

Investors House

Yhtiöpäivitys

25.3.2021

- Tarkistamme Investors Housen tavoitehinnan 6,5 euroon (aik. 6,3e) ja toistamme lisää-suosituksemme
- Juhola-kaupalla on ollut positiivinen vaikutus lähivuosien ennusteisiimme ja näemme kaupan tarjoavan IH:lle selkeitä synergioita
- Olemme tarkistaneet näkemystämme IH:n käyvästä arvosta ylöspäin ja näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä



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

Juhola-kauppa on järkiliike

Tarkistamme Investors Housen tavoitehinnan 6,5 euroon (aik. 6,3e) ja toistamme lisää-suosituksemme. Juhola-kaupalla on ollut positiivinen vaikutus lähivuosien ennusteisiimme ja näemme kaupan tarjoavan IH:lle selkeitä synergioita. Olemme tarkistaneet näkemystämme IH:n käyvästä arvosta ylöspäin ja näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä.

Juhola mukaan ennusteisiin

Sisällytimme maaliin menneen Juhola-kaupan ennusteisiimme ja odotamme Juholan yltävän loppuvuoden aikana noin 2,1 MEUR:n liikevaihtoon ja reiluun 550 TEUR:n liiketulokseen, mikä vastaa liikevaihdon osalta karkeasti noin 2,8 MEUR:n ja liiketuloksen osalta noin 750 TEUR:n run-rate-tasoa. (5/20: 3,1 MEUR ja 1,0 MEUR). Ennusteemme ovat suhteellisen varovaisia, mutta mielestämme perusteltuja, sillä esimerkiksi toimitilamarkkinoiden epävarmuus voi osaltaan vaikuttaa negatiivisesti tilamuutospalveluiden kysyntään ja transaktiopalkkioiden kehitykseen. Juhola näkyy ennusteissamme täysimääräisesti 2022 lähtien ja tuolloin ennustamme yhtiön yltävän hieman alle 3,3 MEUR:n liikevaihtoon ja odotamme kannattavuuden parantuvan liikevaihdon kasvun mukana. Näemme Juholan täydentävän erinomaisesti IH:n asuntomanageeraus- ja vuokraustoimintaa (OVV-ketju) ja uskomme IH:n saavan kaupasta selkeitä myyntisynergioita yhtiöiden tarjoamia yhdistämällä. Näemme myös yhtiöiden pitkän kokemuksen ja paikallisuuden olevan kilpailutekijä etenkin kv-sijoittajien uusasiakashankinnassa.

Päivitimme ennustemallimme

Teimme Juhola-yrityskaupan ennusteisiin lisäämisen yhteydessä myös ennustemalliimme useita perustavanlaatuisia muutoksia. Keskeisimmät muutokset koskevat kiinteistöhankintoja ja hankekehitystä. Uskomme, että IH tulee lähivuosina kierrättämään aktiivisesti tasettaan eli irtaantumaan tietyistä kiinteistöomistuksista ja tekemään vapautuvilla pääomilla myös uusia hankintoja. Emme kuitenkaan odota IH:n kiinteistöportfolion kasvavan lähivuosina oleellisesti ja tästä syystä Kiinteistöt-segmentin päivitettyt ennusteet perustuvat puhtaasti nykyiseen portfolioon. Emme ole sisällyttäneet ennusteisiin myöskään enää hankekehityksen mahdollisia tulevia kehityskatteita, sillä läpinäkyvyys liiketoimintaan on varsin heikko (ei-jatkuvaa liiketoimintaa) ja mahdollisten tulosvaikutusten ennustaminen on vaikeaa. Lähivuosien tulosenusteemme ovat nousseet kokonaisuudessaan 5-10 % ja odotamme IH:n yltävän lähivuosina noin 0,51-0,65 euron EPRA EPS:ään. Tuloskasvun taustalla on Palvelut, jossa kasvuajurina toimii Rahastoliiketoiminta ja Juholan myötä vahvistuva kiinteistövarallisuudenhoito. Ennustamme IH:n jatkavan lähivuosina osingon kasvattamista viime vuosien tapaan (+0,02e/vuosi). IH:lla olisi näkemyksemme mukaan mahdollisuus myös vuolaampaankin voitonjakoon, mutta uskomme yhtiön haluavan säilyttää liikkumavaraa osinkotavoitteensa suhteen. Ennusteemme eivät huomioi IH:n keskeneräistä hankekantaa ja hankkeiden mahdollisella toteuttamisella voisi olla merkittävä vaikutus ennusteisiin.

Tarkistimme näkemystämme käyvästä arvosta ylöspäin

Teimme useita muutoksia myös osien summa-laskelmamme, johon IH:n arvonmäärittelyn pääasiassa pohjaamme. Merkittävät muutokset koskivat Palveluiden arvoa, Hankekehitystä, konsernikuluja sekä arvonmäärittelyssä sovellettua sijoitusyhtiöalennusta. Päivitetty näkemyksemme osien summasta on noussut 6,5 euroon (aik. 5,9€). Näemme IH:n osakkeen tuotto/riski-suhteen hyvänä ja näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara yhdessä 5 %-osinkotuoton kanssa tarjoaa edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Suositus

Lisää

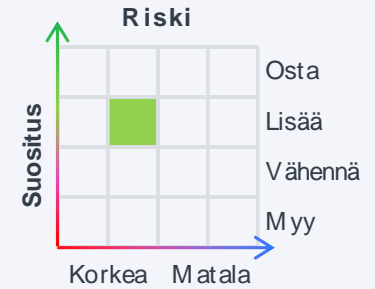
(aik. Lisää)

6,50 EUR

(aik. 6,30 EUR)

Osakekurssi:

5,85



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	9,5	8,9	10,8	11,4
kasvu-%	-17 %	-6 %	22 %	6 %
Nettotuotto	4,5	3,8	4,4	4,6
EPRA-tulos	2,1	3,1	3,7	3,9
EPRA EPS	0,35	0,51	0,62	0,65
Osinko	0,27	0,29	0,31	0,33
EPRA NAVPS	6,5	6,6	6,7	6,9
P/EPRA EPS	16,5	11,6	9,5	9,0
P/EPRA NAVPS	0,9	0,9	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,0 %	5,3 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

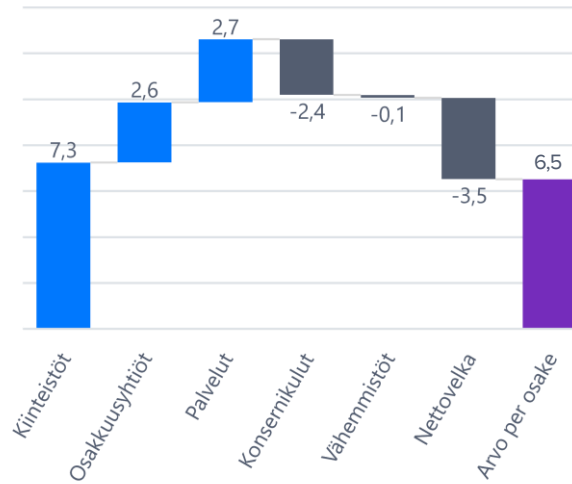
Ei ohjeistusta

Osakekurssi

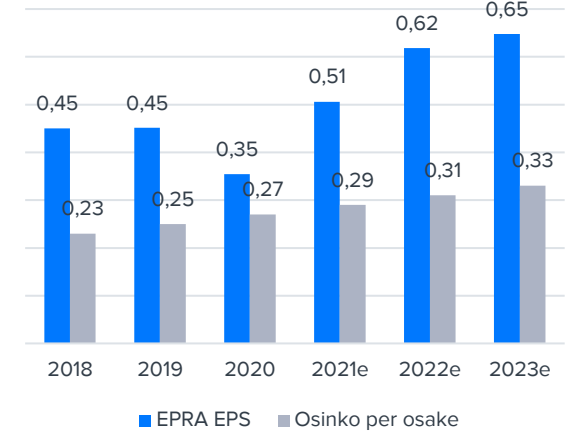


Lähde: Thomson Reuters

Osien summa -laskelma (EUR/osake)



EPRA EPS ja osinko per osake



Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

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

Arvostus

- Perustamme näkemyksemme käyvistä arvosta pääasiassa osien summa -laskelmaan, jonka mukaan osakkeen arvo on noin 6,5 euroa
- Tulospohjaisesti osake ei ole kallis
- Osien summan luoma nousuvara yhdessä kasvavan noin 5% osinkotuoton kanssa tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen

Juhola mukaan ennusteisiin

Juhola mukaan ennusteisiin

Investors House (IH) [tiedotti](#) toissa viikolla saaneensa Juhola-yrityskaupan päätökseen. Olemme kommentoineet yrityskauppaa useaan otteeseen jo aiemmin (mm. [täällä](#) ja [täällä](#)) ja suhtaudumme kaupan edelleen myönteisesti.

Juhola on kotimainen vuonna 1997 perustettu kiinteistömanageri, joka hallinnoi sekä kotimaisten että kansainvälisten sijoittajien yli 1,5 mrd. euron kiinteistövarallisuutta ympäri Suomen. Juholan management-palvelut pitävät sisällään mm. kohteiden omistajaedustuksen, teknisen manageeraus- ja rakennuttamisen, vuokrauksen sekä business park -johtamisen.

Juholan FAS-kirjanpidon mukainen liikevaihto oli 5/2020 päättyneellä 12 kk:n tilikaudella 3,1 MEUR ja liikevoitto noin 988 TEUR. Juholan liikevaihto ja -tulos tekivät toukokuussa 2020 päättyneellä tilikaudella selvän tasokorjauksen, sillä julkisista lähteistä

saatavien tietojen perusteella yhtiön liikevaihto kasvoi noin 37 % ja liiketulos yli kaksinkertaistui vertailukaudesta.

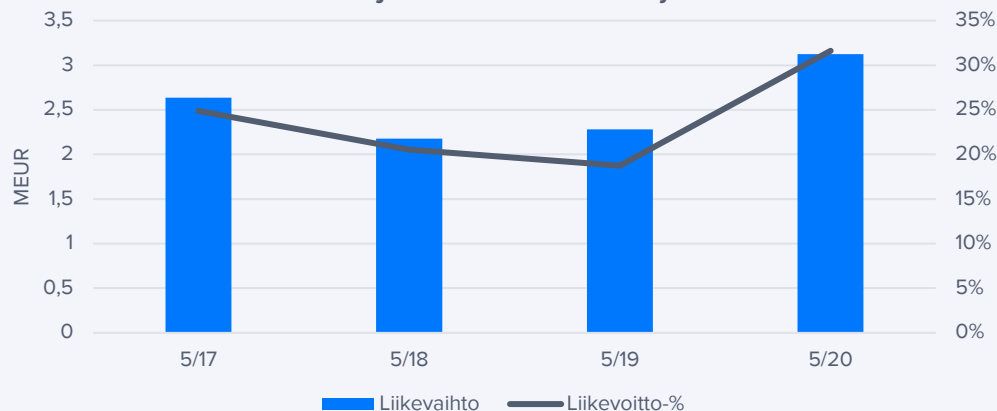
Juholan ansainta on osittain jatkuvaluonteista, mutta tilikaudesta riippuen myös esimerkiksi tilamuutoksiin tai vuokraukseen liittyvät transaktiopohjaiset palkkiot voivat näytellä merkittävää roolia. Meillä ei ole tarkkaa käsitystä Juholan jatkuvan liikevaihdon osuudesta, mutta toukokuussa 2020 päättyneellä tilikaudella nähty liikevaihto- ja tuloshyppy ei ymmärryksemme mukaan pohjautu yksistään transaktiopalkkioiden kasvuun, vaan numeroissa näkyy käsityksemme mukaan myös Juholan viime vuosina voittamat uudet asiakkuudet.

Olemme sisällyttäneet Juholan ennusteisiin Q2'20-lähtien ja ennustamme yhtiön yltävän viimeisen kolmen neljänneksen aikana noin 2,1 MEUR:n liikevaihtoon ja reilun 550 TEUR:n liiketulokseen, mikä vastaa liikevaihdon osalta karkeasti noin 2,8

MEUR:n ja liiketuloksen osalta noin 750 TEUR:n run-rate-tasoa. Ennusteemme ovat suhteellisen varovaisia, mutta mielestämme perusteltuja, sillä esimerkiksi toimitilamarkkinoiden epävarmuus voi osaltaan vaikuttaa negatiivisesti tilamuutospalveluiden kysyntään ja heijastua negatiivisesti transaktiopalkkioiden kehitykseen.

Juhola näkyy ennusteissamme täysimääräisesti vuodesta 2022 lähtien ja tuolloin ennustamme yhtiön yltävän hieman alle 3,3 MEUR:n liikevaihtoon ja odotamme kannattavuuden parantuvan liikevaihdon kasvun mukana. Näemme Juholan liiketoiminnan täydentävän erinomaisesti IH:n asunotomangeeraus- ja vuokraustoimintaa (OVV-ketju) ja uskomme, että IH kykenee saavuttamaan yrityskaupasta pidemällä aikavälillä selkeitä myyntisynergoita yhtiöiden palvelutarjontaa yhdistämällä. Näemme myös yhtiöiden pitkän kokemuksen ja paikallisuuden olevan kilpailutekijä etenkin kv-sijoittajien uusasiamishankinnassa.

Juholan liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 5/2017-5/2020



[IH:n sijoittajapäivä 2020-esitys katsottavissa alla olevasta linkistä](#)



Päivitimme ennustemallimme

Päivitimme ennustemallimme

Päivitimme Juhola-yrityskaupan ennusteisiin lisäämisen yhteydessä myös ennustemallimme kokonaan ja teimme malliimme useita perustavanlaatuisia muutoksia.

Muutoksista keskeisimmät koskevat kiinteistöhankintoja ja hankekehitystä. Olimme aiemmin ennustaneet IH:n tekevän lähivuosina taseeseensa pienissä määrin uusia kiinteistöhankintoja. Viime vuoden loppupuolella julkaistun strategiapäivityksen ja yhtiön johdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella pidämme todennäköisenä, että IH tulee tulevien vuosien aikana kierrättämään aktiivisesti tasettaan eli irtaantumaan tietyistä kiinteistömistuksista ja tekemään vapautuvilla pääomilla myös uusia kiinteistöhankintoja. Pääomien kanavointi omassa taseessa olevista kiinteistöistä kanssajoihtuksiin (yhteisyritykset + rahastot, joissa IH ankkurisijoittajana) tai Palveluliiketoiminnan vahvistamiseen ovat arviomme mukaan myös mahdollisia.

Emme kuitenkaan kokonaisuudessaan odota IH:n kiinteistöportfolion kasvavan lähivuosina ainakaan merkittävästi ja tästä syystä Kiinteistöt-segmentin päivitetty ennusteet perustuvat puhtaasti yhtiön nykyiseen portfolioon.

Taseeseen tehtyjen nettohankintojen lisäksi olimme aiemmin ennustaneet IH:n tekevän lähivuosina noin 10 MEUR:n vuotuiset bruttoinvestoinnit kiinteistöihin, jotka myytiin ennusteissamme edelleen pois, ja joista oletimme yhtiön saavuttavan vuosittain keskimäärin noin 10 %:n kehityskatteen (näkyivät ennusteissa käypien arvojen muutoksissa). Edellä mainitut

bruttoinvestoinnit tarkoittavat käytännössä IH:n liiketoimintaan kuuluvaa aktiivista arvonluontia, mikä pitää sisällään kiinteistöjen oston ja myynnin lisäksi myös hankekehityksen, rakennuttamisen, nettotuoton kasvattamisen sekä sijoituskohteiden strukturoinnin.

Emme ole sisällyttäneet edellä mainittuja bruttokiinteistöhankintoja ja hankekehityksen mahdollisia tulevia kehityskatteita päivitettyyn ennustemalliimme, sillä läpinäkyvyys liiketoimintaan on varsin heikko (luonteeltaan ei-jatkuva) ja mahdollisten tulosvaikutusten ennustaminen on hyvin vaikeaa.

Lähivuosien tulosenusteet nousseet 5-10 %

Juhola-kaupan huomioinnin ja ennustemallin päivityksen jälkeen lähivuosien tulosenusteemme ovat nousseet noin 5-10 %:lla ja odotamme yhtiön yltävän lähivuosina noin 0,51-0,65 euron EPRA EPS:ään. Ennustamamme tuloskasvun taustalla on erityisesti Palvelut-segmentti, jossa kasvuajurina toimii Rahastoliiketoiminta ja Juhola-yrityskaupan myötä vahvistuva kiinteistövarallisuudenhoito.

Ennustamme IH:n jatkavan lähivuosina osinkonsa kasvattamista viime vuosien tapaan (+0,02e/vuosi). IH:lla olisi näkemyksemme mukaan nykyisillä ennusteillamme mahdollisuus myös selvästi vuolaampaankin voitonjakoon, mutta uskomme yhtiön haluavan säilyttää liikkumavaraa osinkotavoitteensa suhteen. Sijoittajan on hyvä huomata, että myös yksittäisellä merkittävällä kiinteistökohteen myynnillä voisi olla lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus yhtiön operatiiviseen tulostasoon ja uskomme yhtiön haluavan säilyttävän

liikkumatilaa osingon suhteen myös tätä silmällä pitäen.

Huomautamme, että ennusteemme eivät huomioi yhtiön keskeneräistä hankekantaa ja hankkeiden mahdollisella toteuttamisella voisi olla merkittävä vaikutus tulevien vuosien ennusteisiimme.

IH:lla on tällä hetkellä 3 eri kehityshanketta, (Lappeenranta, Tikkurila ja Viikki), jotka voisivat arviomme mukaan mahdollistaa lähes 60 MEUR:n kiinteistöhankkeiden toteuttamisen. Kiinteistökehityshankkeista merkittävin on Tikkurilan asuntokehityshanke (rakennusoikeutta 11 000 kem²). Tikkurilan osalta kaavatyö on käsityksemme mukaan vielä kesken ja kaavoituksen pitäisi käsityksemme mukaan valmistua arviolta H1:n aikana. Lappeenrannan osalta asemakaavan ja tontinjaon muutos sai lainvoiman maaliskuun puolivälissä, mutta yhtiö ei ole ainakaan vielä tiedottanut mahdollisesta rakennuttamispäätöksestä. Helsingin Viikin asuntokehityshankkeen osalta rakennuttamisen aloittamisesta ei käsityksemme mukaan ole vielä niinkään myöskään tehty päätöstä.

Sijoittajan on hyvä huomata, että IH:lla on rakennuttamisen sijaan luonnollisesti myös mahdollisuus myydä tontit ennen rakentamisen käynnistymistä ja johto on myös viestinyt tämän olevan yksi vaihtoehtoista.

Teimme muutoksia myös osien summa -laskelmaan

Teimme ennustemallin päivityksen yhteydessä useita muutoksia myös osien summa -laskelmamme, johon IH:n osakkeen arvonmäärittämisessä pääasiassa pohjaamme. Merkittävät muutokset koskivat Palveluliiketoimintaa, Hankekehitystä, konsernikuluja sekä arvonmäärittämisessä aiemmin sovellettua sijoitusyhtiöalennusta. Päivitetty laskelma tarjoaa mielestämme kokonaisuudessaan hieman aiempaa suoraviivaisemman viitekehityksen IH:n osakkeen arvostuksen tarkasteluun.

Palvelut-segmentin arvo

Tarkistimme Palvelut-segmentin arvoa selvästi ylöspäin Juhola-yrityskaupan myötä ja näkemyksemme Palveluliiketoiminnan arvosta on noussut noin 16,6 MEUR:oon (aik. 7,9 MEUR). Näkemyksemme segmentin käyvistä arvosta perustuu kassavirtamalliin (s. 7) ja verrokkiryhmäarvostukseen.

Verrokkiarvostuksessa olemme lähestyneet Palvelut-segmentin arvoa vuoden 2022 liikevoittoennusteemme (huomioi Juholan täysimääräisesti) ja segmentille nyt hyväksyvämmä 8,4x EV/EBIT-kertoimen kautta, mikä vastaa noin 25 % alennustekijää verrokkiryhmään nähden. Näkemyksemme hyväksyttävästä alennuksesta laski edellisestä päivityksestä, sillä ostetun Juholan liiketoiminta vaikuttaa mielestämme laadukkaalta ja näkemyksemme mukaan liiketoiminnan kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät.

Näkemyksemme mukaan alennus verrokkiryhmään on kuitenkin edelleen perusteltu Palveluliiketoiminnan selvästi verrokkeja pienempi koko huomioiden. Verrokkiryhmään kuuluvien varainhoitajaverrokkien historiallinen suorittaminen on mielestämme myös selvästi IH:n Rahastoliiketoimintaa vahvempi, mikä osaltaan vaikuttaa Palvelut-segmentille hyväksyttävään arvostukseen. Edellä mainitut tekijät

heijastuvat myös kassavirtamallissa Palvelut-segmentille soveltamaamme tuottovaatimukseen (WACC), joka on verrokkeja korkeampi.

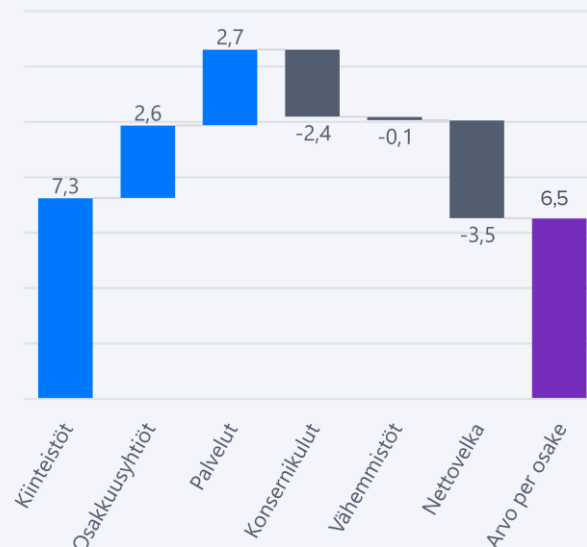
Hankekehitys, konsernikulut ja sijoitusyhtiöalennus

Koska luovuimme ennustemallin päivityksen yhteydessä tulevien kehityshankkeiden ennustamisesta, emme nähneet mielekkäänä Hankekehityksen arvottamista erillisenä osien summa -laskelmassamme. IH:n johdon historialliset näytöt aktiivisesta arvonnousta ovat vuoden 2017 Ovarosuuden hankintaa lukuun ottamatta pääasiassa varsin hyvät ja näemme johdon vahvan hankekehitysosaamisen osakkeenomistajien kannalta selvästi positiivisena. Näkemyksemme mukaan hankekehityksen arvottaminen omana liiketoimintona on kuitenkin vaikeaa ja näkemyksemme mukaan yhtiön hankekehitysosaaminen ja -kyvykyys tulisi huomioida yhtiön hyväksyttävässä arvostustasossa.

Olimme aiemmin allokoineet IH:n hallintokuluista puolet Hankekehitykselle, mutta ennustemallin ja osien summa -laskelmassa tehtyjen muutosten myötä olemme käsitelleet Hankekehitykselle aiemmin kohdistetut yleiskulut konsernikuluina ja tämän myötä konsernikulujen nettonykyarvo on noussut laskelmassamme merkittävästi. Edellisten muutosten lisäksi olemme luopuneet aiemmin soveltamastamme sijoitusyhtiöalennuksesta. Tämän taustalla on konsernikulujen muuttunut käsittely ja Hankekehityksen erillisestä arvottamisesta luopuminen.

Edellä esitettyjen muutosten myötä osien summa-laskelmamme on päivittynyt 6,5 euroon (aik. 5,9 euroa). Näemme IH:n osakkeen tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä ja näkemyksemme mukaan osien summan luoma nousuvara yhdessä kasvavan noin 5 %:n osinkotuoton kanssa tarjoaa sijoittajalle edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Osien summa -laskelma (EUR/osake)



Palvelut

EV/EBIT

	2021e	2022e
EAB Group	22,5	14,1
Titanium	12,0	11,0
Evli Pankki	10,7	9,50
eQ	18,6	18,2
Taaleri	15,3	11,1
CapMan	12,6	10,4
United Bankers	13,7	11,4
Aallon Group	17,3	11,5
Fondia	11,3	11,3
Catella	7,87	8,57
Mediaani	13,1	11,2

Palveluliiketoiminnan DCF-laskelma

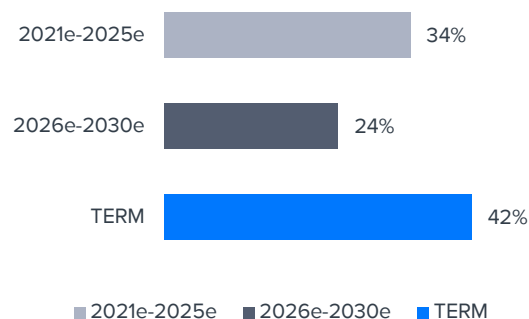
Palvelut-segmentin DCF-laskelma	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	1,5	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-Operatiiviset verot	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Operatiivinen kassavirta	1,2	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	
-CAPEX	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Vapaa kassavirta	1,1	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	20,3
Diskontattu vapaa kassavirta	1,0	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	7,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	16,7	15,6	14,4	13,2	12,1	11,0	10,1	9,2	8,4	7,7	7,0
Velaton arvo DCF	16,7										

Pääoman kustannus (WACC)

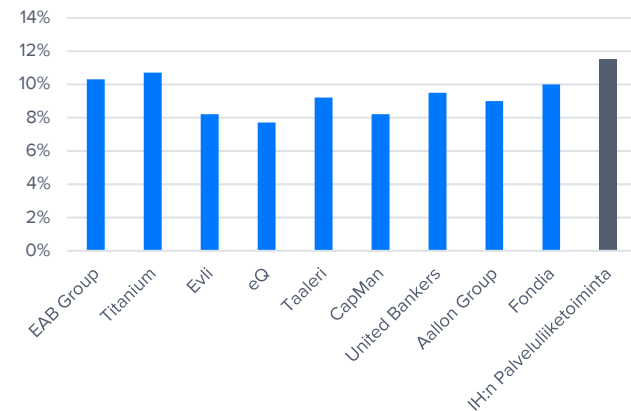
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	4,25 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



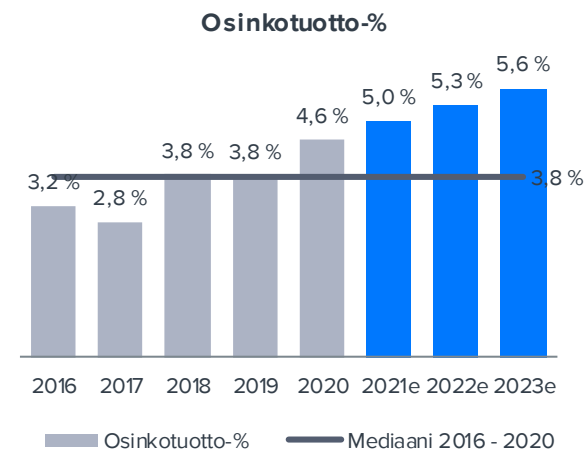
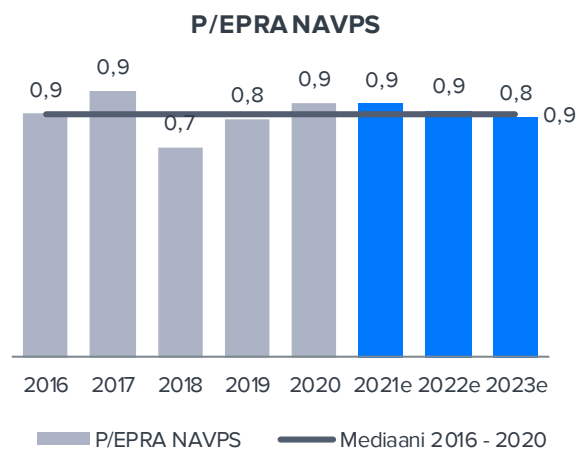
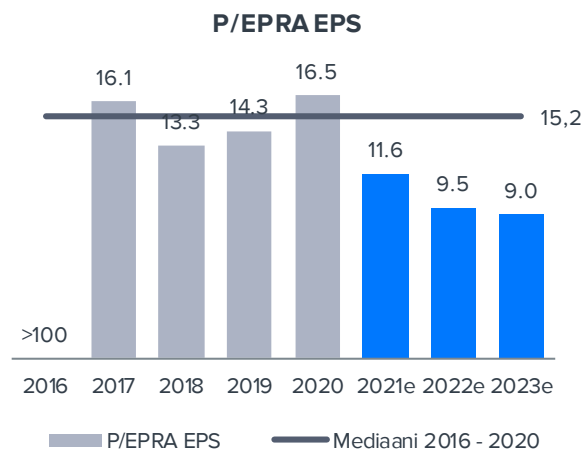
Palveluliiketoiminnalle sovellettu WACC suhteessa verrokkeihin



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,97	7,40	6,00	6,45	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Osakemäärä, milj. kpl	3,31	4,20	6,03	6,01	5,95	6,06	6,06	6,06	6,06
Markkina-arvo	20	44	36	39	35	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	37	67	72	100	54	58	56	55	55
P/EPRA EPS	>100	16,1	13,3	14,3	16,5	11,6	9,5	9,0	8,8
P/EPRA NAVPS	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Osinko/tulos (%)	17,0 %	24,9 %	55,5 %	89,3 %	neg.	83,5 %	62,7 %	63,4 %	65,5 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,8 %	3,8 %	3,8 %	4,6 %	5,0 %	5,3 %	5,6 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Segmenttiennusteet ja ennustemuutokset

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

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

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	7,4	8,9	20 %	8,4	10,8	28 %	8,9	11,4	29 %
Nettotuotto	3,2	3,8	18 %	4,1	4,4	7 %	4,3	4,6	7 %
Liikevoitto (raportoitu)	4,5	3,2	-27 %	5,4	4,6	-15 %	5,5	4,8	-13 %
Oper. tulos (EPRA)	2,7	3,1	12 %	3,5	3,7	7 %	3,6	3,9	8 %
EPRA EPS	0,46	0,51	10 %	0,59	0,62	5 %	0,61	0,65	6 %
Osakekohtainen osinko	0,29	0,29	1 %	0,31	0,31	-1 %	0,37	0,33	-10 %

Tuloslaskelma

Konserni (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	11,5	3,3	2,9	1,5	1,7	9,5	1,6	2,3	2,5	2,5	8,9	10,8	11,4	11,9
Ylläpitokulut	-5,2	-2,4	-1,0	-0,7	-0,9	-5,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-5,1	-6,4	-6,8	-7,2
Nettotuotto	6,2	1,0	1,9	0,8	0,8	4,5	0,4	1,1	1,2	1,2	3,8	4,4	4,6	4,7
Luovutusvoitot/-tappiot	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut	-0,9	-0,3	-0,2	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	-0,6	0,0	0,0	0,5	-3,2	-2,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,7	1,8	1,8
Liikevoitto	4,0	0,6	1,3	0,3	-2,8	-0,5	-0,2	1,1	1,2	1,2	3,2	4,6	4,8	4,8
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	2,7	0,2	1,0	0,2	-3,0	-1,6	-0,5	0,9	1,0	1,0	2,4	3,7	3,9	4,0
Verot	-0,7	0,0	-0,2	0,0	0,4	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8
Katsauskauden tulos	2,1	0,2	0,7	0,2	-2,6	-1,5	-0,4	0,7	0,8	0,8	1,9	3,0	3,2	3,2
Vähemmistöt	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	1,7	0,1	0,4	0,2	-2,6	-1,2	-0,2	0,7	0,8	0,8	2,1	3,0	3,2	3,2
EPS (raportoitu)	0,27	0,02	0,07	0,02	-0,44	-0,32	-0,03	0,12	0,13	0,13	0,35	0,49	0,52	0,53
EPRA-tulos	2,7	0,11	0,64	0,85	0,51	2,1	0,23	0,88	0,99	0,95	3,1	3,7	3,9	4,0
EPRA EPS	0,45	0,02	0,11	0,14	0,09	0,35	0,04	0,15	0,16	0,16	0,51	0,62	0,65	0,66

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	119,6	65,8	67,8	69,0	69,6
Liikearvo	2,8	2,8	5,5	6,1	6,1
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
Käyttöomaisuus	104,5	45,9	44,9	45,4	45,9
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	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	11,0	4,4	4,2	5,0	5,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	2,7	1,1	1,1	1,3	1,4
Likvidit varat	8,4	3,2	3,0	3,6	3,8
Taseen loppusumma	130,7	70,1	72,0	74,0	74,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	62,1	38,7	39,5	40,7	42,0
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,5	1,8	3,0
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	35,6	35,6	35,6
Vähemmistöosuus	17,2	1,1	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	47,9	19,4	20,6	19,9	19,2
Laskennalliset verovelat	1,1	1,0	0,8	0,6	0,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	46,8	18,4	19,8	19,3	18,8
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	11,9	13,4	13,8
Lainat rahoituslaitoksilta	9,7	4,3	4,6	4,5	4,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	7,7	7,3	8,8	9,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	130,7	70,1	72,0	74,0	74,9

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 vaikuttavien 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 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) merkittävää 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.

Suosituksihistoria

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 €
25.3.2020	Lisää	6,50 €	5,85 €

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 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.**