

Toivo Group

Yhtiöraportti

16.5.2024 09:50



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Investointihalukkuutta

Toivon Q1-tulos jäi odotuksistamme nettotuottojen alitettua ennusteemme ja kiinteiden kulujen oltua odotuksiamme suuremmat. Yhtiö pyrkii käynnistämään investoinnit muun markkinan edellä tämän vuoden aikana varmistaakseen edullisemmat rakennuskustannukset. Investointeja jarruttaa nähdäksemme tiukka rahoitusympäristö sekä hitaampana käyvä transaktiomarkkina, mutta tukee ensi vuonna korkotason todennäköisen laskun tukema hiljalleen vauhtia keräävä asuntorakennusmarkkina. Nykykursilla (2024e: P/NAV 0,97x) sijoittaja pääsee kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon tasearvostuksin ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin käytännössä ilmaiseksi. Toistamme 1,20 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Tulos jäi odotuksista nettotuottojen alitettua ennusteemme ja kiinteiden kulujen oltua odotuksiamme suuremmat

Toivon Q1-liikevoitto laski 1,2 MEUR:oon vertailukauden 2,8 MEUR:sta ja jäi odotuksistamme (2,1 MEUR). Odotuksista jäämisen taustalla oli erityisesti odotuksiamme heikommin kehittyneet nettotuotot (1,5 vs. 1,8 MEUR) sekä odotuksiamme enemmän kasvaneet henkilöstökulut, joka johtui hankkeille kirjattavien kulujen laskusta. Q1 oli nähdäksemme kohtuullinen vuoden aloitus ottaen huomioon, että katsauskaudella ei valmistunut myyntikohteita. Vuokrausaste laski odotuksiamme (94 %) enemmän 92,9 %:iin (Q1'23: 98,4 %) vuokrankorotusten ja uusien valmistumisten painamana. Osakekohtainen NAV laski hieman Q4'23-tasosta (0,98 €) 0,96 euroon. Hiljattain myydyin asuntoportfolion tasearvo oli arviotamme jonkin verran isompi (25,7 MEUR). Kaupan myötä vapautuneet pääomat (OPO ~11-12 MEUR) tulevat osin mahdollistamaan Toivon loppuvuonna tavoittelemat uusien hankkeiden aloittamiset.

Toivo odottaa optimistisesti vahvaa käännettä asuntorakentamisen markkinassa jo keväällä 2025

Toivo toisti ohjeistuksensa, joka indikoi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 MEUR 2024 ja liikevoiton 8–14 MEUR. Kuluvaan vuoden tulosenusteemme laskivat hieman, mutta lähivuosien ennusteet nousi hieman. Yhtiö oli verrokkeihin nähden hyvin luottavainen asuntorakentamisen näkymistä ja odottaa sen käynnistyvän isossa mittakaavassa jo keväällä 2025. Näkemys on mielestämme koko sektorin kontekstissa optimistinen. Odotamme vuonna 2025 asuntoaloitusten kääntyvän nousuun, mutta kasvua jarruttaa edelleen mm. tiukka rahoitusympäristö, matalat tuottovaateet suhteessa rahoituskustannuksiin ja suhteellisesti korkeat rakennuskustannukset. Yhtiö kertoi tavoittelevansa tälle vuodelle suunnittelemissaan hankkeissa 15-20 %:n kehityskatteita (historiassa kuumassa sykliässä ~25 %) nykyisillä tuottovaatimuksilla ja vuokratasoilla. Ennustamme kuluvaan vuoden liikevoiton olevan aivan ohjeistuksen alalaidalla 8 MEUR:ssa. Ohjeistukseen kohdistuu jonkin verran painetta, mutta yhtiöltä valmistuu merkittävä määrä jo ennakkoon myytyjä asuntoja Q2-Q3, joista tulevan katteen arviointiin liittyy epävarmuutta ja näemme mahdollisuuden ennusteisiimme nähden myös ylöspäin yllätykseen. Vuonna 2025 ennustamme Toivon investointien edelleen jäävän kohtuullisen matalalle tasolle 19 MEUR:oon tiukan rahoitusympäristön sekä arviomme mukaan edelleen hitaampana käyvän transaktiomarkkinan jarruttaessa pääomien keräämistä. Toivolla on mielestämme hyvät mahdollisuudet selviytyä nykyisestä erittäin vaikeasta rakennussektorin tilanteesta ulos yhtenä voittajista, mikä tulee arviomme mukaan vahvistamaan sen suhteellista asemaa. Arvioimme yhtiön kykenevän nykyisillä pääomillaan noin 13 MEUR liikevoittoon vuosina 2025-2026 (tavoite 2026 20 MEUR).

Tuotto-odotus on houkutteleva rakennusyölin kääntymässä lähivuosina

Arvonmäärittämismenetelmämme antavat Toivon osakkeen arvoksi 0,78-1,23 euroa (aik. 0,91-1,23 e). Osien summa tarjoaa 24 %:n nousuvaraa, mikä kertoo yhtiön potentiaalista volyymin jalleen käynnistyessä ja epävarmuuden väistyessä tulevaisuudessa. Toivo arvostetaan 2024 ennusteillamme linjassa osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kanssa (P/NAV 2024e 0,97x). Nykykursilla sijoittaja pääsee Toivossa kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon tasearvostuksilla (2024e: nettotuottovaatimus ~5,3 %) ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin ilmaiseksi. Lähivuosien investointinäkömään ja asuntomarkkinan kehitykseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta, mikä pitää ennusteriskit koholla, mutta mielestämme Toivon osake on hyvä tapa ottaa näkemystä asuntorakentamisen elpymiseen nykyisiltä pohjatasoilta. Myös rakennussektorin verrokkien viime aikojen arvostustason nousu tukee mielestämme jossain määrin Toivon arvostusta.

Suositus

Lisää

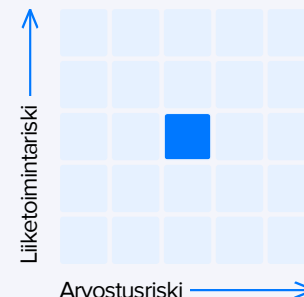
(aik. Lisää)

1,20 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

0,99



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokratuotot	7,2	7,7	7,7	8,1
kasvu-%	84 %	6 %	0 %	6 %
Käyvän arvon muutokset	-7,1	0,1	2,2	2,0
Liikevoitto	-0,3	8,0	12,4	13,6
EPS (raportoitu)	-0,08	0,05	0,12	0,14
FFO per osake	0,03	0,05	0,10	0,12
NAV per osake	0,98	1,02	1,14	1,27

P/E (raportoitu)	-13,5	20,0	8,3	7,2
P/NAV	1,1	1,0	0,9	0,8

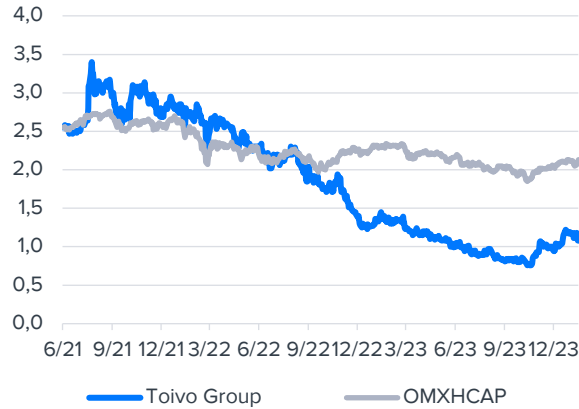
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

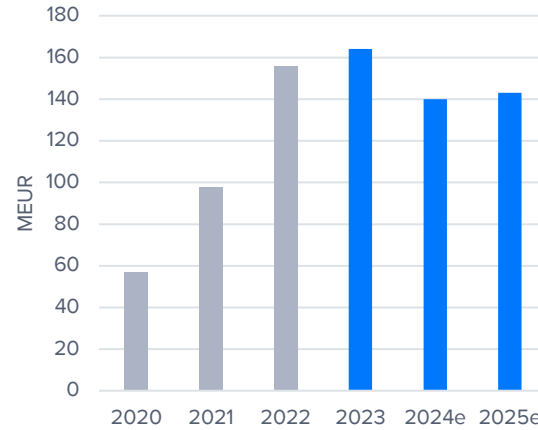
Yhtiö arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024. Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024

Osakekurssi

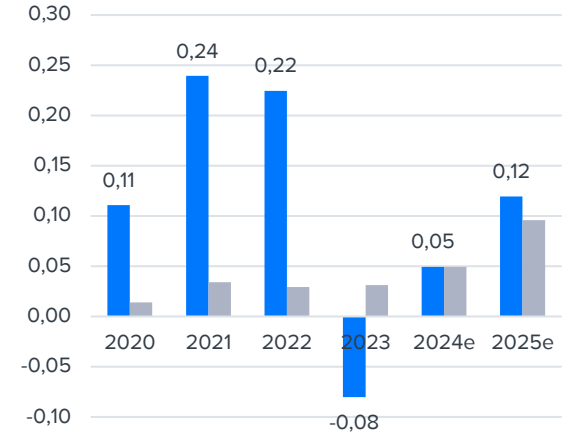


Lähde: Millistream Market Data AB

Kiinteistöportfolion arvo



Raportoitu EPS ja FFO per osake



Arvoajurit

- Rakennuttamistoiminnan vahvan kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvukeskuksiin keskittyneen asuntoportfolion positiiviset vuokran- ja arvonkehitysnäkymät
- Kulurakenteen skaalautuminen
- Mahdollinen kansainvälistyminen
- Investointien käynnistäminen hiljalleen paranevassa asuntorakennusmarkkinassa



Riskitekijät

- Suhteellisen lyhyt toimintahistoria ja rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden kestävyys
- Avainhenkilöriskit
- Asuntomarkkinakehitykseen liittyvät riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten nousu
- Regulaatio

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,99	0,99	0,99
Markkina-arvo	58	58	58
Nettovelat	103	70	76
Pääomalainat	17	18	18
EV	178	146	152
P/NAV	1,1	1,0	0,9
P/E	neg	20	8,3

Lähde: Inderes

Tulos jäi ennusteista, kohteiden valmistumiset painottuvat Q2-Q3-akselille

Liikevaihto pitkälti odotusten mukainen, mutta nettotuotot jäivät odotuksista vuokrausasteen ja kustannusinflaation painamana

Toivo Groupin Q1-liikevaihto oli 10,3 MEUR alittaen hieman 10,8 MEUR:n ennusteemme. Yhtiöltä valmistui katsauskaudella 1 asuntokohde (yht: 72 asuntoa). Toivon kiinteistöportfolion vuokratuotot kasvoivat selvästi vertailukaudesta asuntosalikon kasvun ajamana ja asettuivat 2,1 MEUR:oon, joka alitti kuitenkin 2,3 MEUR ennusteemme 10 %:lla. Katsauskauden lopussa yhtiöllä oli odotetusti 923 valmista asuntoa. Vuokratuotot jäivät ennusteistamme vuokrausasteen laskettua odotuksiamme enemmän 92,9 %:iin (Inderes ennuste 94 %) viime vuoden lopun asuntojen valmistumisen, vaikeana jatkuneen pääkaupunkiseudun vuokramarkkinan sekä syksyllä tehtyjen vuokrankorotusten ajamana. Yhtiö kommentoi

odottavansa vuokrausasteen paranevan Q2:lla 94–96 %:iin, mikä vastaa ennustettamme (94,5 %). Kiinteistöjen hoitokulut kasvoivat myös odotuksiamme hieman enemmän, jonka myötä nettotuotot kasvoivat selvästi vertailukaudesta 1,5 MEUR:oon, mutta jäivät 19 % 1,8 MEUR ennusteestamme.

Tulos jäi ennusteista

Toivon sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset olivat -0,1 MEUR johtuen kiinteistöjen kehityskatteiden laskemisesta ja lähellä 0 MEUR:n ennustettamme. Katsauskaudella yhtiö investoi sijoituskiinteistöihin 1,3 MEUR (Q1'23: 7,6 MEUR). Yhtiön operatiivinen kulurakenne oli Q1:llä ennusteistamme korkeampi (Q1'24: 1,0 MEUR vs. Q1'24e: 0,7 MEUR) kasvaneista henkilöstökuluista johtuen. Henkilöstökulujen kasvu johtui hankkeille kirjattavien henkilöstökulujen laskusta. Mynneistä ja

projektinjohtourakoinnista tuloutuneen liikevaihdon katetaso oli noin 86 %, joka oli hieman odotuksiamme korkeampi, mutta tämä selittyi arviomme mukaan henkilöstökulujen allokoinnilla.

Näin ollen Toivon Q1-liikevoitto jäi ennusteistamme ja oli 1,2 MEUR (Q1'24e: 2,1 MEUR). Q1 on rakennussektorilla tyypillisesti kausiluonteisesti heikompi kohteiden valmistumisten painoutuessa kesäkvartaalien ympärille. Q1 oli nähdäksemme kohtuullinen vuoden aloitus ottaen huomioon, että katsauskaudella ei valmistunut myyntikohteita. Käynnissä olevat hankkeet tulevat pitkälti valmistumaan Q2-Q3-akselilla. Rahoituskulut kaksinkertaistuivat vertailukaudesta ja olivat aavistuksen ennustettamme korkeammat 1,2 MEUR. Edellisten tekijöiden summana raportoitu EPS asettui Q1:llä 0,00 euroon jäädessä 0,01 euroon ennusteestamme.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto yhteensä	13,6	10,3	10,8				-5 %	50,0
Vuokratuotot	1,5	2,1	2,3				-10 %	7,7
Nettovuokratuotot	1,1	1,5	1,8				-19 %	5,6
Käyvän arvon muutokset	1,3	-0,1	0,0				-1275 %	0,1
Liikevoitto	2,8	1,2	2,1				-43 %	8,0
EPS	0,03	0,00	0,01				-89 %	0,05
Osinko	0,00	0,00	0,00					0,00
Vuokratuottojen kasvu-%	124 %	40 %	54 %				-14,7 %-yks.	6 %

Lähde: Inderes

Q1'24 Toimitusjohtajan haastattelu



Yhtiö optimistinen jo ensi vuoden keväästä

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q1:n lopussa 165,4 MEUR (Q4'23: 164,1 MEUR) ja LTV kasvoi katsauskaudella 62,6 %:sta 63,2 %:iin. Omavaraisuusaste oli Q4:n tasolla 36,5 %:ssa. Yhtiön 20,5 MEUR asuntomyynnit tulevat laskemaan arviomme mukaan LTV:tä noin 5 %-yksikköä Q2:lla. Osakekohtainen NAV oli Q1:n lopussa 0,96 euroa (Q4'23: 0,98 euroa).

Yhtiö aikoo käynnistää investoinnit tänä vuonna

Toivon näkemyksen mukaan kiinteistökehittäjien ja rakentajien liiketoimintaympäristöstä on tulossa suotuisa. Yhtiö odottaa asuntorakentamisen käynnistyvän isossa mittakaavassa vuonna 2025. Yhtiö pyrkii ennakoimaan muuta markkinaa ja kommentoi käynnistävänsä investoinnit vuonna 2024 varmistaakseen edullisimmat investointikustannukset. Yhtiö myös kommentoi, että sillä on uuden strategian

mukaisesti käynnissä muitakin kohteiden myyntikeskusteluja, joista se odottaa etenemistä vuoden 2024 aikana. Näkemys on mielestämme optimistinen koko sektorin kontekstissa. Odotamme asuntorakennusmarkkinan alkavan keräämään vauhtia ensi vuonna, mutta mielestämme merkittävää käännettä jarruttaa vielä moni tekijä.

Portfoliokauppa olikin odotuksiamme jonkin verran suurempi

Toivo kirjasi hiljattain tiedotetusta portfoliokaupasta myytävänä oleviin sijoituskiinteistöihin 25,7 MEUR erän, joka vastaa nyt tehtyä kauppaa. Olimme aiemmin arvioineet kaupan olevan hieman yli 20 MEUR. Arviomme edelleen kaupan toteutuneen noin 3 %:n myyntitappiolla, joka vastaa absoluuttisesti noin 0,8 MEUR:oa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto yhteensä	13,6	10,3	10,8				-5 %	50,0
Vuokratuotot	1,5	2,1	2,3				-10 %	7,7
Nettovuokratuotot	1,1	1,5	1,8				-19 %	5,6
Käyvän arvon muutokset	1,3	-0,1	0,0				-1275 %	0,1
Liikevoitto	2,8	1,2	2,1				-43 %	8,0
EPS	0,03	0,00	0,01				-89 %	0,05
Osinko	0,00	0,00	0,00					0,00
Vuokratuottojen kasvu-%	124 %	40 %	54 %				-14,7 %-yks.	6 %

Lähde: Inderes

Q1'24 Webcast



Tavoitteena investointien käynnistys jo tänä vuonna

Ohjeistuksen pitävyyteen liittyy epävarmuutta, mutta jo valmiiksi myydyissä kohteissa näemme myös positiivisen yllätyksen mahdollisuuden

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja ohjeistaa liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa ja liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa vuonna 2024. Ennusteisiimme nähden Q1-tulosarvio ja hyvin todennäköisesti loppuvuonna vaikeana säilyvä asuntomarkkinan tilanne aiheuttavat arviomme mukaan jossain määrin painetta yhtiön ohjeistukseen pitämiseen loppuvuonna. Ennustamme kuluvan vuoden liikevoiton olevan aivan ohjeistuksen alalaidalla 8 MEUR:ssa. Odotamme kuitenkin Toivon osalta korkojen noususta johtuvan tuottovaatimukseen kohdistuvan selkeimmän nousupaineen olevan takana. Lisäksi yhtiöltä valmistuu laskelmiemme mukaan loppuvuonna noin 70 asuntoa, joista suurin osa on jo myyty ennakkoon ja joiden katetaso-odotusten osalta olemme kohtuullisen konservatiivisia. Mielestämme uusien asuntojen markkinan ollessa edelleen erittäin vaikea tämä on perusteltua.

Tavoitteena käynnistää investoinnit vuonna 2024

Kuluvan vuoden tulosenusteemme laskivat hieman, mutta lähivuosien ennusteet nousi hieman, kun nostimme jonkin verran lähivuosien investointiennusteita. Vuonna 2025 ennustamme Toivon investointien edelleen jäävän edelleen kohtuullisen matalalle tasolle 19 MEUR:oon tiukan rahoitusympäristön sekä arviomme mukaan edelleen hitaampana käyvän transaktiomarkkinan jarruttaessa pääomien keräämistä.

Yhtiö oli verrokkeihin nähden hyvin luottavainen asuntorakentamisen näkymistä ja odottaa sen käynnistyvän isossa mittakaavassa jo keväällä 2025. Näkemys on mielestämme koko sektorin kontekstissa optimistinen. Odotamme vuonna 2025 asuntoaloitusten kääntyvän nousuun, mutta kasvua jarruttaa edelleen mm. tiukka rahoitusympäristö, matalat tuottovaateet suhteessa rahoituskustannuksiin ja suhteellisesti melko korkeat rakennuskustannukset.

Toivo pyrkii käynnistämään investoinnit muun markkinan vastavirtaan jo tänä vuonna. Myyntien jälkeen vahvistunut tase mahdollistaa nähdäksemme investoinnit jossain määrin, mutta vapautuneesta

omasta pääomasta (Inderes arvio 11-12 MEUR) yhtiön tulee nähdäksemme käyttää osa rahoitusasemansa vahvistamiseen. Toivo kommentoi, että sillä on rakennuslupia ja vahvistunut/vahvistumassa kaavoja mm. pääkaupunkiseudun juna-asemien ympäristöön, joissa aloitetut hankkeet mahdollistaisivat yhtiön kommenttien mukaan 15-20 %:n kehityskatteet nykyisillä tuottovaatimuksilla ja vuokratasoilla. Kohteita ovat muun muassa Kilo (Espoo), Kannelmäki (Helsinki), Pukinmäen (Helsinki) ja Puistolän juna-asema (Helsinki). 20 %:n kehityskatteet kuulostavat nähdäksemme melko optimistisilta nykyisillä tuottovaateilla ja vuokratasoille sekä rakennuskustannuksilla, mutta arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset hyvillä sijainneilla noin 15 %:n kehityskatteisiin nykyisessäkin markkinatilanteessa, joka on kuitenkin hyvä taso. Erityisesti korkotason todennäköinen lasku huomioiden.

Toivolla on mielestämme hyvät mahdollisuudet selviytyä nykyisestä erittäin vaikeasta rakennussektorin tilanteesta ulos yhtenä voittajista, mikä tulee arviomme mukaan vahvistamaan sen suhteellista asemaa. Arvioimme yhtiön kykenevän nykyisillä pääomillaan noin 13 MEUR liikevoittoon vuosina 2025-2026 (tavoite 2026 20 MEUR).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e	2024e	Muutos %	2025e	2025e	Muutos %	2026e	2026e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Nettovuokratuotot	6,2	5,6	-11 %	6,3	5,6	-12 %	6,7	6,0	-11 %
Käyvän arvon muutokset	1,6	0,1	-95 %	2,8	2,2	-20 %	1,7	2,0	17 %
Liikevoitto	9,5	8,0	-16 %	11,3	12,4	9 %	13,1	13,6	4 %
EPS (raportoitu)	0,07	0,05	-31 %	0,11	0,12	12 %	0,13	0,14	3 %
NAV/osake	1,05	1,02	-3 %	1,16	1,14	-2 %	1,28	1,27	-1 %

Tuotto/riski-suhde positiivinen riskeistä huolimatta (1/2)

Kohtuullinen arvostus pitää tuotto/riski-suhteen houkuttelevana

Olemme tarkastelleet Toivon arvostusta osien summa -laskelman, lähimmän verrokkiyhtiö K-Fastigheterin arvostuskertoimien ja vuoden 2024 NAV-ennustemme nykyarvon kautta. Edellä mainituilla menetelmillä Toivon osakkeen arvo liikkuu 0,78-1,23 euron (aik. 0,91-1,23e) välillä. Arvostushaarukka on erittäin leveä, ja verrokkihinnotteluun painottuva matala alalaita vaatisi koholla olevien lyhyen tähtäimen riskien realisoitumista. Nykykurssi ei jätä lainkaan arvoa yhtiön hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalille. Näin rakennuttamisen volyymien jälleen vahvemmin elpyessä arvioimme nykyisessä arvostuksessa olevan nousuvaraa. Nykyisessä epävarmuudessa emme kuitenkaan usko markkinan olevan vielä valmis hinnoittelemaan tätä potentiaalia lyhyellä aikavälillä.

Näemmekin maltillisen arvostuksen pitävän osakkeen tuotto/riski-suhteen positiivisena. Toistamme 1,20 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Selkeimmät lyhyen tähtäimen positiiviset ajurit tavoitehintamme saavuttamiseksi ovat mielestämme korkotason lasku, uusien hankkeiden käynnistäminen ja mahdollisesti odotuksiamme paremmat katteet myyntikohteista. Myös rakennussektorin verrokkien viime aikojen arvostustasojen nousu tukee mielestämme jossain määrin Toivon arvostusta.

Osien summa tarjoaa selkeää nousuvaraa, laskelma kuitenkin herkkä käytetyille oletuksille

Osien summa -laskelma tarjoaa mielestämme

hyödyllisen työkalun Toivon arvostuksen tarkasteluun, sillä se havainnollistaa yhtiön arvon muodostumista ja tuo esiin liiketoimintojen erilaiset riskiprofiilit. Osien summa -laskelman soveltamiselle haasteita aiheuttaa kuitenkin yhtiön raportoinnin heikko läpinäkyvyys, minkä johdosta rakennuttamistoiminnan operatiivisen kehityksen seuraaminen ja siten liiketoiminnan arvostaminen on haastavaa. Laskelma on esitetty seuraavalla sivulla.

Olemme arvostaneet osien summa -laskelmassa Toivon sijoituskiinteistöt 2024 ennustemme mukaisesti 140 MEUR:oon. Toivon rakennuttamistoiminnan arvo laskelmassa on 53 MEUR:ssa (aik. 47 MEUR). Arvioimme kehitysinvestointien tason vuosien 2026-2027 keskiarvon perusteella. Olemme diskontanneet arvoa vuodella. Huomautamme, että arvioimallamme normalisoidulla kannattavuustasolla ja yhtiön tavoittelemilla pidemmän aikavälin investointivolyymeillä arvo olisi merkittävästi nykyistä korkeampi.

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmassamme 26 MEUR (aik. -19 MEUR). Nettovelat ja pääomallinat kuvaavat 2024e lopun tilannetta.

Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,23 euroa. Kokonaisuudessaan osien summan perusteella Toivon osakkeessa olisi nähtävissä selkeää nousuvaraa. Huomionarvoista kuitenkin on, että osien summa on hyvin herkkä käytetyille oletuksille ja laskelman antamiin tuloksiin tulee suhtautua siten varauksin.

Arvostus lähimmän verrokin K-Fastigheterin valossa

Pohjoismaisen listatun asuntosektorin kontekstissa Toivolle parhaaksi verrokkiksi identifioiduu mielestämme liiketoimintamallinsa puolesta ruotsalainen K-Fastigheter. K-Fastigheterin portfolio piti Q4:n lopussa sisällään noin 4 900 valmista vuokra-asuntoa, jotka sijaitsevat valikoiduissa Etelä- ja Länsi-Ruotsin kaupungeissa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli rakenteilla yli 1 500 asuntoa ja kehityssalkussa tuhansia asuntoja. K-Fastigheterin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q4:n lopussa noin 1,3 mrd. euroa.

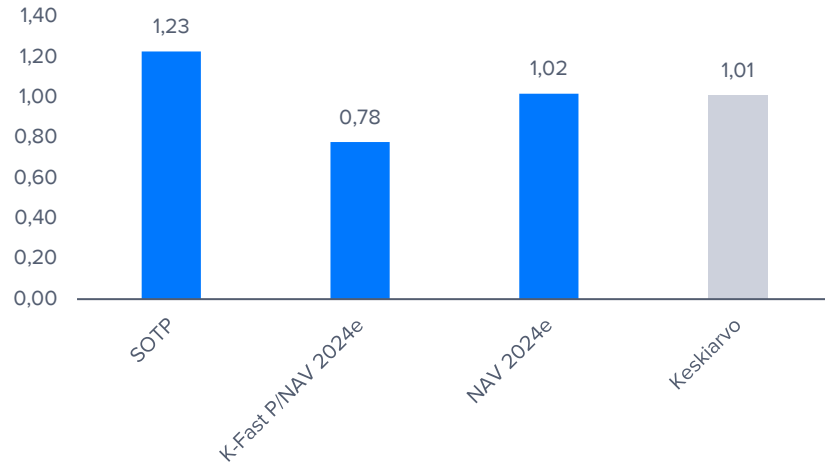
K-Fastigheter arvostetaan 2024 ennusteilla noin 24 % alle osakekohtaisen NAV:in. K-Fastigheterin hinnoittelulla Toivon osakkeen arvoksi tulisi vuosien 2024 NAV-ennusteellamme 0,78 euroa. Verrokkien arvostukset ovat paikoin hyvin matalia, eivätkä taseet ole nähdäksemme välttämättä täysin vielä korjanneet alaspäin. Tämän takia emme nojaa liikaa arvostuksessa K-Fastigheteriin, mutta yhtiön ja myös muiden verrokkien (Kojamo ja Balder) matalat arvostukset rajaavat mielestämme Toivon osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. Rakennussektorin verrokkien viime aikojen arvostustasojen nousu tukee mielestämme kuitenkin jossain määrin Toivon arvostusta.

Arvostus 2024 NAV-ennusteen kautta tarkasteltuna

Ennustamme Toivon osakekohtaisen NAV:n asettuvan vuoden 2024 lopussa 1,02 euroon. Tämä on mielestämme osakkeelle hyvä ”pohjataso”, jonka päälle sijoittaja saa rakennuttamisen potentiaalin.

Tuotto/riski-suhde positiivinen riskeistä huolimatta (2/2)

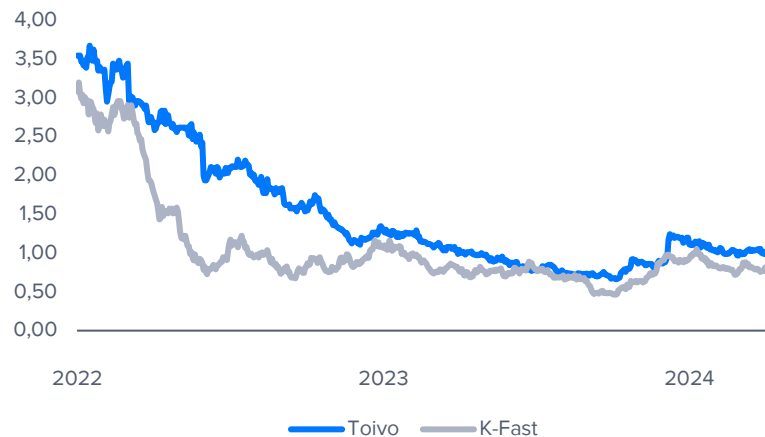
Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



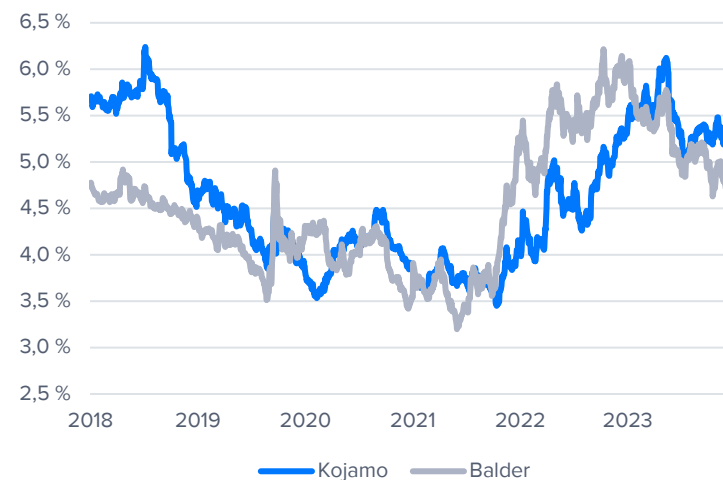
SOTP

Sijoituskiinteistöt 2024e	140
Rakentaminen	53
Konsernikulut	-26
EV	167
Nettovelka 2024e	-78
Pääomalainat 2024e	-17
Osakekannan arvo	72
Per osake	1,23

Toivo Groupin ja verrokkiyhtiö K-Fastigheterin P/NAV



Implisiittinen nettotuottovaatimus¹



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	13,6	20,3	13,6	6,1	13,9	10,1	43,7	10,3	18,9	9,8	11,0	50,0	51,7	74,4	79,2
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset	13,3	12,4	1,3	1,2	0,4	-9,9	-7,1	-0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	2,2	2,0	2,1
Liiketoiminnan muut tuotot	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	0,0
Materiaalit ja palvelut	-8,5	-13,7	-10,9	-3,5	-11,2	-6,9	-32,6	-7,3	-14,4	-7,0	-7,9	-36,5	-36,6	-57,6	-60,9
Henkilöstökulut	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-1,2	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-2,1	-1,3	-1,5	-1,6
Poistot ja arvonalentumiset	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut	-1,4	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-3,0	-1,0	-0,8	-0,7	-0,9	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7
Liikevoitto	15,8	15,6	2,8	2,9	2,1	-8,1	-0,3	1,2	2,8	1,7	2,3	8,0	12,4	13,6	14,9
Rahoitustuotot	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-0,7	-1,2	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-3,9	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-4,5	-3,5	-3,4	-3,2
Tulos ennen veroja	15,1	14,8	2,2	2,2	1,1	-9,7	-4,2	0,0	1,7	0,7	1,2	3,6	8,9	10,2	11,7
Tilikauden verot	-0,8	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-1,3	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,7	-1,3	-1,6	-1,9
Laskennallisten verojen muutos	-2,3	-2,6	-0,3	-0,4	-0,2	2,0	1,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Katsauskauden tulos	12,1	12,1	1,6	1,7	0,9	-8,5	-4,4	0,1	1,3	0,6	1,0	3,0	7,1	8,2	9,4
Vähemmistöt	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	11,9	12,0	1,6	1,6	0,9	-8,5	-4,4	0,1	1,3	0,5	1,0	2,9	7,0	8,1	9,3
EPS	0,24	0,22	0,03	0,03	0,02	-0,15	-0,08	0,00	0,02	0,01	0,02	0,05	0,12	0,14	0,16
FFO	1,7	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,0	1,6	0,6	0,6	2,9	5,6	6,9	8,9
FFO per osake	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,03	0,01	0,01	0,05	0,10	0,12	0,15

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	157	165	140	143	145
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	156	164	140	143	144
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	31	29	28	39	49
Vaihto-omaisuus	15	13	10	20	22
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	7	8	8	12
Likvidit varat	6	9	10	10	15
Taseen loppusumma	188	194	169	182	194

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	70	69	72	79	87
Osakepääoma	1	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	33	29	32	39	47
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	35	35	35	35	35
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	101	109	86	92	91
Laskennalliset verovelat	7	6	6	6	6
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	94	103	80	86	84
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	16	16	11	11	16
Korolliset velat	4	4	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12	12	11	11	16
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	188	194	169	182	194

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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 (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/06/2021	Myy	2,20 €	2,55 €
09/08/2021	Myy	2,30 €	3,25 €
13/08/2021	Myy	2,30 €	3,07 €
11/11/2021	Vähennä	2,90 €	3,10 €
16/02/2022	Vähennä	2,50 €	2,85 €
21/02/2022	Vähennä	2,90 €	2,81 €
12/05/2022	Vähennä	2,60 €	2,49 €
11/08/2022	Vähennä	2,30 €	2,25 €
10/11/2022	Myy	1,50 €	1,88 €
28/11/2022	Vähennä	1,50 €	1,51 €
12/12/2022	Vähennä	1,50 €	1,41 €
01/03/2023	Vähennä	1,50 €	1,35 €
15/05/2023	Lisää	1,25 €	1,10 €
10/08/2023	Lisää	1,10 €	0,94 €
25/09/2023	Osta	1,10 €	0,83 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
09/11/2023	Lisää	1,10 €	0,88 €
03/01/2023	Vähennä	1,30 €	1,22 €
26/01/2024	Lisää	1,25 €	1,08 €
29/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
16/05/2024	Lisää	1,20 €	0,99 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**