 2,5 MEUR ja täysin linjassa ennusteemme kanssa. Segmenttien osalta liikevaihtotaso jäi Palveluissa lievästi ennusteistamme (Q2'21: 1,4 MEUR vs. Q2'21e: 1,5 MEUR), mutta tämä kompensoitui Kiinteistöjen hieman ennusteita korkeammalla liikevaihdolla (Q2'21: 1,1 MEUR vs. Q2'21e: 1,0 MEUR). Palvelut-segmentin osuus koko konsernin liikevaihdosta nousi Q2:lla 58 %:iin Juhola-kaupan myötä ja palveluliikevaihto ylitti vuokratuottojen määrän ensi kertaa yhtiön historiassa.

## Palvelut-segmentin Q2-kulutaso odotuksia korkeampi

IH:n Palvelut-segmentin välittömät kulut olivat Q2:lla ennusteitamme korkeammat ja segmentin Q2-liikevoitto oli 0,3 MEUR jääden suhteellisen selvästi lähes 0,6 MEUR:n tulostasoa odottaneesta ennusteestamme. Palvelut-segmentin Q2-kulutaso piti sisällään tiettyä kertakuluja [Lainarahaston](#)

[varainkeruun keskeyttämiseen](#) liittyen, mikä osaltaan selitti nähtyä tulosalitusta. Palvelut-segmentin alla raportoitavan Rahastoliiketoiminnan liikevaihtotaso on arviomme mukaan laskenut viime neljänneksinä AUM:n laskun johdosta, mikä on yhdessä Lainarahastoon aiemmin tehtyjen panostusten kanssa käsityksemme mukaan painanut liiketoiminnan kannattavuutta. Positiivista on kuitenkin se, että AUM:n pidempään jatkunut lasku on käsityksemme mukaan pysähtynyt ja tämän lisäksi yhtiö kertoi keventäneensä Q2:lla rahastoyhtiön organisaatiota. Toimenpiteiden vaikutuksen pitäisi näkyä kulutasossa H2'21:llä. Keväällä hankitun Juholan liiketoiminnan yhtiö kertoi kehittyneen odotetusti.

Kiinteistöt-segmentin liikevoitto oli 1,0 MEUR ja varsin hyvin linjassa 0,9 MEUR:n ennusteemme kanssa. IH:n konsernin kiinteät hallinnon kulut sekä rahoituskulut olivat toisella neljänneksellä puolestaan hieman odotuksiamme matalammat. IH:n operatiivinen tulos (EPRA-tulos) kasvoi lopulta vertailukaudesta 28 %

822 TEUR:oon, mutta alitti 1040 TEUR:n ennusteemme Palvelut-segmentin tulosalituksesta johtuen. Yhtiön rullaava 12 kk:n operatiivinen tulos kääntyi Q2-tuloksen myötä kasvu-uralle ja oli noin 2,3 MEUR.

IH:n raportoitu tulos asetui Q2:lla 723 TEUR:oon (Q2'21e: 850 TEUR) ja EPRA NRV kohosi kesäkuun lopussa 8,11 euroon osakkeelta (Q1'21: 7,9e).

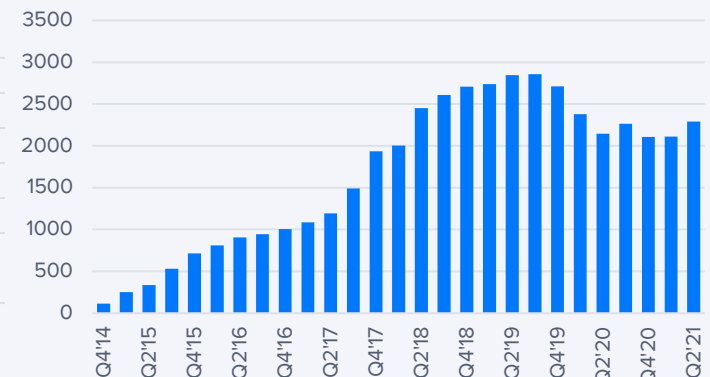
## Vakavaraisuus heikentyi kvartaalin aikana

IH:n omavaraisuusaste laski Q2:lla 47,5 %:iin (Q1'21: 52 %). Omavaraisuusasteen laskua selittää se, että IH nosti [toukokuussa](#) omistusosuuden osakkuusyhtiö IVH Asunnot Oy:ssä 100 %:iin, ja yhtiön konsolidointi heikensi konsernin vakavaraisuutta. IVH Asunnot on rakennuttaja- ja omistusyhtiö, joka omistaa Helsingistä kaksi ARA-kohdetta ja hallitsee kolmea tonttivarauusta. Vaikka IH:n omavaraisuusaste laski Q1-tasosta, säilyi se kuitenkin tavoitetason ja lainojen kovenanttitason (45 %) yläpuolella.

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	Inderes
Liikevaihto	2,9	2,5	2,5				1 %		9,2
Nettotuotto	1,9	1,1	1,2				-12 %		3,6
Oper. Tulos (EPRA)	0,640	0,82	1,040				-21 %		2,7
Raportoitu tulos	0,4	0,7	0,8				-15 %		1,7
EPRA EPS	0,11	0,14	0,17				-21 %		0,43
Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-15 %	-16 %				1,2 %-yks.		-2 %

Lähde: Inderes

Operatiivinen tulos rullaava 12kk (TEUR)



# Tarkistimme Palveluiden kannattavuusennusteita hieman alaspäin

## Näkymissä ei yllätyksiä

Näkymien osalta IH:n Q2-raportti ei tarjonut suurempia yllätyksiä. Markkinatilanteen osalta yhtiö totesi, että sijoittajakysyntä on ollut asuntopuolella vahvaa ja merkkejä transaktioaktiiviteetin piristymisestä on ollut nähtävillä myös toimistokiinteistöissä. Myös vuokramarkkinoista annetut kommentit olivat odotettuja. Vuokra-asuntomarkkinoilla aktiiviteettiä painaa etäopiskelu erityisesti yliopistokaupungeissa ja kaupallisissa kiinteistöissä sekä toimistoissa vuokrauspäätöksille epävarmuutta aiheuttaa edelleen päällä oleva pandemiatilanne. IH:n mukaan lähiajalle suurimman epävarmuustekijän muodostaakin koronapandemian mahdollinen pitkittyminen. Aikaisempi operatiivisen tuloksen kasvua koskenut ohjeistus toistettiin Q2-raportissa varsin odotetusti.

Kukkula-hankkeen osalta Q2-raportti ei tarjonnut oleellista uutta tietoa. Kaupan myyjäosapuoli eli Keski-Suomen Sairaanhoidopiiri hyväksyi hankkeen pääehdot Q2:n aikana ja tällä hetkellä osapuolet

käyvät neuvotteluja kaupan tarkemmista yksityiskohdista. Viime viikolla IH ja Ovaro tiedottivat perustavansa yhdessä ostajakonsortioon kuuluvan Royal Housen kanssa yhteisyrityksen hanketta varten. Aiemmat kommenttimme hankeesta on luettavissa [täältä](#), [täältä](#), [täältä](#) ja [täältä](#).

## Tarkistimme Palveluiden kannattavuusennusteita hieman alaspäin

Teimme Q2-raportin jäljiltä ennusteisiimme pieniä tarkennuksia, joista keskeisimmät kohdistuvat Palvelut-segmentin tulosennusteisiin. Tarkistimme Rahastoliiketoiminnan lähiajan kannattavuusennusteita alaspäin selvästi odotettua korkeamman toisen neljänneksen kulutason myötä. Q2-tulosarvioituksen ja tehtyjen ennustetarkistusten johdosta ennustamme IH:n yltävän kuluvaan vuonna noin 2,7 MEUR:n operatiiviseen tulokseen (aik. 3,0 MEUR).

Vuosien 2022-2023 ennusteissamme ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia ja odotamme

yhtiön yltävän tuolloin noin 3,3-3,4 MEUR:n EPRA-tulokseen. Ennustamamme tuloskasvun taustalla on erityisesti Juholan tuoma tuloskontribuutio, muiden liiketoimintojen maltillisempi orgaaninen kasvu sekä kasvun mukana asteittain skaalautuvat hallintokulut. Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme osingonjaon pysyvän lähivuosina taloudellisten tavoitteiden mukaisesti kasvu-uralla.

Huomautamme, että ennustemme perustuvat puhtaasti IH:n nykyrakenteiseen liiketoimintaan ja mahdollisilla kiinteistöjärjestelyillä tai kehityshankkeilla voisi toteutuessaan olla huomattaviakin vaikutuksia ennusteisiin. Kukkula-hankkeen taloudellisia vaikutuksia tulemme arvioimaan tarkemmin, kun kauppaprosessi etenee ja järjestelystä saadaan tarkempia lisätietoja. Olemme avaneet pidemmän aikavälin ennusteitamme tarkemmin toukokuussa julkaistussa ja edelleen ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	9,1	9,2	1%	9,9	10,0	1%	10,3	10,4	1%
Nettotuotto	3,7	3,6	-3%	4,1	4,2	2%	4,3	4,3	2%
Liikevoitto (raportoitu)	2,8	2,6	-8%	4,0	4,0	1%	4,1	4,1	1%
Oper. tulos (EPRA)	3,0	2,7	-11%	3,3	3,3	-1%	3,4	3,4	0%
EPRA EPS	0,49	0,43	-11%	0,53	0,52	-1%	0,54	0,54	0%
Osakekohtainen osinko	0,29	0,29	0%	0,31	0,31	0%	0,33	0,33	0%

Lähde: Inderes

[Q2-tulosaastatelu katsottavissa alla olevasta linkistä](#)



# Segmenttiennusteet

Kiinteistöt (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>7,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-4,2	-2,1	-0,9	-0,3	-0,6	-3,8	-1,0	-0,3	-0,4	-0,5	-2,2	-2,1	-2,2	-2,2
<b>Nettotuotto</b>	<b>5,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
Kiinteistöjen luovutusvoitot/-tappiot	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	2,5
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	-0,6	0,0	0,0	0,5	-3,2	-2,8	0,1	0,3	0,3	0,3	1,1	1,3	1,4	1,4
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>
<b>Palvelut (MEUR)</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20</b>	<b>Q2'20</b>	<b>Q3'20</b>	<b>Q4'20</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21e</b>	<b>Q4'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>2,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>
Segmentin välittömät kulut	-1,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-0,6	-1,1	-1,0	-0,9	-3,6	-4,0	-4,2	-4,3
<b>Nettotuotto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
Luovutusvoitot/-tappiot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,20</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>

# Tuloslaskelma

Konserni (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>11,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>9,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>
Ylläpitokulut	-5,2	-2,4	-1,0	-0,7	-0,9	-5,0	-1,5	-1,4	-1,3	-1,4	-5,7	-5,8	-6,0	-6,2
<b>Nettotuotto</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>4,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
Luovutusvoitot/-tappiot	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	2,5
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
Myyntin, markkinoinnin ja hallinnon kulut	-0,9	-0,3	-0,2	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	-0,6	0,0	0,0	0,5	-3,2	-2,8	0,1	0,3	0,3	0,3	1,1	1,3	1,4	1,4
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>
Verot	-0,7	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-1,2
<b>Katsauskauden tulos</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>
Vähemmistöt	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,27</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,10</b>	<b>0,27</b>	<b>0,41</b>	<b>0,43</b>	<b>0,77</b>
<b>EPRA-tulos</b>	<b>2,7</b>	<b>0,11</b>	<b>0,64</b>	<b>0,85</b>	<b>0,51</b>	<b>2,1</b>	<b>0,11</b>	<b>0,82</b>	<b>0,90</b>	<b>0,82</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
<b>EPRA EPS</b>	<b>0,45</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,09</b>	<b>0,35</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,13</b>	<b>0,43</b>	<b>0,52</b>	<b>0,54</b>	<b>0,57</b>

# Arvostus useasta kulmasta tarkasteltuna edullinen

## Osien arvo on nykykurssia korkeampi

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten IH:n liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Tässä tarkastelussa arvo jaetaan osiin, jotka ovat: 1) kiinteistöt, 2) osakkuusyhtiösjoiutukset, 3) Palvelut-segmentti, 4) vähemmistöt, 5) konsernikulut ja 6) nettovelat. Tämän lisäksi huomioimme laskelmassamme erillisenä komponenttina Tikkurilan asuntokehityshankkeesta arviomme mukaan syntyvän myyntivoiton.

Olemme tarkistaneet arviotamme IH:n osien summasta noin 6,3 euroon osakkeelta (aik. 6,5e). Lievästi laskeneen osien summan taustalla on [IVH Asunnot Oy:n hankinnan](#) myötä edellisestä päivityksestä noussut nettovelkataso. Muilta osin osien summa -laskelmassamme ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia. Olemme avanneet laskelmaa tarkemmin toukokuussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#).

## Kasvava 5 % osinkotuotto tukee tuotto-odotusta

IH:n osake tarjoaa nykykurssilla noin 5 % kasvavaa osinkotuottoa, mikä on nykyisessä nollakorkoympäristössä varsin houkutteleva taso. Taso on kilpailukykyinen myös Helsingin pörssin kontekstissa (Inderesin seurannassa olevan yhtiöjoukon 2021e mediaani noin 2,2 %) sekä pohjoismaisten kiinteistösjoiutusyhtiöiden joukossa (mediaani 2,3 %).

Osinkoon liittyvä riski on mielestämme myös varsin matala liiketoiminnan kohtuullisen hyvän ennustettavuus, suhteellisen vahva tase ja nykyinen voitonjakosuhde huomioiden. Yhtiö on myös viestinyt selvästi, että sillä on vahvat ambitiot pitää osinko

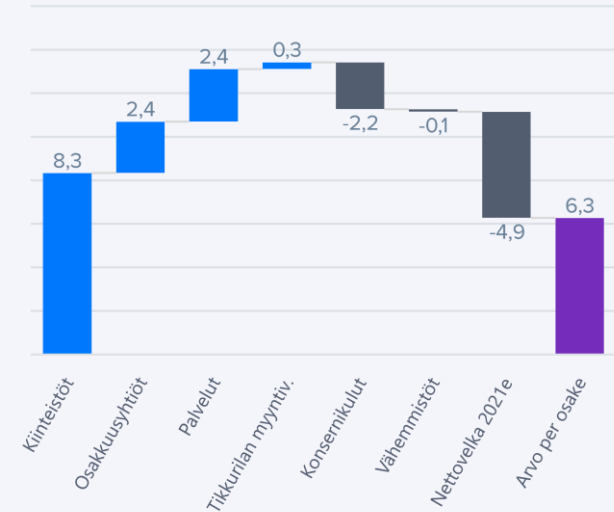
kasvu-uralla myös tulevina vuosina, mikä mielestämme laskee osaltaan osinkoon liittyvää riskitasoa.

## Arvostus suhteessa osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (EPRA NRV)

IH ryhtyi raportoimaan vuoden 2020 alusta uuden EPRA:n mukaisen nettovarallisuutta kuvaavan EPRA NRV -tunnusluvun. EPRA NRV:n tarkoitus on määrittää kustannus, jolla yhtiön nettovarot tai liiketoiminnot voitaisiin hankkia raportointipäivänä. EPRA NRV eroaa aiemmasta EPRA NAV:sta siten, että siinä määritetään käypä arvo yhtiön kiinteistöomaisuuden lisäksi myös Palvelut-segmentille ja tietyille aineettomille omaisuuksille. Arviot tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen tahon.

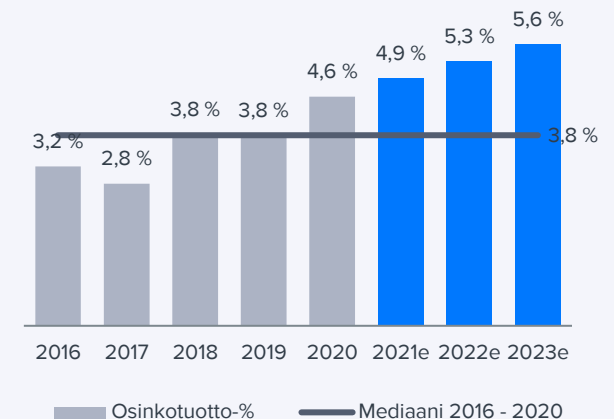
IH raportoi EPRA NRV:n ensimmäistä kertaa Q1'20-osavuositarkastuksessa, minkä lisäksi yhtiö on raportoinut tunnusluvun takautuvasti Q1'19-vertailukaudesta lähtien. Yhtiötä on hinnoiteltu Q1'19-jaksosta alkaen keskimäärin noin 36 % alle EPRA NRV:n mukaisen nettovarallisuuden. Sijoittajan on hyvä huomata, että lyhyen aikasarjan vertailukelpoisuus on arviomme mukaan suhteellisen heikko, sillä näkemyksemme mukaan vuonna 2019 markkinat arvostivat yhtiötä pitkälti vanhan EPRA NAV -tunnusluvun kautta. IH:n EPRA NRV:n mukainen osakekohtainen nettovarallisuus oli kesäkuun lopussa 8,11 euroa osakkeelta ja näin ollen osake arvostetaan noin 27 % alle EPRA NRV:n. Arvostustaso on mielestämme absoluuttisesti matala ja näemmekin siinä asteittaista nousuvaraa.

Osien summa -laskelma (EUR/osake)



Huom. Osien summassa huomioitu johdon 250.000 osakkeen optio-ohjelman laimennusvaikutus, jonka toteutumista pidämme todennäköisenä.

Osinkotuotto-%





# Investors Housen arvostus suhteessa EPRA NRV:hen



# Palvelut-segmentin DCF-laskelma ja verrokkiperusteinen arvostus

Palvelut-segmentin DCF-laskelma	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
-Operatiiviset verot	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	
-CAPEX	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Vapaa kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>17,6</b>
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>6,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	14,9	14,1	12,9	11,9	10,9	10,0	9,1	8,3	7,6	6,9	6,3
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>14,9</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	4,25 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,5 %</b>

Lähde: Inderes

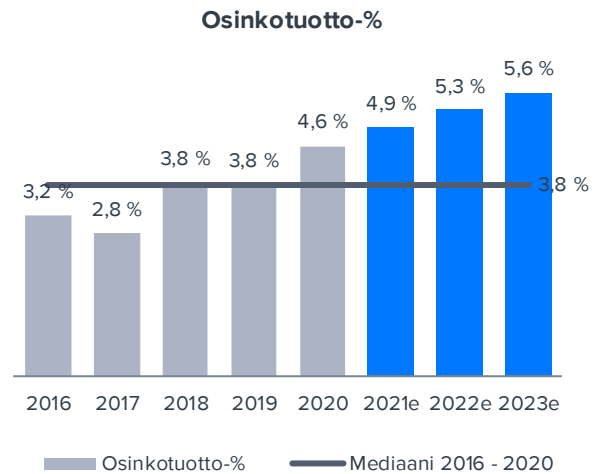
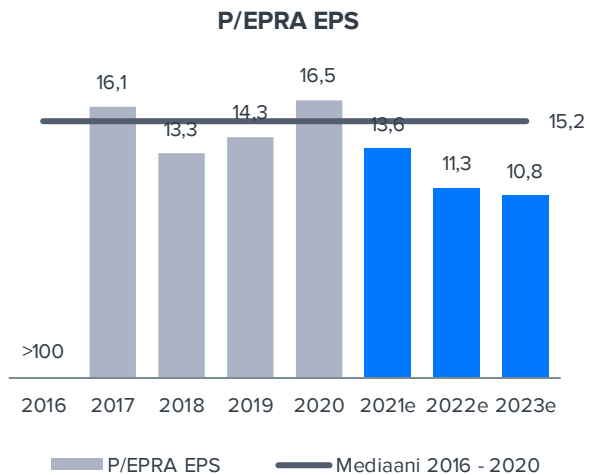
## Palvelut

	EV/EBIT	
	2021e	2022e
EAB Group	17,4	11,6
Titanium	10,7	9,5
Evli Pankki	11,4	12,1
eQ	17,0	17,5
Taaleri	5,1	20,1
CapMan	12,5	12,4
United Bankers	11,4	11,4
Aallon Group	20,2	13,5
Fondia	12,5	12,5
Catella	40,2	10,5
<b>Mediaani</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>
Sovellettu alennus suhteessa verrokkeihin	25 %	25 %
Hyväksyttävä kerroin	9,4	9,2
<b>Palvelut EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>
<b>EV</b>	<b>10,3</b>	<b>15,7</b>

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,97	7,40	6,00	6,45	5,85	<b>5,88</b>	<b>5,88</b>	<b>5,88</b>	<b>5,88</b>
Markkina-arvo	20	44	36	39	35	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
Yritysarvo (EV)	37	67	72	100	54	<b>68</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>58</b>
P/EPRA EPS	>100	16,1	13,3	14,3	16,5	<b>13,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>
Osinko/tulos (%)	17,0 %	24,9 %	55,5 %	89,3 %	neg.	<b>108,7 %</b>	<b>76,1 %</b>	<b>77,6 %</b>	<b>45,6 %</b>
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,8 %	3,8 %	3,8 %	4,6 %	<b>4,9 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>6,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>119,6</b>	<b>65,3</b>	<b>76,4</b>	<b>77,1</b>	<b>77,2</b>
Liikearvo	2,8	2,8	6,2	6,8	6,8
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,7	0,7	0,8
Käyttöomaisuus	104,5	45,3	52,6	52,6	52,6
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	11,8	15,9	14,9	14,9	14,9
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,5	1,3	1,3	1,3
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>11,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	2,7	1,1	1,1	1,2	1,2
Likvidit varat	8,4	3,2	3,1	3,4	3,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>130,7</b>	<b>69,7</b>	<b>80,8</b>	<b>81,8</b>	<b>82,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>62,1</b>	<b>38,3</b>	<b>40,0</b>	<b>40,7</b>	<b>41,5</b>
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,1	0,8	1,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	42,4	34,7	36,8	36,8	36,8
Vähemmistöosuus	17,2	1,0	0,6	0,6	0,6
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>47,9</b>	<b>19,4</b>	<b>28,3</b>	<b>26,6</b>	<b>25,9</b>
Laskennalliset verovelat	1,1	1,0	0,8	0,6	0,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	46,8	18,4	27,5	26,0	25,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,7</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>	<b>14,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	9,7	4,3	6,5	6,1	6,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	7,7	6,0	8,3	8,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>130,7</b>	<b>69,7</b>	<b>80,8</b>	<b>81,8</b>	<b>82,0</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.3.2018	Lisää	8,00 €	7,30 €
19.4.2018	Lisää	7,90 €	6,95 €
28.5.2018	Lisää	7,90 €	7,05 €
28.8.2018	Lisää	7,70 €	6,95 €
30.11.2018	Lisää	7,30 €	6,55 €
2.3.2019	Lisää	7,40 €	7,00 €
21.5.2019	Lisää	7,10 €	6,70 €
20.8.2019	Vähennä	6,80 €	6,50 €
26.11.2019	Lisää	6,90 €	6,40 €
13.12.2019	Lisää	6,90 €	6,50 €
3.3.2020	Vähennä	6,60 €	6,30 €
19.5.2020	Vähennä	5,50 €	5,25 €
25.8.2020	Vähennä	6,00 €	5,95 €
29.9.2020	Lisää	6,00 €	5,35 €
1.12.2020	Lisää	6,30 €	5,85 €
9.3.2021	Lisää	6,30 €	5,95 €
25.3.2021	Lisää	6,50 €	5,85 €
12.5.2021	Lisää	6,50 €	5,80 €
21.5.2021	Lisää	6,10 €	5,72 €
13.8.2021	Lisää	6,50 €	5,86 €
17.8.2021	Lisää	6,30 €	5,88 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



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.**