

Investors House

Yhtiöpäivitys

29.9.2020

- Toistamme Investors Housen 6,0 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä)
- IH järjesti eilen pääomamarkkinan (CMD), jossa se julkaisi päivitetyn strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2020-2023
- Ennustemme ovat säilyneet eilisen pääomamarkkinapäivän jälkeen isossa kuvassa käytännössä ennallaan
- Osakkeen tuotto/riski-suhde on noussut kurssilaskun myötä riittävän houkuttelevaksi

Tuotto/riski-suhde on noussut jo riittävän houkuttelevaksi

Toistamme Investors Housen 6,0 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). IH järjesti eilen pääomamarkkinan, jossa se julkaisi päivitetyn strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2020-2023. Päivityksessä strategiassa IH keskittyy luomaan omistaja-arvoa yhdistämällä osaamisensa kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa ja mielestämme se on looginen jatkumo aiemmalle strategialle. Näkemyksemme mukaan 5 %:iin kohoava osinkotuotto, suhteellisen matala tasepohjainen arvostus (2020e: P/EPRA NAV 0,7x) ja osien summan luoma nousuvara (6,0 euroa/osake) tarjoavat sijoittajalle nykyisellä kurssitasolla jo riittävän houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

IH:n uudessa strategiassa yhdistyvät kiinteistö- ja finanssimarkkinoiden arvoketjut

IH julkisti eilisessä [pääomamarkkinapäivässä](#) päivitetyn strategian ja taloudelliset tavoitteet strategiakaudeksi 2020-23. Uudessa Kiinteistökumppani-nimeä kantavassa strategiassa yhtiö keskittyy luomaan omistaja-arvoa yhdistämällä osaamisensa kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa. IH sai vuosien 2015-19 kokoamistyönsä tuloksena haltuun koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjun ja näin ollen päivitetty strategia on mielestämme looginen jatkumo aiemmalle strategialle ja suhtaudumme siihen kokonaisuudessaan varsin positiivisesti. IH kertoi pyrkivänsä uudella strategiakaudella luomaan pitkäkestoisia kumppanuuksia keskeisten sidosryhmien (mm. kunnat, rakennusliikkeet, ja rahoittajat) kanssa. Palvelut-segmentissä yhtiö pyrkii hakemaan erityisesti rahastoliiketoiminnassa pääomakevyttä ja skaalautuvaa kasvua uusien kiinteistörahastojen ja erilaisten yhteissijoitusmuotojen (mm. yhteisyritykset ja sijoitusmandaatit) avulla. Kiinteistö-segmentin osalta yhtiö kertoo harkitsevansa asuntogryndauksen aloittamista. Yhtiöllä on kaavoitusvaiheessa olevaa asuntorakennusoikeutta noin 14 000 kem² ja näin ollen asuntojen rakennuttamisella on edellykset tarjota yhtiölle huomattavaa tuottopotentiaalia pidemmällä aikavälillä, joskin myös riskit ovat myös suuremmat kuin tilanteessa, jossa kaavoitetut asuntohankkeet myytäisiin eteenpäin. Ovaron osalta IH:n johto kertoi ainoastaan etsivänsä edelleen ratkaisua omistuksesta irtautumiselle. Pidämme suhteellisen epätodennäköisenä, että loppuja Ovaro-osakkeita tullaan jakamaan IH:n osakkeenomistajille ja pidämme todennäköisempänä, että omistuksesta pyritään irtaantumaan muilla tavoin. Ovaron alkuvuoden kehitys oli tuloksellisesti heikkoa ja näkemyksemme mukaan IH:n tavoitteena on pääomistajan roolissa edistää edelleen lyhyellä aikavälillä Ovaron saneerausprosessia, mikä helpottaisi mahdollista Ovarosta irtaantumista.

Osinkopolitiikkana vuosittain kasvava osakekohtainen osinko

IH julkaisi eilen myös päivitetty taloudelliset tavoitteet. Yhtiön johto kertoi eilisessä CMD:ssä varsin suoraan, että uudella strategiakaudella kasvu ei ole yhtiölle itseisarvo vaan fokus on ennen kaikkea ennustettavassa tuottokehityksessä ja kassavirroissa sekä riittävässä vakavaraisuudessa. Uudella strategiakaudella yhtiön tahtotilana on, että jatkuvat tuotot muodostavat noin 60-90 % koko konsernin tuotoista ja hanketuottojen osuus on noin 10-40 %. Omavaraisuusastetta koskeva 45 %:n taloudellinen tavoite pidettiin ennallaan. IH julkisti eilen myös päivitetyn osinkopolitiikan, jonka mukaan yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista osinkoaan vuosittain (aik. 50-90 % operatiivisesta tuloksesta). Tälle perustan luo edellä mainittu ennustettava tuottokehitys ja riittävä vakavaraisuus. Vaikka voitonjakopolitiikalla ei ole vaikutusta yhtiön käypään arvoon, heijastelee uusi osinkopolitiikka näkemyksemme mukaan yhtiön luottamusta liiketoiminnan kasvunäkymiä kohtaan. Uuden osinkopolitiikan myötä IH:n sijoittajaprofiili tulee muuttumaan myös aiempaa selvemmin ns. osinko-osakkeeksi. Tavoitellun vuosittain kasvavan osakekohtaisen osingon lisäksi omien osakkeiden ostot ovat myös jatkossa IH:lle mahdollinen voitonjaon muoto.

Tuotto/riski-suhde on noussut mielestämme jo riittävän houkuttelevaksi

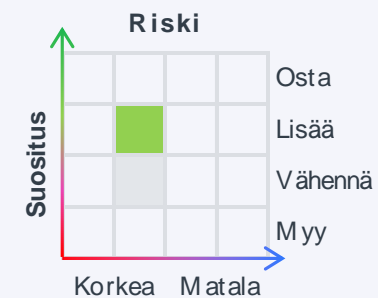
IH:n osakekurssi on laskenut kuukauden takaisen [päivityksemme](#) jälkeen noin 10 % ja näkemyksemme mukaan osakkeen käypä arvo on selvästi nykykurssia korkeampi. Eri arvonmäärittäminen menetelmät indikoivat IH:n osakkeen käyväksi arvoksi 6,0-8,7 euroa per osake (aik. 6,0-8,1€). Osien summa -arvonmäärittäminen, johon pääasiassa pohjaamme IH:n tavoitehintamme on säilynyt ennallaan 6,0 eurossa. Näkemyksemme mukaan 5 %:iin kohoava osinkotuotto, suhteellisen matala tasepohjainen arvostus (2020e: P/EPRA NAV 0,7x) ja osien summan luoma nousuvara tarjoavat sijoittajalle nykyisellä kurssitasolla jo riittävän houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

Analytikot



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

Suositus



Lisää
(aik. Vähennä)
6,00 EUR
(aik. 6,00 EUR)
Osakekurssi:
5,35
Potentiaali:
12,1%

Avainluvut

	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	11,5	9,4	6,6
Nettotuotot	6,2	4,5	3,5
Käyvän arvon muutos	-0,7	0,1	0,4
Nettotulos	1,7	2,3	3,1
Oper. Tulos (EPRA)	2,7	2,2	3,0
EPS	0,27	0,39	0,52
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,45	0,38	0,50
Osinko per osake	0,25	0,27	0,29
Kiinteistöjen arvo	104	42	46
EPRA NAV per osake	7,7	7,6	7,9
Oman pääoman tuotto-%	4 %	5 %	7 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	5,0 %	5,4 %
Omavaraisuusaste-%	48 %	61 %	61 %

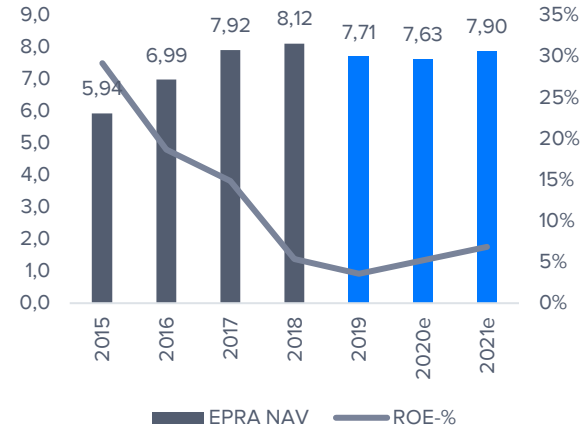
Lähde: Inderes

Osakekurssi

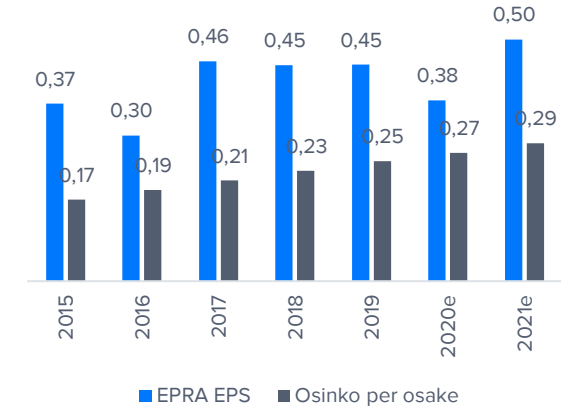


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV ja ROE-%



EPRA-EPS ja osinko



MCAP
32
MEUR

Osinko-%
5,0%
2020e

P/EPRA NAV
0,7x
2020e

P/EPRA EPS
14,2
2020e

Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Kiinteistövarallisuudenhoidon kasvu

Riskitekijät

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä

Arvostus

- Eri arvonmäärittämenetelmät antavat osakkeen arvoksi 6,0-8,7 euroa
- Perustamme näkemyksemme käyvistä arvosta pääasiassa osien summa-laskelmaan, jonka mukaan osakkeen arvo on noin 6,0 euroa

Uudessa strategiassa yhdistyvät kiinteistö- ja finanssimarkkinoiden arvoketjut

Uudessa strategiassa yhdistyvät kiinteistö- ja finanssimarkkinoiden arvoketjut

Investors House (IH) julkisti eilisessä [pääomamarkkinapäivässä](#) (CMD) päivitetyn strategian ja taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2020-2023. Uudessa Kiinteistökumppani-nimeä kantavassa strategiassa yhtiö keskittyy luomaan omistaja-arvoa yhdistämällä osaamisensa kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa. IH sai vuosien 2015-2019 kokoamistyönsä tuloksena haltuun koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjun (hankekehitys, kiinteistöjen omistaminen ja vuokraus, palveluliiketoiminta ja kiinteistötransaktiot) ja näin ollen päivitetty strategia on mielestämme varsin looginen jatkumo aiemmalle strategialle.

IH:n johto kertoi eilisessä CMD:ssä näkevänsä eri omaisuuslajien (raha- ja velkakirjamarkkinat sekä listaamaton ja listattu pääomamarkkina) muodostavan finanssimarkkinassa vastaavanlaisen arvoketjun kuin kiinteistömarkkinassa. Tämän lisäksi yhtiön johto korosti myös IH:n omaa historiassa nähtyä aktiivista roolia finanssimarkkinoilla toimimisesta (mm. omien osakkeiden ostot, kaksi julkista ostotarjousta, osakeannit, osake- ja kiinteistörahojen perustamiset).

IH kertoi pyrkivänsä uudella strategiakaudella luomaan pitkäkestoisia kumppanuussuhteita keskeisten sidosryhmien (mm. kunnat, rakennusliikkeet, ja rahoittajat) kanssa. Palvelut-segmentissä yhtiö pyrkii hakemaan erityisesti Rahastoliiketoiminnassa pääomakevyttä ja skaalautuvaa kasvua uusien kiinteistörahojen ja erilaisten yhteissijoitusmuotojen (mm. yhteisyritykset ja sijoitusmandaatit) avulla. Kiinteistöt-segmentin osalta yhtiö kertoo harkitsevansa asuntogryndauksen aloittamista. IH:lla on kiinteistökannassaan kaavoitusvaiheessa olevaa asuntorakennusoikeutta noin 14 000 kem2:n edestä (merkittävimpänä [Tikkurilan asuntokehityshanke](#), jonka kaavoitusta viedään eteenpäin yhdessä Vantaan kaupungin kanssa) ja näin ollen asuntojen rakennuttamisella on edellykset tarjota yhtiölle huomattavaa tuottopotentiaalia pidemmällä aikavälillä, joskin myös riskit ovat myös suuremmat kuin tilanteessa, jossa kaavoitetut asuntohankkeet myytäisiin eteenpäin.

Yhtiö kertoi myös CMD:llä vahvan taseen ja yhtiökokouksen

myöntämän 5 miljoonan osakkeen osakeantivaltuutuksen (nykyinen osakemäärä noin 6 milj. osaketta) luovan strategiakaudella mahdollisuuksia toimialajärjestelyihin osallistumiseksi.

Osakkuusyhtiö Ovarolle etsitään edelleen ratkaisuja

Osakkuusyhtiö Ovaro ei saanut eilisessä CMD:ssä paljoa palstatilaa ja IH:n johto ainoastaan kertoi etsivänsä edelleen ratkaisua Ovaro-omistuksesta irtautumiselle. IH:n ylimääräinen yhtiökokous myönsi viime vuoden elokuussa IH:n hallitukselle valtuuden jakaa kaikki osakkuusyhtiö Ovaron osakkeet sen osakkeenomistajille ja ensimmäinen osa Ovaro-osakkeista jaettiin osakkeenomistajille viime jouluna. Loppujen Ovaro-osakkeiden jakamiselle ongelmia on aiheuttanut aiemmin IH:n vakavaraisuus, sillä aiemmin Ovaro-osakkeiden jakaminen olisi arviomme mukaan laskenut IH:n omavaraisuusasteen alle lainojen kovenanttitason.

IH:n vakavaraisuus on kuitenkin parantunut alkuvuoden aikana selvästi Q2:lla toteutetun [konsermirakennemuutoksen](#) ja lainajärjestelyjen myötä ja IH:n omavaraisuusaste oli Q2:n lopussa 58,5 % (Q1'20: 50,7 %). Ovaron maanantain päätöskurssilla laskettuna Ovaro-osakkeiden jakaminen aiheuttaisi IH:lle noin 3,5 MEUR:n laskennallisen tappion (varainsiirtovero huomioiden) ja laskisi yhtiön omavaraisuusasteen noin 48 %:iin. Näin ollen Ovaro-osakkeiden jakaminen olisi periaatteessa mahdollista, sillä IH:n omavaraisuusaste säilyisi yhtiön taloudellisten tavoitteiden ja lainojen kovenanttitason (45 %) yläpuolella.

Pidämme kuitenkin suhteellisen epätodennäköisenä, että loppuja Ovaro-osakkeita tullaan jakamaan IH:n osakkeenomistajille ja näkemyksemme mukaan on todennäköisempää, että Ovaro-omistuksesta pyritään irtaantumaan muilla tavoin. Ovaron alkuvuoden kehitys oli tuloksellisesti heikkoa (H1'20: EPRA-tulos -331 TEUR) ja näkemyksemme mukaan IH:n tavoitteena on pääomistajan roolissa edistää edelleen lyhyellä aikavälillä Ovaron saneerausprosessia, mikä helpottaisi mahdollista Ovarosta irtaantumista. Tästä kertovat mielestämme myös elokuussa [IH:n ja Ovaron johtoryhmissä tapahtuneet muutokset](#).

Osinkopolitiikkana vuosittain kasvava osakekohtainen osinko

IH julkaisi eilisen CMD:n yhteydessä myös päivitetty taloudelliset

tavoitteet. Yhtiön johto kertoi eilisessä CMD:ssä varsin suoraan, että uudella strategiakaudella kasvu ei ole yhtiölle itseisarvo vaan fokus on ennen kaikkea ennustettavassa tuottokehityksessä ja kassavirroissa sekä riittävässä vakavaraisuudessa. Uudella strategiakaudella yhtiön tahtotilana on, että jatkuvat tuotot (vuokratuotot ja Palvelut-segmentin tuotot) muodostavat noin 60-90 % koko konsernin tuotoista ja hanketuottojen (hankekehitys, myynti- ja transaktiotuotot) osuus on noin 10-40 %. Omavaraisuusastetta koskeva 45 % taloudellinen tavoite pidettiin ennallaan.

IH julkisti eilen myös päivitetyn osinkopolitiikan. Uuden osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista osinkoaan vuosittain, jolle perustan luo edellä mainittu ennustettava tuottokehitys ja riittävä vakavaraisuus. Yhtiön aiempina osinkopolitiikkana oli jakaa osinkoina 50-90 % jatkuvien toimintojen operatiivisesta tuloksesta. Vaikka voitonjakopolitiikalla ei ole vaikutusta yhtiön käypään arvoon, heijastelee uusi osinkopolitiikka näkemyksemme mukaan yhtiön luottamusta liiketoiminnan kasvunäkymiä kohtaan. Uuden osinkopolitiikan myötä Investors Housen sijoittajaprofiili tulee muuttumaan myös aiempaa selvemmin ns. osinko-osakkeeksi. Tavoitellun vuosittain kasvavan osakekohtaisen osingon lisäksi omien osakkeiden ostot ovat myös jatkossa IH:lle mahdollinen voitonjaon muoto.

Olemme pitäneet ennustemme käytännössä ennallaan

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pientä hienosäätöä eilisen CMD:n jälkeen ja isossa kuvassa ennustemme ovat säilyneet ennallaan (2020-2022e ennustemuutokset EPRA-EPS-tasolla -1 - -2 %). Ennustamme IH:n operatiivisen EPS:n jäävän kuluvana vuonna 0,38 euroon (2019: 0,45 euroa), mutta odotamme tuloksen palaavan ensi vuodesta lähtien jälleen kasvu-uralle. Vuosien 2021-22 osalta osakekohtaisen operatiivisen EPS:n ennustemme on 0,50 euroa ja 0,54 euroa. Keskeisimmät tuloskasvuajurit ovat Kiinteistövarallisuudenhoidon ja Rahastoliiketoiminnan kasvu, Kiinteistöt-segmentille ennustamamme kiinteistöhankinnat ja osakkuusyhtiö Ovaron tulosparannus. Osakekohtaisen osingon kasvun ennustamme noudattelevan viime vuosina nähtyä 0,02 euron korotusten linjaa.

Ennusteisiin vain pientä hienosäätöä

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	9,4	9,4	0 %	6,6	6,6	0 %	7,1	7,1	0 %
Nettotuotto	4,6	4,5	0 %	3,5	3,5	0 %	3,7	3,7	0 %
Liikevoitto (raportoitu)	4,7	4,6	-1 %	4,8	4,8	-1 %	5,2	5,1	-2 %
Oper. Tulos (EPRA)	2,3	2,2	-1 %	3,1	3,0	-1 %	3,3	3,2	-2 %
EPRA EPS	0,38	0,38	-1 %	0,51	0,50	-1 %	0,55	0,54	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,27	0,27	0 %	0,29	0,29	0 %	0,31	0,31	0 %

Lähde: Inderes

Katso Investors Housen eilinen pääomamarkkinapäivä alla olevasta linkistä



Tuotto/riski-suhde on noussut jo kohtuullisen houkuttelevaksi

IH:n osakekurssi on laskenut kuukauden takaisen [päivityksemme](#) jälkeen noin 10 % ja näkemyksemme mukaan osakkeen käypä arvo on nykykurssia korkeampi. Eri arvonmäärittämenetelmät indikoivat IH:n osakkeen käyväksi arvoksi 6,0-8,7 euroa per osake (aik. 6,0-8,1€). Näkemyksemme mukaan 5 %:iin kohoava osinkotuotto, suhteellisen matala tasepohjainen arvostus (2020e: P/EPRA NAV 0,7x) ja osien summan luoma nousuvara tarjoavat sijoittajalle nykyisellä kurssitasolla jo kohtuullisen houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

Historialliset arvostuskertoimet

Viimeisen noin viiden vuoden aikana IH:n osake on ollut arvostettuna pörssissä keskimäärin noin 86 % alle viimeisimmän EPRA NAV:in, noin 14,9x kuluvan vuoden tulokseen pohjautuvalla operatiivisesta tuloksesta lasketulla P/E-kertoimella ja keskimäärin noin 3,4 %:n tarkasteluvuodelta maksettavan osingon osinkotuotolla. Soveltamalla näitä kertoimia, laskelmiemme mukaista Q2'20:n lopun EPRA NAV:ia sekä omia 2020 tulosennusteitamme IH:n osakkeen käyväksi arvoksi muodostuisi noin 5,7-7,9 euroa per osake. Painotamme näitä kolmea kerrointa yhtä suurilla painoilla ja yhtiön historialliseen arvostustasoon perustuva arvonmäärittäminen antaa siten osakkeen arvoksi 6,7 euroa per osake.

Verrokkiryhmäarvonmäärittäminen

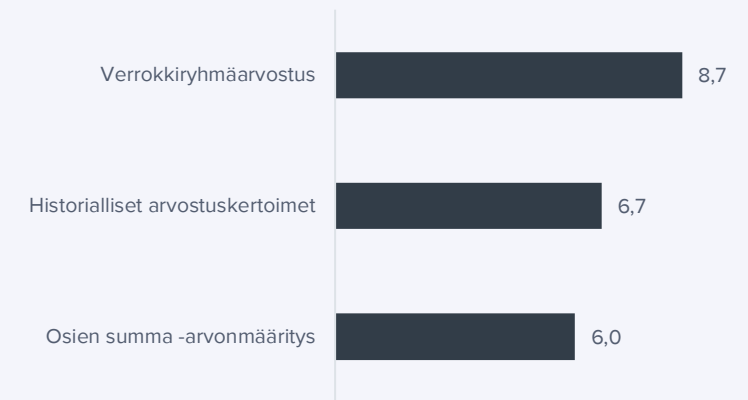
IH:lle on vaikea asettaa hyvää verrokkiryhmää, sillä yhtiöllä on kaksi tuotto/riskiprofiililtaan hyvin erilaista liiketoimintaa (Kiinteistöt ja Palvelut) ja täysin vastaavalla toimintamallilla toimivia verrokkeja ei ole Pohjoismaissa. Olemme siksi jaotelleet verrokkiryhmän kahteen osaan (kiinteistösijoitusyhtiöt ja sijoitusyhtiöt) ja soveltaneet näiden arvostuskertoimiin 80 %:n ja 20 %:n painoja verrokkiryhmäarvonmäärittämisessä. Verrokkiryhmän keskimääräinen 2020 painotettu EV/EBIT-kerroin on noin 23,2x, vastaava P/E-kerroin on noin 22,9x ja osinkotuotto on 3,3 %. Näiden kertoimien ja 2020 ennusteidemme perusteella IH:n osakkeen käypä arvo olisi 8,1-9,5 euroa ja keskiarvoksi

muodostuu noin 8,7 euroa. Korostamme, että tässä esitetty verrokkiryhmäarvonmäärittäminen ei mielestämme ole paras tapa arvottaa IH:n osaketta johtuen siitä, että IH on suhteellisesti useita verrokkeja pienempi toimija, sen rahastoliiketoiminta on osittain vielä ylösajovaiheessa ja sen riskiprofiili on mm. näiden takia korkeampi.

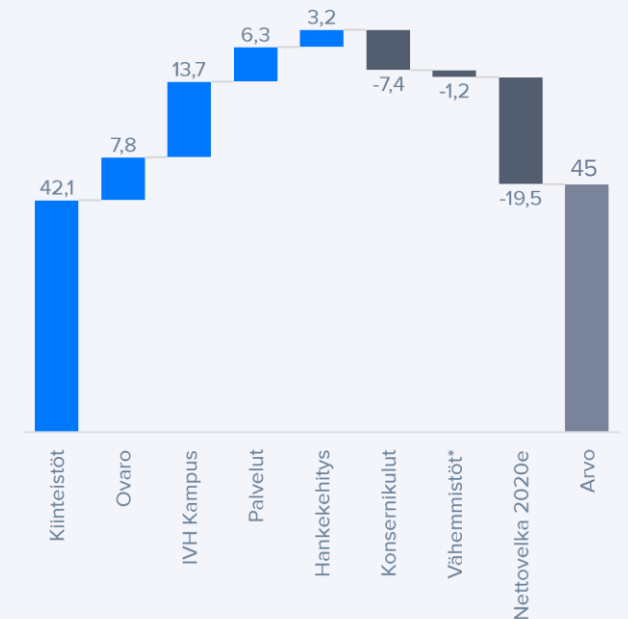
Osien summa-laskelma

Perustamme IH:n arvonmäärittäksen pääasiassa osien summa-laskelmaan. Tämä arvostusmenetelmä on avattu tarkemmin viime joulukuussa julkaisemassamme [laajassa analyysiraportissa](#).

Olemme tehneet osien summa-laskelmamme vain pieniä tarkistuksia ja kokonaisuudessaan näkemyksemme IH:n osien arvosta on säilynyt ennallaan 6,0 eurossa. Keskeisimmät muutokset osien summassa koskevat lievästi kohonnutta konsernikulujen nykyarvoa WACC:n laskennassa käytettävän [riskittömän koron laskusta johtuen](#). Konsernikulujen kasvun kompensoi kuitenkin verrokkiarvostuksen myötä 3,2 MEUR:oon (aik. 2,1 MEUR) kohonnut hankekehityksen arvo. Soveltavamme 20 %:n sijoitusyhtiöalennus on pysynyt ennallaan.

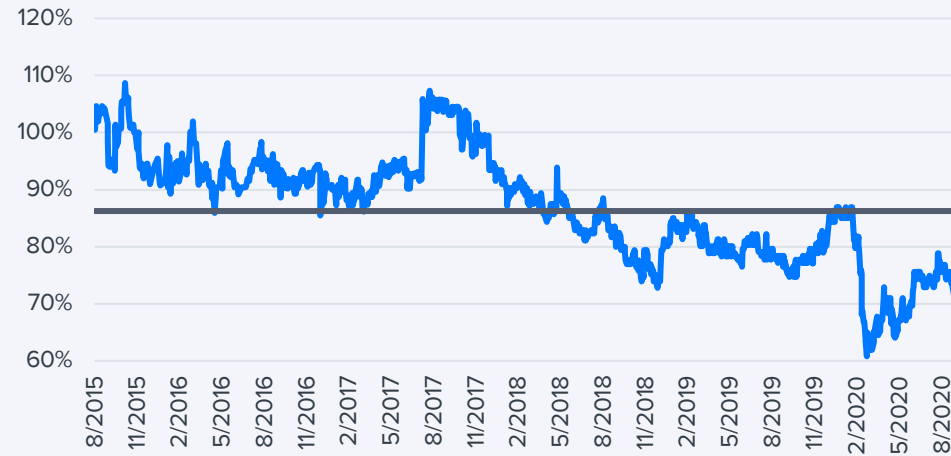


Osien summa-laskelma



Historialliset arvostuskertoimet

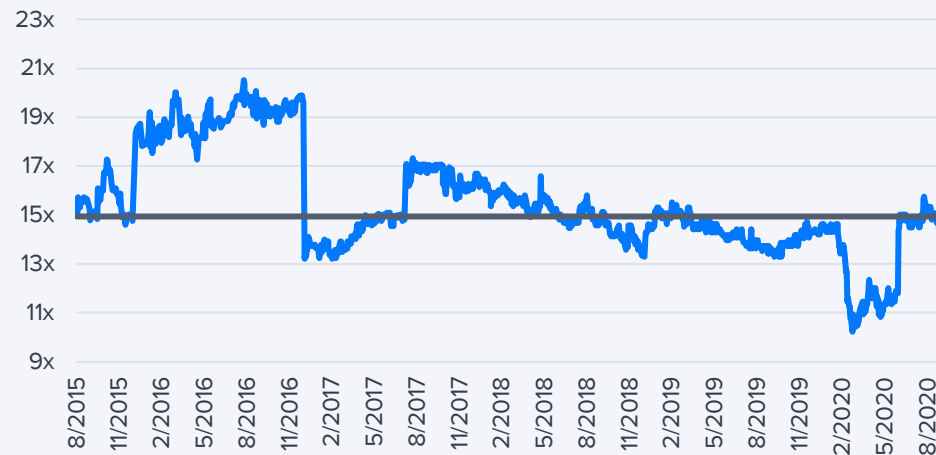
P/EPRA NAV (edelliseen NAV:iin)



Osinkotuotto-%



P/EPRA EPS (kyseisen vuoden EPS)



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%	
	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Kiinteistösijoitusyhtiöt						
Hufvudstaden AB	25,1	21,2	57,3	22,3	3,3	3,4
Fabege AB	31,7	31,1	26,9	27,7	2,7	2,7
Klovern AB	27,3	21,2	20,5	17,9	2,3	3,0
Citycon Oyj	17,2	17,1	9,7	9,4	8,3	7,9
Wihlborgs Fastigheter AB	21,9	18,6	16,3	15,9	2,7	2,8
Home Invest Belgium SA	38,0	36,5	29,5	44,0	4,3	4,4
Empiric Student Property PLC	27,6	21,2	24,6	16,3	0,3	6,3
Fastighets AB Balder	26,4	25,5	24,1	18,5	NaN	NaN
Kungsleden AB	23,1	19,1	15,6	15,4	3,1	3,4
Atrium Ljungberg AB	24,2	25,5	19,6	21,1	1,7	3,3
Sijoitusyhtiöt						
EAB Group Oyj	NaN	13,7	NaN	27,9	0,9	2,4
Titanium Oyj	9,4	8,4	11,5	10,3	7,7	8,6
Evli Pankki Oyj	10,9	8,6	14,7	11,1	5,7	7,2
Sievi Capital Oyj	NaN	NaN	33,1	NaN	NaN	NaN
eQ Oyj	18,7	13,6	22,0	17,0	4,7	6,1
Taaleri Plc	7,4	9,7	18,2	10,7	4,8	5,4
CapMan Oyj	NaN	NaN	94,6	12,0	7,3	7,8
Mediaani kiinteistösijoitusyhtiöt	26,4	21,2	24,1	17,9	2,9	3,4
Mediaani sijoitusyhtiöt	10,1	9,7	18,2	11,1	4,8	6,1
Mediaani kaikki	23,6	19,1	21,2	16,7	3,3	4,4
80 % kiinteistösijoitus ja 20 % sijoitusyhti	23,2	18,9	22,9	16,6	3,3	3,9
Investors House (Inderes)	11,0	11,6	13,7	10,3	5,0	5,4
Ero-%	-53 %	-38 %	-40 %	-38 %	51 %	37 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Tiedot kerätty 28.9.2020

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto yhteensä	8 276	2 608	2 746	2 786	3 321	11 461	3 344	2 934	1 535	1 566	9 379	6 567	7 100
Kiinteistöt	6 731	1 859	2 351	2 368	2 741	9 319	2 962	2 581	861	901	7 305	3 786	4 095
Palvelut	1 794	849	539	628	793	2 809	604	599	744	736	2 682	3 061	3 285
Sisäinen laskutus oikaisu	-249	-100	-144	-210	-213	-667	-223	-245	-70	-70	-608	-280	-280
Ylläpitokulut yhteensä	-4 114	-1 510	-1 238	-1 123	-1 362	-5 233	-2 361	-1 041	-710	-724	-4 836	-3 114	-3 354
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-3 029	-1 182	-933	-930	-1 105	-4 150	-2 096	-906	-307	-321	-3 630	-1 385	-1 489
Palvelut välittömät kulut	-1 334	-428	-449	-403	-470	-1 750	-488	-380	-473	-473	-1 814	-2 010	-2 145
Sisäinen laskutus oikaisu	249	100	144	210	213	667	223	245	70	70	608	280	280
Nettotuotto	4 162	1 098	1 508	1 663	1 959	6 228	982	1 894	825	843	4 543	3 453	3 746
Kiinteistöjen luovutusvoitot	-38	-13	-180	13	-3	-183	-11	0	0	0	-11	0	0
Käyvän arvon muutokset	929	353	-462	-249	-195	-553	-108	-331	200	300	61	439	401
Hallinnon kulut	-962	-270	-188	-144	-318	-920	-253	-182	-210	-210	-855	-898	-988
Muut tuotot	181	-7	-23	1	-6	-35	21	-15	0	0	6	0	0
Osuus osakkuusyhtiöistä	653	-61	49	140	-712	-584	-18	-21	479	443	883	1 777	1 916
Liikevoitto	4 925	1 100	704	1 424	725	3 953	613	1 345	1 293	1 376	4 627	4 771	5 077
Nettorahoituskulut	-591	-313	-438	-332	-130	-1 213	-377	-382	-205	-205	-1 169	-808	-909
Tulos ennen veroja	4 334	787	266	1 092	595	2 740	236	963	1 088	1 171	3 458	3 964	4 168
Verot yhteensä	-1 948	-142	-183	-193	-139	-657	-19	-218	-193	-217	-647	-733	-752
Määräysvallattomien osuus	112	3	127	-282	-281	-433	-114	-327	-24	-24	-489	-96	-118
Raportoitu tulos	2 498	648	210	617	175	1 650	103	418	871	930	2 322	3 135	3 298
EPS	0,41	0,11	0,03	0,10	0,03	0,27	0,02	0,07	0,15	0,16	0,39	0,52	0,54
Operatiivinen tulos	2 709	442	872	731	666	2 711	109	635	758	742	2 249	3 006	3 197
Operatiivinen EPS	0,45	0,07	0,15	0,12	0,11	0,45	0,02	0,11	0,13	0,12	0,38	0,50	0,54
Tunnusluvut													
NAV	48 960	49 606	47 516	48 299	46 388	46 110	46 456	44 974	-	-	45 481	47 050	48 629
NAVPS	8,12	8,24	7,91	8,04	7,71	7,71	7,75	7,55	-	-	7,63	7,90	8,16

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	88,7	120	70,4	74,1	77,9
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	42,5	46,2	49,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	14,3	11,8	24,9	24,9	24,9
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	4,2	3,3	3,3
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	1,4	1,1	1,1
Likvidit varat	2,3	8,4	2,8	2,3	2,1
Taseen loppusumma	92,6	131	74,6	77,5	81,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	49,5	62,1	45,5	47,0	48,5
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,8	2,3	3,8
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	40,9	40,9	40,9
Vähemmistöosuus	2,7	17,2	1,2	1,2	1,2
Pitkäaikaiset velat	30,6	47,9	21,2	25,4	27,2
Laskennalliset verovelat	1,9	1,1	1,2	1,2	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	28,6	46,8	20,1	24,1	25,9
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	7,9	5,1	5,4
Lainat rahoituslaitoksilta	8,7	9,7	2,3	2,5	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,9	11,0	5,6	2,6	2,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,7	131	74,6	77,5	81,2

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 analytikoilla 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 analytiikon 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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

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 analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



2012, 2016, 2017, 2018, 2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018, 2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**