

Investors House

Yhtiöpäivitys

1.12.2020

- Nostamme Investors Housen tavoitehinnan 6,3 euroon (aik. 6,0€) ja toistamme lisää-suosituksemme
- Ovaro-irtaantuminen laskee IH:n riskitasoa ja irtaantumisen myötä IH:n sijoittajatarinassa fokus siirtyy uuden strategiakauden tarjoamiin omistaja-arvonluontimahdollisuuksiin
- Teimme ennusteisiimme paljon tarkistuksia ja odotamme operatiivisen tuloksen palaavan selvälle kasvu-uralle 2021 alkaen
- Osien summan luoma nousuvara ja lähivuosille ennustamamme lähes 5 %:n kasvava osinkotuotto tarjoavat sijoittajalle nykyisellä kurssitasolla hyvän tuotto/riski-suhteen

Puhtaalta pöydältä ensi vuoteen

Nostamme Investors Housen tavoitehinnan 6,3 euroon (aik. 6,0€) ja toistamme lisää-suosituksemme. Ovaro-irtaantuminen laskee osaltaan IH:n riskitasoa ja irtaantumisen myötä IH:n sijoittajatarinassa fokus siirtyy uuden strategiakauden tarjoamiin omistaja-arvonluontimahdollisuuksiin. Näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara ja lähivuosille ennustamamme 5 %:n kasvava osinkotuotto tarjoavatkin sijoittajalle nykyisellä kurssitasolla hyvän tuotto/riski-suhteen.

Odotusten mukainen Q3-raportti, Ovaro-saaga päätökseen

IH:n operatiivinen tulos oli Q3:lla 850 TEUR, mikä oli sekä vertailukautta että ennusteitamme parempi erityisesti odotuksia matalampien rahoituskulujen myötä. Raportoitu tulos jäi sen sijaan Q3:lla selvästi ennusteitamme (Q3'20: 152 TEUR vs. Q3'20e: 476 TEUR) katsauskaudelle ajoittuneista optiojärjestelyihin liittyneistä laskennallisista kulukirjauksista (451 TEUR) johtuen. Eilisen merkittävin uutinen oli [tieto](#) Ovarosta irtaantumisesta. IH kertoi eilen aamulla myyneensä vaihtokaupalla (sis. kolme erillistä vaihtokauppaa) noin 12 % Ovaron osakkeista hintaan 5,00 euroa per osake. Vaihtokaupassa maksettava 19 %:n preemio Ovaron perjantain päätöskurssiin nähdessä vaikuttaa IH:n osakkeenomistajien kannalta mielestämme kohtuulliselta ja 5 euron osakekohtainen vastike arvottaa järjestelyssä olevat Ovaro-osakkeet noin 0,67x EPRA NAV-kertoimella, mikä on noin 18 % yli Ovaron oman historiallisen arvostustason. Ovarosta irtaantumisella IH tavoittelee liiketoiminnan fokuointia sekä pääoman käytön tehokkuutta tulevina vuosina, mikä on linjassa uuden Kiinteistökomppani-strategian kanssa.

Ennusteissa paljon tarkistuksia

Olemme sisällyttäneet eilen tiedotetun vaihtokaupan omaisuuserineen sekä Ovaro-osakkeiden varojenjaon ennusteisiimme. Ovaro-irtaantumisen myötä IH:n raportoitu tulos tulee jäämään kuluvaan vuonna ennusteidemme mukaan noin 0,3 MEUR tappiolliseksi. Järjestelyllä on merkittävä vaikutus myös EPRA NAV:iin ja ennustamme sen laskevan viimeisellä neljänneksellä noin 36,7 MEUR:oon (Q3'20: 44,8 MEUR). Operatiivisen EPRA-tuloksen ennustamme olevan kuluvaan vuonna noin 2,3 MEUR (aik. 2,2 MEUR), mutta vuosien 2021-22 osalta ennusteemme ovat nousseet 3,1-4,0 MEUR:oon (aik. 3,0-3,2 MEUR). Kohonneiden ennusteiden taustalla olevat keskeiset tekijät ovat eilisen järjestelyn myötä nousseet Kiinteistöt-segmentin liikevaihtoenusteet, osakkuusyhtiö IVH Kampuksen noussut tulososuus sekä Palvelut-segmentti, jonka kohdalla tarkistimme Rahastoliiketoiminnan kasvuennusteita ylöspäin. Ovaro-irtaantuminen ja kohonneet tulosennusteet ovat heijastuneet positiivisesti ennustamaamme IH:n lähivuosien oman pääoman tuottotasoon ja ennustamme yhtiön yltävän vuosina 2021-23 8,8-10,3 %:n oman pääoman tuottoon (aik. 6,8-7,0 %).

Osien summan luoma nousuvara ja kasvava 5 %:n osinkotuotto tarjoavat hyvän tuotto/riski-suhteen

Näkemyksemme mukaan IH:n osakkeen käypä arvo on nykyistä kurssitasoa korkeampi. IH:n itse julkaisema EPRA NRV, joka kuvaa yhtiön omistamien omaisuuserien jälleenhankintahintaa, oli Q3'20 lopussa 8,30 euroa per osake. Emme kuitenkaan odota tämän arvon realisoituvan lyhyellä aikavälillä, sillä irtaantuminen osakkuusyhtiö Ovarosta tulee laskelmiemme mukaan painamaan Q4:llä yhtiön osakekohtaista nettovarallisuutta selvästi. Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan ja näkemyksemme IH:n osien summasta on noussut noin 6,3 euroon osakkeelta (aik. 6,0€). Näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara ja lähivuosille ennustamamme 5 %:n kasvava osinkotuotto tarjoavatkin sijoittajalle hyvän tuotto/riski-suhteen.

Analytikot

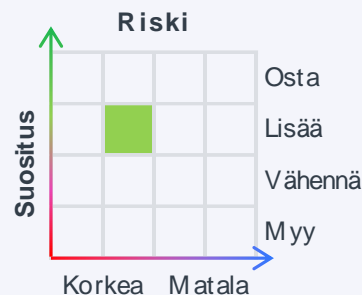


Matias Arola

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)

6,30 EUR
(aik. 6,00 EUR)

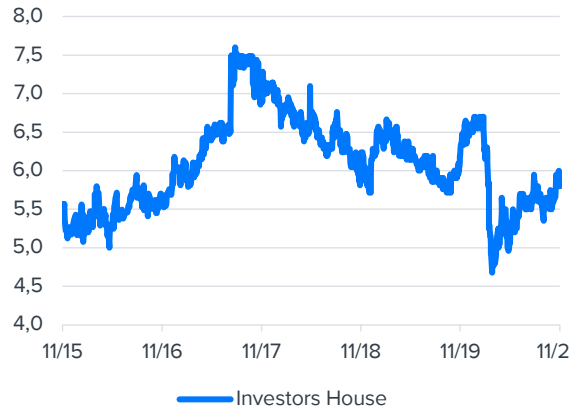
Osakekurssi:
5,85 EUR

Avainluvut

	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	11,5	9,3	7,8
Nettotuotot	6,2	4,5	3,6
Käyvän arvon muutos	-0,7	-2,8	0,4
Nettotulos	1,7	-0,3	3,2
Oper. Tulos (EPRA)	2,7	2,3	3,1
EPS	0,27	-0,05	0,54
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,45	0,39	0,52
Osinko per osake	0,25	0,27	0,29
Kiinteistöjen arvo	104	47	51
EPRA NAV per osake	7,7	6,2	6,5
Oman pääoman tuotto-%	4 %	-1 %	9 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,6 %	4,9 %
Omavaraisuusaste-%	48 %	53 %	52 %

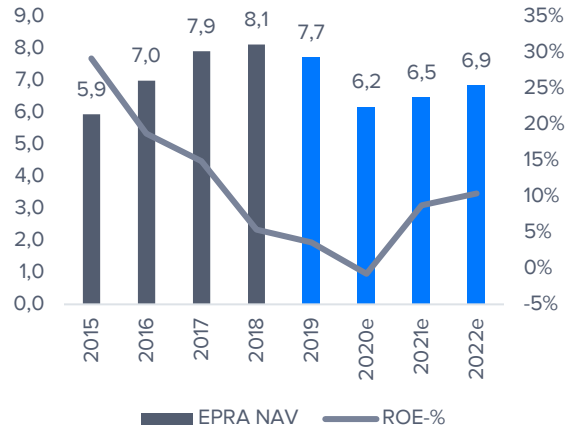
Lähde: Inderes

Osakekurssi

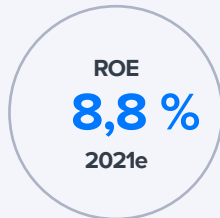
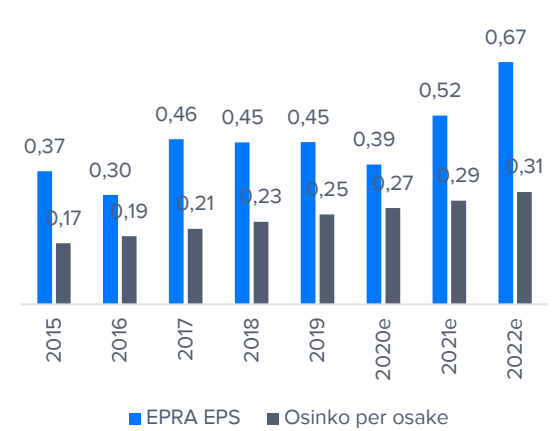


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAVPS ja ROE-%



EPRA-EPS ja osinko



Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Kiinteistövarallisuudenhoidon kasvu

Riskitekijät

- Suomen vaisut talousnäkymät
- Kiinteistömarkkinan riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä

Arvostus

- Perustamme näkemyksemme käyvästä arvosta pääasiassa osien summa -laskelmaan, jonka mukaan osakkeen arvo on noin 6,3 euroa
- Osien summan luoma nousuvara ja lähivuosille ennustamamme 5 %:n kasvava osinkotuotto tarjoavat nykyisellä kurssitasolla hyvän tuotto/riski-suhteen

Kaikin puolin odotusten mukainen Q3-raportti

Liikevaihto linjassa odotuksiin

Investors Housen (IH) liikevaihto oli Q3:lla 1,5 MEUR, mikä oli täysin linjassa ennusteemme kanssa. Raportointisegmenttien kohdalla Palvelut-segmentin liikevaihto jäi Q3:lla odotuksistamme (Q3'20: 527 TEUR vs. Q3'20e: 664 TEUR), mutta tätä kompensoi Kiinteistöjen ennusteita korkeampi liikevaihtotaso (Q3'20: 935 TEUR vs. Q3'20e: 861 TEUR). IH:n mukaan vuokratuottojen menetykset jäivät kolmannella neljänneksellä odotetusti vähäisiksi ja suorat vuokratuottojen menetykset ovat jääneet koko alkuvuoden osalta 90 TEUR:oon. Kiinteistöjen vuokrausasteet säilyivät odotustemme mukaisesti edellisneljänneksen tasolla noin 90 %:ssa.

Operatiivinen tulos ylitti ennusteemme, mutta raportoitu tulos jäi ennusteista

IH:n operatiivinen tulos oli Q3:lla 850 TEUR, mikä oli sekä vertailukautta (Q3'19: 731 TEUR) että

ennusteitamme (Q3'20: 714 TEUR) parempi erityisesti odotuksia matalampien rahoituskulujen myötä. Yhtiön raportoitu tulos jäi sen sijaan Q3:lla selvästi ennusteistamme (Q3'20: 152 TEUR vs. Q3'20e: 476 TEUR) katsauskaudelle ajoittuneista optiojärjestelyihin liittyneistä kulukirjauksista (451 TEUR) johtuen.

Markkinakommenteissa ja näkymissä ei suuria yllätyksiä

IH:n johdon kommentit näkymien osalta olivat Q3-raportissa odotettuja. Yhtiön mukaan toimitilamarkkinalla palvelualojen rajoitukset (hotellien ja ravintoloiden sulkeminen) sekä pitkittynyt epävarmuus heijastuvat vuokrauspäätösten tekemiseen ja vuokralaisten kassavirtaan. Toimistovuokramarkkinan osalta yhtiön näkemykset olivat linjassa yleisten markkinakommenttien kanssa ja käsityksemme mukaan toimistovuokramarkkinalla mukaan lyhyen

aikavälin odotukset ovat käyttöasteiden ja vuokrakehityksen osalta heikkeneviä vähenevien tilatarpeiden myötä.

Asuntojen vuokramarkkinoilla volyyminkehitys on IH:n mukaan poikennut aiemmista vuosista opiskelijoiden valintamenettelyn uudistuksesta johtuen ja yhtiön mukaan syksyllä useissa maakuntakeskuksissa siirryttiin ns. vuokralaismarkkinaan, kun viime vuosien vilkas asuntorakentaminen on kasvattanut vuokratarjonnan määrää. Yhtiön mukaan rakennusaikaisen rahoituksen saatavuus on kuluvana vuonna heikentynyt selvästi, mikä rajoittaa asuntoaloituksia kasvukeskuksissa.

IH toisti Q3-raportin yhteydessä myös odotetusti viime viikon keskiviikkona [palautetun tulosohejuksensa](#) ja arvioi vuoden 2020 operatiivisen tuloksen olevan hieman alhaisempi kuin vuonna 2019 (2,7 MEUR).

Ennustetaulukko	Q3'19	Q3'20	Q3'20e	Q3'20e	Konsensus	Erotus (%)	2020e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	2,8	1,5	1,5				0 %	9,3
Nettotuotto	1,7	0,8	0,8				5 %	4,5
Liikevoitto (raportoitu)	1,4	0,6	0,8				-24 %	1,2
Oper. Tulos (EPRA)	0,73	0,85	0,71				19 %	2,3
EPRA EPS	0,12	0,14	0,12				19 %	0,39
Liikevaihdon kasvu-%	40 %	-48 %	-48 %				0,2 %-yks.	-19 %

Lähde: Inderes. Huom. Q3'19-luvut vertailukelpoisia ainoastaan EPRA-tuloksen osalta konsernirakennemuutoksesta johtuen.

Toimistusjohtajan haastattelu katsottavissa alla olevasta linkistä



Ovaro-saaga päätökseen

Ovarosta irtaantuminen oli maantain merkittävin uutinen

IH:n Q3-raportti oli tulosrivien ja näkymien osalta kokonaisuudessaan odotettu ja eilisen merkittävin uutinen oli [tieto](#) Ovarosta irtaantumisesta. IH kertoi eilen aamulla myyneensä vaihtokaupalla noin 12 % Ovaron osakkeista hintaan 5,00 euroa per osake. Kauppa on ns. lähipiirikauppa, jossa molemmat ostajat ovat IH:n hallituksen puheenjohtaja Tapani Rautiaisen määräysvalta-yhteisöjä ja toinen eli Sijoitustalo IVH Oy toimitusjohtaja Petri Roinisen.

Tehty järjestely muodostuu kolmesta erillisestä vaihtokaupasta:

- Royal House luovuttaa IH:lle Jyväskylässä sijaitsevan VTT-talona tunnetun kiinteistön sekä noin 7 %:n suuruisen osuuden IVH Kampus Ky:n osuuksista ja saa vastineeksi näistä kahdesta kaupasta yhteensä noin 1 087 000 kpl Ovaron osakkeita
- Maakunnan Asuntojen tytäryhtiö Sijoitustalo IVH Oy luovuttaa puolestaan noin 70 % IVH Kodit Oy:n osakkeista ja saa vastineeksi noin 98 000 kpl Ovaron osakkeita

VTT -talon käypä arvo on arviokirjan mukaan on 4,5 MEUR ja IVH Kotien omistamien kiinteistöjen 1,1 MEUR (josta kaupan kohteena 70 % osakkeista). IVH Kampuksen osuuksien arvo noin 2,135 MEUR, mikä perustuu 9/2020 arvonmääritykseen, jossa taustalla ovat IVH Kampuksen omistamien kiinteistöjen arviokirjat 6/2020.

Irtantumisella pyritään fokusoittamaan liiketoimintaa ja parantamaan pääomatehokkuutta

Ovarosta irtaantumisen taustalla on IH:n näkemys siitä, että IH ja Ovaro ovat arvokkaampia erillisinä, koska näillä yhtiöillä on eri strateginen vaihe ja sijoitusprofiili ja toisaalta Ovaron viime vuosien heikko kehitys on haudannut IH:n positiivisen kehityksen alle.

Ovaron saneerausprosessi on käsityksemme mukaan osoittautunut IH:lle alkuperäisiä odotuksia raskaammaksi ja yhtiö onkin kertonut johdonmukaisesti jo kesästä 2019 alkaen, että Ovarosta tullaan ennen pitkää irtaantumaan. Ensimmäisen erän Ovaro-osakkeista IH jakoi osakkeenomistajilleen jo [joulukuussa 2019](#). IH:n mukaan Ovarosta irtaantuminen on nyt ajankohtaista, kun yhtiön kaksi vuotta kestänyt saneerausprosessi on alkanut tuottamaan tulosta.

IH kertoo tavoittelevansa irtautumisella ja vaihtokaupalla liiketoiminnan fokusointia sekä pääoman käytön tehokkuutta tulevina vuosina, mikä on linjassa uuden Kiinteistökumppani-strategian kanssa. Vaihtokauppa parantaa yhtiön mukaan IH:n vuoden 2021 operatiivista tulosta ja koko tulosta.

Vaihtokaupassa maksettava 19 %:n premio Ovaron perjantain päätöskurssiin nähden vaikuttaa IH:n osakkeenomistajien kannalta mielestämme kohtuulliselta ja 5,00 euron osakekohtainen vastike arvottaa järjestelyssä olevat Ovaro-osakkeet noin 0,67x EPRA NAV-kertoimella, mikä on noin 18 % yli

Ovaron oman historiallisen arvostustason (0,57x suhteessa EPRA NAV:iin).

Irtantuminen aiheuttaa yhteensä noin 2,2 MEUR:n laskennallisen tappion, omavaraisuusaste säilyy tavoitetason yläpuolella

IH tulee kirjaamaan eilen kerrotusta vaihtokaupasta noin 1 MEUR:n laskennallisen, ei kassavaikutteisen, tappion vuoden 2020 viimeiselle neljännekselle. Alaskirjaus aiheutuu Ovaron tasearvon (Q3'20: 5,85 euroa per osake) ja luovutettujen osakkeiden välisen hinnan erosta.

IH [tiedotti](#) aiemmin jo marraskuussa, että sen on määrä jakaa osakkuusyhtiö Ovaron osakkeistaan 0,74 miljoonaa kappaletta osakkeenomistajilleen ja yhtiön hallituksen on määrä päättää tästä tiistaina 1.12.2020. Osakkeenomistajille suoritettava varojenjako huomioiden Q4:lle ajoittuva laskennallinen tappio tulee kokonaisuudessaan olemaan varainsiirtoverot huomioiden laskelmiemme mukaan noin 2,2 MEUR.

Vaihtokauppa ja varojenjako heikentää IH:n omavaraisuusastetta laskelmiemme mukaan noin 5 %-yksiköllä (Q3'20: 58,8 %) ja näin ollen omavaraisuusaste säilyy järjestelyn jälkeen IH:n tavoitetason ja lainojen kovenanttitason (45 %) yläpuolella.

Ennusteissa paljon tarkistuksia

Ovaro-irtaantuminen sisällytetty ennusteisiin

Olemme sisällyttäneet eilen tiedotetun vaihtokaupan ja joulukuulle ajoittuvan Ovaro-osakkeiden jaon ennusteisiimme. Ovaro-irtaantumisen myötä IH:n raportoitu tulos tulee jäämään kuluvana vuonna ennusteidemme mukaan noin 0,3 MEUR tappiolliseksi. Järjestelyllä on merkittävä vaikutus myös EPRA NAV:iin ja ennustamme sen laskevan viimeisellä neljänneksellä noin 36,7 MEUR:oon (Q3'20: 44,8 MEUR). Operatiivisen EPRA-tuloksen ennustamme olevan kuluvana vuonna noin 2,3 MEUR (aik. 2,2 MEUR).

Sisällytimme ennusteisiimme myös eiliseen vaihtokauppaan sisältyneet omaisuususerät (VTT:n Jyväskylän toimistokiinteistö, IVH Kampuksen lisäosuus ja IVH Kodit Oy). Kauppaan kuuluvista kiinteistöistä merkittävin on VTT:n toimisto, jonka vuokrattava huoneistoala on [julkisista lähteistä](#)

saatavien tietojen perusteella yli 7000 m². Kohde sijaitsee noin 4 km:n päässä Jyväskylän keskustasta ja arvioimme kohteen neliövuokran olevan sijainnista johtuen matalampi kuin IVH Kampuksen Jyväskylän ydinkeskustassa sijaitsevan toimistokiinteistön.

Operatiivisen tuloksen osalta ennusteemme ovat nousseet vuoden 2021 osalta noin 3,1 MEUR:oon (aik. 3,0 MEUR) ja vuoden 2022 osalta noin 4,0 MEUR:oon (aik. 3,2 MEUR). Kohonneiden ennusteiden taustalla olevat keskeiset tekijät ovat eilisen järjestelyn myötä nousseet Kiinteistöt-segmentin liikevaihtoennusteet, osakkuusyhtiö IVH Kampuksen noussut tulososuus sekä Palvelut-segmentti, jonka kohdalla tarkistimme Rahastoliiketoiminnan kasvuennusteita ylöspäin Lainarahaston saaman [markkinointiluvan](#) myötä. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset onnistua lainarahaston varainkeruussa ja päästä ensi vuoden jälkipuoliskolla lähelle

asettamaansa 150 MEUR:n tavoitekokoa (oma ennusteemme noin 120 MEUR).

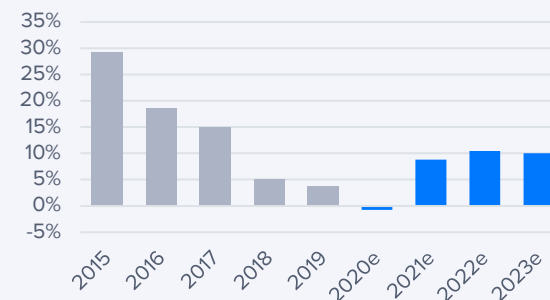
Ovaro-irtaantuminen ja kohonneet tulosennusteet heijastuvat positiivisesti lähivuosien pääoman tuottotason

Ovaro-irtaantuminen ja kohonneet tulosennusteet ovat heijastuneet positiivisesti IH:lta odottamaamme lähivuosien oman pääoman tuottotason. Odotamme IH:n yltävän vuosina 2021-2023 noin 8,8-10,3 %:n oman pääoman tuottotason (aik. 6,8-7,0 %), Kohonneista ennusteista huolimatta taso on kuitenkin edelleen selvästi IH:n raportoiman vuosien 2015-2017 tason alapuolella. Oman pääoman tuottotason nostamisessa lähivuosina keskeistä roolia näyttelee erityisesti pääomakevyt Palvelut-segmentti, jossa mahdollisella tulosennusteiden nousulla olisi selvä positiivinen vaikutus oman pääoman tuottoennusteisiimme.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020e	2020e	Muutos %	2021e	2021e	Muutos %	2022e	2022e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	9,4	9,3	-1%	6,6	7,8	19%	7,1	8,9	25%
Nettotuotto	4,5	4,5	-2%	3,5	3,6	4%	3,7	4,6	23%
Liikevoitto (raportoitu)	4,6	1,2	-74%	4,8	4,9	3%	5,1	5,9	16%
Oper. Tulos (EPRA)	2,2	2,3	3%	3,0	3,1	4%	3,2	4,0	24%
EPRA EPS	0,38	0,39	3%	0,50	0,52	4%	0,54	0,67	25%
Osakekohtainen osinko	0,27	0,27	0%	0,29	0,29	0%	0,31	0,31	0%

Lähde: Inderes

ROE-% 2015-2023e



Huom. Historia IH:n raportoima, ennusteet Inderes

Näkemyksemme osien summasta on noussut

Näkemyksemme mukaan IH:n osakkeen käypä arvo on nykyistä kurssitasoa korkeampi. IH:n itse julkaisema EPRA NRV, joka kuvaa yhtiön omistamien omaisuuserien jälleenhankintahintaa oli Q3'20 lopussa 8,30 euroa per osake. Emme kuitenkaan odota tämän arvon realisoituvan lyhyellä aikavälillä, sillä irtaantuminen osakkuusyhtiö Ovarosta tulee laskelmiemme mukaan painamaan Q4:llä yhtiön osakekohtaista nettovarallisuutta selvästi.

Ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen palaavan ensi vuonna jälleen kasvu-uralle ja odotamme IH:n osakekurssin kohoavan asteittain lähemmäs osien summaa, kun yhtiön riskitaso laskee Ovaro-irtaantumisen myötä ja uuden strategian onnistuneesta toteuttamisesta saadaan yhtiöltä lisänäyttöjä. Näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara ja lähivuosille ennustamamme lähes 5 %:n kasvava osinkotuotto tarjoavatkin sijoittajalle hyvän tuotto/riski-suhteen.

Osien summa-laskelma

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa-laskelmaan ja näkemyksemme IH:n osien summasta on noussut noin 6,3 euroon osakkeelta (aik. 6,0 euroa per osake).

Olemme sisällyttäneet osien summa-laskelmaamme eilen tiedotetun Ovaro-irtaantumisen ja vaihtokaupan myötä IH:lle siirtyvät omaisuuserät. Tämän myötä IH:n kiinteistöomaisuuden käypä arvo on laskelmissamme 47,3 MEUR (Q3'20: 41,7 MEUR) ja se sisältää kaupan mukana tulleen VTT:n toimistokiinteistön sekä IVH Kodit Oy:n.

Osakkuusyhtiöiden kohdalla olemme niin ikään huomioineet tiedotetun Ovaro-irtaantumisen ja sisällyttäneet riville myös IVH Kampuksen lisäosuudet

(2,1 MEUR). IH:lle siirtyvien omaisuuserien käyvät arvot perustuvat yhtiön julkaisemiin arviokirjojen mukaisiin arvoihin.

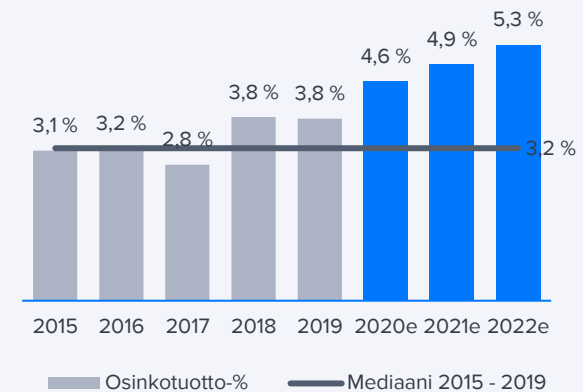
Vuoden lopun nettovelkaennusteemme (2020e: 17,7 MEUR) huomioi järjestelyn myötä lievästi kasvavan velkatason (Q3'20: 15,9 MEUR) ja vähemmistöjen arvo pitää sisällään IVH Kodit Oy:n vähemmistöt (30 %).

Konsernikulujen (-7,4 MEUR), rakennuttamisluketoiminnan (3,3 MEUR) ja Palvelusegmentin (6,3 MEUR) osalta laskelmassamme ei ole tapahtunut suuria muutoksia.

Osien summa-laskelma

Kiinteistöt	47,3
Osakkuusyhtiöt	16,1
Palvelut	6,3
Hankekehitys	3,3
Konsernikulut	-7,4
Vähemmistöt	-1,4
Nettovelka 2020e	-17,7
Yhteensä	46,5
Per osake	7,8
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
Arvo per osake	6,3

Osinkotuotto-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto yhteensä	8 276	2 608	2 746	2 786	3 321	11 461	3 344	2 934	1 460	1 539	9 277	7 783	8 884	9 303	9 798
Kiinteistöt	6 731	1 859	2 351	2 368	2 741	9 319	2 962	2 581	935	906	7 384	4 569	5 006	5 251	5 546
Palvelut	1 794	849	539	628	793	2 809	604	599	527	652	2 382	3 294	3 958	4 132	4 332
Sisäinen laskutus oikaisu	-249	-100	-144	-210	-213	-667	-223	-245	-19	-19	-506	-80	-80	-80	-80
Ylläpitokulut yhteensä	-4 114	-1 510	-1 238	-1 123	-1 362	-5 233	-2 361	-1 041	-666	-756	-4 824	-4 200	-4 267	-4 482	-4 758
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-3 029	-1 182	-933	-930	-1 105	-4 150	-2 096	-906	-270	-302	-3 574	-2 210	-1 952	-2 038	-2 140
Palvelut välittömät kulut	-1 334	-428	-449	-403	-470	-1 750	-488	-380	-398	-473	-1 739	-2 070	-2 395	-2 524	-2 697
Sisäinen laskutus oikaisu	249	100	144	210	213	667	223	245	19	19	506	80	80	80	80
Nettotuotto	4 162	1 098	1 508	1 663	1 959	6 228	982	1 894	794	783	4 453	3 583	4 616	4 821	5 041
Kiinteistöjen luovutusvoitot	-38	-13	-180	13	-3	-183	-11	0	-85	-2 300	-2 396	0	0	0	0
Käyvän arvon muutokset	929	353	-462	-249	-195	-553	-108	-331	-200	250	-389	439	442	425	482
Hallinnon kulut	-962	-270	-188	-144	-318	-920	-253	-182	-657	-210	-1 302	-900	-990	-1 089	-1 198
Muut tuotot	181	-7	-23	1	-6	-35	21	-15	0	0	6	0	0	0	0
Osuus osakkuusyhtiöistä	653	-61	49	140	-712	-584	-18	-21	454	429	844	1 774	1 830	1 875	1 966
Liikevoitto	4 925	1 100	704	1 424	725	3 953	613	1 345	306	-1 048	1 216	4 896	5 898	6 032	6 291
Nettorahoituskulut	-591	-313	-438	-332	-130	-1 213	-377	-382	-132	-160	-1 051	-800	-845	-886	-904
Tulos ennen veroja	4 334	787	266	1 092	595	2 740	236	963	174	-1 208	165	4 096	5 054	5 146	5 387
Verot yhteensä	-1 948	-142	-183	-193	-139	-657	-19	-218	-22	261	2	-805	-997	-1 015	-1 063
Määräysvallattomien osuus	112	3	127	-282	-281	-433	-114	-327	-8	-24	-473	-96	-80	-82	-83
Raportoitu tulos	2 498	648	210	617	175	1 650	103	418	144	-971	-306	3 195	3 977	4 049	4 240
EPS	0,41	0,11	0,03	0,10	0,03	0,27	0,02	0,07	0,02	-0,16	-0,05	0,54	0,67	0,68	0,71
Operatiivinen tulos	2 709	442	872	731	666	2 711	109	635	850	717	2 316	3 122	3 978	4 073	4 233
Operatiivinen EPS	0,45	0,07	0,15	0,12	0,11	0,45	0,02	0,11	0,14	0,12	0,39	0,52	0,67	0,68	0,71

Tunnusluvut

EPRA NAV	48 960	49 606	47 516	48 299	46 388	46 110	46 456	44 974	44 831	36 746	36 746	38 436	40 772	43 031	44 911
NAVPS	8,12	8,24	7,91	8,04	7,71	7,71	7,75	7,55	7,53	6,18	6,18	6,46	6,85	7,23	7,55

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	88,7	120	66,4	70,1	73,8
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	71,2	104	47,3	51,0	54,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	14,3	11,8	16,1	16,1	16,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	3,9	11,0	3,2	3,7	3,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,5	2,7	0,4	0,9	1,1
Likvidit varat	2,3	8,4	2,8	2,7	2,7
Taseen loppusumma	92,6	131	69,6	73,8	77,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	49,5	62,1	37,0	38,6	40,8
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	-1,8	-0,2	2,1
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	44,3	42,4	34,8	34,8	34,8
Vähemmistöosuus	2,7	17,2	1,4	1,4	1,4
Pitkäaikaiset velat	30,6	47,9	17,8	24,7	26,5
Laskennalliset verovelat	1,9	1,1	1,1	1,2	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	28,6	46,8	16,7	23,5	25,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	12,6	20,7	14,8	10,5	10,2
Lainat rahoituslaitoksilta	8,7	9,7	3,8	1,2	1,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,9	11,0	11,0	9,2	8,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,7	131	69,6	73,8	77,5

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 kehoitukseksi 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suosituksihistoria

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.3.2016	Lisää	5,85 €	5,49 €
29.4.2016	Lisää	5,90 €	5,63 €
26.8.2016	Vähennä	6,10 €	6,20 €
22.9.2016	Lisää	6,10 €	5,76 €
3.11.2016	Lisää	6,10 €	5,80 €
23.11.2016	Lisää	6,30 €	5,99 €
10.1.2017	Lisää	6,70 €	6,34 €
13.2.2017	Lisää	7,00 €	6,44 €
13.3.2017	Lisää	7,00 €	6,18 €
8.5.2017	Lisää	7,10 €	6,70 €
30.5.2017	Lisää	7,20 €	6,85 €
14.8.2017	Vähennä	7,20 €	7,51 €
21.8.2017	Lisää	8,40 €	7,89 €
17.10.2017	Lisää	8,50 €	7,85 €
7.11.2017	Lisää	8,50 €	7,63 €
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 €

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.**