

Investors House

Yhtiöpäivitys

9.3.2021

- Toistamme IH:n 6,3 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksemme
- IH:n operatiivinen Q4-tulos jäi hieman odotuksia pehmeämmäksi
- Juhola-yrityskauppa vaikuttaa omistaja-arvoa luovalta ja suhtaudumme järjestelyyn myönteisesti
- Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteita selvästi aiempaa varovaisemmiksi odotuksiamme hitaammin liikkeelle lähteneen Lainarahaston varainkeruun johdosta
- Nykyinen osakekurssi ei millään muotoa huomioi Juhola-yrityskauppaan liittyvää arvopotentiaalia ja näemmekin arvostuksessa asteittaista nousuvaraa



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

Kohti palveluyhtiötä

Toistamme IH:n 6,3 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. IH:n operatiivinen Q4-tulos jäi hieman odotuksia pehmeämmäksi ja olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteita selvästi varovaisemmiksi. Näemme tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen hyvänä, sillä näkemyksemme mukaan nykyinen osakekurssi ei millään muotoa huomioi Juhola-yrityskauppaan liittyvää arvopotentialia. Näemmekin arvostuksessa asteittaista nosuvaraa, minkä lisäksi tuotto-odotus saa tukea ennustamastamme 5 %:n kasvavasta osinkotuotosta.

Operatiivinen tulos oli odotuksia pehmeämpi

IH:n operatiivinen Q4-tulos jäi ennusteestamme (509 vs. 635 TEUR) odotettua korkeammista kuluista johtuen. Raportoitu tulos jäi odotetusti heikoksi Ovaro-irtaantumisen ja kiinteistökannan arvonmuutoksista johtuen, mutta raportoitu tappio oli odotuksiamme suurempi (-2,6 vs. -2,2 MEUR). Tämän taustalla oli odotuksia korkeampi kulutaso ja ajanmukaistamisinvestoinnit sekä ennusteistamme poikenneet arvonmuutosten aiheuttamat verovaiikutukset. Q4-tulos ei yllätykseksemme sisältänyt osinkoehdotusta ja se tullaan saamaan vasta yhtiökokouskutsussa. IH kuitenkin korosti, että sen 2020 operatiivinen tulostaso on riittävä uuden strategian mukaiseen vuosittain kasvavaan osinkopolitiikkaan. IH ei antanut myöskään ohjeistusta kuluvalle vuodelle koronapandemian ja rokotustilanteen aiheuttamasta epävarmuudesta johtuen.

Juhola-yrityskauppa vaikuttaa omistaja-arvoa luovalta, merkittävää uutta tietoa ei kuitenkaan saatu

Q4-raportissa huomiomme kiinnittyi johdon kommentteihin [Juhola-yrityskauppaan](#) liittyen. Kommentit eivät tarjoneet meille merkittävää uutta tietoa, mutta ne vahvistavat käsitystämme kaupan logiikan järjestyksestä ja strategisesta sopivuudesta. Suhtaudumme kauppaan edelleen myönteisesti ja huokeat arvostuskertoimet huomioiden (EV/EBITDA 4,5x) kaupalla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset luoda selkeää omistaja-arvoa. Tulemme sisällyttämään yrityskaupan ennusteisiimme, kun kauppa on saatu päätökseen.

Ennusteita tarkistettu varovaisemmiksi

Tarkistimme lähivuosien tulosenusteitamme selvästi varovaisemmaksi odotuksistamme jääneen Q4-tuloksen jälkeen. Keskeisin tekijä laskeneiden tulosenusteiden taustalla on Palveluliiketoiminta, jossa uuden Lainarahaston varainkeruu vaikuttaisi lähtevän selvästi odotuksiamme hitaammin liikkeelle. Lainarahaston uusmyyntienusteiden lisäksi teimme pieniä tarkistuksia myös kiinteistöjen ylläpitokuluihin ja hallintokuluihin. Kokonaisuudessaan lähivuosien operatiivisen tuloksen ennustemme ovat laskeneet 2021 osalta 2,7 MEUR:oon (aik. 3,1 MEUR) ja 2022 osalta 3,5 MEUR:oon (aik. 3,9 MEUR).

Markkinat eivät huomioi Juhola-kauppaan liittyvää arvopotentialia

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa-laskelmaan, joka on Q4:llä nähdyn kiinteistöjen käypien arvojen laskun sekä vuoden lopussa odotuksiamme korkeammalle kohonneen nettovelkatason myötä laskenut 5,9 euroon (aik. 6,3€). Nykyisiin omaisuuseriin pohjautuvan osien summan valossa arvostus näyttää neutraalilta, mutta näkemyksemme mukaan markkinat eivät millään muotoa huomioi Juhola-kauppaan liittyvää arvopotentialia, jolla tulee arviomme mukaan olemaan selvä positiivinen vaikutus osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (Q4'20: EPRA NRV 7,6€/osake). Näemmekin arvostuksessa asteittaista nousuvaraa, minkä lisäksi tuotto-odotus saa tukea ennustamastamme 5 %:n kasvavasta osinkotuotosta.

Suositus

Lisää

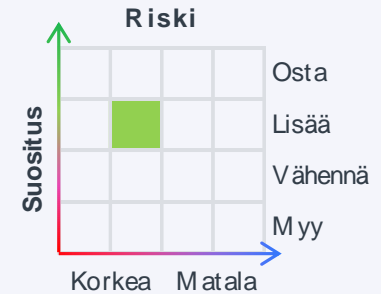
(aik. Lisää)

6,30 EUR

(aik. 6,30 EUR)

Osakekurssi:

5,95



Avainluvut

	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	9,5	7,4	8,4
Nettotuotot	4,5	3,2	4,1
Käyvän arvon muutos	-0,8	0,4	0,5
Nettotulos	-2,0	2,8	3,6
Oper. Tulos (EPRA)	2,1	2,7	3,5
EPS	-0,33	0,48	0,60
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,35	0,46	0,59
Osinko per osake	0,27	0,29	0,31
Kiinteistöjen arvo	46	50	53
EPRA NAV per osake	6,5	6,8	7,1
Oman pääoman tuotto-%	-5 %	7 %	9 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,3 %	6,1 %
Omavaraisuusaste-%	55 %	55 %	54 %

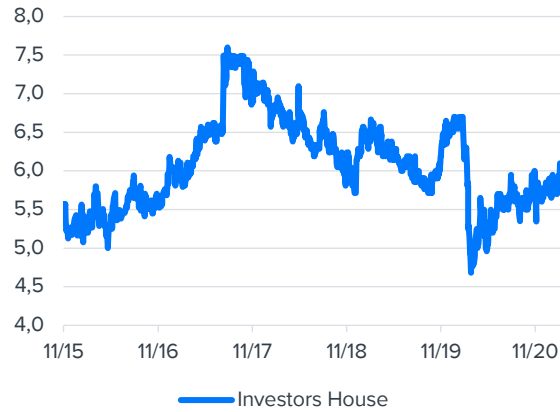
Lähde: Inderes

2020 osinko Inderes ennuste

Ohjeistus

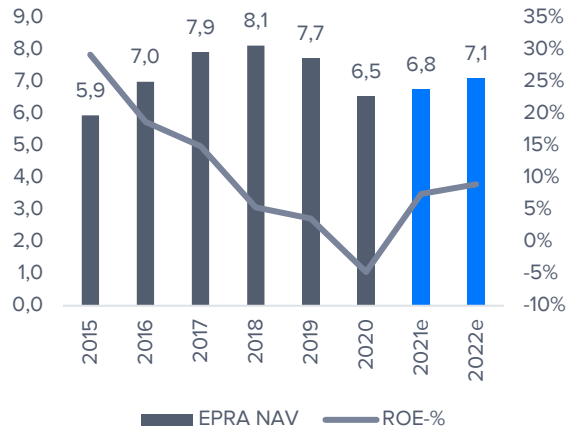
Ei ohjeistusta

Osakekurssi

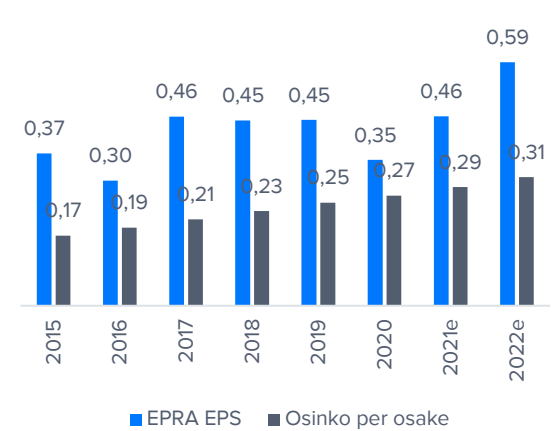


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV ja ROE-%



EPRA-EPS ja osinko



Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Kiineistövarallisuudenhoidon kasvu
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen suhteellisen vähäistä

Arvostus

- Nykyisiin omaisuuseriin pohjautuvan osien summalaskelman valossa arvostus näyttää neutraalilta
- Näkemyksemme mukaan nykyinen osakekurssi ei kuitenkaan millään muotoa huomioi Juhola-yrityskauppaan liittyvää arvopotentiaalia
- Näemmekin arvostuksessa asteittaista nosuvaraa, minkä lisäksi tuotto-odotus saa tukea ennustamastamme 5 %:n kasvavasta osinkotuotosta

Operatiivinen tulos oli odotuksia pehmeämpi

Q4:n liikevaihtotaso ylitti lievästi ennusteamme

Investors Housen liikevaihtotaso oli Q4:llä hieman odotuksiamme korkeampi (1,7 MEUR vs. 1,6 MEUR) sekä Kiinteistö- että Palvelut-segmenttien lievien liikevaihtoylitysten myötä. IH:n suoraan ja välillisesti omistettujen kiinteistöjen käyttöasteet säilyivät Q4:llä vakaana 90 %:ssa. Koronapandemian aiheuttamat suorat vuokranmenetykset olivat Q4:llä aiempien neljänneksen tapaan vähäiset (Q4'20: ~10 TEUR ja koko vuosi ~100 TEUR).

Kulutaso odotettua korkeampi

IH:n omistamien kiinteistöjen ylläpitokulut olivat Q4:llä odotuksiamme korkeammat, mutta tätä kompensoi ennusteita matalammat Palveluliiketoiminnan kulut ja IH:n nettotuotot ylittivät Q4:llä hienoisesti ennusteamme (829 TEUR vs. 737 TEUR). Hallinto- ja rahoituskulut olivat viimeisellä neljänneksellä

kuitenkin odotuksiamme korkeammat ja näin ollen operatiivinen tulos oli Q4:llä 509 TEUR ja jäi 635 TEUR:n ennusteestamme.

Raportoitu tulos jäi odotuksia enemmän tappiolle

IH:n raportoitu Q4-tulos jäi odotetusti heikoksi Ovaro-irtaantumisen aiheuttaman laskennallisen tappion (-2,1 MEUR) ja kiinteistökannan arvonmuutosten (-1,1 MEUR) vuoksi, mutta raportoitu Q4-tappio oli kuitenkin lopulta odotuksiamme suurempi (-2,6 MEUR vs. -2,2 MEUR). Odotettua suuremman raportoidun tappiotason taustalla oli odotuksia korkeampi kulutaso sekä ennusteita korkeammat ajanmukaistamisinvestoinnit ja ennusteistamme poikenneet arvonmuutosten aiheuttamat verovaikutukset.

Tilinpäätöksessä ei saatu voitonjakoehdotusta

IH:n tilinpäätöstiedote ei yllätykseksemme sisältänyt osinkoehdotusta. Osinkoehdotuksen antamatta jättäminen johtui yhtiön mukaan puhtaasti siitä, ettei päätöksiä voitonjakoehdotuksesta oltu vielä tehty. Yhtiö kuitenkin korosti tilinpäätöstiedotteen yhteydessä, että sen 2020 operatiivinen tulostaso on riittävä uuden strategian mukaiseen ja vuosittain kasvavaan osinkopolitiikkaan. Pidämmekin käytännössä varmana, että IH:n hallitus tulee ehdottamaan yhtiökokoukselle osingon korottamista myöhemmin lähetettävässä yhtiökokouskutsussa ja epävarmuus liittyykin lähinnä korotuksen kulmakertoimeen. Odotamme edelleen yhtiön korottavan tilikaudelta 2020 jaettavaa osinkoa viime vuosien tapaan kahdella sentillä 0,27 euroon.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'19	Q4'20	Q4'20e	Q4'20e	Konsensus		Erotus (%)		2020e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	3,3	1,7	1,6				9 %		9,5
Nettotuotto	2,0	0,8	0,8				8 %		4,5
Oper. Tulos (EPRA)	0,67	0,51	0,64				-20 %		2,1
Raportoitu tulos	0,2	-2,6	-2,2				16 %		-1,9
EPRA EPS	0,11	0,09	0,11				-19 %		0,35
Osinko/osake	0,25	-	0,27						0,27
Liikevaihdon kasvu-%	36 %	-48 %	-52 %				4,5 %-yks.		-17 %

Lähde: Inderes. Huom. Q4'19-luvut vertailukelpoisia ainoastaan EPRA-tuloksen osalta konsernirakennemuutoksesta johtuen.

Toimitusjohtajan Q4-haastattelu katsottavissa allaolevasta linkistä



Juhola-kauppa vaikuttaa arvoa luovalta, ennusteita tarkistettu varovaisemmiksi

IH ei antanut Q4-tuloksen yhteydessä myöskään ohjeistusta kuluvalle vuodelle

IH ei antanut tilinpäätöstiedotteen yhteydessä ohjeistusta kuluvalle vuodelle koronapandemian ja rokotustilanteen aiheuttamasta epävarmuudesta johtuen. Ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen parantuvan selvästi kuluvana vuonna ja toivoimme ennakkokommentissamme yhtiön ohjeistuksen indikoivan vertailukaudesta parantuvaa operatiivista tulosta. Ohjeistuksen antamatta jättäminen ei tullut meille kuitenkaan täytenä yllätyksenä IH:n historiallisesti konservatiivinen ohjeistuslinja ja koronapandemiaan liittyvä epävarmuus huomoiden. Yhtiö kertoi tilinpäätöstiedotteen yhteydessä, että ohjeistus tullaan luonnollisesti antamaan heti kun voidaan arvioida koronaan liittyvien epävarmuuksien vähentyneen riittävässä määrin. Toimitusjohtaja kommentoi toimintaympäristöön ja markkinatilanteeseen liittyviä näkymiä tarkemmin [Q4-tuloshaastattelussamme](#).

Juhola-kauppa vaikuttaa omistaja-arvoa luovalta, merkittävää uutta tietoa ei kuitenkaan saatu

Q4-raportissa huomiomme kiinnittyi johdon kommentteihin helmikuun lopulla [tiedotettuun](#) Juhola Asset Management -yrityskauppaan liittyen. Johdon kommentit Juhola-yrityskauppaa koskien olivat positiivisia ja ne vahvistavat aiempaa käsitystämme kaupan logiikan järjestydestä ja strategisesta sopivuudesta. Merkittävää uutta tietoa Q4-raportti ja johdon kommentit eivät meille kuitenkaan tarjonneet.

Yhtiön mukaan Juhola-yrityskauppa sopii

erinomaisesti IH:n päivitettyyn strategiaan ja se vahvistaa merkittävästi yhtiön pääomakevyttä Palveluliiketoimintaa. IH:n Palvelut-segmentin osuus konsernin liikevaihdosta oli Q4:llä noin 41 % ja kaupan myötä osuus nousee noin 59 %:iin.

Kaupan myötä Juholan ja Investors Housen muodostamasta kokonaisuudesta syntyy suurin kotimaisessa omistuksessa oleva kiinteistömanageri, jolla on vahvat taloudelliset resurssit ja joka kykenee palvelemaan asiakkaitaan valtakunnallisesti 12 paikkakunnalla. Yhtiön mukaan IH:n ja Juholan liiketoiminnat täydentävät erinomaisesti toisiaan ja jatkossa IH:n ja Juholan palvelutarjonta käsittää kaikki kiinteistöliiketoimintaan liittyvät palvelut (vuokraus, transaktiot, taloushallinto, ylläpito, rahoitus). IH:n johto kertoi myös, että kaupan myötä yhtiöt kykenevät jatkossa tarjoamaan strategian mukaisesti erilaisia kanssajoihtumahdollisuuksia joko yhtiön omiin tai sijoittaja-asiakkaiden hankkeisiin.

Suhtaudumme kauppaan edelleen hyvin myönteisesti ja huokeat arvostuskertoimet huomioiden kaupalla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset luoda selkeää omistaja-arvoa. IH on tehnyt Juholan osakekannan ostosta sitovan esisopimuksen ja kauppa tullaan toteuttamaan maliskuun aikana. Tulemme sisällyttämään yrityskaupan ennusteisiimme kun kauppa on saatu päätökseen. Olemme kommentoineet Juhola-yrityskauppaa aiemmin laajemmin [täällä](#). Suosittelemme sijoittajia katsomaan myös IH:n [Sijoittajapäivä 2021-esityksen](#), jossa sekä Juholan liiketoimintaa että kaupan taustoja avattiin

tarkemmin.

Ennusteita tarkistettu selvästi varovaisemmiksi

Olemme tarkistaneet lähivuosien tulosennusteitamme selvästi varovaisemmiksi odotuksistamme jääneen Q4-tuloksen jälkeen. Keskeisin tekijä laskeneiden tulosennusteiden taustalla on Palvelut-segmentti, jossa laskimme lähivuosien liikevaihtoennusteita selvästi varovaisemmiksi. Laskeneiden liikevaihtoennusteiden taustalla on Rahastoliiketoiminta, jossa uuden Lainarahaston varainkeruu vaikuttaisi lähtevän selvästi odotuksiamme hitaammin liikkeelle. Lainarahaston uusmyyntien lisäksi teimme pieniä tarkistuksia myös kiinteistöjen ylläpito- ja hallintokuluihin.

Kokonaisuudessaan lähivuosien operatiivisen tuloksen ennustemme ovat laskeneet vuoden 2021 osalta 2,7 MEUR:oon (aik. 3,1 MEUR) ja vuoden 2022 osalta 3,5 MEUR:oon (aik. 3,9 MEUR). Laskeneista tulosennusteista huolimatta odotamme IH:ita edelleen selkeää operatiivista tulosparannusta. Keskeisimmät ajurit ennustamamme tulosparannuksen taustalla on Palvelut-segmentin kannattava kasvu etenkin uuden Lainarahaston ylösajon vetämänä, viime vuoden lopulla toteutetut ja kuluvalle vuodelle ennustamamme kiinteistöhankinnat sekä vertailukaudesta parantuva kulutuhokkuus. Keskeisimmät tulosennusteisiimme liittyvät riskit kohdistuvat näkemyksemme mukaan Lainarahaston ylösajon onnistumiseen sekä toimistovuokramarkkinan ja yleistoloudellisen tilanteen kehitykseen.

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020e Vanha	2020 Toteutunut	Muutos %	2021e Vanha	2021e Uusi	Muutos %	2022e Vanha	2022e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	9,3	9,5	2 %	7,8	7,4	-5 %	8,9	8,4	-5 %
Nettotuotto	4,4	4,5	1 %	3,6	3,2	-10 %	4,6	4,1	-10 %
Liikevoitto (raportoitu)	-0,3	-0,4	21 %	4,9	4,5	-9 %	5,9	5,4	-8 %
Oper. Tulos (EPRA)	2,2	2,1	-6 %	3,1	2,7	-12 %	3,9	3,5	-10 %
EPRA EPS	0,37	0,35	-6 %	0,52	0,46	-12 %	0,66	0,59	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,27	0,27	0 %	0,29	0,29	0 %	0,31	0,31	0 %

IH:n Sijoittajapäivä 2020-esitys katsottavissa alla olevasta linkistä



Osakekurssi ei huomioi Juholaan liittyvää arvopotentiaalia

IH:n arvostus näyttää nykyisiin omaisuuseriin pohjautuvan osien summa -laskelmamme valossa neutraalilta, mutta näkemyksemme mukaan markkinat eivät millään muotoa huomioi Juhola-yrityskauppaan liittyvää arvopotentiaalia. Näemmekin arvostuksessa asteittaista nousuvaraa, minkä lisäksi tuotto-odotus saa tukea ennustamastamme 5 %:n kasvavasta osinkotuotosta.

Osien summa -laskelma

Perustamme IH:n arvonmäärittämissä pääasiassa osien summa -laskelmaan, joka on laskenut edellisestä päivityksestä noin 5,9 euroon (aik. 6,3€). Merkittävin tekijä laskeneen osien summan taustalla on Q4:llä nähty IH:n omistamien kiinteistöjen käypien arvojen lasku sekä vuoden lopussa odotuksiamme korkeammalle kohonnut nettovelkataso.

Olemme vastaavasti tarkistaneet aiemmin varsin konservatiivista näkemystämme IH:n nykyisen Palveluliiketoiminnan käyvistä arvosta selvästi ylöspäin. Olemme päivittäneet raportin yhteydessä IH:n Palveluliiketoiminnan verrokkiryhmän ja näkemyksemme mukaan nykyinen verrokkiryhmä (s. 8) vastaa hieman aiempaa paremmin Palvelut-segmentin liiketoimintaprofiilia. Olemme arvottaneet IH:n nykyisen Palveluliiketoiminnan noin 8x EV/EBIT-kertoimella, mikä vastaa noin 35 % alennusta päivitetyn verrokkiryhmän vuoden 2021 mediaaniin nähden. Näkemyksemme mukaan selkeä alennus verrokkiryhmään on nykytuotoiselle Palveluliiketoiminnalle perusteltu sen selvästi verrokkeja pienempi koko ja verrokkien vakiintuneempi liiketoiminta huomioiden. Verrokkiryhmään kuuluvien varainhoitajaverrokkien historiallinen suorittaminen on mielestämme myös selvästi IH:n Rahastoliiketoimintaa vahvempi, mikä

osaltaan vaikuttaa Palvelut-segmentille hyväksyttävään arvostukseen.

Osien summassa Rakennuttamisluketoiminnan arvo on laskenut lievästi verrokkiryhmän arvostuksen johdosta. Laskelmassamme konsernikulujen nettohyötyarvo on puolestaan kohonneiden hallintokuluennusteiden myötä noussut lievästi. Olemme pitäneet laskelmassamme subjektiiviseen arvioomme perustuvan 20 %:n sijoitusyhtiöalennuksen ennallaan.

Juhola-yrityskaupalla positiivinen vaikutus nettovarallisuuteen

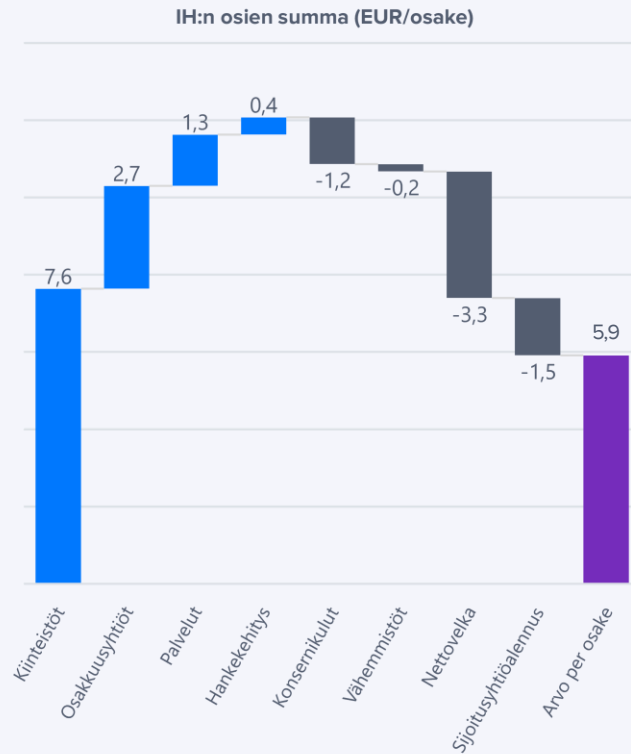
IH otti alkuvuonna 2020 käyttöön EPRA:n (European Public Real Estate) suosituksen mukaisen nettovarallisuutta kuvastavan EPRA NRV -tunnusluvun (Q4'20: 7,6€/osake). Tunnusluvussa IH:n kiinteistöomaisuus ja Palveluliiketoiminta ovat molemmat määritetty käypään arvoon. Palvelut-segmentin käyvän arvon määrittää EPRA NRV -laskentaa varten ulkopuolinen investointipankki.

Kun Juhola-yritystoston huokeita arvostuskertoimia (EV/EBITDA 4,5x) peilataan Palvelut-segmentille hyväksyviimme arvostuskertoimiin (2021e: EV/EBIT 8x) tai segmentin verrokkiryhmän kertoimiin (2021e: mediaani EV/EBITDA 10x ja EV/EBIT 12x), pidämme todennäköisenä, että yritysostolla tulee olemaan selvä positiivinen vaikutus IH:n osakekohtaiseen nettovarallisuuteen.

Osien summa -laskelma

Kiinteistöt	45,4
Osakkuusyhtiöt	15,9
Palvelut	7,9
Hankekehitys	2,7
Konsernikulut	-7,2
Vähemmistöt	-1,1
Nettovelka	-19,5
Yhteensä	44,0
Per osake	7,4
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
Arvo per osake	5,9

Osien summa yhteenveto



Palvelut	EV/EBIT 2021e
EAB Group	21,3
Titanium	10,8
Evli Pankki	11,8
eQ	17,0
Taaleri	12,0
CapMan	12,4
United Bankers	13,5
Aallon Group	17,4
Fondia	11,6
Catella	8,26
Mediaani	12,2
Alennus	35 %
Hyväksyttävä kerroin	7,9
EBIT 2021e	1,0
EV (MEUR)	7,9

Hankekehitys	EV/EBIT 2021e
YIT	11,8
NCC	11,0
Veidekke	9,7
Peab	13
SRV	20,8
Bonava	12,0
Lehto	10,0
JM	10,9
Mediaani	11,4
Alennus	60 %
Kerroin	4,6
Hankkeita vuodessa (MEUR)	10,0
Kate, %	10,0 %
Kate	1,0
Kinteät kulut	0,4
EBIT	0,6
EV (MEUR)	2,7

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto yhteensä	11 461	3 344	2 934	1 460	1 727	9 465	1 744	1 811	1 883	1 955	7 394	8 448	8 867	9 362
Kiinteistöt	9 319	2 962	2 581	935	1 045	7 523	1 118	1 132	1 152	1 167	4 569	5 006	5 251	5 546
Palvelut	2 809	604	599	527	729	2 459	651	704	757	813	2 925	3 542	3 716	3 916
Sisäinen laskutus oikaisu	-667	-223	-245	-19	-47	-534	-25	-25	-25	-25	-100	-100	-100	-100
Ylläpitokulut yhteensä	-5 233	-2 361	-1 041	-666	-898	-4 966	-1 345	-905	-910	-1 015	-4 175	-4 300	-4 519	-4 799
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-4 150	-2 096	-906	-270	-516	-3 788	-900	-450	-455	-540	-2 345	-2 005	-2 095	-2 201
Palvelut välittömät kulut	-1 750	-488	-380	-398	-429	-1 695	-470	-480	-480	-500	-1 930	-2 395	-2 524	-2 697
Sisäinen laskutus oikaisu	667	223	245	19	47	534	25	25	25	25	100	100	100	100
Nettotuotto	6 228	982	1 894	794	829	4 499	398	906	973	940	3 218	4 147	4 348	4 563
Kiinteistöjen luovutusvoitot	-183	-11	0	-85	103	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyvän arvon muutokset	-553	-108	-331	-200	-211	-850	-140	193	193	193	439	459	441	499
Hallinnon kulut	-920	-253	-182	-657	-292	-1 384	-300	-210	-210	-210	-930	-1 023	-1 125	-1 238
Muut tuotot	-35	21	-15	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0
Osuus osakkuusyhtiöistä	-584	-18	-21	454	-3 197	-2 782	431	431	439	431	1 732	1 804	1 841	1 878
Liikevoitto	3 953	613	1 345	306	-2 768	-504	389	1 321	1 396	1 354	4 460	5 387	5 505	5 702
Nettorahoituskulut	-1 213	-377	-382	-132	-225	-1 116	-200	-200	-200	-200	-800	-846	-854	-878
Tulos ennen veroja	2 740	236	963	174	-2 993	-1 620	189	1 121	1 196	1 154	3 660	4 541	4 651	4 824
Verot yhteensä	-657	-19	-218	-22	350	91	-34	-221	-236	-227	-718	-894	-916	-951
Määräysvallattomien osuus	-433	-114	-327	-8	76	-357	-24	-24	-24	-24	-96	-77	-78	-79
Raportoitu tulos	1 650	103	418	144	-2 567	-1 886	131	876	936	903	2 846	3 570	3 657	3 794
EPS	0,27	0,02	0,07	0,02	-0,44	-0,32	0,02	0,15	0,16	0,15	0,48	0,60	0,61	0,66
Operatiivinen tulos	2 711	109	635	850	509	2 108	266	792	858	822	2 738	3 516	3 627	3 727
Operatiivinen EPS	0,45	0,02	0,11	0,14	0,09	0,35	0,04	0,13	0,14	0,14	0,46	0,59	0,61	0,63

Tunnusluvut

EPRA NAV	46 110	46 456	44 974	44 831	38 916	38 916	-	-	-	-	40 257	42 190	44 061	45 882
NAVPS	7,71	7,75	7,55	7,53	6,54	6,54	-	-	-	-	6,77	7,09	7,41	7,71

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	120	65,8	69,4	73,1	75,8
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	104	45,9	49,6	53,3	56,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	11,8	15,9	15,9	15,9	15,9
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	11,0	4,4	3,6	3,7	3,4
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	0,9	1,0	1,1
Likvidit varat	8,4	3,2	2,6	2,5	2,2
Taseen loppusumma	131	70,1	73,0	76,8	79,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	62,1	38,7	40,0	41,8	43,6
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	1,3	3,1	4,9
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	35,0	35,0	35,0	35,0
Vähemmistöosuus	17,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Pitkäaikaiset velat	47,9	19,4	25,7	25,2	26,3
Laskennalliset verovelat	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	46,8	18,4	24,6	24,0	25,0
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	20,7	12,1	7,3	9,8	9,3
Lainat rahoituslaitoksilta	9,7	4,3	1,3	1,3	1,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	7,7	6,1	8,5	8,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	131	70,1	73,0	76,8	79,2

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 (välttömät 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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.

Suositusistoria

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 €
9.3.2020	Lisää	6,30 €	5,95 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**