

# Investors House

## Yhtiöraportti

11.5.2021 23:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Strategia etenee usealla rintamalla

Toistamme IH:n 6,5 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. IH:n operatiivinen tulos jäi Q1:llä ennusteistamme odotuksia korkeammasta kulutasosta johtuen. Yhtiö vei alkuvuonna strategiaansa eteenpäin usealla keskeisellä rintamalla ja näkemyksemme mukaan lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat edelleen ennallaan. Osakkeen arvostus on useasta kulmasta tarkasteltuna huokea ja pidämmekin tuotto-odotusta edelleen houkuttelevana.

## Kulutaso oli alkuvuonna odotuksia korkeampi

IH:n Q1-liikevaihto oli 1,9 MEUR ja ylitti varsin selvästi 1,5 MEUR:n ennusteemme molempien raportointisegmenttien vetämänä. Kiinteistöt-segmentin Q1-liikevaihto oli noin 1,2 MEUR, kun odotimme 1,0 MEUR:n tasoista liikevaihtoa. Palvelut-segmentin osalta Q1-liikevaihto oli 0,7 MEUR ja 0,5 MEUR:n ennustettamme korkeampi, kun Juhola-kaupan liikevaihtovaikutus oli kolmelta viikolta odotuksiamme korkeampi. IH:n kulutaso oli alkuvuonna selvästi odotuksiamme korkeampi osittain Juhola-hankintaan liittyneistä kertakuluista johtuen, minkä lisäksi myös osakkuusyhtiöiden tulososuus jäi Q1:llä ennusteistamme, kun olimme virheellisesti arvioineet Q1:n kiinteistöverot selvästi liian alakanttiin. IH:n operatiivinen tulos oli lopulta 112 TEUR ja jäi suhteellisen selvästi 262 TEUR:n ennusteestamme. Näkymien osalta raportti ei tarjonnut yllätyksiä ja viime perjantaina annettu ohjeistus luonnollisesti toistettiin. Myöskään huhtikuun lopussa tiedotettuun [Kukkula-hankkeeseen](#) liittyen oleellista uutta tietoa ei saatu kaupan neuvotteluiden ollessa vielä kesken.

## Tarkistimme ennusteita hieman alaspäin

Teimme Q1-raportin jälkeen lähivuosien ennusteisiimme pieniä tarkennuksia. Ennustemuutoksista keskeisimmät koskevat Palvelut-segmenttiä, jossa laskimme ennusteita Lainarahaston osalta edelleen hieman alaspäin odotuksia hitaammin edennyttä varainkeruuta heijastellen. Rahaston varainkeruu on ollut käynnissä lokakuusta 2020 lähtien ja yhtiön johto totesi myös itse [Q1-tulossaastattelussa](#), että rahaston ylösajo on ollut tähän mennessä pettymys. Teimme myös pieniä tarkistuksia näkemykseemme osakkuusyhtiö IVH Kampuksen lähivuosien tulosvaikutuksesta. Kokonaisuudessaan ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina edelleen selvästi ja ennustamme EPRA-tuloksen asettuvan vuosina 2021-2023 noin 2,8-3,6 MEUR:oon (aik. 3-3,8 MEUR). Merkittävin tekijä ennustamamme tulosparannuksen taustalla on Juhola-kauppa, joka heijastuu lukuihin täysimääräisesti Q2'21 lähtien. Juholaa koskevat ennusteemme ovat säilyneet pitkälti ennallaan ja olemme käsitelleet niitä tarkemmin maaliskuun [yhtiöpäivityksessämme](#).

## Arvostus on useasta kulmasta tarkasteltuna huokea

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten IH:n liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Teimme laskelmaamme Q1-tuloksen jälkeen vain pieniä tarkennuksia ja näkemyksemme osien arvosta on pysynyt ennallaan 6,5 eurossa. IH:n tulos pohjaiset arvostuskertoimet (2021e: P/EPRA EPS 12x) ovat sekä aboluuttisesti että historialliseen tasoon (2016-2020 15x) nähden varsin matalat ja myös tästä näkökulmasta tarkasteltuna näemme arvostuksessa asteittaista nousuvaraa. IH:n osake tarjoaa nykykurssilla vahvaa ja kasvavaa noin 5 %:n osinkotuottoa, mikä myös tukee sijoittajan kokonaistuotto-odotusta.

## Suositus

### Lisää

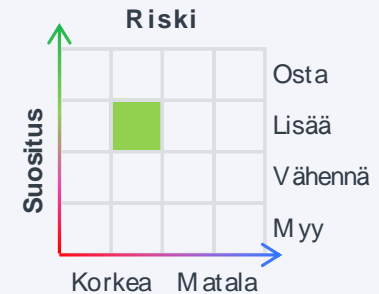
(aik. Lisää)

**6,50 EUR**

(aik. 6,90 EUR)

### Osakekurssi:

5,80



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	9,5	8,9	10,4	11,1
<b>kasvu-%</b>	-17 %	-6 %	17 %	7 %
<b>Nettotuotto</b>	4,5	3,5	4,3	4,6
<b>EPRA-tulos</b>	2,1	2,8	3,4	3,6
<b>EPRA EPS</b>	0,35	0,47	0,56	0,60
<b>Osinko</b>	0,27	0,29	0,31	0,33
<b>P/EPRA EPS</b>	16,5	12,4	10,4	9,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,6 %	5,0 %	5,3 %	5,7 %

Lähde: Iderecs

## Ohjeistus

(Ennallaan)

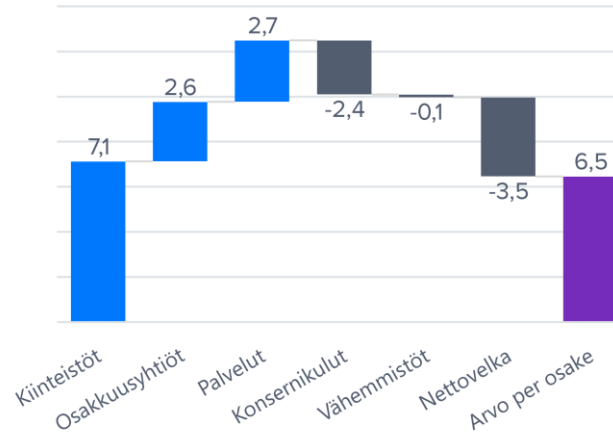
Inestors House arvioi vuoden 2021 operatiivisen tuloksen olevan parempi kuin vuonna 2020.

## Osakekurssi

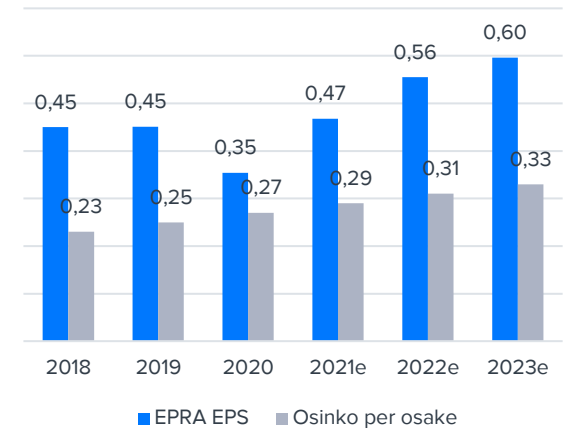


Lähde: Thomson Reuters

## Osien summa (EUR/osake)



## EPRA EPS ja osinko per osake



### Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt

### Riskitekijät

- Yleistaloudelliseen 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

# Kulutaso oli alkuvuonna odotuksia korkeampi

## Liikevaihto ylitti varsin selvästi ennusteemme, mutta kulutaso oli odotuksia korkeampi

IH:n Q1-liikevaihto oli 1,9 MEUR ja ylitti varsin selvästi 1,5 MEUR:n ennusteemme molempien raportointisegmenttien vetämänä. Kiinteistösegmentin Q1-liikevaihto oli noin 1,2 MEUR, kun odotimme 1,0 MEUR:n tasoista liikevaihtoa. Palvelusegmentin osalta Q1-liikevaihto oli 0,7 MEUR ja 0,5 MEUR:n ennustettamme korkeampi, kun Juhola-kaupan liikevaihtovaikutus oli kolmelta viikolta odotuksiamme korkeampi.

IH:n kulutaso oli alkuvuonna selvästi ennusteitamme korkeampi ja erityisesti Palvelut-segmentin tulos jäi liikevaihtoyliytystä huolimatta sekä ennusteitamme että Q1'20-vertailukauden tasolta. Palvelut-segmentin kulutaso piti sisällään 96 TEUR liiketoiminnan muita kuluja, jotka liittyvät Juhola-

kaupan transaktiokuluihin ja ovat puhtaasti kertaluonteisia. Osakkuusyhtiöiden tulososuus jäi Q1:llä ennusteistamme (0,4 MEUR vs. 0,1 MEUR), kun olimme virheellisesti arvioineet Q1:n kiinteistöverot selvästi liian alakanttiin. IH:n operatiivinen tulos (EPRA-tulos) oli lopulta 112 TEUR ja jäi edellä mainituista tekijöistä johtuen suhteellisen selvästi 262 TEUR:n ennusteestamme.

## Arvonmuutokset painoivat raportoitua tulosta odotuksiamme enemmän

IH:n kiinteistöjen käypien arvojen muutokset olivat Q1:llä odotuksiamme enemmän negatiiviset (-0,6 MEUR vs. -0,4 MEUR), minkä lisäksi raportoitua Q1-tulosta painoivat pienet 92 TEUR:n luovutustappiot, joita emme olleet odottaneet. Tämän myötä IH:n raportoitu tulos jäi ennusteestamme (-0,4 MEUR vs. -0,1 MEUR).

IH teetti EPRA:n mukaista nettovarallisuuslaskentaa (EPRA NRV) varten Q1:llä totutusti ulkopuolisen arvonmäärittäjän tekemän arvonmäärityksen Palvelut-segmentistä ja siinä huomioitiin Q1:llä toteutettu Juhola-yrityskauppa. Ulkopuolinen arvonmäärittäjä esitti Q1-raportissa Palvelut-segmentin yritysarvoksi (EV) 16,1 MEUR, mikä oli hyvin lähellä meidän aikaisemman näkemyksemme (16,6 MEUR) kanssa. EPRA NRV oli Q1'21 lopussa 7,9 euroa osakkeelta (Q4'20: 7,53 euroa).

## Ohjeistus toistettiin odotetusti

IH antoi viime perjantaina tulosohjeistuksen kuluvalle vuodelle ja annetun ohjeistuksen mukaan yhtiö odottaa operatiivisen tuloksen kasvavan vertailukaudesta (2020: 2,0 MEUR). Viime perjantaina annettu ohjeistus toistettiin odotetusti Q1-raportin yhteydessä.

Ennustetaulukko	Q1'20	Q1'21	Q1'21e	Q1'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
MEUR / EUR								
Liikevaihto	3,3	1,9	1,5				28 %	8,9
Nettotuotto	1,0	0,4	0,3				25 %	3,5
Oper. Tulos (EPRA)	0,11	0,11	0,26				-57 %	2,8
Raportoitu tulos	0,1	-0,4	-0,1				314 %	1,8
EPRA EPS	0,02	0,02	0,04				-56 %	0,47
Liikevaihdon kasvu-%	36 %	-43 %	-55 %				12,3 %-yks.	-6 %

Lähde: Inderes. Huom. Q1'20-luvut vertailukelpoisia ainoastaan EPRA-tuloksen osalta konsernirakennemuutoksesta johtuen.

Toimitusjohtajan Q1-haastattelu katsottavissa alla olevasta linkistä



# Tarkistimme ennusteita hieman alaspäin

## Kukkula-hankkeesta ei saatu oleellista uutta tietoa

Q1-raportti ja tulosinfo eivät tarjonneet oleellista uutta tietoa huhtikuun lopussa tiedotettuun [Kukkula-hankkeeseen](#) liittyen. IH:n johto kertoi Q1-tulosinfossa, että lähtökohtana kiinteistöhankinnassa on, että kaikki konsortioon kuuluvat osapuolet (IH, Ovaro, Royal House) olisivat mukana hankkeessa tasaosuuksiin, mutta yhtiö korosti ettei omistusosuuksia ole vielä täsmällisesti määritelty neuvotteluiden ollessa yhä kesken. Yhtiön johto esitti tulosinfossa, että kiinteistöhankinnassa merkittävää roolia näyttelevä kaavamuutosta vaativa kehitysalue voisi mahdollistaa konsortiolle työlukuna noin 200 MEUR:n rakennushankkeiden toteuttamisen, mikä oli linjassa myös meidän [aiemman arvion](#) kanssa. Hanke on jo kokoluokkansa takia kestoltaan hyvin pitkä ja arviomme mukaan rakentaminen alueella voisi alkaa aikaisintaan vuonna 2024, olettaen kaavatyön

kestävän noin 3 vuotta.

## Tarkistimme ennusteitamme hieman alaspäin

Tarkistimme Q1-tuloksen jälkeen ennusteitamme Lainarahaston osalta edelleen hieman alaspäin odotukisamme hitaammin edennyttä varainkeruuta heijastellen. Rahaston varainkeruu on ollut käynnissä lokakuusta 2020 lähtien ja yhtiön johto totesi myös itse [Q1-tulossaastattelussa](#), että rahaston ylösajo on ollut tähän mennessä pettymys. Teimme Lainarahaston ohella myös pieniä tarkistuksia näkemyksemme osakkuusyhtiö IVH Kampuksen lähivuosien tulospäätöksestä.

Kokonaisuudessaan ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina edelleen selvästi ja ennustamme EPRA-tuloksen asettuvan vuosina 2021-2023 noin 2,8-3,6 MEUR:oon (aik. 3-3,8 MEUR). Merkittävin tekijä ennustamamme tulosparannuksen

taustalla on Juhola-kauppa, joka heijastuu lukuihin täysimääräisesti Q2'21 lähtien. Juholaa koskevat ennusteemme ovat säilyneet pitkälti ennallaan ja olemme käsitelleet niitä tarkemmin maaliskuun [yhtiöpäivityksessämme](#).

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.

Ennustemuutokset	2021e			2022e			2023e			
	MEUR / EUR	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto		8,5	8,9	5 %	10,6	10,4	-1 %	11,2	11,1	-1 %
Nettotuotto		3,4	3,5	2 %	4,3	4,3	-2 %	4,6	4,6	0 %
Liikevoitto (raportoitu)		3,3	2,6	-19 %	4,5	4,1	-8 %	4,7	4,4	-6 %
Oper. tulos (EPRA)		3,0	2,8	-6 %	3,6	3,4	-7 %	3,8	3,6	-5 %
EPRA EPS		0,50	0,47	-6 %	0,60	0,56	-7 %	0,63	0,60	-5 %
Osakekohtainen osinko		0,29	0,29	0 %	0,31	0,31	0 %	0,33	0,33	0 %

Lähde: Inderes

[Q1-webcast katsottavissa alla olevasta linkistä](#)



# Segmenttiennusteet

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

# Tuloslaskelma

Konserni (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>11,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>9,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>
Ylläpitokulut	-5,2	-2,4	-1,0	-0,7	-0,9	-5,0	-1,5	-1,2	-1,3	-1,4	-5,4	-6,2	-6,6	-7,0
<b>Nettotuotto</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>4,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>
Luovutusvoitot/-tappiot	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6
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	-1,1
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	-0,6	0,0	0,0	0,5	-3,2	-2,8	0,1	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,5	1,5
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
Verot	-0,7	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Katsauskauden tulos</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
Vähemmistöt	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,27</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	<b>0,29</b>	<b>0,43</b>	<b>0,47</b>	<b>0,48</b>
<b>EPRA-tulos</b>	<b>2,7</b>	<b>0,11</b>	<b>0,64</b>	<b>0,85</b>	<b>0,51</b>	<b>2,1</b>	<b>0,11</b>	<b>0,84</b>	<b>0,98</b>	<b>0,90</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>EPRA EPS</b>	<b>0,45</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,09</b>	<b>0,35</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,15</b>	<b>0,47</b>	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>0,61</b>

# Tuotto-odotus on hyvällä tasolla

## Osien summa -laskelma

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten IH:n liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Teimme laskelmaamme Q1-tuloksen jälkeen vain pieniä tarkennuksia ja näkemyksemme osien arvosta on pysynyt ennallaan 6,5 eurossa.

Osien summassa IH:n oman taseen kiinteistöjen sekä osakkuusyhtiö IVH Kampuksen arvot perustuvat ulkopuolisen arvonmäärittäjän arviokirjoihin. Palveluliiketoiminnan osalta perustamme arvonmäärityksemme verrokkiryhmän 2022 EV/EBIT-kertoimeen ja DCF-malliin (s. 11).

Vaikka Palvelut-segmentin tulosennusteemme laskivat edellisestä päivityksestä lievästi, on näkemyksemme liiketoiminnan arvosta säilynyt lähes ennallaan 16,5 MEUR:ssa verrokkiryhmän kohonneesta arvostustasosta johtuen. Palveluliiketoiminnalle soveltamamme 25 %:n alennus verrokkiryhmään nähden on pysynyt ennallaan. Näkemyksemme mukaan alennus verrokkiryhmään on perusteltu Palveluliiketoiminnan selvästi verrokkeja pienempi koko huomioden. Verrokkiryhmään kuuluvien varainhoitajaverrokkien historiallinen suorittaminen on mielestämme myös selvästi IH:n Rahastoliiketoimintaa vahvempi, mikä osaltaan vaikuttaa Palvelut-segmentille hyväksyttävään arvostukseen. Mikäli Palveluliiketoiminta onnistuu lähivuosina kannattavassa kasvussa, olisi arvostuskertoimissa luonnollisesti nousuvaraa.

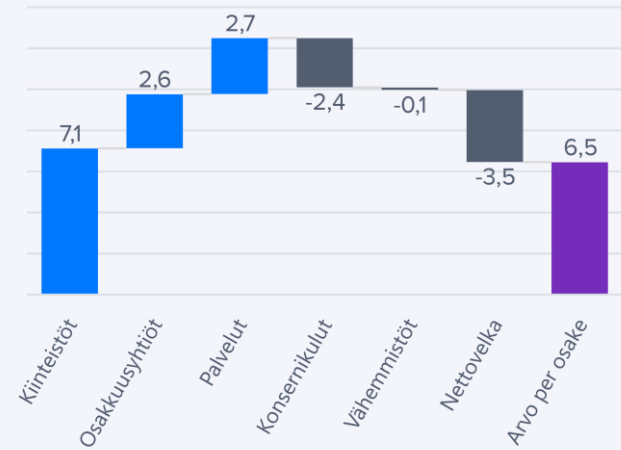
Olemme avaneet osien summa -laskelmaamme tarkemmin edellisessä [yhtiöpäivityksessämme](#).

## Tulosperustainen arvostus ei ole haastava, kasvava osinko tukee tuotto-odotusta

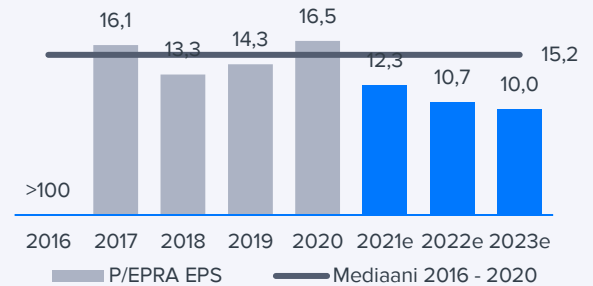
IH:ta hinnoitellaan kuluvaan vuoteen tulosennusteillamme operatiivisesta tuloksesta laskettuna noin 12x P/EPRA EPS-kertoimella. Tulosperustainen arvostus ei ole korkea ja kertoimet ovat selvästi alle IH:n viimeisen viiden vuoden keskimääräisen tason (2016-2020 P/EPRA EPS 15x). Näemmekin arvostuskertoimissa asteittaista nousuvaraa ennustamamme tulosparannuksen realisoituessa.

IH:n osake tarjoaa nykykurssilla noin 5 %:n kasvavaa osinkotuottoa, mikä myös tukee kokonaistuotto-odotusta. Osinkoon liittyvä riski on mielestämme myös varsin matala liiketoiminnan kohtuullisen hyvän ennustettavuus, suhteellisen vahva tase ja nykyinen voitonjakosuhte huomioiden. Yhtiö on myös viestinyt hyvin selvästi, että sillä on vahvat ambitiot pitää osinko kasvu-uralla myös tulevana vuosina, mikä mielestämme laskee osaltaan myös osinkoon liittyvää riskitasoa.

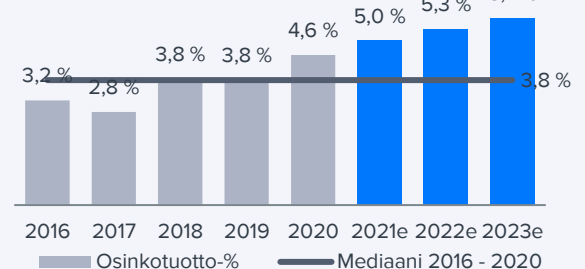
Osien summa -laskelma (EUR/osake)



P/EPRA EPS



Osinkotuotto-%

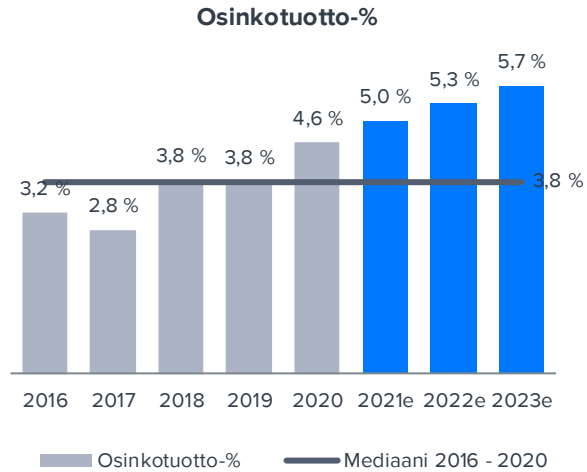
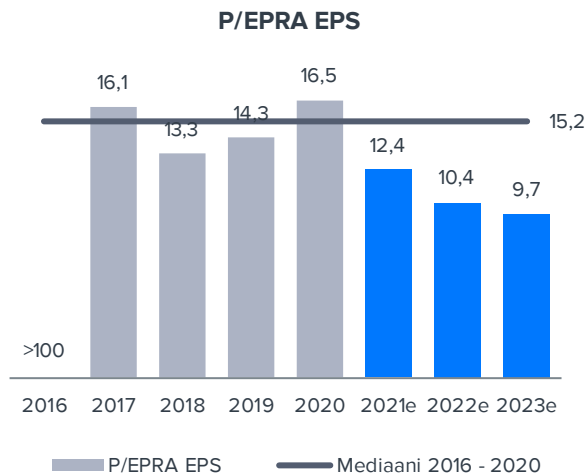




# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,97	7,40	6,00	6,45	5,85	<b>5,80</b>	<b>5,80</b>	<b>5,80</b>	<b>5,80</b>
Osakemäärä, milj. kpl	3,31	4,20	6,03	6,01	5,95	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>
Markkina-arvo	20	44	36	39	35	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
Yritysarvo (EV)	37	67	72	100	54	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
P/EPRA EPS	>100	16,1	13,3	14,3	16,5	<b>12,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>
Osinko/tulos (%)	17,0 %	24,9 %	55,5 %	89,3 %	neg.	<b>98,5 %</b>	<b>72,0 %</b>	<b>70,8 %</b>	<b>73,1 %</b>
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,8 %	3,8 %	3,8 %	4,6 %	<b>5,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>119,6</b>	<b>65,3</b>	<b>68,5</b>	<b>69,7</b>	<b>70,4</b>
Liikearvo	2,8	2,8	6,2	6,8	6,8
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,8	0,8	0,9
Käyttöomaisuus	104,5	45,3	44,0	44,6	45,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	11,8	15,9	16,0	16,0	16,0
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	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>11,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>
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	1,3
Likvidit varat	8,4	3,2	3,0	3,5	3,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>130,7</b>	<b>69,7</b>	<b>72,6</b>	<b>74,6</b>	<b>75,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>62,1</b>	<b>38,3</b>	<b>38,9</b>	<b>39,7</b>	<b>40,7</b>
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,2	1,0	2,0
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	34,7	35,3	35,3	35,3
Vähemmistöosuus	17,2	1,0	0,8	0,8	0,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>47,9</b>	<b>19,4</b>	<b>21,6</b>	<b>21,4</b>	<b>21,0</b>
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	20,8	20,8	20,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,7</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	9,7	4,3	4,9	4,9	4,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	7,7	7,3	8,5	9,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>130,7</b>	<b>69,7</b>	<b>72,6</b>	<b>74,6</b>	<b>75,5</b>

# Palvelut-segmentin DCF-laskelma ja verrokkiryhmän arvostuskertoimet

Palvelut-segmentin DCF-laskelma	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
-Operatiiviset verot	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	
-CAPEX	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Vapaa kassavirta</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>19,6</b>
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>6,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	16,2	15,4	14,2	12,9	11,8	10,8	9,8	9,0	8,2	7,5	6,9
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>16,2</b>										

## 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-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	4,25 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,5 %</b>

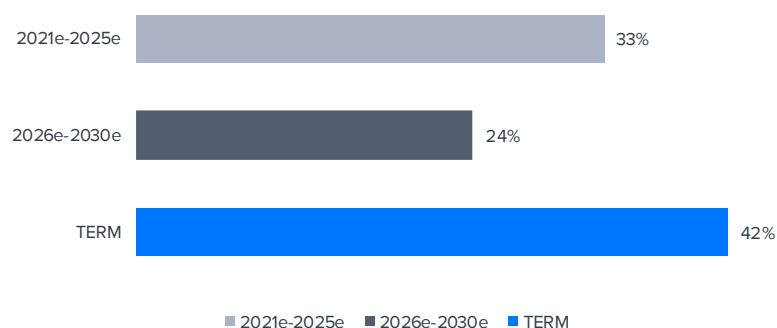
Lähde: Inderes

## Palvelut

### EV/EBIT

	2021e	2022e
EAB Group	22,3	13,9
Titanium	11,0	9,31
Evli Pankki	-3,34	-3,34
eQ	18,6	18,4
Taaleri	4,95	20,8
CapMan	12,8	10,6
United Bankers	14,0	11,7
Aallon Group	40,1	13,4
Fondia	12,2	12,2
Catella	16,8	11,2
<b>Mediaani</b>	<b>13,4</b>	<b>11,9</b>

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkauksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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.

## Suositushistoria

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.3.2018	Lisää	8,00 €	7,30 €
19.4.2018	Lisää	7,90 €	6,95 €
28.5.2018	Lisää	7,90 €	7,05 €
28.8.2018	Lisää	7,70 €	6,95 €
30.11.2018	Lisää	7,30 €	6,55 €
2.3.2019	Lisää	7,40 €	7,00 €
21.5.2019	Lisää	7,10 €	6,70 €
20.8.2019	Vähennä	6,80 €	6,50 €
26.11.2019	Lisää	6,90 €	6,40 €
13.12.2019	Lisää	6,90 €	6,50 €
3.3.2020	Vähennä	6,60 €	6,30 €
19.5.2020	Vähennä	5,50 €	5,25 €
25.8.2020	Vähennä	6,00 €	5,95 €
29.9.2020	Lisää	6,00 €	5,35 €
1.12.2020	Lisää	6,30 €	5,85 €
9.3.2021	Lisää	6,30 €	5,95 €
25.3.2021	Lisää	6,50 €	5,85 €
12.5.2021	Lisää	6,50 €	5,80 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes 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.**