

Investors House

Laaja raportti

21.5.2021 07:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Suuntana osinkoaristokratia

Tarkistamme Investors Housen tavoitehinnan 6,1 euroon (aik. 6,5e) ja toistamme ja lisää-suosituksen. IH:n lähivuosien kasvunäkymät ovat alkuvuonna toteutetun Juhola-kaupan sekä merkittävän hankekannan myötä varsin hyvät ja odotamme operatiiviseen tulokseen lähivuosina tasokorjausta. Näemme IH:n osissa olevan nykyistä osakekurssia enemmän arvoa ja osien summan luoma nousuvara yhdessä kasvavan osingon kanssa tarjoaa mielestämme edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa toimiva kiinteistösijoitus- ja palveluyhtiö

Investors House (IH) on kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa toimiva kiinteistösijoitus- ja palveluyhtiö. Kiinteistömarkkinalla IH toimii koko arvoketjussa käsittäen aina tontin hankinnan, rakennuttamisen, kiinteistöjen omistamisen ja kiinteistövarallisuuden hoidon sekä transaktiot. Finanssimarkkinoilla IH tavoittelee kasvua kiinteistörahastojen ja erilaisten yhteissijoitusmuotojen avulla. IH:n Kiinteistöt-segmenttiin kuuluvat yhtiön omassa taseessa olevat kiinteistösijoitukset ja Palvelut-segmenttiin rahastoliiketoiminta sekä kiinteistövarallisuuden hoidon ja johtamisen palvelut.

Strategiakaudella fokus aiempaa voimakkaammin Palveluissa, tavoitteena vuosittain kasvava osinko

IH julkaisi viime syksynä uuden Kiinteistökumppani-nimeä kantavan strategian ja strategiakaudella yhtiön fokus on näkemyksemme mukaan aiempaa voimakkaammin ennustettavassa tuottokehityksessä sekä riittävässä vakavaraisuudessa. Liiketoiminnallisesti fokus tulee siirtymään strategiakaudella näkemyksemme yhä vahvemmin Palveluihin ja tätä alleviivaa myös alkuvuonna toteutettu Juhola-hankinta. Palveluissa yhtiö tulee hakemaan pääomakevyttä kasvua myös Rahastoliiketoiminnassa, jossa yhtiön tavoitteena on lanseerata uusia kiinteistösijoitusrahastoja ja erilaisia yhteissijoitusmuotoja. Palveluiden lisäksi pidemmän aikavälin kasvunäkymää tukee myös merkittävä hankekanta sekä mahdollinen [Kukkula-hanke](#). Voitonjaon osalta IH tavoittelee osingon kasvattamista viimeisen kuuden vuoden tapaan myös jatkossa ja yhtiön tavoitteena on tulla Suomen ensimmäiseksi kiinteistö- ja rakennusalan osinkoaristokraatiksi.

Odotamme operatiiviseen tulokseen tasokorjausta

Ennustamme operatiivisen tulostason tekevän lähivuosina selvän tasokorjauksen ja odotamme yhtiön yltävän 2021-2023 0,45-0,54 euron EPRA EPS:ään (2020: 0,35e). Ennustamamme tuloskasvun taustalla on erityisesti Juholan tuoma tuloskontribuutio, muiden liiketoimintojen terve orgaaninen kasvu sekä kasvun mukana asteittain skaalautuvat hallintokulut. Huomautamme, että ennustemme perustuvat puhtaasti IH:n nykyrakenteiseen liiketoimintaan ja mahdollisilla kiinteistöjärjestelyillä tai kehityshankkeilla voisi toteutuessaan olla huomattaviakin vaikutuksia ennusteisiin.

Osissa on arvoa nykykurssia enemmän

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Olemme tarkistaneet näkemystämme osien summasta 6,1 euroon (aik. 6,5e) Palvelut-segmentin lievästi laskeneiden tulosennusteiden ja osakeoptioiden myötä kasvavan osakemäärän johdosta. IH:n käypä arvo on mielestämme nykykurssia korkeampi ja näemme osien summan luoman nousuvaran yhdessä 5 %:n kasvavan osinkotuoton kanssa tarjoavan edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

6,10 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:

5,72



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	9,5	8,9	9,9	10,3
kasvu-%	-17 %	-5 %	11 %	4 %
Nettotuotto	4,5	3,5	4,1	4,3
EPRA-tulos	2,1	2,8	3,3	3,4
EPRA EPS	0,35	0,45	0,53	0,54
EPS (raportoitu)	-0,37	0,28	0,41	0,42
Osinko	0,27	0,29	0,31	0,33

P/EPRA EPS	16,5	12,7	10,8	10,5
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,1 %	5,4 %	5,8 %

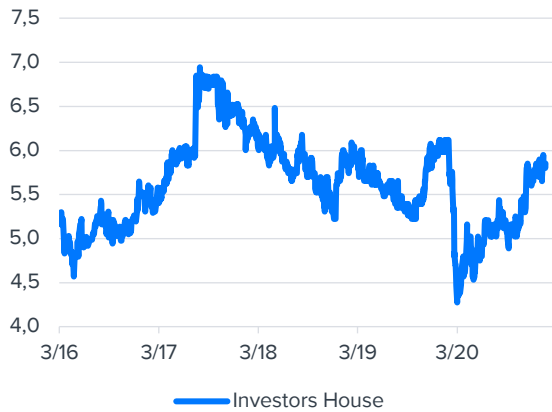
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

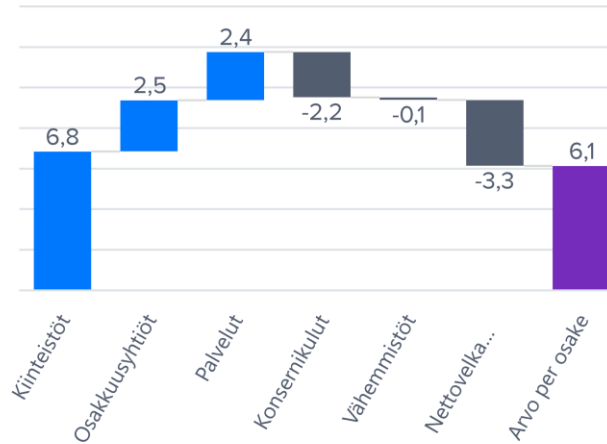
Investors House arvioi vuoden 2021 operatiivisen tuloksen olevan parempi kuin vuonna 2020.

Osakekurssi

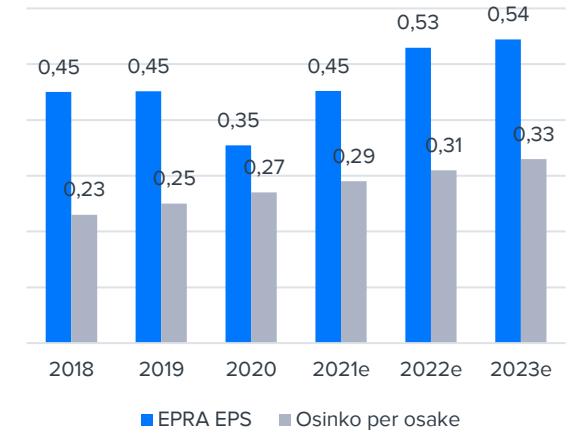


Lähde: Thomson Reuters

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 käyvästä arvosta pääasiassa osien summa -laskelmaan, jonka mukaan osakkeen arvo on noin 6,1 euroa
- Osien summan luoma nousuvara yhdessä kasvavan noin 5 % osinkotuoton kanssa tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	7-10
Strategia	11-12
Kiinteistöt	13-15
Palvelut	16-18
Liiketoimintamallin riskiprofiili	19
Sijoitusprofiili	20
Markkinakatsaus	21-24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Investors House lyhyesti

Investors House on vuonna 1988 perustettu yhtiö, joka toimii kiinteistö- ja finanssimarkkinan koko arvoketjussa.

1988

Perustamisvuosi

1989

Listautuminen

2,1 MEUR

Operatiivinen EPRA-tulos (rullaava 12kk Q1'21:n lopussa)

59,2 MEUR

Kiinteistöportfolion arvo Q1'21:n lopussa*

7,90 EUR

EPRA NRV per osake Q1'21:n lopussa

39 %

Palveluiden osuus liikevaihdosta Q1'21:n lopussa

52 %

Omavaraisuusaste Q1'21:n lopussa

*Sisältää osakkuusyhtiöt ja vaihto-omaisuuskiinteistöt

Lähde: Investors House / Inderes

2014-2016

- Maakunnan Asuntojen, Core Capitalin, ATRautiaisen ja Godoinvestin muodostama konsortio hankkii enemmistön SSK:sta 2014
- Petri Roininen toimitusjohtajaksi 1/2015, strategia suunnataan uudelleen
- Kiinteistöportfolion pääpaino asunnoissa
- Palveluliiketoimintaa kasvatetaan Management-liiketoiminnan ja OVV-ketjun hankinnalla (2015 & 2016)
- Skinnarilan Kampuksen palveluliiketoiminnan ja kampuksen 30 % ja sen palveluliiketoiminnan hankinta

2017-2020

- Skinnarilan kampuksen 70 % loppuosan ja Orava Asuntorahaston 25,2 % omistuksen hankinta 2017
- Vahvan kasvun vuodet 2015-19, aiempiana tavoitteena yli 100 MEUR:n nettovarallisuus
- Rahastoyhtiö DH:n hankinta 2018 & 2020, fokus yhä vahvemmin Palveluihin
- Operatiivinen kehitys heikkenee 2018-2020, Ovaron heikko kehitys merkittävänä tekijänä
- Ovarosta irtaantuminen vaiheittain 2019-2020
- Uusi operatiivista kannattavuutta ja osingon kasvua korostava strategia 2020

2021-

- Fokus ennustettavassa tuottokehityksessä ja kassavirroissa
- Tavoitteena osingon vuotuinen kasvattaminen
- Juhola-kauppa vahvistaa Palveluliiketoimintaa merkittävästi
- Tasetta kierrätetään aktiivisesti, pääomia hajautetaan rahastoihin ja yhteissijoituksiin, oman taseen kiinteistöjen vuokratuottojen merkitys pienenee
- Mahdollisten kiinteistökehityshankkeiden (Tikkurila, Kukkula ja Lappeenranta) aloittaminen



Yhtiökuvaus

Investors House lyhyesti

Investors House (IH) on kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjussa toimiva kiinteistösijoitus- ja palveluyhtiö.

Kiinteistömarkkinalla IH toimii koko arvoketjussa käsittäen aina tontin hankinnan, rakennuttamisen, kiinteistöjen omistamisen ja kiinteistövarallisuuden hoidon sekä transaktiot. Finanssimarkkinoilla IH tavoittelee puolestaan pääomakevyttä kasvua kiinteistörahastojen ja erilaisten yhteissijoitusmuotojen avulla.

Nykymuotoinen konserni syntyi vuosien 2015-2019 kokoamistyön tuloksena

Investors Housen juuret ulottuvat aina vuoteen 1988, jolloin Suomen Säästäjien Kiinteistöt SSK Oy perustettiin. Nykymuotoisen IH:n historia ulottuu vuoteen 2014, jolloin Maakunnan Asuntojen muodostama sijoittajakonsortio hankki julkisella ostotarjouksella enemmistön SSK:n osakekannasta. Tämän jälkeen yhtiön strategia suunnattiin uudelleen ja liiketoiminta kasvoi vuosien 2015-2019 kokoamistyön aikana vahvasti. Kokoamiseen sisältyi useita apporttina tehtyjä osakeanteja sekä yritys- ja kiinteistökauppoja.

Viime vuoden syyskuussa julkistetun Kinteistökumppani-nimeä kantavan strategian myötä yhtiön fokus siirtyi yhä vahvemmin jatkuviin tuottoihin, kassavirtaan ja riittävään vakavaraisuuteen. IH on kasvattanut osakekohtaista osinkoaan yhtäjaksoisesti kuuden vuoden ajan ja edellä mainittujen strategisten painopistealueiden avulla yhtiö pyrkii osakekohtaisen osingon

vuosittaiseen kasvattamiseen myös uudella strategiakaudella 2020-2023.

Kaksi raportointisegmenttiä

IH organisoii liiketoiminnot erillisiin tytä- ja osakkuusyhtiöihin tai sijoituksiin. Yhtiö raportoi erikseen Kiinteistöt- ja Palvelut-segmenttien tuloksen.

Kiinteistöt -segmenttiin kuuluvat IH:n omassa taseessa olevat kiinteistösijoitukset. Osana Kiinteistöt-segmenttiä raportoidaan myös segmenttiin kuuluvat osakkuus- ja yhteisyrittysijoitukset. Kiinteistöt-segmentti on luonteeltaan pääomavaltaista sijoitus- ja kehitystoimintaa.

Palvelut-segmenttiin kuuluvat rahasto- ja kiinteistövarallisuudenhoidon palvelut. Palveluliiketoiminta käsittää Investors House Rahastot Oy:n rahastoliiketoiminnan, Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy:n, IVH Kampuksen palveluliiketoiminnan ja 3/2021 alkaen [Juholan kiinteistömanagement-toiminnan](#). Palvelut-segmentti on luonteeltaan asiantuntijaliiketoimintaa.

Yhtiön johto ja hallitus

Investors Housen toimitusjohtajana toimii DI Petri Roininen. Yhtiön palveluksessa oli Q1'21 lopussa noin 50 henkilöä (sis. Juhola), minkä lisäksi OVV-ketjussa toimii noin 50 henkilöä. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Tapani Rautiainen (HPJ), Taina Ahvenjärvi, Petri Roininen, Joonas Rautiainen, Mikko Larvala ja Vesa Lipsanen.

Investors House

Kiinteistöt



**63 % liikevaihdosta ja
~80 % taseesta (Q1'21)**

- Oman taseen kiinteistöt
- Osakkuus- ja yhteisyrittys (IVH Kampus ja IVH Asunnot)
- Hankekehitys

Palvelut



**39 % liikevaihdosta ja
~20 % taseesta (Q1'21)**

- Rahastoliiketoiminta
- Kiinteistövarallisuudenhoito
- IVH Kampuksen Palveluliiketoiminta
- Juhola Asset Management

Kassavirtaperusteiset vuokratuotot, arvonmuutokset ja kehityskatteet

Jatkuvat rahastopalkkiot ja palvelutuotot sekä transaktiopohjaiset palkkiot

Suurimmat osakkeenomistajat 4/2021

	%
Maakunnan Asunnot Oy	28,4 %
Royal House Oy	18,1 %
Core Capital Oy	10,7 %
OWH-YHTIÖT Oy	4,4 %
Godoinvest Oy	4,2 %
Investors House Oyj	2,0 %
Mari Grönroos	1,4 %
Mikael Grönroos	1,3 %
JAM Holding Oy	1,3 %
Nino Grönroos	1,3 %
10 suurinta yhteensä	73,1 %

Lähde: IH:n sijoittajasivut

Historiallinen kehitys 1/3

Kuuden vuoden vertailukelpoinen track record

IH:n toimitusjohtaja ja hallitus aloittivat työnsä tammikuussa 2015. Vuodet 2015-2018 olivat yhtiössä toiminnan uudelleensuuntaamisen aikaa ja yhtiö kasvoi voimakkaasti. Voimakkaan kasvun aikana IH pystyi kasvattamaan osakekohtaista operatiivista tulosta ja osakekohtaista NAV:ia, mitkä mielestämme heijastavat sitä, että kasvu oli omistaja-arvoa luovaa.

IH:n oman pääoman tuotto oli vuodet 2015-2017 erittäin korkealla, keskimäärin 21 % tasolla. Vuodesta 2018 alkaen oman pääoman tuotto on kuitenkin heikentynyt ja vuosina 2018-2020 se on ollut keskimäärin vaatimattomalla 2 % tasolla. Vastaavalla ajanjaksolla myös sekä osakekohtainen EPRA-tulos että raportoitu tulos ovat heikentyneet. Arviomme mukaan tämän taustalla on ennen kaikkea vuoden 2017 loppupuolella tehty ja myöhemmin epäonnistuneeksi osoittautunut Ovaro-sijoitus (aik. Orava Asuntorahasto).

Aktiivinen arvonluonti

Investors House on kyennyt vuosien 2015-2020 aikana tekemään useita kiinteistöhankintoja ja -järjestelyitä sekä yrityskauppoja, jotka ovat olleet keskimäärin hyvin kannattavia. Useat erinomaisesti onnistuneet järjestelyt ovat viime vuosina hautautuneet kuitenkin mielestämme epäonnistuneen Ovaro-hankinnan alle.

Vuosina 2015-2020 onnistuneita järjestelyitä olivat mm. seuraavat:

Järvenpään kohteen osto ja myynti. Investors House hankki lokakuussa 2016 kerrostalon Järvenpäästä 2,0 MEUR:lla. Yhtiö vuokrasi tämän jälkeen tyhjänä olevat huoneistot, yhtiöitti kiinteistön asunto-osakeyhtiöksi, myi tontin pois, neuvotteli asunto-osakeyhtiön rahoituksen ja myi tämän jälkeen kohteen pois vuonna 2017. Voittoa muodostui arviomme mukaan noin 220 TEUR eli noin 11 % kohteen hankintahinnasta, mikä vastaa karkeasti noin 51 % annualisoitua arvonmuutosta (ei huomioi vuokratassavirtaa)

Koy Antintorin arvon kasvattaminen ja myynti. IH sai SSK:lta vuoden 2014 ostotarjouksen mukana 6.307 neliön Porissa sijaitsevan hotellin, jonka käypä arvo oli vuoden 2014 lopussa noin 6,8 MEUR. IH teki tilaan ajanmukaistamisinvestointeja ja käyttötarkoituksuuuutoksia, uudisti vuokrasopimuksen ja vuokrasi kohteen tyhjänä olevat toimitilat. Näiden seurauksena kohteen nettotuotot kasvoivat ja yhtiö myi kohteen kesäkuussa 2019 noin 9,6 MEUR:lla. Voittoa muodostui arviomme mukaan karkeasti 2,5 MEUR eli noin 37 % ja annualisoitu arvonmuutos oli 8 %.

Porvoon Rinnetien osto ja myynti. IH hankki vuonna 2015 Porvoosta kiinteistönä 48 asuinhuoneistoa 1,7 MEUR:lla. Tämän jälkeen IH yhtiöitti kiinteistön asunto-osakeyhtiöksi, järjesteli asunto-osakeyhtiön rahoituksen, tehosti vuokrausta, toteutti tiettyjä peruskorjauksia ja myi tämän jälkeen kohteen pois yksittäisinä huoneistoina vuosien 2016-2018 aikana. Voittoa muodostui arviomme mukaan noin 500 TEUR eli noin 29 % kohteen hankintahinnasta ja

annualisoitu arvonmuutos oli noin 15 %.

Skinnarilan kampuksen hankinta. IH hankki marraskuussa 2016 Technopoliksen Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen 30 % osuuden ja koko kampuksen palveluliiketoiminnan sekä kaikki kampuksen managerointisopimukset. Myöhemmin toukokuussa 2017 yhtiö osti loput 70 % itselleen. Kauppahinta hankinnalle oli noin 15 MEUR ja IH sijoitti kampuksen apportina vuoden 2018 lopussa 20 MEUR:n arvolla IVH Kampus - kiinteistörahastoon ja voittoa muodostui siten noin 5 MEUR eli 32 % hankintahinnalle ja annualisoitu arvonmuutos omistajasajalla oli 14 %.

Palveluliiketoiminnan kasvu. IH on viime vuosina kasvattanut systemaattisesti Palveluliiketoimintaa sekä orgaanisesti että yrityskauppojen avulla. Segmentin kasvu on ollut kannattavaa ja Palveluliiketoiminta näyttelee tänä päivänä koko konsernin kannalta merkittävää roolia. Vaikka Palvelut-segmentissä Rahastoliiketoiminnan ylösajo on jättänyt mielestämme osaltaan toivomisen varaa, on IH tästä huolimatta kyennyt kasvattamaan viime vuosina Palveluliiketoiminnan arvoa merkittävästi. Yhtiö on laskelmienne mukaan investoinut Palvelut-segmenttiin vuosien 2015-2021 aikana noin 7,3 MEUR ja ulkopuolisen arvonmäärittäjä Translinkin näkemyksen mukaan liiketoiminnan käypä arvo (EV) oli maaliskuun 2021 lopussa noin 16,1 MEUR. Näin ollen liiketoiminnan arvo on viimeisen kuuden vuoden aikana tehtyihin investointikustannuksiin nähden yli kaksinkertaistunut.

Historiallinen kehitys 2/3

Epäonnistuneita hankkeita olivat taas seuraavat:

Ovaron osuuden hankinta. IH hankki lokakuussa 2017 vaihtotarjouksella 25,2 % osuuden Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj:stä (entinen Orava Asuntorahasto). IH:n tavoitteena oli saneerata Ovaro ns. normaaliksi ja kannattavaksi kiinteistösijoitusyhtiöksi ja purkaa tämän kautta Ovaron NAV-alennuksen taustalla olleet tekijät. Saneeraus lähti kuitenkin liikkeelle odotettua hitaammin ja prosessi osoittautui kokonaisuudessaan selvästi ennakoitua vaikeammaksi. Olemme käsitelleet Ovaron saneerausprosessia ja yhtiön ongelmia kattavasti keväällä julkaistussa [laajassa raportissamme](#). Ovaron saneerausta vaikeutti arviomme mukaan osaltaan se, ettei IH saavuttanut vaihtotarjouksessa Ovarosta

sellaista omistusosuutta, jolla Ovaron fuusiointi olisi ollut mahdollista (mikä olisi puolestaan mahdollistanut kulu- ja rahoitussynergoiden hakemisen). Pidämme myös mahdollisena, että Ovaron kiinteistöporfolio osoittautui laadultaan IH:n alkuperäisiä arvioita heikommaksi. Ovaron 25,2 % omistusosuuden hankintahinta oli IH:lle hankinnan välittömät kulut huomioiden noin 13,5 MEUR (5,59 euroa per osake). IH irtaantui Ovarosta vuosien 2019-2020 aikana kolmessa osassa ja 12/2019 sekä 12/2020 varojenjaon varainsiirtoverovaikutukset huomioiden irtaantuminen tapahtui laskelmiemme mukaan noin 19 % alle hankintahinnan.

Osakerahastojen ja Tuottokiinteistöt-rahaston kehitys. IH osti enemmistön Dividend Housesta (DH) huhtikuussa 2018 ja nosti omistuksensa 100

%:iin kesällä 2020. DH:n osakerahastojen hallinnoitava varallisuus (AUM) on kehittynyt IH:n omistusaikana heikosti ja osakerahastojen hallinnoitavat pääomat ovat puolittuneet 2018 huhtikuun hankintahetkestä. Myös IH:n vuoden 2019 lopussa perustetun Tuottokiinteistöt-rahaston kehitys on jäänyt hyvin heikoksi (tuotto perustamisesta -29,7 %). Käsittelemme IH:n rahastoliiketoimintaa tarkemmin sivuilla 16-17.

Kohde	Hankittu	Myyty	Ostohinta (VH)	Myyntihinta (VH)	Arvonmuutos p.a.*
Realisoituneet					
Wärtsilänkatu 26	10/2016	1/2017	2,0	2,2	51 %
Skinnarilan Kampus	5/2015 ja 11/2016	12/2018	15,2	20,0	14 %
Koy Antintori **	12/2014	6/2019	6,8	9,6	8 %
Asuntoportfolio	6/2015 ja 9/2015	1/2019	4,4	5,6	7 %
Toejoen City	12/2014	2/2016	0,5	0,5	11 %
Porvoon Rinnatie	6/2016	2/2018	1,7	2,2	15 %
Orava Asuntorahasto ***	10/2017	12/2019, 11/2020 ja 12/2020	13,5	10,9	-7 %
Mediaani					11 %
Keskiarvo					14 %
Realisoitumattomat					
Palveluliiketoiminta****	3/2015-3/2021	-	7,3	16,1	45 %

*Realisoitunut myyntivoitto ilman vuokratuottoja omistusajalta

**Hankintahinnaksi oletettu käypä arvo 2014 tilinpäätöksessä.

*** Sisältää hankintaan liittyvät välittömät kulut ja varojenjaosta aiheutuneet varainsiirtoverot. Varojenjaon jälkeen taseeseen jäänneet Ovaro-osakkeet (noin 25t kpl) arvotettu 12.5.2021 päätöskurssin mukaan.

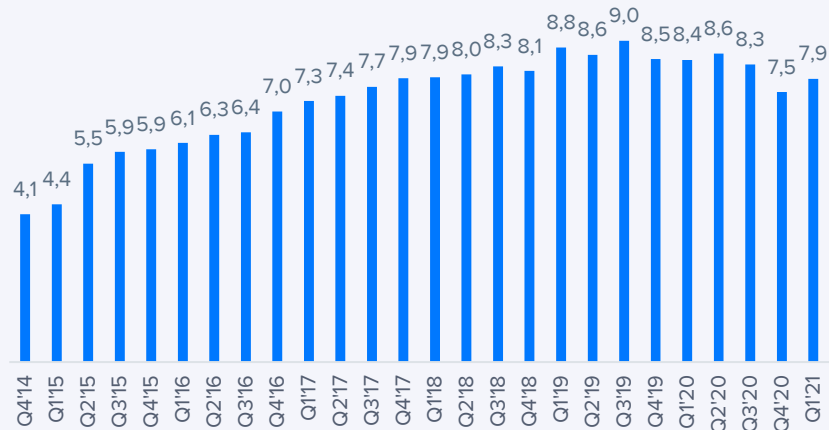
****DH:n enemmistön (67 %) lisäkauppahinnaksi oletettu 0,3 MEUR. Juholan kauppahinta Q1'21-arvion perusteella. Palveluiden käypä arvo Translinkin määrittämä EV Q1'21 lopussa.



Lähde: Refinitiv

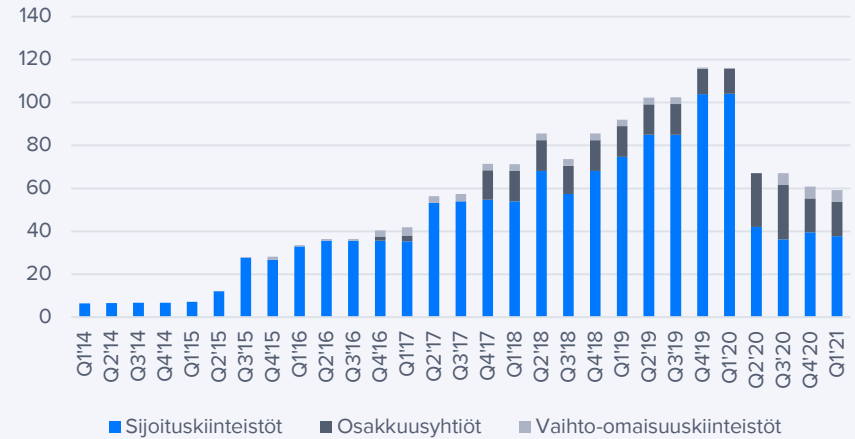
Historiallinen kehitys 3/3

EPRA-nettovarallisuus per osake



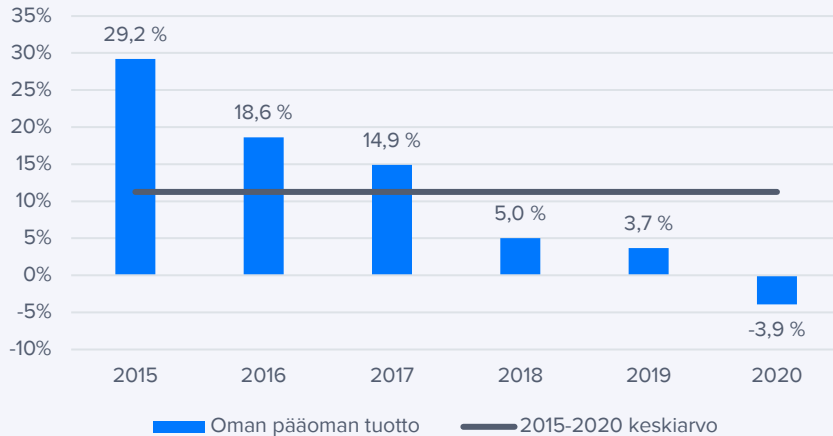
Huom. Aikasarja ei vertailukelponen, sillä Q4'14-Q4'18 EPRA NAV, Q1'19-Q1'21 EPRA NRV

Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)

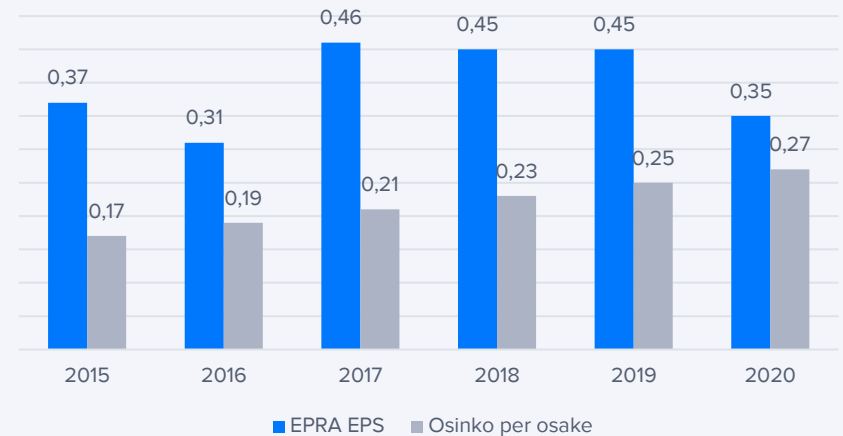


Huom. IVH Kampus muuttui osakkuusyhtiöksi Q2'20 alkaen, eikä rahastoa ole enää tämän jälkeen konsolidoitu IH:n taseelle.

Oman pääoman tuotto

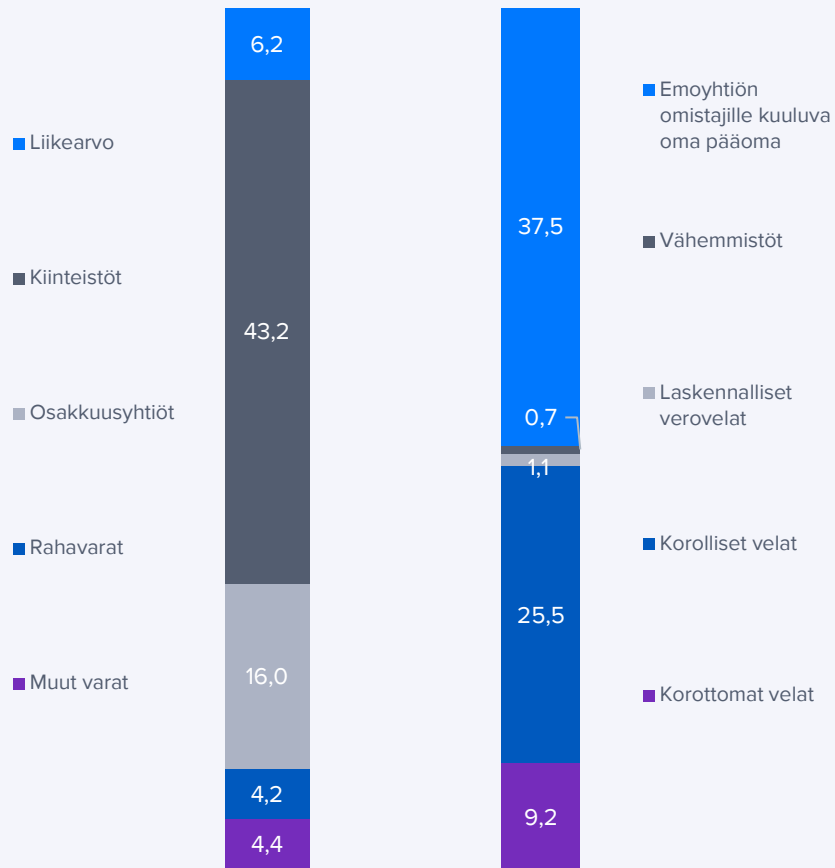


EPRA EPS ja DPS

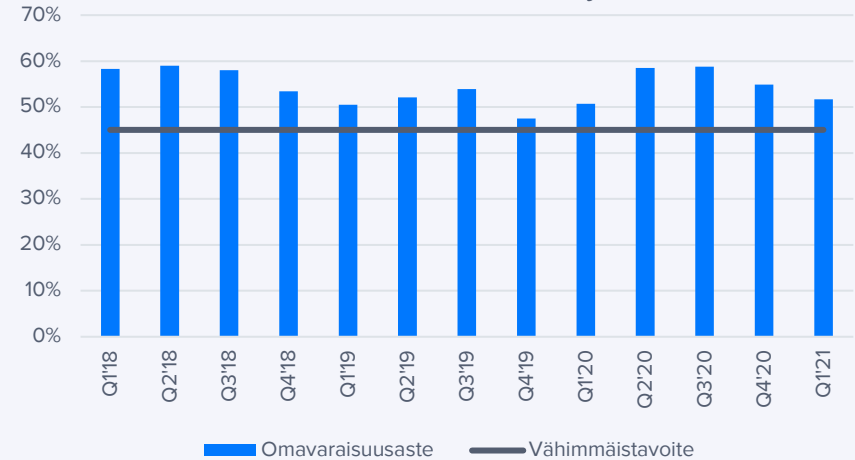


Taloudellinen tilanne

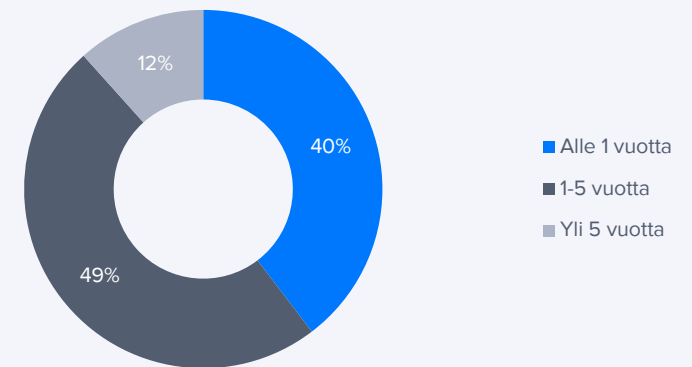
Taserakenne Q1'21



Omavaraisuusasteen kehitys



Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma Q4'20 lopussa



Strategia 1/2

Kiinteistökumppani-strategia

IH julkisti viime syksyn CMD:llä uuden Kiinteistökumppani-nimeä kantavan strategian sekä päivitettyt taloudelliset tavoitteet vuosille 2020-2023. Päivityksessä strategiassa yhtiö pyrkii luomaan omistaja-arvoa yhdistämällä osaamistaan kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketuissa ja luomalla pitkäkestoisia kumppanuussuhteita keskeisten sidosryhmien (mm. kunnat, rakennusliikkeet, rahoittajat ja vuokralaiset) kanssa.

IH sai vuosien 2015-2019 kokoamistyönsä tuloksena haltuun koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjun (hankekehitys, kiinteistöjen omistaminen ja vuokraus, palveluliiketoiminta ja kiinteistötransaktiot) ja viime syksynä julkistettu strategia on varsin looginen jatkumo aiemmalle strategialle.

Strategian keskiössä ennustettava tuottokehitys ja pääoman käytön tehokkuus

Vuosien 2015-2019 kasvuvaiheen jälkeen IH:n fokus on uudella strategiakaudella näkemyksemme mukaan erityisesti ennustettavassa tuottokehityksessä ja kassavirroissa sekä riittävässä vakavaraisuudessa. Strategiakaudella 2020-2023 yhtiön tahtotilana on, että jatkuvat tuotot (vuokratuotot ja Palvelusegmentin tuotot) muodostavat noin 60-90 % koko konsernin tuotoista ja hanketuottojen (hankekehitys sekä myynti- ja transaktiotuotot) osuus on noin 10-40 %. Omavaraisuusasteen osalta yhtiön tavoitetaso on 45 %.

Strategiakaudella IH:n fokuksessa on

näkemyksemme mukaan myös pääoman käytön tehokkuus ja skaalautuvuus. IH näkee sen liiketoimintamallin tarjoavan skaalautumispotentiaalia sekä yksittäisten hankkeiden ja koko hankekannan lisäksi myös yhtiötasolla. IH:n mukaan sen liiketoimintamalli mahdollistaa yksittäisissä hankkeissa aina 1-7 erillisen ansaintalähteen (esim. hankekehitys, omistaminen, rahoituksen järjestäminen, strukturointi sijoituskohteeksi) rakentamisen.

Liiketoiminnallisesti yhtiön fokus tulee siirtymään strategiakaudella näkemyksemme yhä vahvemmin Palveluihin ja tätä alleviivaa myös alkuvuonna 2021 toteutettu Juhola-yrittäjäkauppa. Palveluissa yhtiö tulee hakemaan strategiakaudella pääomakevyttä kasvua myös Rahastoliiketoiminnassa, jossa yhtiön tavoitteena on lanseerata uusia kiinteistösijoitusrahastoja ja erilaisia yhteissijoitusmuotoja. Strategiakaudella IH:n omaan taseen aktiivinen kierrättäminen tulee arviomme mukaan näyttelemään keskeistä roolia, sillä pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee hajauttamaan pääomia omasta taseesta erilaisiin yhteissijoitusmuotoihin (kiinteistörahastot ja yhteisytykset).

Hankekanta tarjoaa strategiakaudelle kasvupotentiaalia

IH kertoi viime syksyn pääomamarkkinapäivässä, että se tulee harkitsemaan strategiakaudella myös asuntorakennuttamisen aloittamista. Yhtiöllä on tällä hetkellä kaavoitettua tai kaavoitusvaiheessa olevaa asuntorakennusoikeutta noin 14.000 kerrosneliömetrin edestä ja arviomme mukaan tonttivarannot voisivat mahdollistaa

ulkomyyntihinnoin noin 60 MEUR:n kiinteistökehityshankkeiden toteuttamisen. Hankkeiden osalta rakennuttamis päätöksiä ei kuitenkaan ole vielä tehty. Pidämme mahdollisena, että asuntokehityshankkeet tullaan toteuttamaan strategian mukaisesti kumppanien kanssa erillisen kehitysyhtiön kautta. Näkemyksemme mukaan rakennusoikeuksien myynti voi myös tiettyjen hankkeiden osalta olla mahdollista.

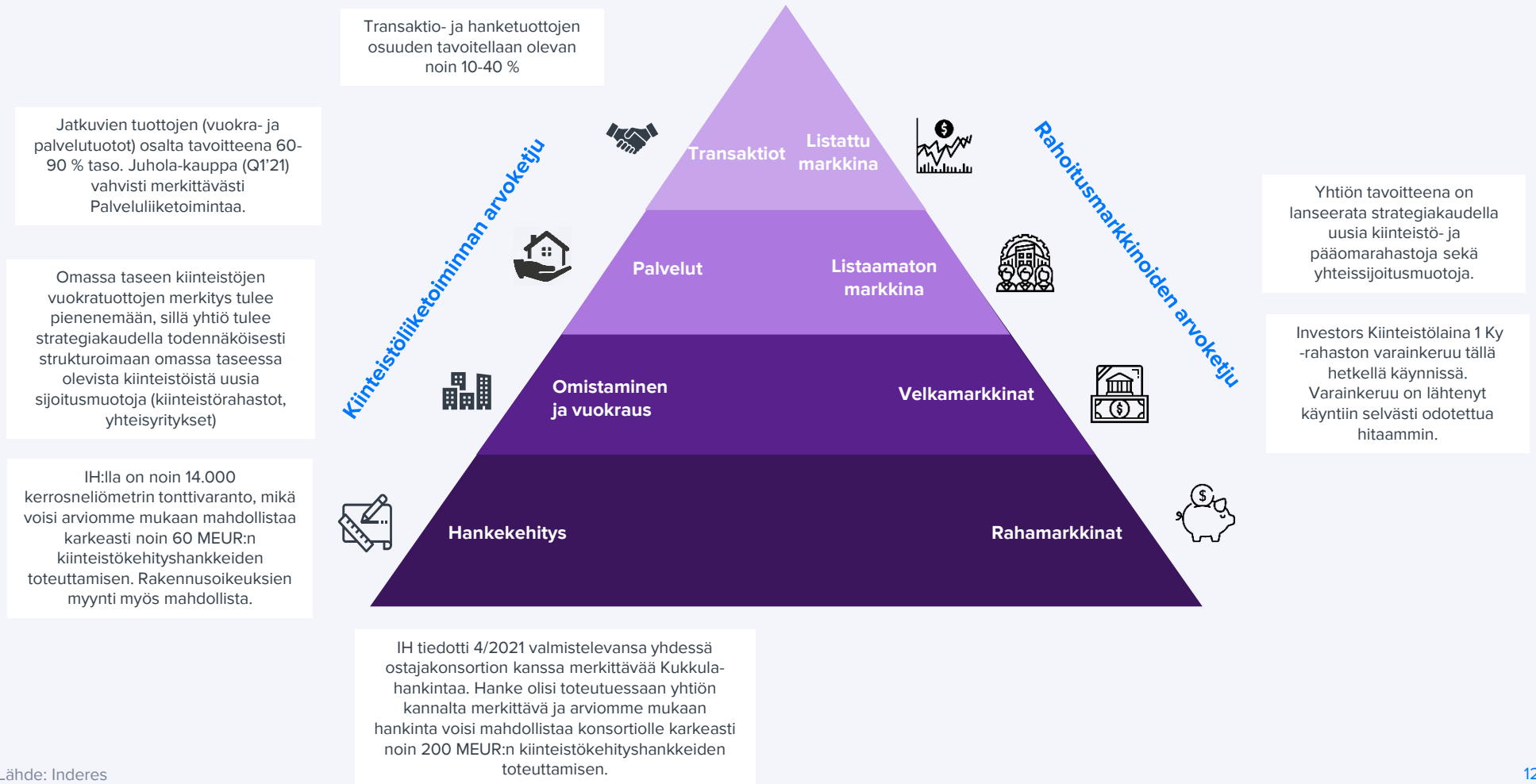
IH kertoi huhtikuussa 2021 valmistelevana yhdessä ostajakonsortion kanssa merkittävää 46 MEUR:n Kukkula-nimistä kiinteistöhankintaa, mikä olisi toteutuessaan IH:n kannalta merkittävä ja se voisi arviomme mukaan mahdollistaa konsortiolle karkeasti noin 200 MEUR:n kiinteistökehityshankkeiden toteuttamisen. Käsittelemme Kukkula-hanketta ja hankekantaa tarkemmin sivuilla 14-15.

Keskeisenä tavoitteena vuosittain kasvava osakekohtainen osinko

IH:n keskeisenä taloudellisena tavoitteena on uudella strategiakaudella osakekohtaisen osingon vuosittainen kasvattaminen (aik. 50-90 % jatkuvien toimintojen operatiivisesta tuloksesta). Osingon kasvattamiselle pohjaa luo strategian keskiössä oleva ennustettava tuottokehitys ja riittävä vakavaraisuus. IH on kasvannut osinkoaan nyt yhtä jaksoisesti kuuden vuoden ajan ja viime syksynä päivitetyn osinkopolitiikan myötä IH:n sijoittajaprofiili tulee muuttumaan aiempaa selvemmin ns. osinko-osakkeeksi. Tavoitellun vuosittain kasvavan osakekohtaisen osingon lisäksi omien osakkeiden ostot ovat myös jatkossa IH:lle mahdollinen voitonjaon muoto.

Strategia 2/2

Investors Housen Kiinteistökumppani-strategia



Kiinteistöt 1/3

Kiinteistöt-segmentti koostuu IH:n kokonaan tai osittain omistamista kiinteistöistä sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeista. IH:n kiinteistöportfolion käypä arvo oli vaihtomaisuuskiinteistöt ja osakkuusyhtiösijoitukset huomioiden Q1'21:n lopussa noin 59,2 MEUR. Tämän hetkiset omistukset käsittävät suoraan omistettuja asuntoja ja toimitilakiinteistöjä sekä osakkuus- ja yhteisyrityksiä. IH:n osakkuus- ja yhteisyritykset pitävät sisällään IVH Kampus Ky -kiinteistörahaston (omistusosuus 48 %) sekä IH:n 50 % omistaman asuntokehityshankkeita toteuttavan yhteisyritys IVH Asunnot Oy:n. Segmentin osakkuusyhtiöön lukeutui [marraskuuhun 2020](#) asti myös Ovaro Kiinteistösijoitus.

Oman taseen asunnot

IH:n oman taseen asunnot käsittävät 8 valmista kohdetta ja yhden asunto-osakeyhtiön tontin. Vuokrattava pinta-ala on noin 10.000 neliötä ja käypä arvo noin 22 MEUR. Kohteet sijaitsevat Helsingissä, Espoossa, Porissa, Tampereella, Sipoossa, Lahdessa ja Jyväskylässä. Asunnot on rakennettu pääosin vuoden 1995 jälkeen ja arvioimme, ettei niihin kohdistu merkittäviä peruskorjaustarpeita seuraavien 5-10 vuoden aikana. IH:n omistamien asuntojen vuokrausaste on ollut viime vuosina lähellä 100 % ja vuoden 2020 lopussa vuokrausaste oli 98 %.

Kaupalliset kiinteistöt

IH:n toimitilakiinteistöt koostuvat Tikkurilassa ja Jyväskylässä sijaitsevista toimistokiinteistöistä sekä Porissa sijaitsevasta hotelliikiinteöstä (40 % omistus alakonsernirakenteen kautta). Arvioimme mukaan näiden käypä arvo oli Q1'21:n lopussa noin

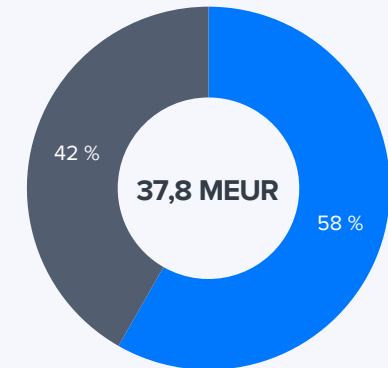
16 MEUR. Kaupalliset kiinteistöt arvostetaan ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan toimesta tyypillisesti joko neljännes- tai puolivuositain tuottoarvoperusteisesti ja vuoden 2020 lopussa ne oli arvostettu 9,03 % keskimääräisellä tuottovaatimuksella.

IH hankki Vantaan Tikkurilassa sijaitsevan toimistokiinteistön [lokakuussa 2019](#). Tikkurilan toimistokiinteistö on rakennettu 1990-luvulla ja se sijaitsee noin 850 metrin kävelymatkan päässä Tikkurilan juna-asemasta. Toimistokiinteistön vuokrattava pinta-ala on 7.347 neliötä ja kohde on tällä hetkellä käsityksemme mukaan täyteen vuokrattu.

Jyväskylässä sijaitseva VTT-talona tunnettu toimistokiinteistö tuli IH:n omistukseen [lokakuussa 2020](#) Ovaro-vaihtokaupan yhteydessä. Kaupassa vastapuolena oli IH:n HPJ:n määräysvaltaiyhteisö Royal House. Toimistokiinteistö sijaitsee Jyväskylän Rauhalahdessa noin 4 kilometrin päässä keskustasta ja sen vuokrattava pinta-ala on yli 7.000 neliötä. Kohde on käsityksemme mukaan täyteen vuokrattu.

IH:n kaupallisiin kiinteistöihin lukeutuu myös Porissa sijaitseva Koy Keskusväylä -niminen hotelliikiinteistö, jonka osakekannasta IH omistaa 40 % alakonsernirakenteen (Tuottokiinteistöt-rahaston) kautta. Julkisesti saatavilla olevan Tuottokiinteistöt-rahaston tilinpäätöksen mukaan hotellioperaattori päätti vuokrasopimuksen kiinteistössä maaliskuussa 2021 COVID 19 -pandemian aiheuttamasta majoituskysynnän laskusta johtuen. Rahasto kertoo etsivänsä kevään aikana hotelliin uutta vuokralaista. Pidämme myös kiinteistön myyntiä mahdollisena.

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q1'21:n lopussa



■ Asuinkiinteistöt ■ Kaupalliset kiinteistöt

Huom. Jakauma Inderesin arvio

Kiinteistöt 2/3

Osakkuusyhtiö IVH Kampus

IH omistaa 48 % sen hallinnoimasta IVH Kampus Ky - toimitilarahastosta. IVH Kampus yhdisteltiin aiemmin tytäryhtiönä IH:n konsernituloslaskelmaan ja -taseeseen, mutta kesäkuussa 2020 toteutetun [konsernirakennemuutoksen](#) jälkeen rahasto on käsitelty osakkuusyhtiönä.

IVH Kampus käsittää neljä eri toimistokiinteistöä Jyväskylältä sekä Skinnarilan toimistokampuksen Lappeenrannassa ja kiinteistöjen käypä velaton arvo on arviomme mukaan noin 60 MEUR. Jyväskylässä sijaitsevan neljän toimistokiinteistön yhteenlaskettu vuokrattava pinta-ala on noin 18.700 neliötä ja arvioimme käyttöasteen olevan karkeasti noin 94 % tasolla. Lappeenrannan Skinnarilan kampuksen vuokrattava pinta-ala on puolestaan noin 23.900 neliötä. Kampuksen käyttöaste oli rahaston tilinpäätöksen mukaan 2020 lopussa matalalla 72 % tasolla. Kohteen käyttöaste on tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin 78 %, kun historiassa vuokrausaste on vaihdellut tavanomaisesti 80-90 % välillä. Kohteen vajaakäyttöä selittää arviomme mukaan osaltaan viime vuonna tapahtunut Lappeenrannan Käräjäoikeuden poismuutto Skinnarilan väistötiloista uuden oikeustalon valmistumisen myötä.

Hankekanta

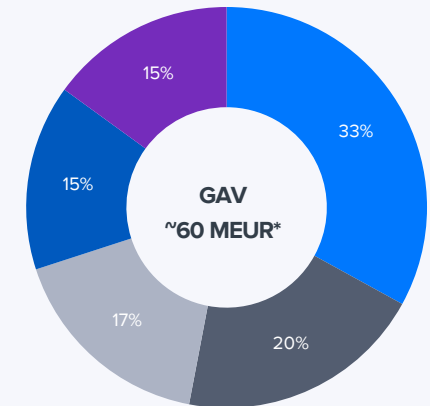
IH:lla on tällä hetkellä kolme eri kiinteistökehityskohdetta eri vaiheissa Helsingissä, Lappeenrannassa ja Vantaalla. Olemme arvioineet julkisista lähteistä saatavien tietojen perusteella, että hankekanta voisi mahdollistaa karkeasti lähes 60 MEUR:n kiinteistöhankeiden toteuttamisen. Helsingin Viikin kohteissa suunnitelmat ovat käsityksemme mukaan valmiita, mutta

rakentamispäätöstä ei ole vielä tehty. Lappeenrannan osalta asemakaava ja tontinjaon muutos sai lainvoiman maaliskuussa ja kohde on tällä tällä hetkellä suunnitteluvaiheessa. Lappeenrannassa rakentaminen voisi alkaa arviomme mukaan ensi vuoden puolella. Vantaan Tikkurilan osalta kaavatyo on käsityksemme mukaan vielä kesken ja arviomme mukaan kaavan vahvistaminen voisi tapahtua aikaisintaan vuoden jälkipuoliskolla. Huomautamme aikatauluun ja kaavan vahvistamiseen liittyvän kuitenkin luonnollisesti epävarmuutta.

IH kertoi huhtikuussa 2021 valmistelewansa osana konsortiota merkittävää noin 85.000 neliön [kiinteistökauppaa](#). Valmisteltavassa kaupassa konsortio ostaisi Keski-Suomen Sairaanhoidopiiriltä Jyväskylältä entisen keskussairaala-alueen rakennuksineen 46 MEUR:n kauppahinnalla. Kauppaan sisältyy myös Sisä-Suomen sairaala Äänekoskella. Keskussairaala-alue muodostuu säilytettävistä ja purettavista rakennuksista sekä mahdollisen kaavamuutoksen jälkeen syntyvästä uudesta rakennusoikeudesta.

Kaavamuutosta vaativa kehitysalue näyttölee kaupassa merkittävää roolia ja kaavamuutoksen valmistelun on määrä alkaa 2021 loppupuolella. Jyväskylän kaupunki on julkisten lähteiden perusteella kaavaillut alueelle alustavasti asuntorakennusoikeutta noin 60.000 kerrosneliömetrin edestä ja arviomme mukaan alueelle voitaisiin toteuttaa karkeasti noin 200 MEUR:n rakennushankkeet. Arvioimme kaavatyon kestävän vähintään noin kolme vuotta ja näin ollen rakentaminen alueella voisi alkaa aikaisintaan 2024. Kehityshanke olisi toteutuessaan IH:n mittakaavassa merkittävä ja tukisi yhtiön pidemmän aikavälin kasvunäkymiä.

IVH Kampuksen kiinteistösalvun jakauma



- Kampus Skinnarila
- Koy Jyväskylän Kävelykatu 37
- Koy Jyväskylän Vapaudenkatu 48-50
- Koy Jyväskylän Kävelykatu 18
- Koy Kauppakatu 18

Lähde: Rahastoyhtiön kotisivut
*2020 lopun tilanne

Kiinteistöt 3/3

Nykyisen tiedon valossa IH:n asuntokehityshankkeet voisivat totutuessaan heijastua ennusteisiimme aikaisintaan nykyisen strategiakauden loppupuolella. Koska rakentamispäätöksiä ei ole tehty, emme ole sisällyttäneet hankkeita toistaiseksi ennusteisiimme.

Rakennusoikeuksien myynti myös mahdollista

Sijoittajan on hyvä huomata, että IH:lla on rakennuttamisen sijaan luonnollisesti myös mahdollisuus myydä tontit ennen rakentamisen käynnistymistä. Yhtiön johto on myös viestinyt tämän olevan mahdollista. Rakennusoikeuksien myyntiä pidämme mahdollisena etenkin Tikkurilan asuntokehityshankkeen osalta. IH kertoi vuoden 2020 tilinpäätöksessä siirtäneensä kyseisen asuntokehityskohteen sijoituskiinteistöistä vaihto-omaisuuskiinteistöihin. IH ei ole avannut tarkemmin

asuntokehityskohteen tasearvoa, mutta arvioimme siirron vaihto-omaisuuskiinteistöihin tapahtuneen viime vuoden kolmannella neljänneksellä ja Q3'20-raportin perusteella arvioimme kehityskohteen tasearvon olevan noin 5,4 MEUR.

Rakennusoikeuden hinnoitteluun liittyy epävarmuutta, mutta arvioimme, että rakennusoikeuden myyntihinta voisi olla karkeasti noin 750-1000 euroa kerrosneliömetriltä, olettaen että kaava vahvistetaan. Edellä esitetty arvostus vastaisi noin 8,3-11,0 MEUR:n myyntihintaa. Vertailun vuoksi Vantaan kaupunki myi rakennusliikkeille kerrostalotontteja [huhtikuussa 2021](#) Vantaan Kivistössä ja Ylästössä 627-1152 euroa/kem2 arvostuksella. Mikäli oletamme Vantaan kaupungin ottavan mahdollisesta myyntivoitosta maankäyttömaksuna tyypillisen 35 %, olisi rakennusoikeuden myyntivoitto IH:lle edellä esitetyillä

oletuksilla nettona noin 1,9-3,6 MEUR.

Huomautamme, että rakennusoikeuden mahdolliseen myyntiin ja hinnoitteluun liittyy huomattavaa epävarmuutta ja esimerkiksi kaavoittaja eli Vantaan kaupunki voi määritellä arvonnousun ja tästä johdettavan maankäyttömaksun edellä esitetystä poikkeavalla tavalla. Epävarmuustekijöistä huolimatta pidämme esittämäämme haarukkaa mahdollisesta myyntivoitotasosta realistisena ja toteutuessaan myyntivoitto olisi IH:lle merkittävä (~5-10 % markkina-arvosta).

Investors Housen taseessa olevat keskeneräiset asuntokehityskohteet (Inderesin arvioita)

Hankkeet	Tontteja	Kohteen tyyppi	Asuinpinta-ala (m2)	Arvioitu neliöhinta	Omistusosuus	Hankekoke IH:lle
Tikkurilan asuntokehityshanke	n.a.	n.a.	9 075	5 000	100 %	45,4
IVH Kampus, Lappeenranta	n.a.	n.a.	2 400	3 000	49 %	3,5
Viiikki, Helsinki	3	2x ARA lyhyt, 1 n.a.	3 825	5 000	50 %	9,6
Yhteensä			15 300			58,5

Palvelut 1/3

IH:n Palveluliiketoiminta muodostuu 1) kiinteistö- ja osakerahastoja hallinnoivasta Investors House Rahastoista, 2) kiinteistövarallisuuden hoitamista ja johtamista koskevista palveluista eli Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy:stä (sis. OVV Asuntopalvelut) ja [maaliskuussa 2021](#) hankitusta Juhola Asset Managementista sekä 3) Lappeenrannassa Skinnerilan Kampuksella harjoitettavasta toimitilapalveluiden liiketoiminnasta. Segmentti sitoo vain vähän pääomaa ja sen toiminta on luonteeltaan asiantuntijapalvelujen liiketoimintaa.

Investors House Rahastot Oy

Investors Housen rahastoliiketoiminta muodostuu kiinteistö- ja osakerahastoja hallinnoivasta Investors House Rahastot Oy:stä. IH osti huhtikuussa 2018 enemmistöosuuden (67 %) vuonna 2009 perustetusta osinkosijoittamiseen keskittyneestä rahastoyhtiö Dividend Housesta. [Kesällä 2020](#) yhtiö hankki Dividend Housen kokonaan omistukseensa ja rahastoyhtiön nimi on tätä nykyä Investors House Rahastot Oy.

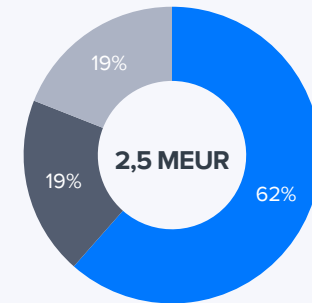
Rahastoyhtiön liikevaihto oli viime vuonna arviomme mukaan noin 1,5 MEUR, mikä vastaa noin 62 % osuutta koko Palvelut-segmentin liikevaihdosta. Yhtiön hallinnoitavat varat olivat laskelmiemme mukaan Q1'21:n lopussa kiinteistörahastojen velkaosuudet huomioiden noin 85 MEUR. Rahastoista merkittävin on IVH Kampus Ky -kiinteistörahasto jonka GAV on arviomme mukaan noin 60 MEUR. Osakerahastojen hallinnoitavat varat (NAV) olivat puolestaan Q1'21:n lopussa noin 25,1 MEUR ja Tuottokiinteistöt-rahaston (GAV) 2,9 MEUR.

Vaikka IH on kyennyt kasvattamaan rahastoliiketoimintaa Dividend Housen hankinnan

jälkeen, ovat näytöt uusien tuotelanseerausten saralla jääneet IVH Kampus Ky -rahastoa lukuunottamatta mielestämme vaatimattomiksi. Hallinnoitavan varallisuuden kehitys on ollut heikkoa erityisesti osakerahastoissa, sillä niiden pääomat ovat huhtikuussa 2018 tapahtuneen DH-hankinnan jälkeen laskeneet 50 % nykyiseen 25,1 MEUR:oon. Kehitys on heikkoa, etenkin kun huomioidaan kyseisen ajanjakson erittäin vahva osakemarkkinakehitys. Näkeyksemme mukaan IH:lla ei ole osakerahastojen hoitamisessa oleellisia kilpailuetuja ja ne ovat muutenkin varsin kaukana yhtiön ydinosaamisesta. Mielestämme IH:n tulisikin harkita osakerahastoista luopumista.

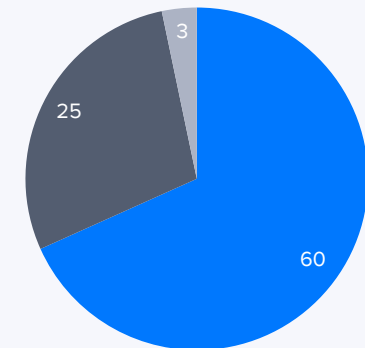
IH:n [Tuottokiinteistöt-erikoissijoitusrahaston](#) lanseerausta voidaan pitää mielestämme myös epäonnistuneena. Rahaston sijoitustoiminta käynnistyi joulukuussa 2019, kun IH sijoitti rahastoon apporttina kaksi hotellikiinteistöä ja IH:n toimitusjohtaja ja HPJ puolestaan Ikaali Invest Oy:n osakekannan. Rahaston sijoitusfilosofiana on sijoittaa korkean vuokratassavirran kiinteistökohteisiin. Rahasto oli tuotteena lähtökohtaisesti mielenkiintoinen, sillä vastaavia rahastoja ei käsityksemme mukaan ollut tuolloin laaja-alaisesti etenkin yksityissijoittajien saavutettavissa. Rahaston perustaminen tapahtui jälkikäteen katsottuna kuitenkin huonoon ajankohtaan, sillä koronapandemia iski vuonna 2020 voimakkaasti hotelli- ja matkailuun ja tällä on osaltaan ollut selvä vaikutus rahaston tuottokehitykseen (tuotto perustamisesta -29,7 %). Näkemyksemme mukaan rahaston sijoitustoiminta on ollut myös tietyiltä osin epäonnistunutta ja esimerkiksi rahaston kokoluokka (kolme kiinteistöä) jäi hajautusmielessä mielestämme liian pieneksi.

Palvelut-segmentin liikevaihtojakauma 2020
(Inderes arvio)



- Investors House Rahastot
- IH Kiinteistövarallisuudenhoito
- IVH Kampus palveluliiketoiminta

Hallinnoitavat varat (MEUR) Q1'21



- IVH Kampus Ky
- Osakerahastot
- Tuottokiinteistöt

Palvelut 2/3

Tuottokiinteistöt-rahasto myi viime vuoden joulukuussa [Kotkan hotellikiinteistön](#) ja maaliskuussa 2021 [Ikaalisten kylpylän](#). Myyntien jälkeen rahastossa on jäljellä enää yksi kiinteistökohte. Meillä ei ole käsitystä IH:n aikeista rahaston suhteen, mutta mielestämme on selvää, että rahaston historiallisella tuottokehityksellä ja sen nykyisellä profiililla uusmyynti tulee olemaan hyvin vaikeaa.

IH tiedotti alkuvuonna 2020 lanseeraavansa uuden lainarahaston. Rahaston tavoitekoko on noin 150 MEUR ja se on suunnattu instituutioasiakkaille. Rahasto sijoittaa pääomat vieraan pääoman ehtoisesti ja vakuuksin katetusti kiinteistöhankeisiin lyhyellä maturiteetilla, keskittyen vakavaraisten ja ammattimaisten hankekehittäjien sekä rakennuttajien kehitys- ja rakennusaikaiseen rahoitukseen. Rahasto sai markkinointiluvan [lokakuussa 2020](#) ja varainkeruu on lähtenyt liikkeelle selvästi odotuksiamme tahmeammin, eikä yhtiö ole esimerkiksi tiedottanut tyypillisesti tehtävistä väliclosingeista. Myös yhtiön johto totesi [Q1-tulossaastattelussa](#), että rahaston ylösajo on ollut tähän mennessä pettymys.

Lainarahaston markkinointiluvan saannin yhteydessä rahastoyhtiön toimilupa laajeni ja yhtiö voi käsityksemme mukaan jatkossa tarjota perinteisten sijoitus- ja kiinteistörahastojen lisäksi asiakkailleen myös pääomarahastoja. Uskomme, että yhtiö tulee lähivuosina päivitetyn strategiansa mukaisesti lanseeraamaan useita uusia kiinteistörahastoja sekä erilaisia kanssasijoitusmuotoja (esim. yhteisyritykset). Yhtiö on vahvistanut rahastoliiketoimintaa rekrytoinneilla ja uusia vaihtoehtoisia sijoitustuotteita tullaan suuntamaan käsityksemme mukaan erityisesti

instituutioille.

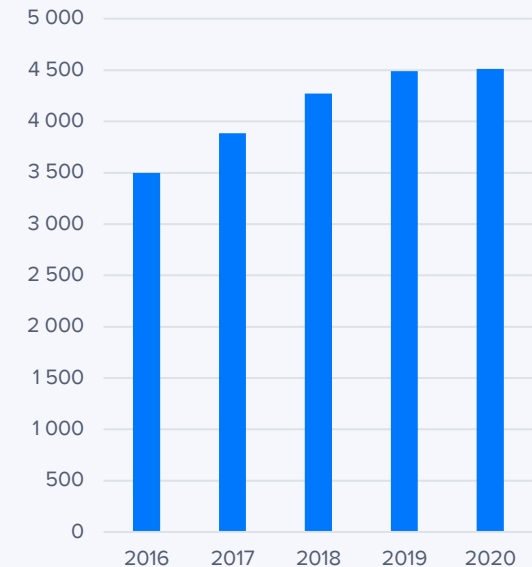
Kiinnostus kiinteistörahastoja ja muita vaihtoehtoisia sijoitustuotteita kohtaan on kasvanut mm. matalan korkoympäristön myötä merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana. Kasvanut sijoittajakysyntä on luonnollisesti luonnut myös uutta tarjontaa ja sijoittajien saataville on tullut laaja valikoima eri kiinteistötyyppeihin sijoittavia ja erilaisilla strategioilla toimivia rahastoja. Esimerkiksi Suomen Pankin tilastojen mukaan Suomeen oli 2020 lopussa rekisteröitynä 35 kiinteistörahastoa, kun vuonna 2011 rahastoja oli seitsemän. Uusissa tuotteissa onnistuminen edellyttääkin, että IH kykenee erottautumaan tuotteillaan jollain tavalla jo olemassaolevasta tarjonnasta. Tietynä erottautumistekijänä toimii osaltaan se, että IH hoitaa itse kiinteistöjen hallinnoinnin ja se myös itse sijoittaa suoraan omiin rahastoihinsa (rahastomanagerin sijoittaminen omiin tuotteisiin ei ole kuitenkaan poikkeuksellista).

Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy

Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy palvelee yritys- ja yksityisasiakkaita tarjoten mm. kiinteistökauppoja, rahoitusjärjestelyjä, kiinteistöjohtamista, isännöintiä ja taloushallintoa sekä vuokravälitystä koskevia palveluja. Arviomme mukaan tytäryhtiön liikevaihto oli viime vuonna karkeasti noin 0,5 MEUR.

Liiketoiminnan rungon muodostaa 2015 liiketoimintakaupalla hankittu Investors Housen Management-liiketoiminta, jota on sittemmin laajennettu ja täydennetty mm. 2016 franchise-mallilla toimivan OVV-ketjun hankinnalla. IH omistaa myös suoraan OVV:n pk-seudun toimipisteen.

OVV-ketjun vuokrausvolyymien kehitys (kpl)



Palvelut 3/3

OVV:lla on toimipiste 12 eri kaupungissa ja se solmi viime vuonna 4.512 vuokrasopimusta. Lisäksi OVV:n tarjontaan kuuluvat myös asuntosijoittajille tarjottavat kokonaispalvelusopimukset.

IVH Kampuksen palveluliiketoiminta

IVH Kampuksen palveluliiketoiminta perustuu kampuksen aikaisemman omistajan Technopoliksen konseptiin ja se käsittää mm. aulapalvelut, siivouksen ja catering-toiminnot. Lisäksi kampuksen managerointi käsittää sen vuokralaishallinnon. IVH Kampus laajentui Jyväskylään vuonna 2018, ja se hoitaa myös näiden Jyväskylän kiinteistöjen hallinnon. IVH Kampuksen liikevaihto on käsityksemme mukaan hyvin pitkälti jatkuvaa ja arviomme mukaan liikevaihtotaso oli viime vuonna noin 0,5 MEUR.

Juhola Asset Management

IH [tiedotti](#) maaliskuussa 2021 ostavansa Juhola Asset Managementin koko osakekannan. 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 manageerauksen 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 988 TEUR. Juholan liikevaihto ja -tulokset tekivät toukokuussa 2020 päättyneellä tilikaudella selvän tasonkorjauksen, sillä julkisista lähteistä

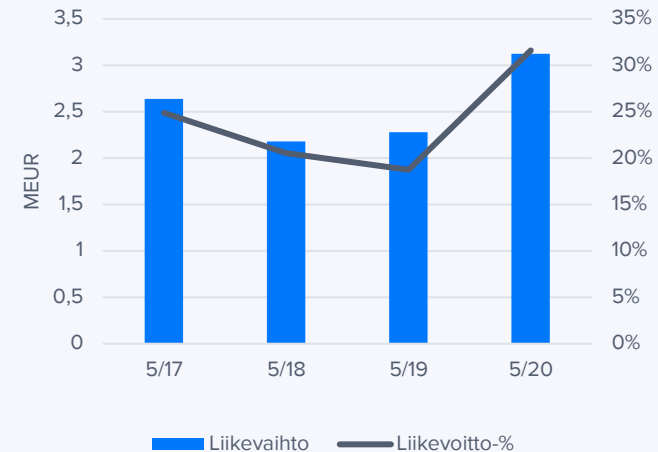
saatavien tietojen perusteella yhtiön liikevaihto kasvoi noin 37 % ja liiketulos yli kaksinkertaistui vertailukaudesta.

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.

Näkemyksemme mukaan Juholan hankinta istuu kokonaisuudessaan erinomaisesti IH:n päivitettyyn strategiaan. Pällekkäisyyksiä yhtiöillä on käsityksemme mukaan vain vähän ja näkemyksemme mukaan Juholan vahva toimitilapuolen manageerausosaaminen täydentää erinomaisesti IH:n omaa asunomanageeraus- ja vuokraustoimintaa. Uskommekin, että IH:lla on hyvät edellytykset saavuttaa yrityskaupasta pidemällä aikavälillä selkeitä myyntisynergioita yhtiöiden palvelutarjontaa yhdistämällä. Näemme myös yhtiöiden pitkän kokemuksen ja paikallisuuden olevan kilpailutekijä etenkin kv-sijoittajien uusasiakashankinnassa.

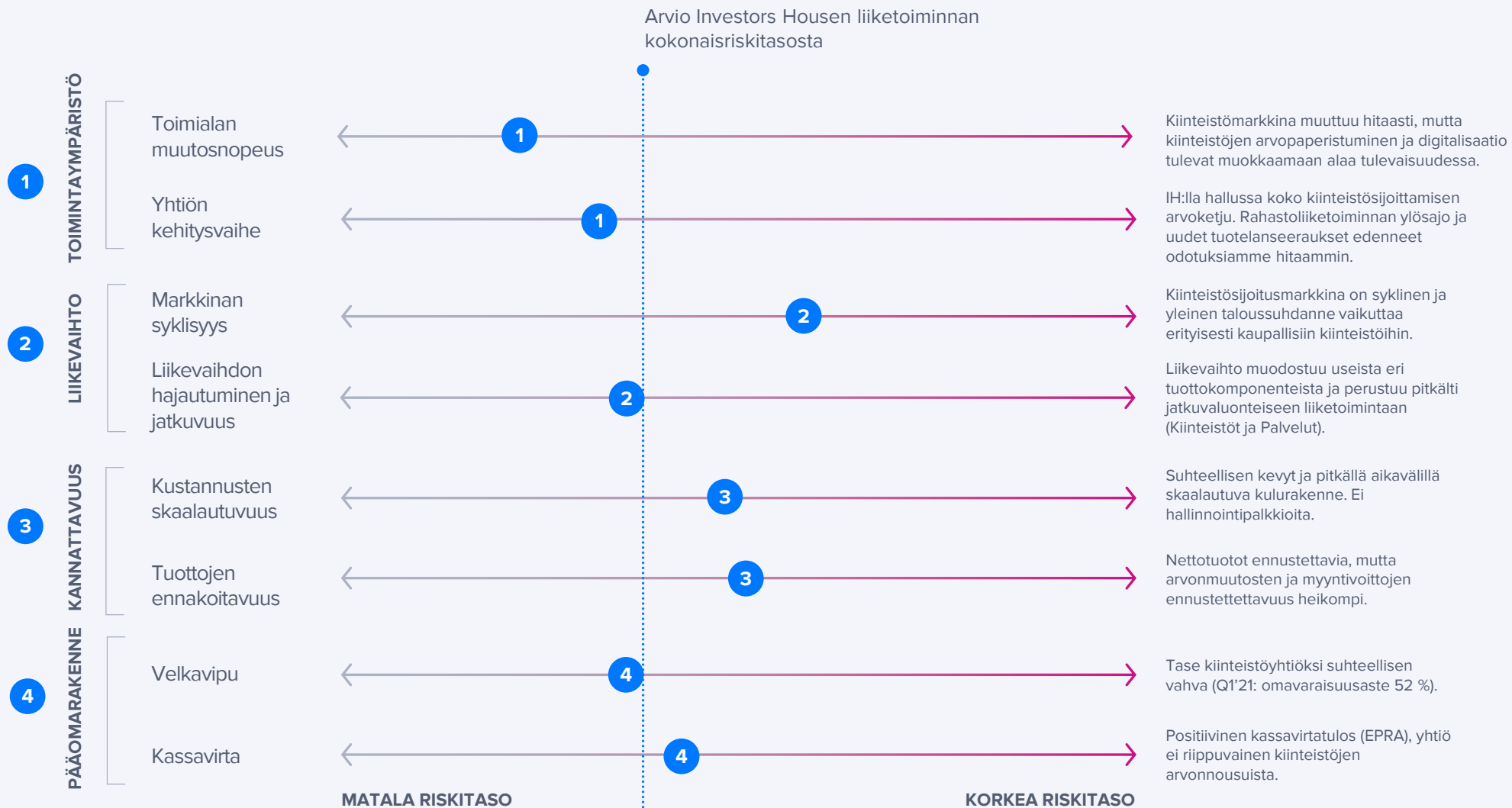
IH:n Juholasta maksama velaton kauppahinta (EV) on noin 4,5x oikaistu keskimääräinen käyttökate ajalta 6/2019-5/2022. Kaupan arvostuskertoimet ovat mielestämme huokeat ja ne laskevat osaltaan järjestelyyn liittyvää riskitasoa.

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



Lähde: IH ja julkisesti saatavilla olevat tilinpäätöstiedot

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kiinteistöliiketoiminnan ja finanssimarkkinoiden arvoketjuissa toimiminen monipuolistaa ansaintalähteitä

2.

Palveluliiketoiminta tarjoaa selkeää ja pääomakevyttä kasvupotentiaalia

3.

Taloudellisesti sitoutunut johto ja yrittäjämäinen toimintatapa

4.

Hankeputki tarjoaa huomattavaa potentiaalia pidemmällä aikavälillä

5.

Osingolla sijoittajatarinassa keskeinen rooli

Potentiaali



- Kiinteistövarallisuudenhoidon kasvu
- Juhola-yrityskauppa
- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Hankekanta, kiinteistö- ja yrityskaupat

Riskit



- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät yleiset riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu

Markkinakatsaus 1/4

IH:n sijoitusten suurin paino on toimistokiinteistöissä ja asunnoissa, joten käsittelemme tässä katsauksessa lyhyesti näiden markkinoiden näkymiä.

Taloudsodotuksissa vahvaa elpymistä

Suomen kansantalouden elpymisodotukset ovat viime kuukausina vahvistuneet vuoden 2020 jälkipuoliskon odotettua paremman talouskehityksen sekä pandemiatilanteen helpottumisen myötä ja talouskasvun odotetaan Suomessa vahvistuvan vuoden jälkipuoliskolla, kun rokotekattavuuden kasvaessa yhteiskuntaa päästään jälleen avaamaan.

Finanssiala ry:n kokoamien talousennusteiden mukaan keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen BKT:n kasvavan vuosina 2021-2022 keskimäärin noin 2,9-2,3 % vauhtia ja vuonna 2023 kasvuvauhdin odotetaan tasaantuvan keskimäärin noin 1,5 % tasolle. Kuluttajahintojen kehityksen odotetaan olevan maltillista ja keskeiset ennustelaitokset odottavat inflaation olevan lähivuosina noin 1,2-1,5 % tasolla.

Transaktioaktiiviteetti on ollut viime vuosina vilkasta

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Suomessa viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta ja kauppavolyymit ovat viime vuosina ylittäneet finanssikriisiä edeltäneen 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tason. Vuonna 2020 transaktiovolyymit laskivat kuitenkin koronandemian seurauksena ja KTI:n mukaan suurempia kiinteistökauppoja tehtiin viime vuonna 5,6 mrd. euron edestä (2019: 6,3 mrd.) Transaktioaktiiviteetti piristyi kuitenkin asteittain viime vuoden loppupuolella ja sijoittajakysynnän

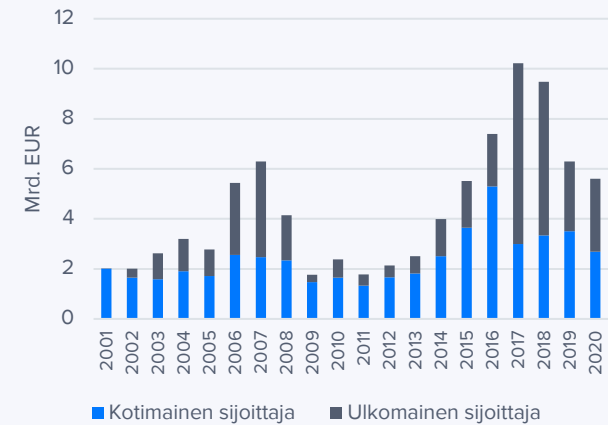
odotetaan jatkuvan vahvana myös kuluvana vuonna.

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa on viime vuosina tukenut historiallisen alhainen korkotaso, minkä myötä kiinteistöistä on tullut aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja pääomat ovat siirtyneet korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja laskenut niiden tuottovaateita. Tilanne on korostunut etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä prime-kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaatimukset ovat jo laskeneet absoluuttisesti mataliksi.

Sijoittajakysyntä painottuu prime-kohteisiin

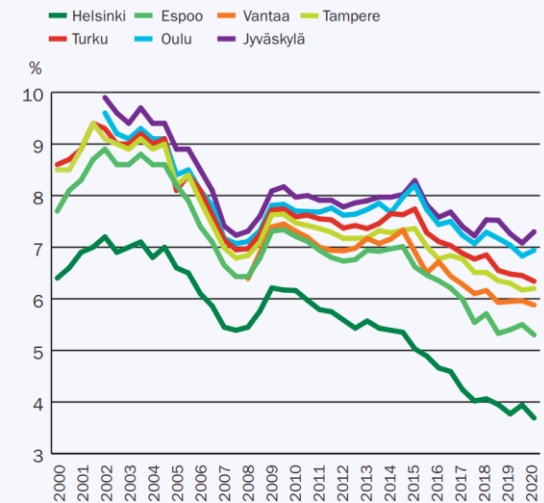
Koronan aiheuttama talousshokki heijastui viime vuoden alkupuoliskolla nostavasti toimistokiinteistöjen tuottovaatimuksiin. Vuoden loppua kohti mentäessä tuottovaateissa nähtiin kuitenkin jälleen laskua ja KTI:n mukaan vuoden lopussa Helsingin ydinkeskustan keskimääräinen prime-tuottovaatimus laski 3,7 %:iin (2019: 3,8 %). Viimeisimmän RAKLI-KTI:n toimitilabarometrin mukaan koronakriisi on kasvattanut tasaisen kassavirran kohteiden suosiota ja korostanut riskillisempiin kohteisiin liittyvää epävarmuutta ja vaikeampaa myytävyyttä. KTI:n mukaan riskipreemiot Helsingin ydinkeskustan ja muiden markkinoiden toimistokiinteistöjen välillä ovatkin monin paikoin jopa korkeampia kuin ennen koronakriisiä.

Kiinteistötransaktiovolyyymi Suomessa



Lähde: KTI

Toimistokiinteistöjen prime-tuottovaatimusten kehitys suurimmissa kaupungeissa



Lähde: KTI

Markkinakatsaus 2/4

Toimistovuokramarkkinalla odotukset käyttöasteiden ja vuokrakehityksen osalta heikkeneviä

Toimistomarkkinan tilakysyntään vaikuttavat lyhyellä aikavälillä erityisesti yleinen talouden kehitys, työpaikkojen määrä, työttömyysaste sekä yritysten yleinen luottamus talouteen. Pitkällä aikavälillä tilakysyntään vaikuttavat myös mm. tilatarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Nämä kysyntätekijät yhdessä tarjonnan kanssa ajavat osaltaan toimistokiinteistömarkkinoiden käyttöasteita ja vuokratasoja. Inflaatio on näiden lisäksi vuokratasoihin olennaisesti vaikuttava tekijä, sillä tyypillisesti toimistokiinteistöjen vuokrasopimukset ovat inflaatioidottuja.

KTI:n mukaan viime vuosina toimistovuokramarkkinoilla vuokrakehityksessä tunnusomaista on ollut polarisaatio ns. prime- ja secondary-toimistojen välillä ja toimistotilojen laadukkuudella on yhä suurempi vaikutus kohteiden vuokratasoihin ja käyttöasteisiin. KTI odottaa polarisaation koronaviruspandemian myötä kiihtyvän entisestään. KTI:n kevään 2021 markkinakatsauksen mukaan toimistovuokramarkkinoilla odotukset ovat lähes kaikilla markkina-alueilla vuokrakehityksen sekä käyttöasteiden osalta heikkeneviä.

Asuntojen hintakehitys on ollut vaisua viime vuodet

Suomessa vanhojen osakeasuntojen hintakehitys on ollut viime vuosina koko maan tasolla varsin

vaisua ja maan tasolla hintakehitystä on kannatellut lähinnä pk-seudun ja kasvukeskusten vahva vire. Tilastoista näkyikin selvästi asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Esimerkiksi pk-seudulla vanhojen osakeasuntojen nimellisten neliöhintojen keskinousu (CAGR) oli 2015-2020 välillä keskimäärin +3,0 % vuosittain, kun muualla Suomessa nimelliset neliöhinnat ovat polkeneet paikallaan (-0,01 % p.a.). Taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuneet kysyntämuutokset.

Asuntojen peruskysyntätekijät edelleen positiiviset

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotasossa, kuluttajaluottamuksessa, rahoituksen saatavuudessa ja sijoittajien tuottovaatimuksissa tapahtuvat muutokset.

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkiseudun kotoon ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokykyä tukee myös matala korkotaso ja Euroopan matalimmat asuntolainamarginaalit. Asuntokauppa onkin käynnynyt Suomessa suurissa kaupungeissa viime kuukausina poikkeuksellisen vilkkaana.

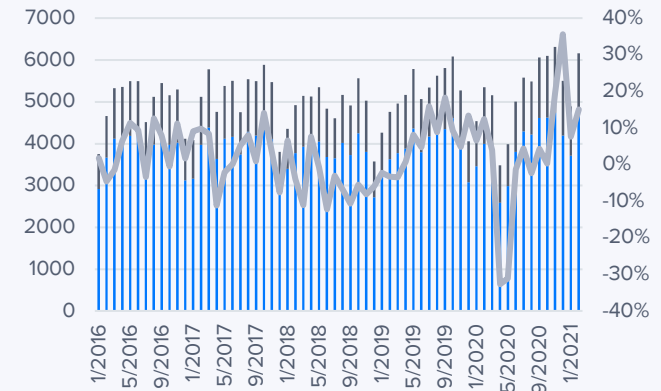
Kuluttajaluottamus ja asunnonostoaikheet



— Asunnon ostoaikeus 12 kk:n sisällä, % kuluttajista (vas.)

— Kuluttajien luottamusindikaattori (oik.)

Vanhojen osakeasuntojen kauppamäärien kehitys



■ Muu Suomi ■ Pk-seutu — Muutos v/v

Lähde: Tilastokeskus, Kiinteistönvälittäjien tilastot

Markkinakatsaus 3/4

Myös sijoittajakysynnän voidaan odottaa säilyvän vahvana, sillä vuokra-asunnot mielletään nykyisessä markkinaympäristössä verrattain vakaaiksi ja riskittömiksi sijoituskohteiksi. RAKL:n viime syksyn vuokra-asuntobarometrissa kaikkien sijoittajaryhmien arvioitiinkin kasvattavan vuokra-asuntosijoituksiaan seuraavan vuoden aikana.

Vaikka asuntojen prime-nettotuottovaatimukset ovat painuneet historiallisen alhaisiksi, ovat tuottotasot edelleen kilpailukykyisiä muiden Pohjoismaiden vastaaviin nähden, mikä osaltaan tukee sijoittajakysyntää. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet KTI:n tilastoissa kaikista kiinteistösisijoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,6 %.

Uudistuotanto keskittyy kasvukeskuksiin, hintakehitys jatkaa eriytymistään

Asuntorakentaminen piti koronakriisissä pintansa selvästi pelättyä paremmin ja asuntoaloitukset nousivat viime vuonna lähes 41 000 kappaleeseen, kun asuntokauppa kävi poikkeuksellisen vilkkasti. RT arvioi viimeisimmässä suhdannekatsauksessaan asuntorakentamisen pysyvän myös alkaneena vuotena hyvällä tasolla, mutta asuntoaloitusten ennakoidaan laskevan noin 10 % 37.000 asuntoon. Asuntotarjontaa vähentävät kuluvana vuonna viime vuosien korkeat aloitusmäärät, lainsäädäntömuutokset sekä tonttien ja rahoituksen saatavuus. Uudistuotannon odotetaan keskittyvän jatkossa entistä

voimakkaammin suurempiin kasvukeskuksiin.

Hypo ennustaa asuntojen hintojen nousevan Suomessa vuonna 2021 koko maan tasolla noin 1,5 %. Hypo ennustaa kuitenkin hintakehityksen jatkavan viime vuosina nähtyä voimakasta polarisoitumistaan pk-seudun, Turun ja Tampereen vetäessä hintakehitystä ja kauppamääriä. Koko maan tasolla Hypo ennustaa asuntojen hintakehityksen kääntyvän laskuun (-0,5 %) vuonna 2022.

Vuokrien vahvin nousuvauhti taittunut

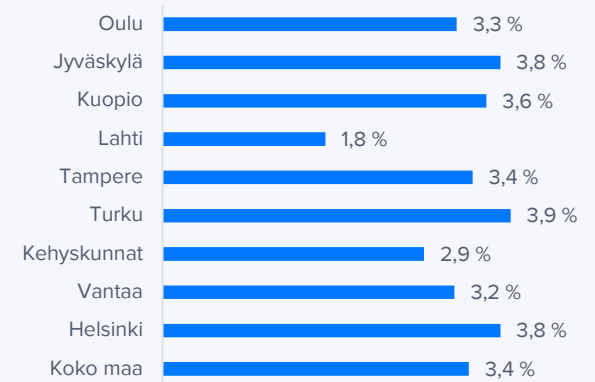
Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun ja kaupungistumisen myötä. Tilastokeskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat nousivat viime vuonna koko maan tasolla 1,0 %. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat 1,3 %, kun muun Suomen osalta päästiin 0,8 %:iin.

Vuokrakehitysnäkymät ovat kuitenkin painuneet viime kuukausina erityisesti pk-seudulla, jossa vuokra-asuntojen tarjontaa on kasvattanut viime vuosien vilkas rakentaminen sekä Airbnb-asuntojen siirtyminen pidempiaikaiseen vuokramarkkinaan. Pienempiä vuokra-asuntoja on tällä hetkellä vapaana myös paljon erityisesti opiskelijakaupungeissa, joissa etäopiskelu ja etätö on vähentänyt vuokra-asuntojen kysyntää. Pellervon Taloustutkimus PTT ennustaa uusimmassa asuntomarkkinakatsauksessaan vapaarahoitteisten asuntojen neliövuokrien nousevan koko maan tasolla kuluvana vuonna noin 1,4 %.

Asuinrakennusten tarjonta Suomessa (kpl, liukuva 12 kk)

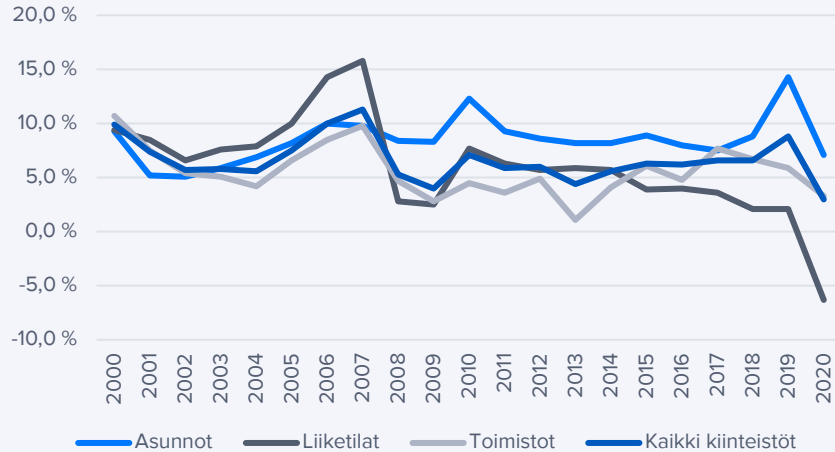


Vapaarahoitteisten asuntojen neliövuokrien kehitys 2015-2020 välillä (CAGR-%)



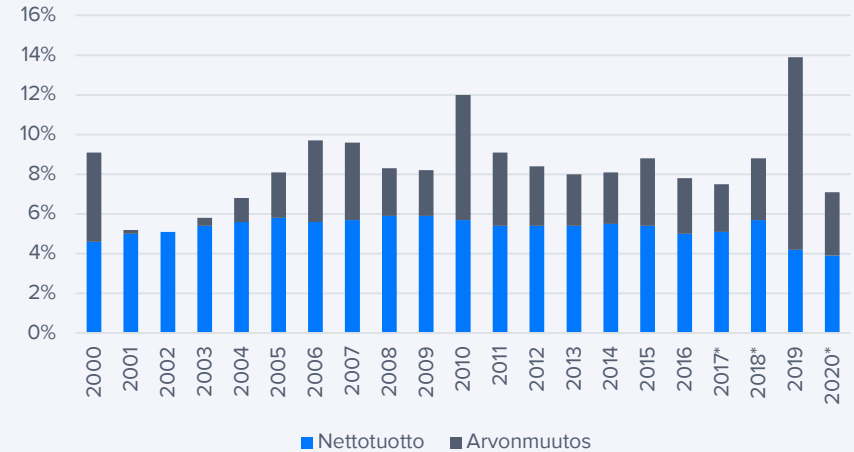
Markkinakatsaus 4/4

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



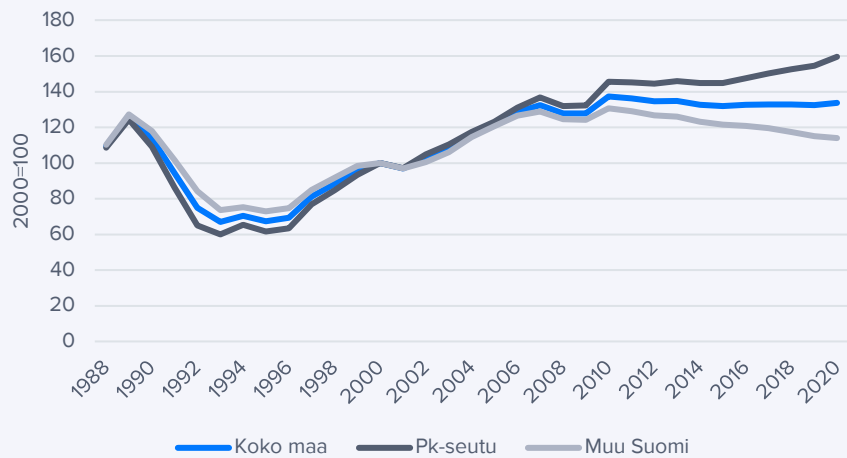
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



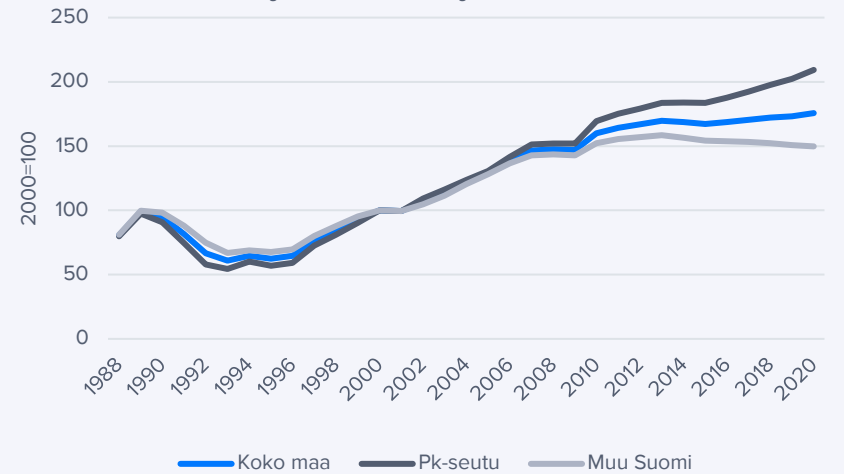
Lähde: KTI, 2017*, 2018* ja 2020* jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhon osakeasuntojen reaali hinnat



Lähde: Tilastokeskus

Vanhon osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

Ennusteet 1/2

Kiinteistöt-segmentin ennusteet

Kiinteistöt-segmentin osalta ennusteidemme lähtökohtana toimii puhtaasti IH:n nykyinen kiinteistöportfolio, sillä emme mallinna mahdollisia uusia kiinteistöhankintoja tai -myyntejä emmekä mahdollisia tulevia kiinteistökehityshankkeita.

Odotamme IH:n kiinteistöjen käyttöasteiden säilyvän lähivuosina asuntojen osalta verrattain vakaina. Toimistokiinteistöjen osalta odotamme Tikkurilan toimistokiinteistön vajaakäytön kasvavan lyhyellä aikavälillä toimistovuokramarkkinan yleistä tilannetta (s. 22) heijastellen. VTT-talon käyttöasteen odotamme säilyvän lähivuosina nykyisellä tasolla ja kohde on käsityksemme mukaan hiljattain uudelleenvuokrattu useamman vuoden mittaisella sopimuksella. Porin hotellikiinteistön osalta oletamme, että yhtiö kykenee löytämään kiinteistöön uuden vuokralaisen vuoden loppupuolella.

Kokonaisuudessaan ennustamme IH:n kiinteistöjen nettotuototon asettuvan lähivuosina noin 2,2-2,4 MEUR:n tasolle. Vuosien 2021-2022 välillä nähtävää nettovuokratuottojen kasvua selittää odotammamme Porin hotellikiinteistön uudelleenvuokraus sekä Ikaalisten kylpylän hoitokulujen poistuminen (näkyivät hoitokuluissa vielä Q1'21). Kiinteistöt-segmenttiin kuuluvien osakkuusyhtiöiden eli IVH Kampuksen ja IVH Asuntojen tulosvaikutuksen arvioimme olevan lähivuosina noin 1,3-1,5 MEUR.

Palvelut-segmentin ennusteet

Odotamme IH:n Palveluliiketoiminnalta lähivuosina selvää kasvua. Kasvua ajaa ennusteissamme etenkin Q1'21:llä toteutetun Juhola-yrityskaupan

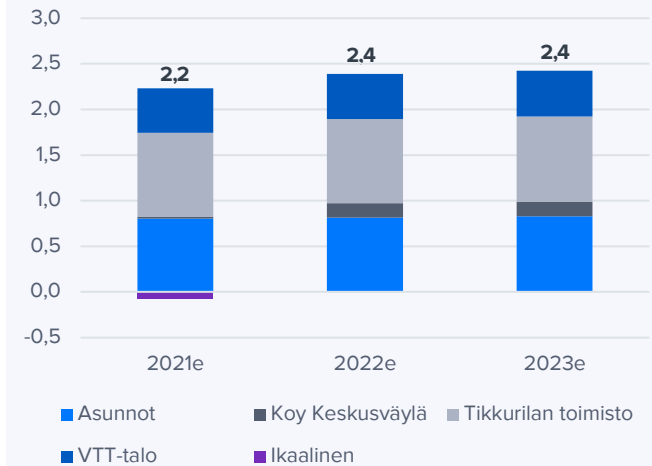
tuomat epäorgaaniset vaikutukset. Muilta liiketoiminnoilta odotamme pääosin tervettä orgaanista kasvua.

Juhola heijastuu ennusteisiimme täysimääräisesti Q2'21-jaksosta lähtien ja ennustamme yhtiön yltävän kuluvana vuonna kokonaisuudessaan noin 2,4 MEUR:n liikevaihtoon ja noin 0,6 MEUR:n liiketulokseen. Juholan kasvunäkymät ovat näkemyksemme mukaan lähivuosille hyvät ja vuonna 2022 ennustamme yhtiöltä hieman alle 3,4 MEUR:n liikevaihtoa, mikä vastaa karkeasti ja vertailukelpoisesti noin 13 % kasvua vuoteen 2021 nähden.

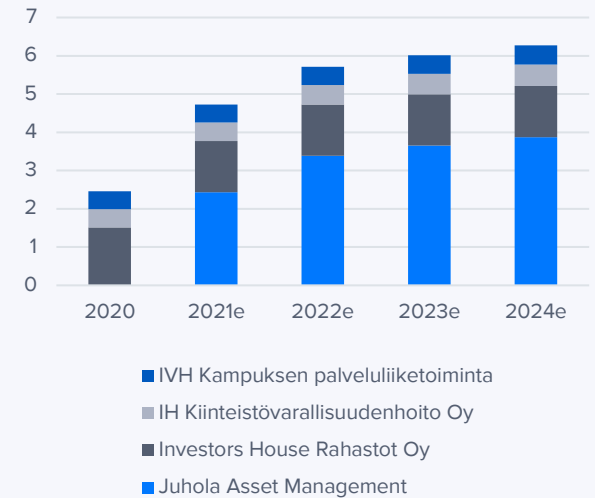
Rahastoliiketoiminnan osalta olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteita selvästi aiempaa varovaisemmiksi, emmekä ole enää sisällyttäneet ennusteisiimme odotuksia mahdollisista uusista tuotteista. Näin ollen emme tällä hetkellä ennusta hallinnoitavaan varallisuuteen lähivuosina oleellista kasvua ja liikevaihtoennusteet pohjautuvat nykyisten tuotteiden tuottamaan palkkiovirtaan. Näkemyksemme mukaan varovaisuus ennusteissa on Rahastoliiketoiminnan osalta perusteltua, sillä yhtiön näytöt uusista tuotelanseerauksista ovat IVH Kampus Ky -rahastoa lukuun ottamatta suhteellisen vaatimattomia ja esimerkiksi uuden Lainarahaston varainkeruu on sujunut selvästi odotuksia hitaammin.

Näkemyksemme mukaan Palvelut-segmentin lähivuosien ennusteissa suurin epävarmuus liittyy nimenomaan Rahastoyhtiön uusmyyntipotentiaaliin ja mikäli yhtiö onnistuisi lähivuosina uusien tuotteiden ylösajossa, olisi ennusteissamme selvää nousupainetta.

Kiinteistöjen ennustettu nettotuotto (MEUR)



Palveluiden liikevaihtoennusteet (MEUR)



Huom. 2020 liikevaihtojakauma Inderes arvio

Ennusteet 2/2

Investors Housen Kiineistövarallisuudenhoidolta

odotamme lähivuosina tervettä noin 5 % kasvua etenkin OVV:n asuntosijoittajille suunnattujen palveluiden kysynnän kasvun myötä.

IVH Kampuksen palveluliiketoiminnan kehitys on ollut viime vuosina käsityksemme mukaan hyvin vakaata ja odotamme liikevaihdon kasvavan lähivuosina noin 2 % vuosivauhtia.

Kokonaisuudessaan odotamme Palvelut-segmentin liikevaihdon nousevan tulevina vuosina noin 6 MEUR:n tasolle ja liikevoiton asettuvan vuosina 2021-2024 noin 1,7-1,9 MEUR:oon (2020: 0,8 MEUR). Kuluva vuonna ennusteissamme nähtävää marginaalilaskua selittää pitkälti vertailukaudelle 2020 ajoittuneet Lainarahaston järjestelypalkkiot ja Q1'21:lle kirjatut Juhola-kaupan kertakulut (0,1 MEUR).

Odotamme operatiivisen tulokseen lähivuosina selvää tasokorjausta

Kokonaisuudessaan ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina selvästi ja ennustamme EPRA-tuloksen asettuvan vuosina 2021-2024 noin 2,8-3,5 MEUR:oon (2020: 2,1 MEUR). Ennustamamme tulosparannuksen taustalla on Juhola-yrityskaupan tuoma tuloskontribuutio, muiden liiketoimintojen terve orgaaninen kasvu sekä kasvun mukana asteittain skaalautuvat hallintokulut. Huomautamme, että ennustemme perustuvat puhtaasti IH:n nykyrakenteiseen liiketoimintaan ja mahdollisilla kiinteistöjärjestelyillä tai kehityshankkeilla voisi toteutuessaan olla huomattaviakin vaikutuksia ennusteisiin.

Osinko pysyy kasvu-uralla

Ennustamme IH:n osingon pysyvän lähivuosina

kasvu-uralla ja ennustamme yhtiön jatkavan osinkonsa kasvattamista viime vuosien tapaan noin 2 sentin vuotuista korotustahti. IH:lla olisi näkemyksemme mukaan mahdollisuus myös selvästi vuolaampaankin voitonjakoon (ennustamamme osingonjakosuhte 2021-24: 59-64 %), mutta uskomme yhtiön haluavan säilyttää liikkumavaraa osinkotavoitteensa suhteen esimerkiksi uusia kiinteistökehityshankkeita (esim. Kukkula) tai yksittäisiä kiinteistömyyntejä silmällä pitäen.

Johdon optio-ohjelma

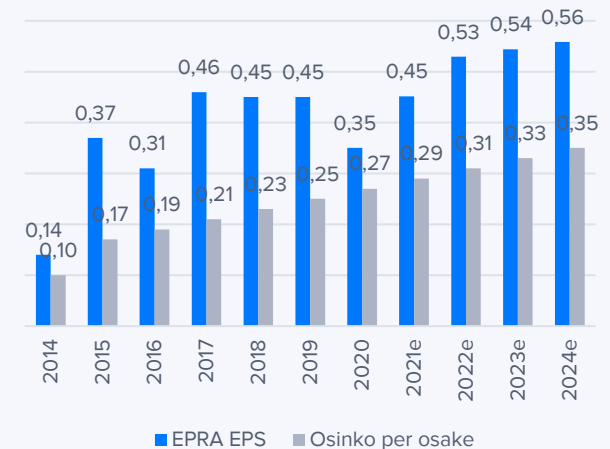
IH:n hallitus päätti viime vuonna huomattavasta 780.000 osakkeen optio-ohjelmasta, josta toimitusjohtajan ohjelma (680.000 osaketta) muodostaa merkittävän osan. Toimitusjohtajalla on oikeus merkitä 2024-2025 välillä yhteensä 680.000 osaketta hintaan 5,55 euroa/osake, mistä vähennetään 17.8.2020 alkaen merkintäaikaan saakka tehty voitonjako. Edellytys toimitusjohtajan osakeoptioiden käytölle on sidottu osakkeen arvon kehittymiseen siten, että raja-arvona on 8,00 euron osakekurssi. Vuoden 2020 optio-ohjelman lisäksi toimitusjohtajalla on 250.000 osakkeen optio-ohjelma vuodelta 2017 ja ohjelman toteutusaika on 1.1.2021-30.6.2022. Tarkemmat tiedot vuoden 2017 ja 2020 optio-ohjelmista voi lukea [täältä](#) ja [täältä](#).

Emme ole sisällyttäneet vuoden 2020 merkittävän kokoista optioohjelmaa toistaiseksi ennusteisiimme, sillä optio-oikeuksien toteutumiseen liittyy epävarmuutta. Olemme kuitenkin sisällyttäneet 250.000 osakkeen optio-ohjelman ennusteisiimme 2021 alkaen ja olemme huomioineet ohjelman diluutiovaikutuksen (ulkona olevien osakkeiden lkm kasvaa ~4 %) myös arvonmäärittämissämme.

Palvelut rullaava 12kk EBIT (MEUR)



EPRA EPS ja DPS



Segmenttiennusteet

Kiinteistöt (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	9,3	3,0	2,6	0,9	1,0	7,5	1,2	1,0	1,1	1,1	4,4	4,4	4,5	4,6
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
Nettotuotto	5,2	0,9	1,7	0,7	0,5	3,7	0,2	0,6	0,7	0,6	2,2	2,4	2,4	2,5
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
Liikevoitto	3,8	0,7	1,3	0,8	-3,3	-0,4	-0,4	0,9	1,0	0,9	2,4	3,3	3,3	3,4
Palvelut (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	2,8	0,6	0,6	0,5	0,7	2,5	0,7	1,3	1,3	1,3	4,7	5,7	6,0	6,3
Segmentin välittömät kulut	-1,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-3,4	-4,0	-4,2	-4,4
Nettotuotto	1,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,2	0,4	0,4	0,4	1,3	1,7	1,8	1,9
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
Liikevoitto	1,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,1	0,4	0,4	0,4	1,2	1,7	1,8	1,9

Konsernitason ennusteet

Konserni (MEUR)	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	11,5	3,3	2,9	1,5	1,7	9,5	1,9	2,3	2,4	2,4	8,9	9,9	10,3	10,6
Ylläpitokulut	-5,2	-2,4	-1,0	-0,7	-0,9	-5,0	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-5,5	-5,8	-6,0	-6,2
Nettotuotto	6,2	1,0	1,9	0,8	0,8	4,5	0,4	1,0	1,1	1,0	3,5	4,1	4,3	4,4
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
Liikevoitto	4,0	0,6	1,3	0,3	-3,3	-1,0	-0,5	1,0	1,1	1,0	2,6	4,0	4,1	4,2
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	2,7	0,2	1,0	0,2	-3,5	-2,2	-0,7	0,8	0,9	0,8	1,9	3,2	3,3	3,4
Verot	-0,7	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7
Katsauskauden tulos	2,1	0,2	0,7	0,2	-3,1	-2,0	-0,5	0,7	0,7	0,6	1,5	2,6	2,7	2,7
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
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	1,7	0,1	0,4	0,2	-2,9	-2,2	-0,4	0,7	0,8	0,7	1,8	2,6	2,7	2,7
EPS (raportoitu)	0,27	0,02	0,07	0,02	-0,48	-0,37	-0,07	0,11	0,13	0,11	0,28	0,41	0,42	0,43
EPRA-tulos	2,7	0,11	0,64	0,85	0,51	2,1	0,11	0,88	0,98	0,87	2,8	3,3	3,4	3,5
EPRA EPS	0,45	0,02	0,11	0,14	0,09	0,35	0,02	0,14	0,15	0,14	0,45	0,53	0,54	0,56

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8,9	8,9	1 %	10,4	9,9	-5 %	11,1	10,3	-8 %
Nettotuotto	3,5	3,5	-1 %	4,3	4,1	-3 %	4,6	4,3	-6 %
Liikevoitto (raportoitu)	2,6	2,6	-1 %	4,1	4,0	-3 %	4,4	4,1	-7 %
Oper. tulos (EPRA)	2,8	2,8	0 %	3,4	3,3	-1 %	3,6	3,4	-5 %
EPRA EPS	0,47	0,45	-3 %	0,56	0,53	-5 %	0,60	0,54	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,29	0,29	0 %	0,31	0,31	0 %	0,33	0,33	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääasiassa osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten IH:n liiketoimintojen erilaiset tuotto/riski-profiilit. Olemme tarkistaneet näkemystämme osien summasta 6,1 euroon (aik. 6,5 euroa) Palvelut-segmentin lievästi laskeneiden tulosennusteiden ja osakeoptioiden myötä kasvavan osakemäärän johdosta. Näkemysemme mukaan IH:n käypä arvo on nykykurssia korkeampi ja näemme osien summan luoman nousuvaran yhdessä 5 % kasvavan osinkotuoton kanssa tarjoavan sijoittajille edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Investors Housen arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Palveluliiketoiminnan kasvupotentiaali
- Useita osittain toisistaan riippumattomia tuottolähteitä
- Pitkällä aikavälillä skaalautuva kulurakenne
- Suhteellisen vahva tase ja merkittävä hankekanta tuovat näkyvyyttä kasvun jatkumiseen
- Johdolla merkittävä omistus ja siten vahva kannustin kasvattaa omistaja-arvoa (toimitusjohtaja omistaa noin 10 %)

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme:

- Yhtiön edelleen suhteellisesti pieni koko

- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Lähipiirtransaktiot. IH:lla on historiaa lähipiirijärjestelyistä ja ulkopuolisella sijoittajalla näkyvyys näihin on tyypillisesti hyvin rajallinen. Arviomme mukaan nämä voivat vaikuttaa myös markkinoiden yhtiölle hyväksymään arvostustasoon.

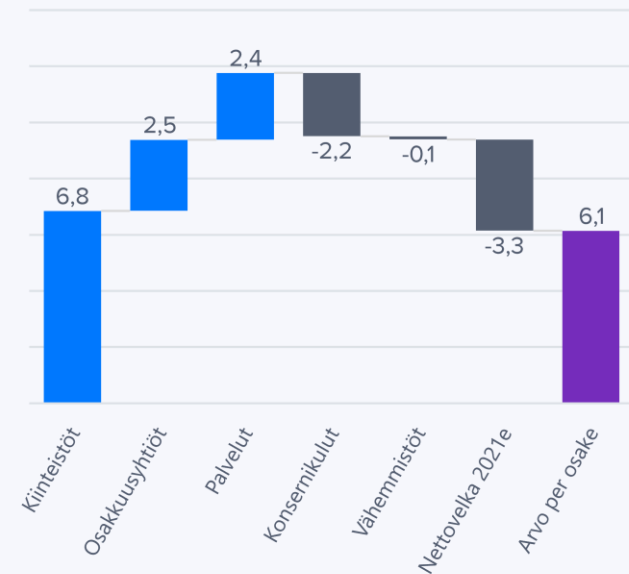
Osien summa -laskelma

Tarkastelemme IH:n arvonmääritystä pääasiassa osien summa -laskelman kautta. Tässä tarkastelussa arvo jaetaan komponentteihin, jotka ovat: 1) kiinteistöt, 2) osakkuusyhtiösijoitukset, 3) Palvelut-segmentti, 4) vähemmistöt, 5) konsernikulut ja 6) nettovelat. Päivitetty näkemysemme IH:n osien summasta on 6,1 euroa (aik. 6,5 euroa).

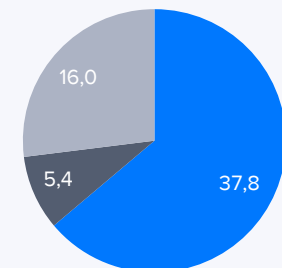
Kiinteistöportfolion arvo

Kiinteistöjen ja osakkuusyhtiösijoitusten osalta sovellamme osien summa -laskelmassamme niiden tasearvoja. IH:n kiinteistöjen tasearvot perustuvat ulkopuolisten kolmannen osapuolten tekemiin arvonmäärityksiin. Arviomme mukaan yhtiö on historiallisissa kiinteistömyynneissään lähes poikkeuksetta saavuttanut niiden tasearvoa vastaavan arvon ja pidämme tasearvoja lähtökohtaisesti luotettavina. IH:n kiinteistöportfolion käypä arvo oli maaliskuun 2021 lopussa osakkuusyhtiösijoitukset ja vaihto-omaisuuskiinteistöt huomioiden 59,2 MEUR.

Osien summa -laskelma (EUR/osake)



IH:n kiinteistöportfolion arvo Q1'21:n lopussa (MEUR)



■ Sijoituskiinteistöt

■ Vaihto-omaisuuskiinteistöt

■ Osakkuusyhtiöt

Arvonmääritys 2/3

Palveluliiketoiminnan arvo

Olemme lähestyneet Palveluliiketoiminnan arvoa verrokkiryhmän ja DCF-mallin kautta. Arvonmääritysmenettelmämme antamat tulokset ovat hyvin lähellä toisiaan ja ne indikoivat Palvelut-segmentin käyväksi arvoksi 14,8-15,3 MEUR ja menetelmiä tasapainolla soveltamalla saamme segmentin käyväksi arvoksi 15,0 MEUR (aik. 16,5 MEUR).

Palveluille käyttämämme verrokkiryhmä koostuu kotimaisista varainhoitajista ja asiantuntijayhtiöistä. Olemme lähestyneet Palvelut-segmentin arvoa verrokkiryhmän vuoden 2022 EV/EBIT-kertoimen ja Palvelut-segmentin kyseisen vuoden liikevoittoennusteemme (1,7 MEUR) kautta, sillä se huomioi Juholan tulosvaikutuksen täydeltä kalenterivuodelta.

Sovellamme Palvelut-segmentille arvonmäärityksessämme 25 % alennustekijää verrokkiryhmään nähden. Alennus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltu Palveluiden 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. Mikäli Palveluliiketoiminta onnistuu lähivuosina kannattavassa kasvussa, olisi arvostuskertoimissa luonnollisesti nousuvaraa.

DCF-arvonmäärityksemme perustuu sivuilla 25-26 esitetyille vuosien 2021-2024 ennusteille. Pidemmällä aikavälillä odotamme Palveluliiketoiminnan kasvun asettuvan

yleistaloudellista kasvua heijastellen noin 2-3 % tasolle ja liikevoittomarginaalin noin 28 %:iin. Olemme soveltaneet DCF-arvonmäärityksessämme 11,5 % pääoman kustannusta (WACC). Käyttämämme tuottovaatimus on selvästi verrokkiryhmän keskimääräisen tason yläpuolella ja se heijastelee samoja tekijöitä, kuin verrokkiryhmään perustuvassa arvonmäärityksessä soveltamamme alennus.

Konsernikulut

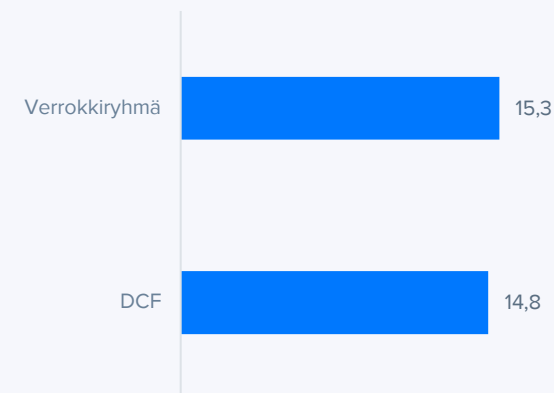
IH:n konsernikuluja ovat segmenteille kohdistamattomat myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut. Ennustamme näiden kulujen olevan vuonna 2021 noin 1,0 MEUR. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun konsernille soveltamallamme 8,1 % tuottovaatimuksella (WACC) ja 1,0 % vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo (NPV) on siten laskelmassamme noin 14,2 MEUR.

Nettovelka ja vähemmistöt

Osien summa -laskelmassa käyttämämme nettovelkataso perustuu ennustemallimme mukaiseen vuoden 2021 lopun tasoon (20,5 MEUR).

IH on ankkurisijoittajana sen joulukuussa 2019 perustamassa Tuottokiinteistöt-rahastossa ja yhtiön omistusosuus rahastosta on 71 %. Rahaston nettovarallisuus (NAV) oli maaliskuun 2021 lopussa 2,5 MEUR ja näin ollen vähemmistöosuuden arvo on 0,7 MEUR.

Palveluliiketoiminnan arvo (MEUR)



Palvelut	EV/EBIT	
	2021e	2022e
EAB Group	22,2	13,9
Titanium	10,7	9,5
Evli Pankki	9,9	9,7
eQ	17,0	17,5
Taaleri	5,2	21,7
CapMan	12,0	10,2
United Bankers	13,6	11,3
Aallon Group	19,0	12,7
Fondia	12,0	12,0
Catella	28,8	10,3
Mediaani	12,8	11,7

Arvonmääritys 3/3

Tulospohjainen arvostus ei ole haastava

IH:ta hinnoitellaan kuluvaan vuoden tulosenusteillamme operatiivisesta tuloksesta laskettuna noin 13x P/EPRA EPS -kertoimella, mikä on alle IH:n viimeisen viiden vuoden toteutuneesta tuloksesta lasketun keskimääräisen tason. Tulospohjainen arvostus ei ole haastava ja näemmekin siinä asteittaista nousuvaraa ennustamamme tulosparannuksen realisoituessa.

5 % kasvava osinkotuotto antaa tukea tuotto-odotukselle

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

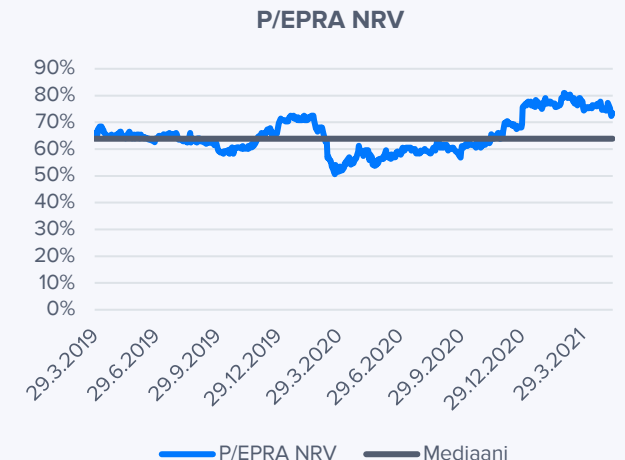
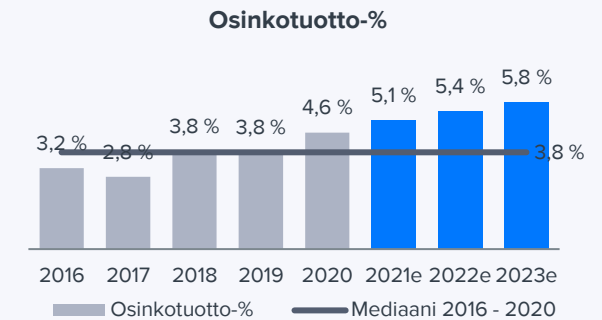
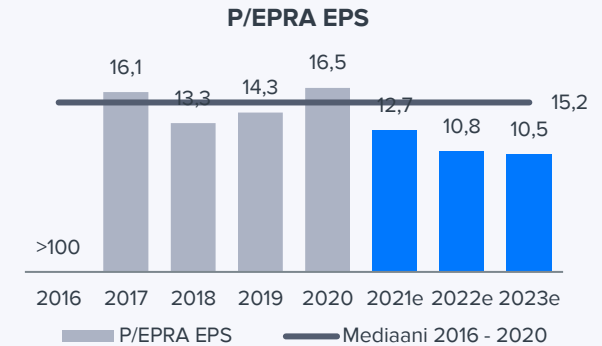
Arvostus suhteessa osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (EPRA NRV)

IH ryhtyi raportoimaan vuoden 2020 alusta uuden EPRA:n mukaisen nettovarallisuutta kuvaavan EPRA NRV -tunnusluvun. EPRA NRV:n tarkoitus on määrittää kustannus, jolla yhtiön nettovarallisuus tai liiketoiminnot voitaisiin hankkia raportointipäivänä. EPRA NRV eroaa aiemmasta EPRA NAV:sta siten, että siinä määritetään käypä arvo yhtiön

kiinteistöomaisuuden lisäksi myös Palvelusegmentille ja tietyille aineettomille omaisuuksille. Arviot tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen tah.

IH raportoi EPRA NRV:n ensimmäistä kertaa Q1'20-osavuositarkastuksessa, minkä lisäksi yhtiö on raportoinut tunnusluvun takautuvasti Q1'19-vertailukaudesta lähtien. Yhtiötä on hinnoiteltu Q1'19-jaksosta alkaen keskimäärin noin 36 % alle EPRA NRV:n mukaisen nettovarallisuuden. Sijoittajan on hyvä huomata, että lyhyen aikasarjan vertailukelpoisuus on arviomme mukaan suhteellisen heikko, sillä näkemyksemme mukaan vuonna 2019 markkinat arvostivat yhtiötä pitkälti vanhan EPRA NAV -tunnusluvun kautta.

IH:n EPRA NRV:n mukainen osakekohtainen nettovarallisuus oli maaliskuun lopussa 7,9 euroa osakkeelta ja näin ollen osake arvostetaan noin 28 % alle EPRA NRV:n. Arvostustaso on mielestämme absoluuttisesti matala ja näemme siinä muiden arvonnäilymenetelmien tapaan asteittaista nousuvaraa.



Palvelut-segmentin DCF-laskelma

Palvelut-segmentin DCF-laskelma	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	1,2	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	
+/- 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	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	0,9	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	
-CAPEX	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Vapaa kassavirta	0,9	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	17,7
Diskontattu vapaa kassavirta	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	6,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	14,8	13,9	12,8	11,7	10,7	9,8	9,0	8,2	7,5	6,8	6,2
Velaton arvo DCF	14,8										

Pääoman kustannus (WACC)

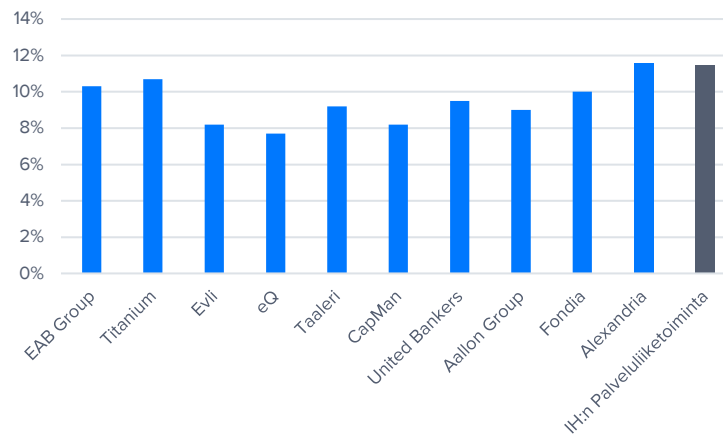
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,25 %
Risikön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



WACC suhteessa verrokkeihin



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	119,6	65,3	68,5	69,7	70,3
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
Vaihtuvat vastaavat	11,0	4,4	4,2	4,6	4,8
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	1,2	1,2
Likvidit varat	8,4	3,2	3,0	3,3	3,4
Taseen loppusumma	130,7	69,7	72,6	74,3	75,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	62,1	38,3	40,3	41,1	41,8
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,2	1,0	1,7
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	36,8	36,8	36,8
Vähemmistöosuus	17,2	1,0	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	47,9	19,4	19,9	20,4	20,2
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	19,1	19,8	19,8
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	12,4	12,8	13,2
Lainat rahoituslaitoksilta	9,7	4,3	4,5	4,6	4,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	7,7	8,0	8,2	8,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	130,7	69,7	72,6	74,3	75,1

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 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 osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. 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 analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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 €
21.5.2021	Lisää	6,10 €	5,72 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**