

# Investors House

## Yhtiöraportti

16.11.2021 08:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Pääoman kierrätystä ja parantuvaa tuloskuntoa

Investors Housen (IH) operatiivinen tulos oli Q3:lla odotuksiamme parempi ennusteita matalammasta kulutasosta johtuen. Emme ole tehneet ennusteisiin suuria muutoksia ja näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä. Tarkistamme tavoitehintamme osien summa-laskelmaa mukaillen 6,2 euroon (aik. 6,3e) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen.

## Kulutaso tarjosi Q3:lla positiivisen yllätyksen

IH:n liikevaihto kasvoi Q3:lla 61%:lla 2,3 MEUR:oon ja oli täysin linjassa ennusteemme kanssa. Kasvua veti odotetusti Palvelut, joiden liikevaihto kasvoi 1,3 MEUR:oon keväällä hankitun Juholan tuoman epäorgaanisen kasvun myötä. Q3-raportissa positiivisen yllätyksen tarjosi yhtiön kulutaso, joka oli selvästi odotuksiamme matalampi. Ennusteita matalampi kulutaso selittyi etenkin Palvelut-segmentillä, jonka 0,4 MEUR:n liiketulos ylitti selvästi 0,2 MEUR:n ennusteemme. Raportoitu tulos jäi nollassa, kun yhtiö kirjasi tulokseensa 0,9 MEUR:n negatiiviset arvomuutokset viime perjantaina tiedotettuun [asuntoportfolion](#) myyntiin liittyen.

## Pidemmän aikavälin kannalta merkittävä Kukkula-hanke nytkähti lokakuussa eteenpäin

IH:lle ja Ovarolle tärkeä Kukkula-hanke nytkähti [lokakuussa](#) eteenpäin, kun yhtiöt kertoivat IH:n, Ovaron ja Royal House Oy:n tasaosuuksin omistaman yhteisyritys Apitar Oy:n solmineen kaupan, joka koski 17 600 neliömetrin kiinteistökokonaisuuden hankintaa ja takaisinvuokrausta Keski-Suomen SHP:lle (nettotuotto 3,1 MEUR). Samalla yhtiöiden toinen yhteisyritys Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy solmi esisopimukset alueen suojeltavien ja purettavien rakennusten sekä kehitettävien maa-alueiden hankkimisesta. Yhtiöt [arvioivat](#), että alueelle voitaisiin kaavoittaa uutta uutta asunorakennusoikeutta 100 000-130 000 kem2:n edestä ja tämä voisi arvioimme mukaan tarkoittaa noin 340-442 MEUR:n hankekoko. Hanke olisikin toteutuessaan yhtiöille merkittävä ja tarjoaisi ison investointiohjelman seuraavalle 15 vuodelle. Suureen aluekehityshankkeeseen liittyy luonnollisesti monia riskejä ja epävarmuustekijöitä, mutta näemme hankkeeseen sisältyvän vuokrasopimuksen laskevan kokonaisuuden riskitasoa selvästi. Suhtaudummekin hankkeeseen tämänhetkisten tietojen valossa varovaisen positiivisesti.

## Lähivuosien ennusteissa ei suuria muutoksia

Sisällytimme perjantaina tiedotetun asuntoportfolion myynnin ennusteisiimme ja tällä on ollut laskeva vaikutus nettotuottoihin. Olemme huomioineet Kukkula-hankkeen ennusteissamme toistaiseksi vain vuokrasopimuksen osalta (kassavirtavaikutus arviomme mukaan 0,65 MEUR/v) ja näin ollen ennusteemme eivät pidä sisällään hankkeen edetessä yhtiöiden kannettavaksi tulevia säilytettävien ja purettavien rakennusten kustannuksia. Emme ole myöskään huomioineet hankkeeseen sisältyvää kehitysaluetta toistaiseksi ennusteissamme, sillä alueen asemakaavoitusprosessi vie aikaa ja hankkeeseen liittyy vielä monia muuttujia. Kokonaisuudessaan lähivuosien ennustemuutokset ovat jääneet vähäisiksi.

## Näemme tuotto/riski-suhteen edelleen positiivisena

Osin summa -laskelmamme on tarkentunut 6,2 euroon (aik. 6,3e) pääasiassa alle tasearvon tapahtuneiden kiinteistömyyntien johdosta. Pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta edelleen positiivisena ja näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara yhdessä kasvavan ja varsin ennustettavan 5 % osinkotuoton kanssa tarjoaa sijoittajille hyvän tuotto-odotuksen.

## Suositus

### Lisää

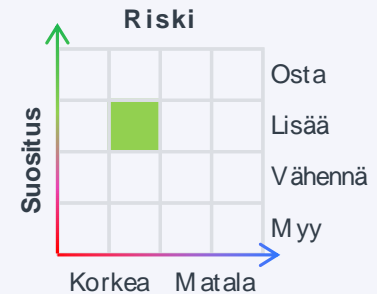
(aik. Lisää)

**6,20 EUR**

(aik. 6,30 EUR)

**Osakekurssi:**

5,78



## Avainluvut

|                         | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>      | 9,5   | 8,9   | 8,4   | 8,8   |
| <b>kasvu-%</b>          | -17 % | -6 %  | -5 %  | 4 %   |
| <b>EPRA-tulos</b>       | 2,1   | 2,5   | 3,3   | 3,4   |
| <b>EPRA EPS</b>         | 0,35  | 0,41  | 0,52  | 0,54  |
| <b>EPS (raportoitu)</b> | -0,37 | 0,13  | 0,42  | 0,43  |
| <b>Osinko</b>           | 0,27  | 0,29  | 0,31  | 0,33  |
| <b>P/EPRA EPS</b>       | 16,5  | 14,0  | 11,1  | 10,8  |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 4,6 % | 5,0 % | 5,4 % | 5,7 % |

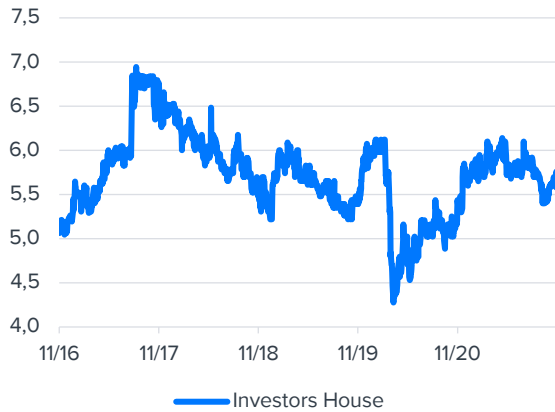
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

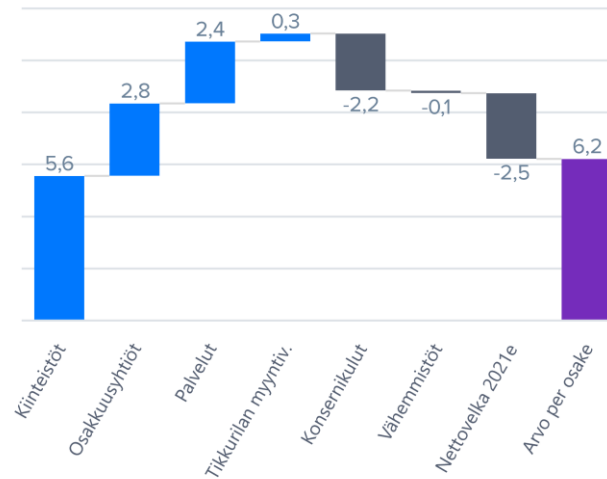
Investors House arvioi vuoden 2021 operatiivisen tuloksen olevan parempi kuin vuonna 2020.

## Osakekurssi

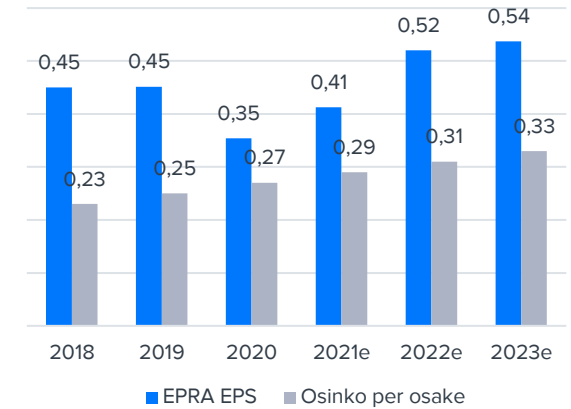


Lähde: Thomson Reuters

## Osien summa -laskelma



## EPRA EPS ja osinko per osake



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt



### Riskitekijät

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

| Arvostustaso            | 2021e   | 2022e  | 2023e  |
|-------------------------|---------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>      | 5,78    | 5,78   | 5,78   |
| <b>Markkina-arvo</b>    | 36      | 36     | 36     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>  | 53      | 52     | 52     |
| <b>P/EPRA EPS</b>       | 14,0    | 11,1   | 10,8   |
| <b>Osinko/tulos (%)</b> | 218,0 % | 74,3 % | 76,4 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 5,0 %   | 5,4 %  | 5,7 %  |

Lähde: Inderes

# Kulutaso tarjosi Q3:lla positiivisen yllätyksen

## Liikevaihto linjassa odotuksiin

IH:n liikevaihto kasvoi Q3:lla 61 %:lla 2,3 MEUR:oon ja oli täysin linjassa ennusteidemme kanssa. Liikevaihdon kasvua veti odotetusti Palvelut-segmentti, jonka liikevaihto kasvoi ennusteidemme mukaisesti 1,3 MEUR:oon keväällä hankitun Juholan tuoman epäorganaisen kasvun myötä. Kiinteistöt-segmentin liikevaihto oli 1,1 MEUR ja linjassa odotuksiin. Liikevaihto ei pitänyt sisällään oleellisia kertatuottoja ja tuotot olivat katsauskaudella valtaosin jatkuvia palvelu- ja vuokratuottoja.

## Kulut tarjosivat positiivisen yllätyksen

Q3-raportissa positiivisen yllätyksen tarjosi yhtiön kulutaso, joka oli selvästi odotuksiamme matalampi. Ennusteita matalampi kulutaso selittyi etenkin Palvelut-segmentillä, jonka 0,4 MEUR:n liiketulos ylitti selvästi 0,2 MEUR:n ennusteemme. Olimme

odottaneet segmentin kulutason olleen edelleen koholla kesällä lopetetusta Lainarahaston varainkeruusta ja sitä seuranneesta toimintojen uudelleenorganisoinnista johtuen. Ennusteita matalamman kulutason myötä operatiivinen tulos kohosi 874 TEUR:oon, mikä oli sekä vertailukautta että odotuksiamme (Q3'21e: 724 TEUR) vahvempi.

## Asuntoportfolion myynnistä syntyneet arvonmuutokset painoivat raportoitua tulosta

IH:n raportoitu tulos jäi Q3:lla nollatasolle, kun yhtiö kirjasi tulokseensa 0,9 MEUR:n negatiiviset arvonmuutokset viime perjantaina tiedotettuun asuntoportfolion myyntiin liittyen. Kommentoimme kauppaa maanantaiaamuna tarkemmin [täällä](#).

Osakekohtainen EPRA-nettovarallisuus (NRV) kasvoi Q2-tasosta 5 %:lla 8,55 euroon. Tämän taustalla oli etenkin ulkopuolisen arvonmäärittäjän kohonnut

näkemyks Palveluliiketoiminnan arvosta (Q3'21: 20,4 MEUR vs. Q2'21: 17,7 MEUR).

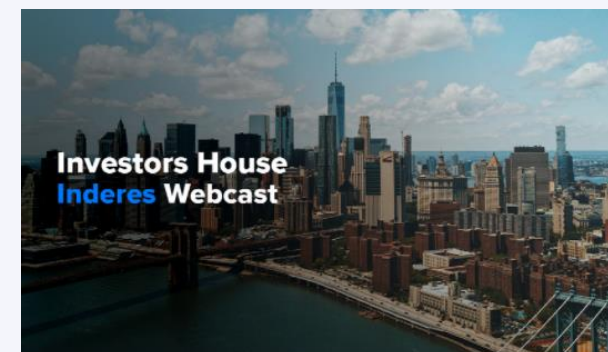
## Näkymissä ei yllätyksiä

IH piti odotetusti Q3-raportissa aiemman tulosohjauksen ennallaan ja odottaa operatiivisen tuloksen paranevan vertailukaudesta. Myöskään näkymien osalta raportti ei tarjonnut suurempia yllätyksiä. IH on keventänyt kuluvana vuonna strategiansa mukaisesti tasettaan ja perjantaina tiedotetun asuntosalkkukaupan lisäksi yhtiö teki [kesäkuussa](#) esisopimuksen Tikkurilan asuntokehityskohteen myynnistä. Pääomia yhtiö on kanavoinnut kuluvana vuonna [Juhola Asset Managementin](#) hankintaan sekä Kukkula-hankkeeseen, jonka ensimmäistä vaihetta koskeva kauppa solmittiin lokakuussa.

| Ennustetaulukko      | Q3'20      | Q3'21    | Q3'21e     | Q3'21e  | Konsensus |      | Erotus (%) | 2021e            |         |
|----------------------|------------|----------|------------|---------|-----------|------|------------|------------------|---------|
|                      | MEUR / EUR | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin       | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto          | 1,5        | 2,3      | 2,3        |         |           |      |            | 1 %              | 8,9     |
| Nettotuotto          | 0,8        | 1,1      | 0,9        |         |           |      |            | 20 %             | 3,4     |
| Oper. Tulos (EPRA)   | 0,850      | 0,874    | 0,724      |         |           |      |            | 21 %             | 2,5     |
| Raportoitu tulos     | 0,2        | -0,02    | 0,6        |         |           |      |            | -104 %           | 0,8     |
| EPRA EPS             | 0,14       | 0,14     | 0,12       |         |           |      |            | 23 %             | 0,41    |
| Liikevaihdon kasvu-% | -48 %      | 61 %     | 60 %       |         |           |      |            | 0,8 %-yks.       | -6 %    |

Lähde: Inderes

## Q3-tulosinfo



# IH:n ja Ovaron yhteisyritykset Kukkula-hankkeen omistajiksi lokakuussa 1/2

## IH:n ja Ovaron yhteisyritykset Kukkula-hankkeen omistajiksi lokakuussa

Investors Houselle ja Ovarolle tärkeä Kukkula-hanke nytkähti [lokakuussa](#) jälleen askeleen eteenpäin, kun yhtiöt kertoivat IH:n, Ovaron ja Royal House Oy:n tasaosuuksin omistaman yhteisyrityksen (Apitar Oy) solmineen kiinteistökaupan, joka koski 17 600 neliön kiinteistökokonaisuuden hankintaa ja takaisinvuokrausta Keski-Suomen Sairaanhoidopiirille (kauppahinta 24,6 MEUR).

Samalla yhtiöt kertoivat, että ostajakonsortion toinen tasaosuuksin omistama yhteisyritys Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy on solminut esisopimukset koskien Kukkula-alueen hankittavia suojeltavia ja purettavia rakennuksia sekä kehitettäviä maa-alueita. Esisopimus pitää sisällään myös Sisä-Suomen Sairaala-alueen Äänekoskella ja esisopimusten osalta kauppahinta on kokonaisuudessaan 21,4 MEUR.

Marraskuussa IH ja Ovaro [kertoivat](#) Kukkula-hankkeen organisoimisesta ja kehitystoiminnan käynnistymisestä. Yhtiöt kertoivat tiedotteessa näkevänsä nyt, että alueelle olisi mahdollista kaavoittaa uutta asuntorakennusoikeutta 100 000-130 000 kerrosneliömetrin edestä (aiemmin rakennusvolyymin arvioitiin olevan 250-300 MEUR).

IH ja Ovaro kertoivat Kukkula-hankkeesta ensimmäisen kerran jo [huhtikuussa](#) ja hankkeesta on tippunut tämän jälkeen tietoa ripotellen. Hankkeen taloudellisten vaikutusten arviointiin liittyy edelleen epävarmuutta mm. asemakaavan lopullisesta sisällöstä sekä säilytettävien rakennusten suojelutarpeesta johtuen. Pyrimme avaamaan hanketta kuitenkin käytettävissä olevien tietojen valossa tarkemmin seuraavissa kappaleissa.

## Sairaanhoidopiirille takaisinvuokrattava kiinteistökokonaisuus

Keski-Suomen Sairaanhoidopiiriltä hankittu kiinteistökokonaisuus käsittää kolme rakennusta, joiden vuokrattava kokonaispinta-ala on noin 17 600 neliötä. Kohteen vuokrasopimuksen pituus on 20 vuotta edellyttäen, että sote-uudistuksen yhteydessä perustettava hyvinvointialue vahvistaa sen. Mikäli vuokrasopimusta ei vahvistettaisi, päättyisi se vuoden 2024 aikana.

Kokonaisuuden arvioitu nettotuotto on vuonna 2022 noin 3,1 MEUR, mikä on kauppahintaan (24,6 MEUR) peilattuna korkea ja vastaaventyypisillä hoivakiinteistöillä käydään markkinoilla kauppaa käsityksemme mukaan noin 5,0-5,5 % nettotuottovaatimuksilla. Näkemyksemme mukaan vuokrasopimus on kuitenkin osa solmittavaa kokonaiskauppaa ja sen rahoitusta, eikä sitä voida tarkastella kokonaisuudesta täysin irrallaan. Näemme vuokrasopimuksen arvon yhtiöille jokatapauksessa merkittävänä ja se laskee suuren aluekehityshankkeen muuten korkeahkoa riskiprofilia. Vuokrasopimuksella tulee olemaan myös merkittävä positiivinen vaikutus molempien yhtiöiden operatiivisiin tuloksiin ensi vuodesta lähtien ja arvioimme tulosvaikutuksen olevan yhtiöille rahoituskulujen, yhteisyritys Apitare Oy:n juoksevien kulujen ja verojen jälkeen noin 0,65 MEUR.

## Suojeltavat ja purettavat rakennukset

Yhtiöiden kertomien tietojen mukaan Jyväskylän entisen keskussairaala-alueen rakennuksista noin 23 000 neliötä on suojeltavia rakennuksia, joille ei ole saatavissa purkulupaa. Suojeltaviin rakennuksiin lukeutuu käsityksemme mukaan myös Äänekoskella

sijaitseva Sisä-Suomen sairaala, jonka pinta-ala on arviomme mukaan noin 5 000 neliötä. Yhtiöiden on tarkoitus tehdä rakennuksiin mahdollisuuksien mukaan käyttötarkoituksuuksia ja tiloihin pyritään löytämään vuokralaisia. Arviomme mukaan Jyväskylän keskussairaala-alueen tilojen vuokraukselle pitäisi lähtökohtaisesti olla kohtuullisen hyvät edellytykset, mutta Äänekoskella sijaitsevan Sisä-Suomen sairaalan vuokraaminen tulee todennäköisesti olemaan haastavaa.

Suojeltavien rakennusten ylläpitokulut tulevat yhtiöiden kannettavaksi, kun takaisinvuokrattavien tilojen 20 vuoden vuokrasopimus vahvistetaan. Käytössä ollessa tilojen ylläpitokulut voisivat arviomme mukaan liikkua karkeasti noin 4,0 EUR/m<sup>2</sup>/kk tasolla, mikä tarkoittaisi vuositasolla Sisä-Suomen sairaala huomioiden noin 1,3 MEUR:n kulupottia. Mikäli tilat olisivat puolestaan ns. kylmillään, voisivat ylläpitokulut olla kuukaudessa karkeasti noin 1,5 euroa neliöltä, mikä tarkoittaisi vuositasolla noin 0,5 MEUR:n ylläpitokuluja.

Entisellä keskussairaala-alueella olevista rakennuksista noin 60 000 neliötä on tarkoitus purkaa, kun aiemmin mainittu vuokrasopimus on vahvistettu ja asemakaavamuutos on tullut lainvoimaiseksi. Mikäli oletamme purkukustannusten olevan noin 100 euroa neliöltä, tulisi rakennusten purkaminen maksamaan yhtiöille noin 6 MEUR.

Sijoittajan on hyvä huomata, että suojeltavia ja purettavia rakennuksia koskeva esisopimus on ehdollinen aiemmin mainitulle vuokrasopimuksen vahvistamiselle.

# IH:n ja Ovaron yhteisyritykset Kukkula-hankkeen omistajiksi lokakuussa 2/2

## Kaavamuutoksen myötä syntyvä rakennusoikeus

IH ja Ovaro arvioivat, että Kukkulan entiselle keskussairaala-alueelle voitaisiin kaavoittaa uutta uutta asuntorakennusoikeutta 100 000-130 000 kerrosneliömetrin edestä, mikä mahdollistaisi 1 800-2 400 uuden asunnon rakentamisen seuraavan 15 vuoden aikana.

Mikäli oletamme asuinpinta-alan tehokkuusluvun olevan rakennusoikeudelle 85 %, tulisi hankkeen kokonaisarvoksi alueen noin 4 000 euron neliöhinnalla noin 340-442 MEUR. Olettaen rakennuttamiskatteen olevan noin 500 euroa asuinneliöltä, voisi rakennuttamiskate olla koko hankkeen osalta noin 43-55 MEUR. Huomautamme, että laskelma on toistaiseksi vain karkea hahmotelma ja lopullinen rakennuttamisvolyymi sekä katepotentiaali ovat riippuvaisia muun muassa

lopullisesta kaavaratkaisusta.

Rakennuttamisen sijaan yhtiöt voivat luonnollisesti myös myydä kaavoitetut tontit ennen rakennuttamisen käynnistymistä. Rakennusoikeuden hinnoitteluun liittyy epävarmuutta, mutta arvioimme, että kaavoitetun rakennusoikeuden hinta voisi olla 350 euroa kerrosneliömetriltä ja rakennusoikeuden arvo voisi näin ollen liikkua noin 35-46 MEUR:n haarukassa.

## Suhtaudumme hankkeeseen käytettävissä olevien tietojen valossa positiivisesti

Kukkula-hanke on sekä IH:n että Ovaron mittakaavassa merkittävä ja tarjoaa toteutuessaan yhtiöille ison investointiohjelman aina pitkälle 2030-luvulle saakka. Suureen aluekehityshankkeeseen liittyy luonnollisesti monia riskejä (mm. kaavoitus-, kustannus- ja rahoitusriskit sekä markkinatilanne),

mutta mielestämme hankkeeseen sisältyvä vuokrasopimus laskee kokonaisuuden riskitasoa selvästi. Näkemyksemme mukaan hankkeella pitäisi olla edellytykset olla yhtiöille onnistuessaan taloudellisesti kannattava ja suhtaudumme siihen tämänhetkisten tietojen valossa varovaisen positiivisesti.

Olemme huomioineet Kukkula-hankkeen ennusteissamme toistaiseksi vain vuokrasopimuksen osalta ja näin ollen ennusteemme eivät pidä sisällään säilytettävien ja purettavien rakennusten kustannuksia. Emme ole myöskään huomioineet hankkeeseen sisältyvää kehitysaluetta toistaiseksi ennusteissamme, sillä alueen asemakaavoitusprosessi vie aikaa ja hankkeeseen liittyy vielä monia muuttujia.

## Kukkulan suojele- ja sale/leaseback-rakennukset



Lähde: IH:n Q3'21-tulosesitys

## Toimitusjohtajan Q3-tuloshaastattelu



# Lähipuosien ennusteissa ei suuria muutoksia

## Keskeiset ennustemuutokset 2021e-2023e

- Asuntoportfolion myynti huomioitu Kiinteistöt-segmentin ennusteissa
- Toimitilojen käyttöasteoletuksien suhteen tehty pieniä negatiivisia tarkistuksia
- Kukkula-hankkeen vuokrasopimus sisällytetty osuus osakkuusyhtiöstä -riville, vaikutus operatiiviseen tulokseen arviomme mukaan noin 0,65 MEUR 2022 alkaen

## Operatiiviset tulosajurit 2021-2023e:

- Palveluliiketoiminnan kannattava kasvu
- Kukkula-hankkeeseen liittyvän vuokrakiinteistön tuoma kassavirta (yhteisyrittäjä Apitare Oy)
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Uudet kiinteistöhankinnat ja/tai yritysjärjestelyt
- Mahdollisten kiinteistökehityshankkeiden käynnistyminen

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2021e<br>Vanha | 2021e<br>Uusi | Muutos<br>% | 2022e<br>Vanha | 2022e<br>Uusi | Muutos<br>% | 2023e<br>Vanha | 2023e<br>Uusi | Muutos<br>% |
|--------------------------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
| Liikevaihto                    | 9,1            | 8,9           | -3 %        | 10,0           | 8,4           | -16 %       | 10,4           | 8,8           | -16 %       |
| Nettotuotto                    | 3,4            | 3,4           | 1 %         | 4,2            | 3,4           | -19 %       | 4,3            | 3,5           | -18 %       |
| Liikevoitto (raportoitu)       | 2,4            | 1,5           | -39 %       | 4,0            | 3,8           | -4 %        | 4,1            | 3,9           | -5 %        |
| Oper. tulos (EPRA)             | 2,5            | 2,5           | 2 %         | 3,3            | 3,3           | 0 %         | 3,4            | 3,4           | -1 %        |
| EPRA EPS                       | 0,40           | 0,41          | 2 %         | 0,52           | 0,52          | 0 %         | 0,54           | 0,54          | -1 %        |
| Osakekohtainen osinko          | 0,29           | 0,29          | 0 %         | 0,31           | 0,31          | 0 %         | 0,33           | 0,33          | 0 %         |

Lähde: Inderes



# Tuotto/riski-suhde edelleen hyvä

## Annamme arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle

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

Näkemyksemme osien summasta on tarkentunut 6,2 euroon (aik. 6,3 euroa) pääasiassa alle tasearvon tapahtuneiden kiinteistömyyntien johdosta. Palveluliiketoiminnan arvotamme laskelmassa 15,0 MEUR:oon (EV) ja näkemyksemme liiketoiminnan arvosta on selvästi ulkopuolista arvonmäärittäjää konservatiivisempi (20,4 MEUR). Mikäli Palveluliiketoiminta onnistuu jatkamaan lähivuosina kannattavaa kasvuaan olisi arvostustasossa luonnollisesti nousuvaraa sekä kohonneen tulostason että hyväksyttävien arvostuskertoimien nousun kautta.

Olemme huomioineet osien summa -laskelman osakemäärässä johdon 250 000 osakkeen optio-ohjelman laimennusvaikutuksen (4,1%), jonka toteutumista pidämme todennäköisenä (toteutusajankohta 1.1.2021-30.6.2022).

## Kasvava 5 % osinkotuotto antaa tukea tuotto-odotukselle

IH:n osake tarjoaa nykykursilla 5 % kasvavaa osinkotuottoa, mikä on nykyisessä nollakorkoympäristössä varsin houkutteleva taso. Taso on kilpailukykyinen myös Helsingin pörssin

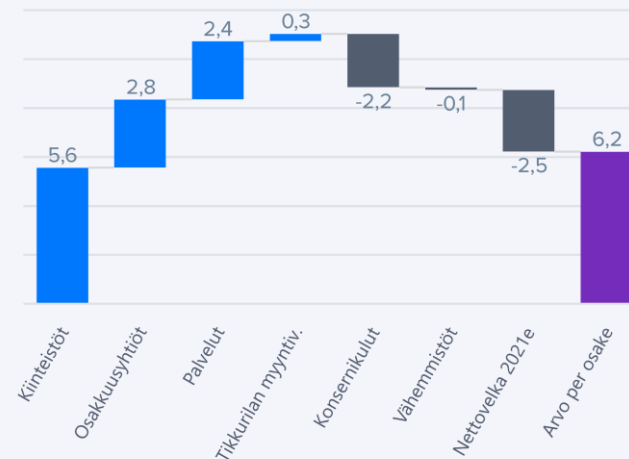
kontekstissa sekä pohjoismaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden joukossa (~2 %). Osinkoon liittyvä riski on mielestämme myös varsin matala liiketoiminnan kohtuullisen hyvän ennustettavuus, suhteellisen vahva tase ja nykyinen voitonjakosuhte huomioiden. Yhtiö on myös viestinyt selvästi, että sillä on vahvat ambitiot pitää osinko kasvu-uralla myös tulevina vuosina, mikä mielestämme laskee osaltaan osinkoon liittyvää riskitasoa.

## Arvostus suhteessa osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (EPRA NRV)

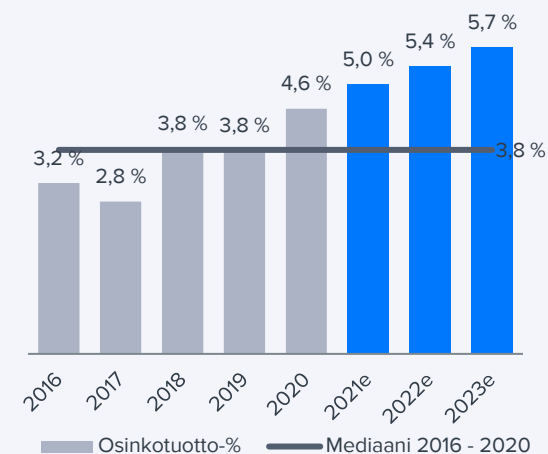
IH ryhtyi raportoimaan vuoden 2020 alusta uuden EPRA:n mukaisen nettovarallisuutta kuvaavan EPRA NRV -tunnusluvun. EPRA NRV:n tarkoitus on määrittää kustannus, jolla yhtiön nettovarallisuus tai liiketoiminnat voitaisiin hankkia raportointipäivänä.

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 35 % 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 Q3'21:n lopussa 8,55 euroa osakkeelta ja näin ollen osake arvostetaan noin 32 % alle EPRA NRV:n. Arvostustaso on mielestämme absoluuttisesti matala ja näemmekin siinä asteittaista nousuvaraa.

Osien summa -laskelma (EUR/osake)



Osinkotuotto-%





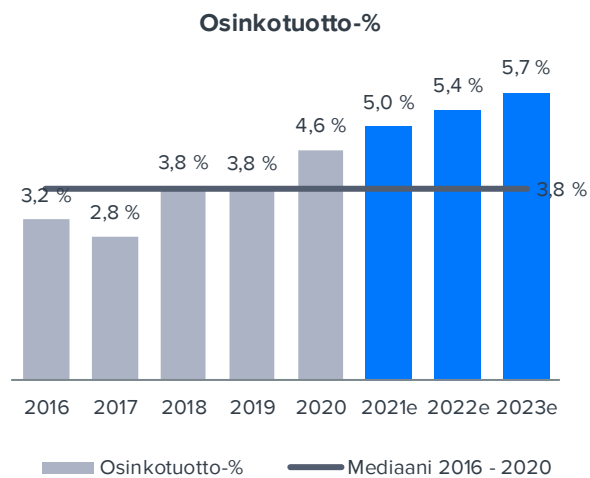
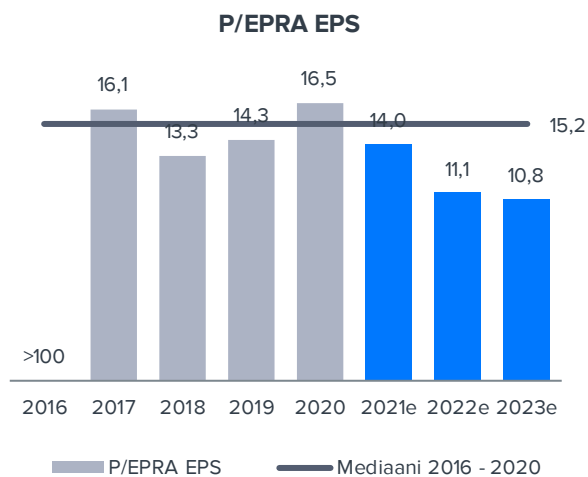
# Investors Housen arvostus suhteessa EPRA NRV:hen



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso     | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020  | 2021e          | 2022e         | 2023e         | 2024e         |
|------------------|--------|--------|--------|--------|-------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi      | 5,97   | 7,40   | 6,00   | 6,45   | 5,85  | <b>5,78</b>    | <b>5,78</b>   | <b>5,78</b>   | <b>5,78</b>   |
| Markkina-arvo    | 20     | 44     | 36     | 39     | 35    | <b>36</b>      | <b>36</b>     | <b>36</b>     | <b>36</b>     |
| Yritysarvo (EV)  | 37     | 67     | 72     | 100    | 54    | <b>53</b>      | <b>52</b>     | <b>52</b>     | <b>43</b>     |
| P/EPRA EPS       | >100   | 16,1   | 13,3   | 14,3   | 16,5  | <b>14,0</b>    | <b>11,1</b>   | <b>10,8</b>   | <b>10,2</b>   |
| Osinko/tulos (%) | 17,0 % | 24,9 % | 55,5 % | 89,3 % | neg.  | <b>218,0 %</b> | <b>74,3 %</b> | <b>76,4 %</b> | <b>45,1 %</b> |
| Osinkotuotto-%   | 3,2 %  | 2,8 %  | 3,8 %  | 3,8 %  | 4,6 % | <b>5,0 %</b>   | <b>5,4 %</b>  | <b>5,7 %</b>  | <b>6,1 %</b>  |

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

| Konserni (MEUR)                                  | 2019        | Q1'20       | Q2'20       | Q3'20       | Q4'20        | 2020         | Q1'21        | Q2'21       | Q3'21       | 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>2,3</b>  | <b>2,1</b>  | <b>8,9</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,8</b>  | <b>9,0</b>  |
| Ylläpitokulut                                    | -5,2        | -2,4        | -1,0        | -0,7        | -0,9         | -5,0         | -1,5         | -1,4        | -1,3        | -1,3        | -5,5        | -5,0        | -5,2        | -5,4        |
| <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>0,9</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,6</b>  |
| Luovutusvoitot/-tappiot                          | -0,2        | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,1          | 0,0          | -0,1         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | -0,2        | 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        | -1,0        | -0,1        | -1,8        | -0,4        | -0,4        | -0,5        |
| Myynnin, 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        | -1,1        | -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         | 0,4         | 0,3         | 1,1         | 1,9         | 1,9         | 1,9         |
| <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>0,1</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,5</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,9</b>  | <b>6,5</b>  |
| Nettorahoituskulut                               | -1,2        | -0,4        | -0,4        | -0,1        | -0,2         | -1,1         | -0,2         | -0,2        | -0,1        | -0,2        | -0,6        | -0,6        | -0,5        | -0,4        |
| <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>-0,1</b> | <b>0,7</b>  | <b>0,8</b>  | <b>3,3</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        | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,7        | -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>0,0</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,7</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>4,9</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>0,0</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>4,9</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>0,00</b> | <b>0,09</b> | <b>0,13</b> | <b>0,42</b> | <b>0,43</b> | <b>0,78</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>0,87</b> | <b>0,70</b> | <b>2,5</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>0,14</b> | <b>0,11</b> | <b>0,41</b> | <b>0,52</b> | <b>0,54</b> | <b>0,57</b> |

# Tase

| Vastaavaa                     | 2019       | 2020      | 2021e     | 2022e     | 2023e     |
|-------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>      | <b>120</b> | <b>65</b> | <b>62</b> | <b>62</b> | <b>62</b> |
| Liikearvo                     | 3          | 3         | 6         | 7         | 7         |
| Aineettomat hyödykkeet        | 0          | 0         | 1         | 1         | 1         |
| Käyttöomaisuus                | 104        | 45        | 35        | 35        | 35        |
| Sijoitukset osakkuusyhtiöihin | 12         | 16        | 18        | 18        | 18        |
| Muut sijoitukset              | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut pitkäaikaiset varat      | 0          | 0         | 1         | 1         | 1         |
| Laskennalliset verosaamiset   | 0          | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>    | <b>11</b>  | <b>4</b>  | <b>4</b>  | <b>3</b>  | <b>4</b>  |
| Vaihto-omaisuus               | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut lyhytaikaiset varat      | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Myyntisaamiset                | 3          | 1         | 1         | 0         | 0         |
| Likvidit varat                | 8          | 3         | 3         | 3         | 3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>      | <b>131</b> | <b>70</b> | <b>65</b> | <b>66</b> | <b>66</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2019       | 2020      | 2021e     | 2022e     | 2023e     |
|--------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>62</b>  | <b>38</b> | <b>39</b> | <b>40</b> | <b>41</b> |
| Osakepääoma                    | 3          | 3         | 3         | 3         | 3         |
| Kertyneet voittovarot          | 0          | 0         | -1        | 0         | 1         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muu oma pääoma                 | 42         | 35        | 37        | 37        | 37        |
| Vähemmistöosuus                | 17         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>48</b>  | <b>19</b> | <b>16</b> | <b>15</b> | <b>15</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 1          | 1         | 1         | 1         | 0         |
| Varaukset                      | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 47         | 18        | 15        | 15        | 14        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>21</b>  | <b>12</b> | <b>10</b> | <b>10</b> | <b>11</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 10         | 4         | 4         | 3         | 3         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 11         | 8         | 7         | 7         | 7         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>131</b> | <b>70</b> | <b>65</b> | <b>66</b> | <b>66</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 käytettävää 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 sijoittavassa 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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 €      |
| 16.11.2021 | Lisää    | 6,20 €  | 5,78 €      |

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.**