

Suomen Hoivatilat

Yhtiöraportti

5/2018

**inde
res.**

Vahva kasvu jatkuu

Toistamme Suomen Hoivatilojen lisää-suosituksemme ja 9,10 euron tavoitehintamme. Hoivatiloilla on huhtikuussa 2018 sovitun rahoitusjärjestelyn jälkeen arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Näkemyksemme mukaan markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle ja näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa.

Kokonaisvaltainen omistaja ja kiinteistökehittäjä

Suomen Hoivatilat on päivä- ja hoivakotitilojen sekä koulujen ja palvelukortteleiden tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut hoivakiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösiioittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla rakennuttamistoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa asiakaskohtaisen räätälöinnin ja nopean hanketoteutuksen. Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli Q1’18 lopussa 268 MEUR, nettovuokratuotto oli vuositasolla 6,5 % ja oman pääoman tuotto oli vuonna 2017 noin 25 %. Yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia, vuokrasopimusten keskipituus on 14 vuotta ja tilojen vuokrausaste on täydet 100 %. Hoivatiloilla on rakenteilla ja lupavaiheessa 100 % vuokrattu hankinta-arvoltaan noin 103 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta ja yhtiöllä on suhteellisen vahvan taseen ja huhtikuussa 2018 sovitun Euroopan investointipankin 50 MEUR:n rahoitusjärjestelyn myötä arviomme mukaan hyvät edellytykset edelleen kasvattaa tätä hankekantaa. Inderesin arvion mukaan yhtiön kehityshankkeet sekä hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten lasku tulevat nostamaan kiinteistöportfolion osakekohtaisen käyvän arvon (NAV:in) noin 7,1 euroon vuonna 2018 (Q1’18: 5,7 euroa).

Lähivuosikymmeninä voimakkaasti kasvava loppukysyntä

Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä useita ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään Hoivatilojen kiinteistöjen kysyntää lähivuosikymmeninä. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus sekä palvelusetelin käytön yleistymisen. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan lähivuosikymmeninä ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkotia ja kouluja, mikä tarkoittaa pelkästään hoivakiinteistöihin arviolta yli 4 mrd. euron edestä investointeja.

Markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle

Inderesin näkemyksen mukaan Suomen Hoivatilojen osakkeen käypä arvo on **9,1 euroa**. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmetodit tukevat. Mielestämme markkinat antavat liian pienen arvon Hoivatilojen rakennuttamisliiketoiminnalle ja/tai markkinat eivät hinnoittele Hoivatilojen osakkeeseen hoivakiinteistömarkkinoilla jo tapahtunutta hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskua. Suurimpana riskinä arvostukselle näemme yhtiön kasvuvauhdin mahdollisen hiipumisen sekä rakennuttamisen kilpailun kiristymisen.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Lisää

9,10 EUR

Edellinen: 9,10



Osakekurssi: 8,10 EUR

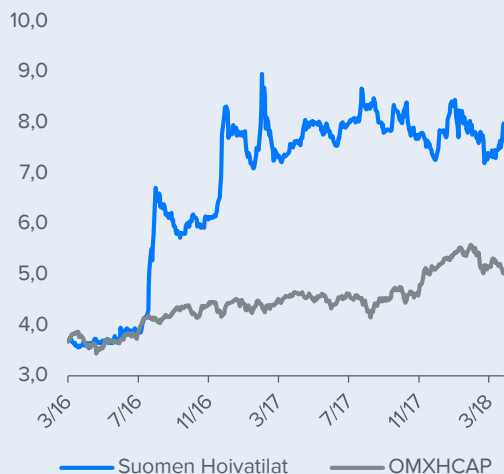
Potentiaali: +12,3 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	12,4	17,7	25,5
-kasvu-%	67 %	43 %	44 %
Käyvän arvon muutokset	25,1	35,5	15,0
Nettotulos	25,5	36,2	23,1
Oper. Tulos (EPRA)	5,4	7,8	11,1
Portfolion käypä arvo	247	373	488
EPRA NAV per osake	5,7	7,1	8,0
Kiint. tuottovaatimus-%	6,5 %	6,0 %	6,0 %
Oman pääoman tuotto-%	25 %	25 %	13 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,9 %	2,7 %
Omavaraisuusaste-%	50 %	43 %	37 %

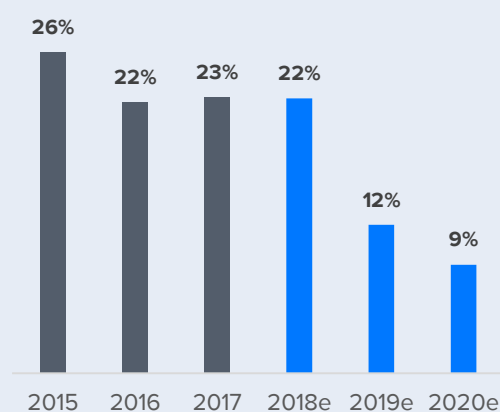
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



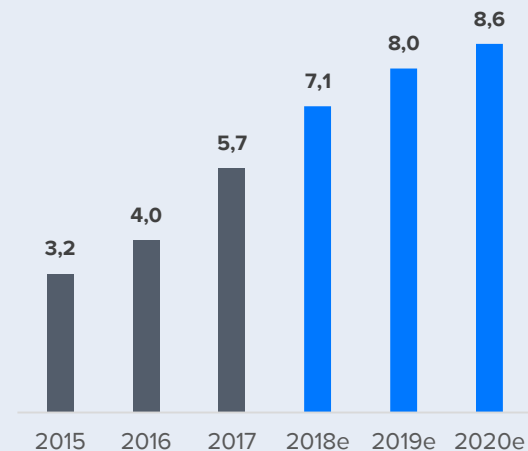
Lähde: Reuters

Osakkeen kokonaistuotto-% NAV:ille



Lähde: Inderes

NAV per osake (euroa)



Lähde: Suomen Hoivatilat, ennusteet Inderes

P/NAV

1,1x

2018e

Kokonais-
tuotto-%

22%

2018

NAV/Osake

7,1

EUR

2018e

Osinko-%

1,9%

2018e



Arvoajurit

- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä ja huhtikuussa 2018 sovittu rahoitusjärjestely luovat hyvät edellytykset kasvun jatkumiselle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen rakennuttamisessa
- Poliittinen riski ja SOTE-epävarmuus
- Mahdollinen kasvun hiipuminen
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kahden asiakkaan osuus suhteellisen korkea



Arvostus

- Inderesin näkemyksen mukaan Suomen Hoivatilojen osakkeen käypä arvo on **9,1 euroa**. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat.

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-12
Markkinakatsaus	s. 13-15
Toimintaympäristön trendit	s. 16-20
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 21-24
Ennusteet	s. 25-33
Herkkyysanalyysi	s. 34
Arvonmääritys	s. 35-41
Liitteet	s. 42-45
Suurimmat omistajat	s. 46
Vastuuvapauslauseke	s. 47

Yhtiöesittely

Hoivakiinteistöihin erikoistunut kiinteistöyhtiö

Suomen Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen, koulujen sekä palvelukortteleiden tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut kiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatiilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa asiakaskohtaisen räätälöinnin ja nopean hanketoteutuksen.

Hoivatiilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli maaliskuun 2018 lopussa noin 268 MEUR. Yhtiö omisti maaliskuussa 2018 yhteensä 92 valmista päivä- ja hoivakotikiinteistöä, jotka sijaitsevat ympäri Suomea pääosin pääkaupunkiseudulla ja yliopistokaupungeissa. Vuonna 2017 Hoivatiilojen oman pääoman tuotto oli 25,0 % ja nettovuokratuotto (alkutuotto) vuoden 2017 lopussa oli vuositasolla 6,5 %.

Hoivatiilojen kiinteistöt on rakennettu vuosina 2012-2018 ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii tasapainoittamaan portfolion maantieteellistä ja asiakaskohtaista hajautusta ja yhtiö on siten historiassa myös myynyt kiinteistöjään. Myyntien ansiosta Hoivatiilojen vanhin kiinteistö on rakennettu vuonna 2012. Hoivatilat ei ole julkisesti kertonut miten sen kiinteistöportfolio jakautuu päiväkotien, hoivakotien ja palvelukortteleiden kesken, mutta Inderesin käsityksen mukaan käypä arvo jakautuu noin

50/50 päiväkotien ja hoivakotien kesken.

Vuokralaisriski matala

Yhtiön vuokrasopimusten keskimaturiteetti oli maaliskuun 2018 lopussa hoivakiinteistöille tyypillisen korkea, 14 vuotta. Hoivatiilojen vuokralaisriski on arviomme mukaan suhteellisen pieni, sillä yhtiön vuokralaiset ovat pääosin suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä ja vuokrauksen vakuudet ovat tyypillisesti pitkiä, noin 3-6 kk vuokraa vastaavia. Hoivatiiloilla ei ole noin 10-vuoden historian aikana ollut historiallisten tilinpäätösten perusteella lainkaan luottotappioita, mikä on kiinteistösijoitusyhtiölle mielestämme poikkeuksellista.

Johto ja henkilöstö

Suomen Hoivatiilojen toimitusjohtajana toimii Jussi Karjula ja talousjohtajana Tommi Aarnio. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Pertti Huuskonen (Puheenjohtaja), Satu Ahlman, Timo Pekkarinen, Reijo Tauriainen, Harri Aho ja Kari Nenonen.

Hoivatiilojen palveluksessa oli vuoden 2017 lopussa toimitusjohtajan lisäksi 14 työntekijää. Hoivatiilojen organisaatiolla on kaksi eri maantieteellistä yksikköä. Yhtiön pääkonttori on Oulussa ja toinen toimipiste Helsingissä.

Voitonjakopolitiikka

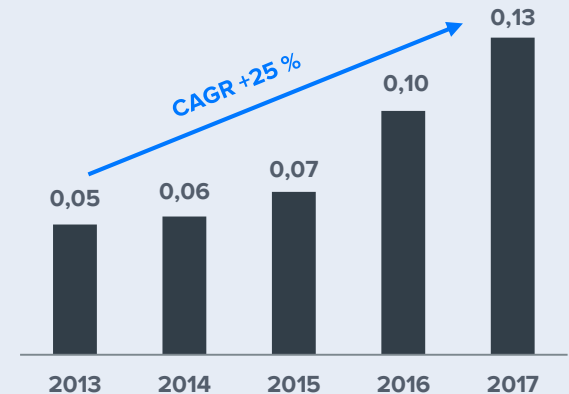
Suomen Hoivatiilojen osingonjakopolitiikan mukainen tavoite on jakaa osinkona vähintään 50 % yhtiön operatiivisesta tuloksesta. Vuodelta 2017 osinko oli tätä korkeampi ja se vastasi noin 60,5 % operatiivisesta tuloksesta. Osakekohtainen osinko on ollut nouseva vuodet 2013-2017 ja osingon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR-%) on ollut keskimäärin noin 25 %.

Organisaatorakenne 31.12.2017



Lähde: Suomen Hoivatilat

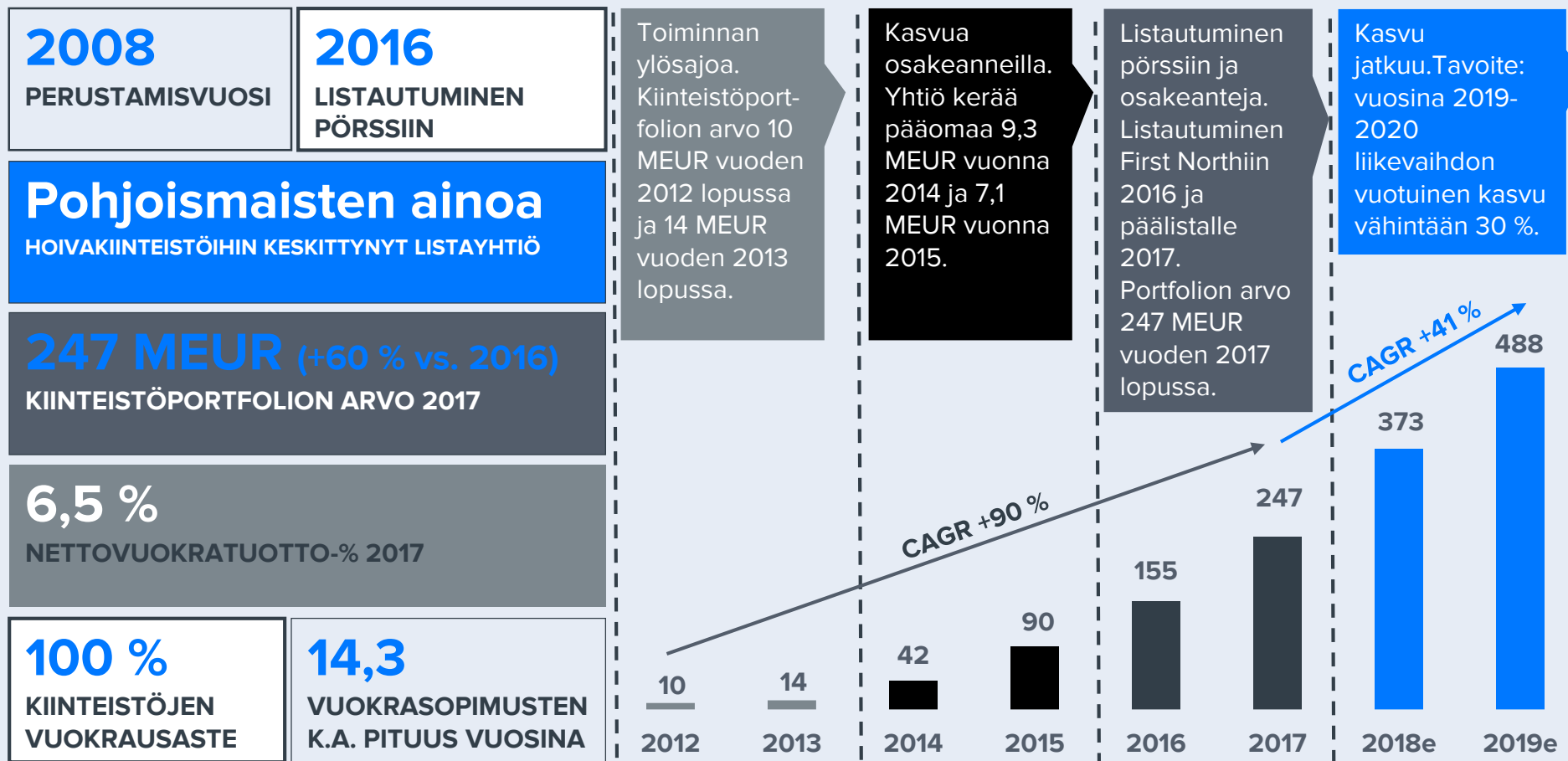
Osakekohtainen osinko 2013-2017



Lähde: Suomen Hoivatilat

Suomen Hoivatilat lyhyesti

Suomen Hoivatilat on päivä- ja hoivakotikiinteistöjen sekä koulujen ja palvelukortteleiden tuottamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut yhtiö.



Kiinteistötyypit



Palvelukorttelit

Päiväkodit



Hoivakodit

Koulut



Liiketoimintaidea

Suomen Hoivatilat on hoivakiinteistöjen tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut palveluyhtiö.

Hoivakiinteistöjen koko arvoketjun hallinta

Proaktiivinen toimintamalli



Kumppaniverkosto ja omat konseptit

Voimakkaan kasvun yhtiö

Kilpailijat

Hoivakiinteistörahastot



Pienet ja keskisuuret rakennusliikkeet



Yhteistyökumppanit



Rakennusliikkeet



Muut alihankkijat

Arkkitehdit ja suunnittelijat



Pankit ja rahoittajat

Hoivaoperaattorit



Kustannusrakenne

15 hlö (2017)

4,1 m€ (2017)



Henkilöstökulut (46% kustannuksista)



Kiinteistöjen hoitokulut (24%)



Liiketoiminnan muut kulut (30%)

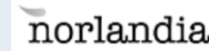
Asiakkaat

Suurin asiakas 23 % sopimuskannasta (2017)

Yksityiset hoivaoperaattorit



Kunnat ja kaupungit



Tulovirrat

Liikevaihto 12,4 m€
EPRA tulos 5,4 m€ (2017)

Vuokratuotot

- Matalariskisin, kassavirtaan perustuva tuottokomponentti
- 14,3 vuoden kiinteät vuokrasopimukset
- 100 % vuokrausaste
- Vuokralaisriski matala

Rakennuttamisen kehityskate

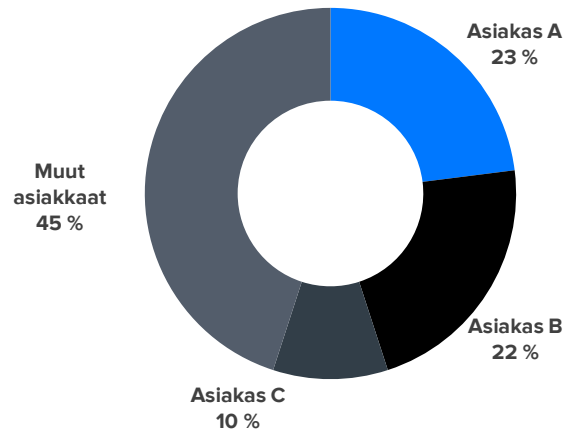
- Perustuu rakennuttamiseen: valmiin kiinteistön arvo - rakennuttamiskustannus
- 2017 investoi 67 MEUR rakennuttamiseen
- Ei vaikutusta kassavirtaan

Tuottovaatimusten lasku

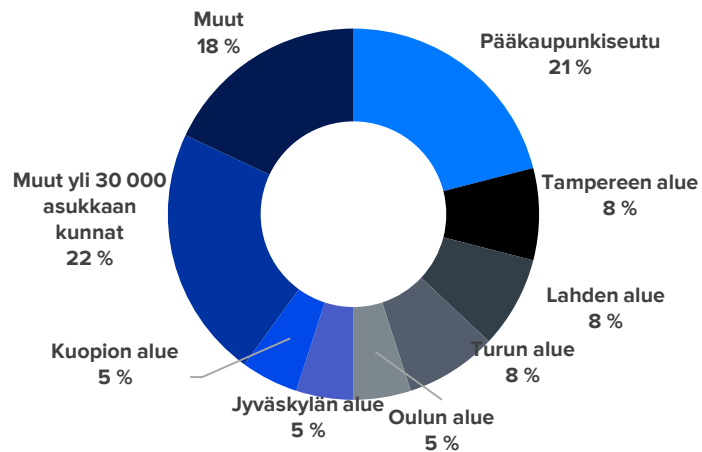
- Kaikkein riskisin tuottokomponentti
- Ei vaikuta kassavirtaan
- Osittain spekulatiivinen
- Perustuu siihen, mitä kiinteistömarkkinoilla tapahtuu

Suomen Hoivatiilojen kiinteistöportfolio

Portfolion asiakasjakauma 31.12.2017



Portfolion maantieteellinen jakauma



Portfolion maantieteellinen jakauma 31.12.2017



Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Suomen Hoivatilat profiloituu mielestämme defensiiviseksi ja kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Hoivatilojen riskiprofiili on arviomme mukaan kiinteistöyhtiöksi poikkeuksellisen matala, sillä yhtiön kiinteistöt ovat kaikki käytännössä uusia, vuokrasopimukset ovat määräaikaisia 12-20 vuoden mittaisia, vuokrausaste on täydet 100 % ja yhtiön vuokralaiset ovat pääasiassa suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä.

Rakennuttamisen takia erittäin korkea pääoman tuotto

Hoivatilat ylittää erittäin korkeaan pääoman tuottoon oman rakennuttamistoimintansa ansiosta. Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 24,5 % vuonna 2016 ja 25,0 % vuonna 2017. Yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan nykyisen taseensa turvin ylläpitämään vahvaa kasvuvauhtiaan ja korkeaa tuottotasoaan myös vuosina 2018-2019.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Hoivatilojen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvua.** Hoivatiloilla on suhteellisen vahvan taseensa (Q1'18 LTV-% 43 %) ja huhtikuussa 2018 sovittu rahoitusjärjestelyn myötä arviomme mukaan erinomaiset edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan rakennuttamisella ylläpitämään erittäin korkeaa pääoman tuottoa myös lähivuodet.
- **Skaalautuva kulurakenne.** Hoivatilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiön

kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan selvästi positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen pitkällä aikavälillä ja tämä sijoittajien näkökulmasta erottaa Hoivatilat hoivakiinteistörahasista.

- **Tuottovaatimusten lasku.** Yksi selkeä arvoajuri Suomen Hoivatiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppeihin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin ja odotamme tuottovaatimusten laskutrendin jatkuvan vuonna 2018, mikä tukee yhtiön tuloskehitystä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Rakennuttamisen kilpailun kiristyminen.** Arviomme mukaan kilpailu hoivakiinteistöjen rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja nykyiset suhteellisen korkeat kehityskatteet siten laskemaan lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Tämä tulee arviomme mukaan osaltaan lievästi heikentämään yhtiön tuloskehitystä jo keskipitkällä aikavälillä.
- **Kasvun hiipuminen** on arviomme mukaan riski arvostuksen kannalta, sillä osakkeen arvostus pohjautuu kasvun jatkumiseen. Pidämme tätä riskiä tällä hetkellä suhteellisen pienenä markkinan kysyntäajureista johtuen.
- **Maineriski.** Hoivakiinteistöt ovat niitä

operoiville yrityksille ja tahoille usein erittäin tärkeitä, mikä osaltaan nostaa näiden tilojen riskiprofiilia. Mahdollinen rakennusvirhe tai muu odottamaton ongelma kiinteistössä voisi heikentää Suomen Hoivatilojen mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista. Toiseksi, mahdollinen rakennusvirhe, (esimerkiksi sisäilmaongelma kiinteistössä) saattaisi johtaa myös korvausvaateeseen ja aiheuttaa taloudellisia menetyksiä yhtiölle. Suomen Hoivatilat pyrkii vähentämään näitä riskejä vakuutuksilla. Arviomme mukaan kiinteistöihin liittyvät riskit ovat Suomen Hoivatiloille tällä hetkellä suhteellisen pieniä, sillä yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia ja yhtiö on myös itse rakennuttanut kiinteistönsä, minkä johdosta se on pystynyt tehokkaasti valvomaan näiden rakentamista ja pyrkinyt minimoimaan rakennusvirheet.

- **Poliittinen ja lainsäädännöllinen riski** ovat arviomme mukaan merkittäviä hoivakiinteistöihin liittyviä riskitekijöitä. Laki säätelee usein tarkasti hoivakiinteistöjä sekä niiden toimintaa ja muutokset esimerkiksi hoivakotirakennusten vaatimuksissa voisivat aiheuttaa lisäkustannuksia näiden tilojen omistajille. Historiallisesti viranomaiset ovat Suomessa ennalta arvaamatta muuttaneet mm. hoivakotien huonelukumääriä ja wc-tilojen määrää koskevia vaatimuksia. Inderesin arvion mukaan Suomen Hoivatilat on kuitenkin onnistunut rajoittamaan lainsäädännöllistä ja poliittista riskiä sopimusteknisillä toimenpiteillä.
- **Keskittynyt asiakasportfolio.** Hoivatilojen kahden suurimman asiakkaan paino on suurehko (45 %), mikä arviomme mukaan hieman nostaa Hoivatilojen riskiprofiilia.

Sijoitusprofiili

Hoivakiinteistöjen erityispiirteet

Hoivakiinteistöihin luetaan Suomessa yleisesti mm. vanhusten hoivakodit, erityisryhmien palvelutalot, terveysasemat, päiväkodit sekä sosiaali- ja nuorisotoimeen liittyvät kiinteistöt. Hoivakiinteistöjen tuotoista ei löydy vuoden 2017 osalta julkista tilastoa, mutta vuonna 2016 hoivakiinteistöjen kokonaistuotto oli Suomessa 9,8 % ja hoivakiinteistöt olivat kaikista kiinteistötyypeistä korkeiten tuottanut kiinteistötyyppi.

Hoivakiinteistöjen erityispiirre kiinteistösijoituksena on se, että niiden riskiprofiili on kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna tyypillisesti matala. Tämä johtuu siitä, että hoivakiinteistöjen loppuasiakkaina ovat Suomessa usein kunnat ja julkinen sektori, sekä yksityiset hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit, jotka tuottavat näitä lakisääteisiä palveluita. Tämä osaltaan rajoittaa vuokralaisriskiä. Hoivakiinteistöt ovat myös yleensä vähemmän suhdanneherkkiä kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna, sillä yleisellä talouskehityksellä ei usein ole merkittävää vaikutusta näiden tilojen loppukysyntään.

Hoivakiinteistöille ovat tyypillistä pitkät, KTI:n mukaan noin 10-15 vuoden vuokrasopimukset. Vertailun vuoksi esimerkiksi toimistokiinteistöillä vuokrasopimukset ovat KTI:n mukaan tyypillisesti 3-5 vuoden mittaisia. Edelleen hoivakiinteistöillä on tyypillisesti vain yksi vuokralainen ja niiden vuokrausaste on siksi usein 100 %. Kaupallisissa kiinteistötyypeissä vuokrausasteet ovat tyypillisesti tätä matalampia, usein 85-95 % välillä. Hoivakiinteistöjen vuokrasopimukset ovat lisäksi usein nettovuokrasopimuksia eli

vuokralainen maksaa itse kiinteistöjen hoitokulut. Tämä osaltaan vähentää kiinteistön omistajan riskejä ja vähentää vuokratassavirran kausivaihtelua. Hoivakiinteistöjen tarjonta on osaltaan rajattu, sillä niiden operointiin liittyy usein rajoitteita ja erilaisia säädöksiä. Nämä osaltaan rajoittavat hoivakiinteistöjen tarjontaa.

Hoivakiinteistöjen huonona puolena ovat taas usein kiinteistöjen rajattu käyttötarkoitus ja rajattu kysyntä. Esimerkiksi tehostetun palveluasumisen hoivakodin muuttaminen muuhun tarkoitukseen voi olla kallista ja vaikeaa myöhemmin, mikäli sillä ei enää ole käyttöä hoivakotina. Hoivakiinteistöjen toimintaan liittyy myös usein muita kiinteistötyyppejä enemmän lainsäädäntöä ja rajoituksia, mitkä lisäävät osaltaan niiden omistamisen riskiprofiilia. Etenkin Suomessa viranomaiset ovat historiallisesti ennalta arvaamatta muuttaneet hoivakiinteistöjen fyysisiä vaatimuksia.

Hoivakiinteistörahastot

Suomeen on viime vuosina perustettu useita hoivakiinteistöihin erikoistuneita kiinteistörahastoja. Tämän lisäksi institutionaaliset sijoittajat ovat sijoittaneet suoraan hoivakiinteistöihin. KTI:n arvion perusteella näiden sijoittajien omistamien hoivakiinteistöjen yhteenlaskettu arvo oli noin 1,6 miljardia euroa vuonna 2016.

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotot Suomessa 2016



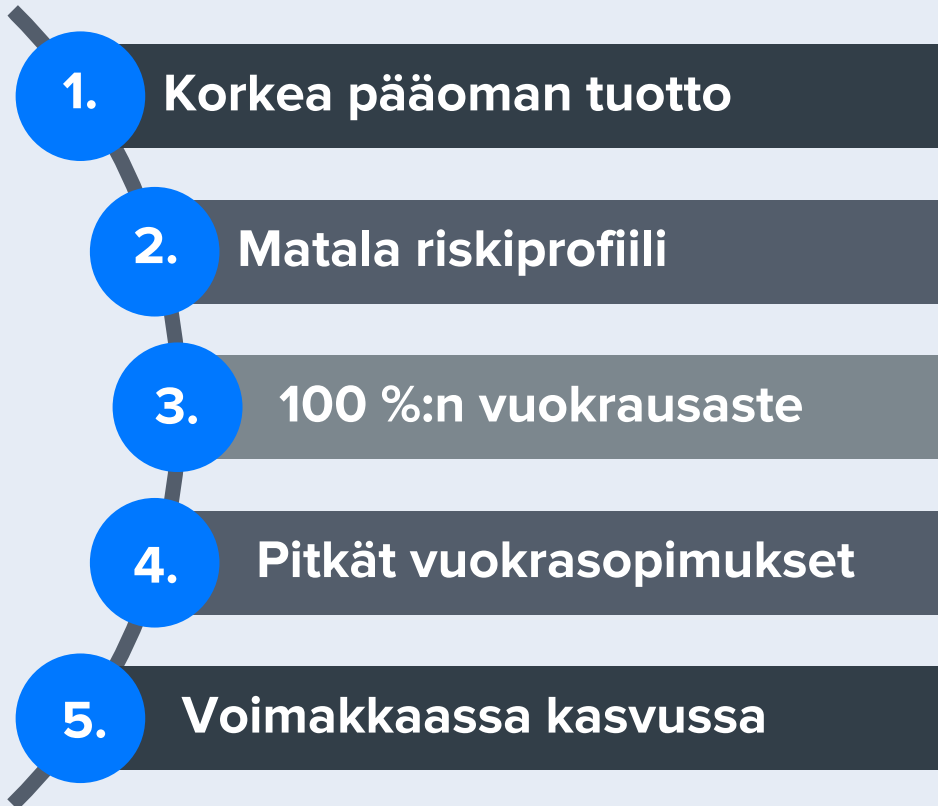
Lähde: KTI

Hoivakiinteistöjen erityispiirteet kiinteistösijoituksena

- + Pitkät vuokrasopimukset, tyypillisesti 10-15 vuotta
- + Vuokrausaste tyypillisesti 100 %
- + Vuokralaisriski matala, koska vuokralaisina usein kunnat ja julkinen sektori, sekä ns. hoivaoperaattorit
- + Tyypillisesti kaupallisia kiinteistöjä vähemmän suhdanneherkkä
- + Usein luvanvaraisia kiinteistöjä, vähentää osaltaan tarjontaa
- + Tällä hetkellä kilpailukykyiset vuokratuotot Suomessa
- Usein rajattu käyttötarkoitus
- Liittyy paljon lainsäädäntöä ja rajoituksia, poliittinen riski

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili



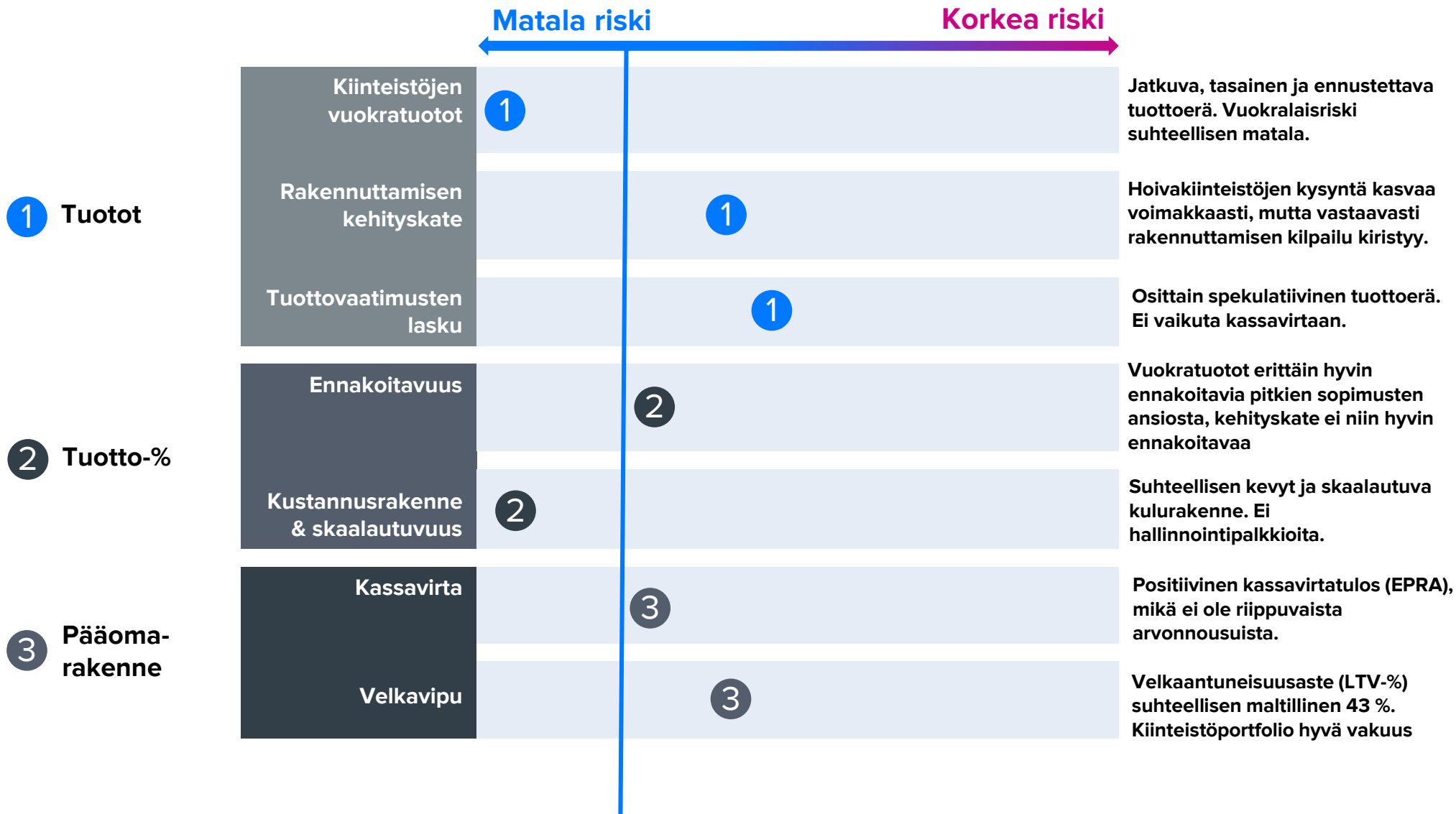
Potentiaali

- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä ja huhtikuussa 2018 sovittu rahoitusjärjestely luovat hyvät edellytykset kasvulle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä

Riskit

- Kilpailun kiristymisen rakennuttamisessa
- Mahdollinen kasvun hiipuminen
- Poliittinen riski ja SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kahden asiakkaan osuus suhteellisen korkea

Liiketoiminnan riskiprofiili



Päiväkotimarkkina

Päivähoitomarkkina

Päiväkotitoiminta on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite. Siihen käytetään karkeasti noin 3 miljardia euroa vuosittain, josta yksityisten päiväkotien osuus on noin 14 %. Ennustamme yksityisen päiväkotimarkkinan vuotuisen kasvun olevan lähivuosina yli 10 % ja tämä antaa näkemyksemme mukaan Hoivatiiloille hyvät edellytykset kasvulle.

Päivähoito yleistyy

Suomessa 1-6 vuotiaiden lasten määrä laski vuodesta 2011 vuoteen 2016 Tilastokeskus ennustaa edelleen lasten määrän Suomessa laskevan vuoteen 2020 asti. Sen sijaan päivähoitossa olevien lasten suhteellinen osuus on noussut jatkuvasti vuoden 2000 noin 59 prosentista noi 68 prosenttiin vuoteen 2016 mennessä. Odotamme tämän osuuden edelleen kasvavan, sillä muissa Pohjoismaissa päivähoitossa olevien lasten määrä on selvästi korkeampi. Esimerkiksi Ruotsissa päivähoitossa olevien lasten osuus oli vuonna 2014 noin 71 % ja Norjassa noin 76 %. Touhula Päiväkodit ennustaa päivähoitossa olevien lasten osuuden kasvavan Suomessa noin 70 %:iin ja yksityisten päiväkotien penetraatioasteen 21 %:iin vuoteen 2020 mennessä. Nämä ennusteet ovat mielestämme realistisia huomioiden historiallinen kehitys ja ne tarkoittaisivat toteutuessaan yli 10 %:n vuotuista keskimääräistä vuosikasvua vuosina 2016-2020.

Yksityisten päiväkotien osuus on kasvanut Suomessa vuoden 1997 noin 4 %:ista noin 14 prosenttiin (ml. Palvelusetelit) vuoteen 2016 mennessä. Osuus kuitenkin vaihtelee kunnittain

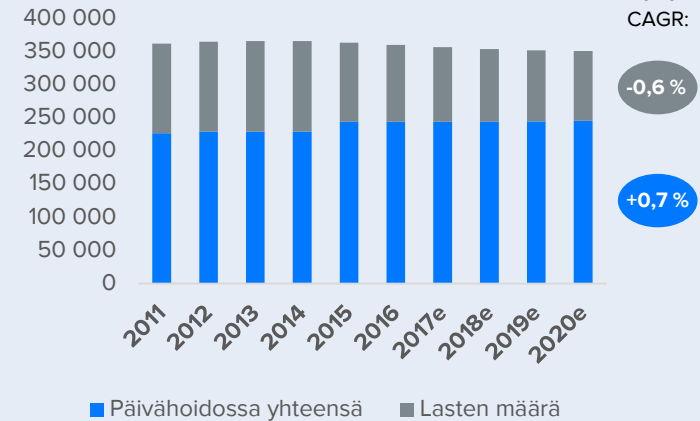
ja kaupungeittain. Esimerkiksi Oulussa yksityisten päiväkotien osuus oli lähes 40 prosenttia vuonna 2016. Vuotuinen markkinakasvu on ollut vuosina 2010-2016 arviomme mukaan keskimäärin noin 11 %.

Suomen Hoivatiilojen asiakkaita ovat hoivaoperaattorit ja julkinen sektori

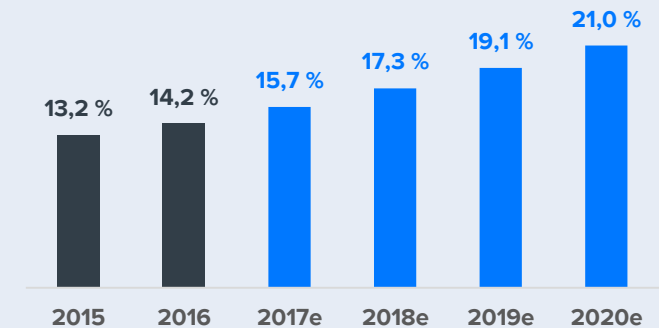
Odotamme yksityisten päiväkotien yleistyvän merkittävästi lähivuosisikymmeninä, sillä yksityisten päiväkotien penetraatioaste on Suomessa suhteellisen pieni ja ala tarjoaa siksi merkittäviä kasvumahdollisuuksia suurille hoiva-alan yrityksille. Suomessa on myös kasvava tarve uusille päiväkodeille kaupungistumiskehityksen ja julkisen sektorin velkaantumisen takia. Markkinassa toimivat hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit ovat asiakkaita Suomen Hoivatiiloille, koska ne tyypillisesti eivät halua sitoa pääomaa kiinteistöihin, vaan tulevat mieluummin vuokralaisiksi.

Yksityinen päivähoito on usein myös kunnalle houkuttelevaa, koska siitä ei aiheudu erillisiä investointikustannuksia eikä se sido pääomaa päiväkotitiloihin. Edelleen yksityiset päiväkodit ovat keskimäärin kunnallisia päiväkoteja kustannustehokkaampia. Suomen kuuden suurimman kaupungin selvityksen perusteella yksityiset toimijat pystyivät järjestämään päivähoiton 15-30 % halvemmalla kuin kunta itse.

Päivähoito Suomessa (1-6 vuotiaat)



Yksityisten päiväkotien penetraatioaste-%



Lähde: THL, Tilastokeskus, ennusteet Touhula Päiväkodit

Hoivakotimarkkina

Hoivakotimarkkina

Kuntien ostot yksityisissä vanhusten ja vammaisten palvelutalo- ja asumispalveluissa olivat Tilastokeskuksen mukaan noin 1,3 miljardi euroa vuonna 2016 ja markkinan suuruus oli kokonaisuudessa arviomme mukaan tällä hetkellä karkeasti noin 3 miljardia euroa. Ikääntyneiden laitos- ja asumispalveluja sai THL:n mukaan Suomessa vuoden 2016 lopussa noin 21 prosenttia 75 vuotta täyttäneistä eli noin 106 000 henkilöä. Asiaksmäärät ovat kasvaneet 2000-luvulla tasaisesti ja yksityiset palveluntuottajat tuottavat ikääntyneiden palveluasumisesta merkittävän osan. Merkittävimmissä ikääntyneiden palveluasumisessa eli tehostetussa palveluasumisessa yksityisten palveluntuottajien osuus oli vuonna 2015 THL:n mukaan noin 49 prosenttia.

Valtion tavoitteena on ollut viimeisen kymmenen vuoden aikana vähentää vanhusten kallista laitoshoidon ja ohjata asiakkaita kodinomaisempiin palvelutaloihin ja -asuntoihin. Tämä kehitys on ollut positiivista Suomen Hoivatiloille, sillä yhtiön hoivakodit ovat käytännössä tällaisia voimakkaimmin kasvavan segmentin eli tehostetun palveluasumisen tiloja. Väestön ikääntymisen takia kunnilla on tällä hetkellä voimakas tarve lisätä hoivapaikkojen määrää ja odotamme siten tehostetun palveluasumisen ja yksityisten hoivakotien kysynnän kasvavan lähivuosikymmeninä merkittävästi. Voimistuva kysyntä luo arviomme mukaan hyvät edellytykset Suomen Hoivatilojen kasvulle tulevaisuudessa.

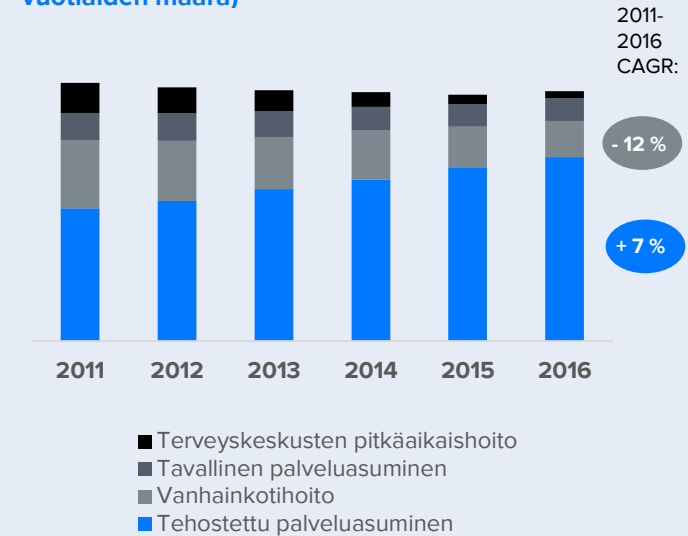
Hetkellinen ylitarjontatilanne mahdollinen

ARA:n vuoden 2017 selvityksen perusteella viime vuosina Suomeen on valmistunut paljon vapaarahoitteisia vanhusten tehostettuja palveluasuntoja, minkä takia ylitarjontaa esiintyy todennäköisesti lähivuosina joillakin alueilla. ARA:n mukaan lisääntyneen tarjonnan taustalla on mm. hoivakiinteistörahastojen voimakas kasvu. Emme ole pitkällä aikavälillä huolestuneita mahdollisista ylitarjonnasta, koska markkinan kasvu on erittäin vahvaa ja vanhusten määrän ennustetaan lähes kaksinkertaistuvan vuoteen 2040 mennessä. Lähivuosina hetkelliset alueelliset ylitarjontatilanteet ovat kuitenkin mahdollisia ja tämä saattaa myös hetkellisesti vaikeuttaa Hoivatilojen kasvua tässä markkinasegmentissä.

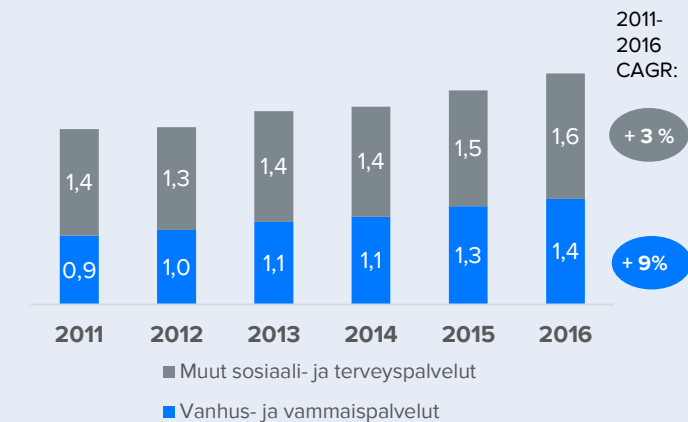
SOTE-saattaa aiheuttaa kasvusysäyksen markkinaan

Pidämme mahdollisena, että SOTE-uudistus ja sen valinnavapauslainsäädäntö voisivat toteutuessaan aiheuttaa kasvusysäyksen yksityisten hoivakotien investointeihin ja nämä tulisivat silloin vauhdittamaan Suomen Hoivatilojen kiinteistöjen kysyntää tässä segmentissä. Vastaavasti SOTE:n kaatuminen olisi luonnollisesti yksityisten hoivaoperaattoreiden kannalta pettymys, mutta se tuskin vaikuttaisi nykyiseen yksityistämistähtiin. Esimerkiksi tehostetussa palveluasumisessa yksityistäminen on jo tapahtunut ennen SOTE:a, sillä yksityisten palveluntuottajien osuus oli jo 49 % vuonna 2016.

Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaiden määrä)



Kuntien ostot yksityiseltä sektorilta (miljardia euroa)



Koulumarkkina

Markkinan vuotuinen koko karkeasti 0,5-0,7 miljardia euroa

Suomessa on Tilastokeskuksen mukaan viime vuosina valmistunut noin 0,2-0,3 miljoonan neliömetrin edestä opetus- ja koulutoiminnan sekä tutkimustoiminnan rakennuksia. Olemme tämän perusteella arvioineet tämän tarkoittavan karkeasti noin 50-70 koulurakennuksen valmistumista vuosittain ja noin 0,5-0,7 miljardin euron markkinaa.

Suomalaiset koulut ovat huonossa kunnossa

Kouluissa on arvioimme mukaan Hoivatiiloille huomattavaa pitkän aikavälin potentiaalia. Suomessa oli Tilastokeskuksen mukaan vuoden 2016 lopussa 3395 oppilaitosta ja kuntaliiton tutkimuksen mukaan 12-18 % päiväkodeista ja kouluista kärsii merkittävästä kosteus- ja homevaurioista. Koulujen osalta lukema voi olla vielä suurempi, sillä vuonna 2012 tehdyn tutkimuksen perusteella 24 % koulurakennuksista löytyi kosteus- ja homevaurioita. Edelleen OAJ:n 2012 kyselytutkimuksen perusteella jonkinlaisia sisäilmaongelmia tuli esiin 2/3 kouluista. Kuntaliiton mukaan ongelmat johtuvat mm. Ennaltaehkäisevän kiinteistöhoidon ja -huollon puutteesta sekä rakennuskannan ikääntymisestä.

Kilpailu koulujen rakennuttamisessa voi olla päiväkoteja ja hoivakoteja kireämpää

Yksittäiset koulukiinteistöhankeet voivat Suomessa olla noin 10 MEUR:n suuruisia ja ne ovat siten investointiarvoltaan selvästi hoiva- ja päiväkotihankkeita suurempia (usein investointiarvoltaan luokkaa 2-4 MEUR).

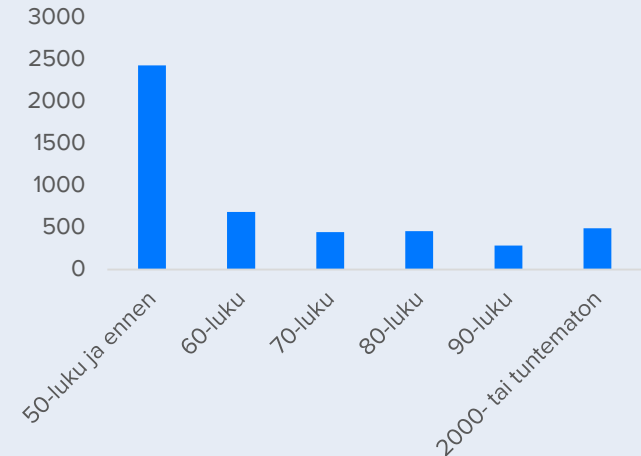
Koulujen rakentaminen ja rakennuttaminen kiinnostaa siten arvioimme mukaan myös suurempia rakennusliikkeitä ja siten kilpailu koulujen rakennuttamisessa on todennäköisesti kireämpää kuin hoivakodeissa ja päiväkodeissa. Esimerkiksi YIT ja Lehto Group tarjoavat Hoivatiilojen tavoin rahoitusratkaisuja ja elinkaarimalleja kouluja varten. Arvioimme siksi koulujen rakennuttamisen kehityskatteiden olevan Suomen Hoivatiiloille matalampia kuin päiväkodeissa ja hoivakodeissa.

Yksityisten toimijoiden osuus on pieni

Suomen kouluista vain murto-osa on yksityisiä (YLE:n mukaan Suomessa oli noin 80 yksityistä koulua vuonna 2012) ja Hoivatiilojen potentiaaliset asiakkaat ovat koulusektorilla siten pääasiassa kunnat ja julkinen sektori. Markkina tältä osin eroaa päiväkodeista ja hoivakodeista, joissa suurimpia asiakkaita Hoivatiiloille ovat tällä hetkellä tietojemme perusteella yksityiset hoivaoperaattorit. Siten kouluhankkeissa myyntisyklit ovat todennäköisesti Hoivatiiloille pitkiä.

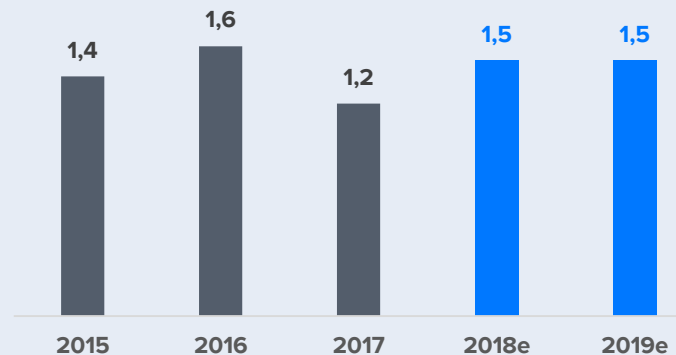
Hoivatiilat julkaisi koulukonseptinsa syksyllä 2017 ja toukokuuhun 2018 mennessä se ei ollut tiedottanut vielä ensimmäisistä tilauksista. Yhtiön johto kuitenkin kertoi Q1'18-tiedotustilaisuudessa, että sillä on useita kouluprojekteja tarjousvaiheessa ja vihjasi, että ensimmäinen kouluhanke saattaisi tulla jo lähiaikoina.

Suomen peruskoulut ja lukiot rakennusvuoden mukaan (2005)



Lähde: Kuntaliitto

Opetusrakennusten käynnistyminen, milj. m³



Lähde: Tilastokeskus, ennusteet Rakennusteollisuus RT

Toimintaympäristön trendit 1/4

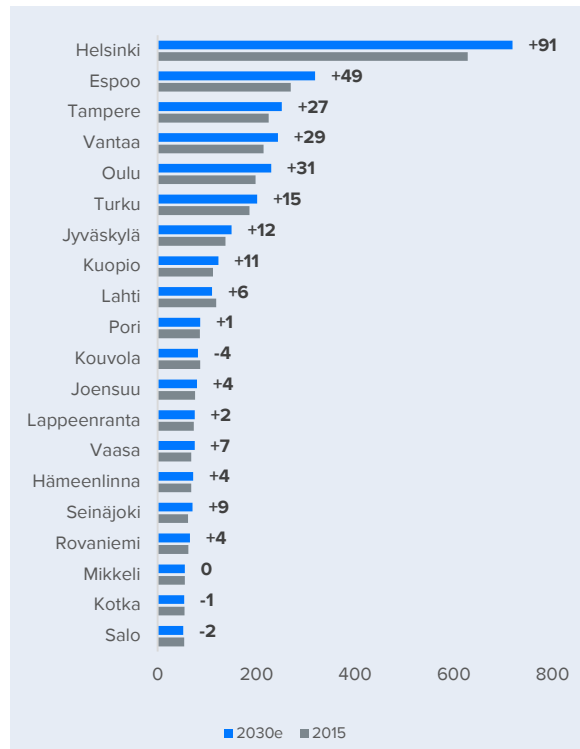
Toimintaympäristössä positiivisia ajureita

Suomen Hoivatilat on keskittynyt hoivakiinteistöihin, joiden loppukysyntä ei arviomme mukaan ole merkittävästi riippuvainen yleistoloudellisesta suhdanteesta, vaan julkisen sektorin ostoista ja yksityisten palvelutuottajien markkinaosuuden kasvusta. Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päiväkotien, koulujen ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2018-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkoteja ja kouluja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviolta yli 4 miljardin euron investointeja.

Kaupungistuminen ja väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärä kasvoi vuonna 2017 18 300 asukkaalla eli noin 1,6 %. Taustalla on erityisesti ihmisten muuttaminen työpaikkojen perässä kasvukeskuksiin ja kaupunkiin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on arviomme mukaan selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä kaupungistumiskehityksen takia. Väestön keskittyminen luo arviomme mukaan vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille, hoivakodeille ja kouluille seuraavan 25-vuoden aikana.

Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2015-2030e (tuhatta henkilöä)



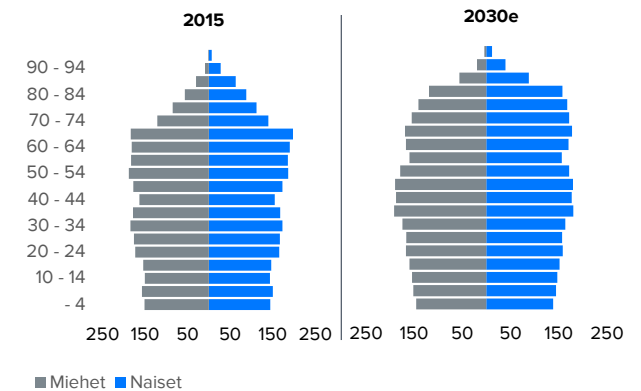
Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Tilastokeskuksen mukaan yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan lähes kaksinkertaistuvan vuodesta 2016 vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla ovat toisen maailmansodan jälkeen syntyneet suuret ikäluokat, sekä vanhusten parantunut terveys ja sen tuoma eliniänodotteen voimakas kasvu. Ikääntyneiden määrän kasvu tulee aiheuttamaan

merkittävää kasvua vanhusten sosiaali- ja terveyspalveluiden, kuten vanhusten hoivatiilojen kysynnälle tulevaisuudessa.

Väestön ikärakenne 2015 ja 2030e



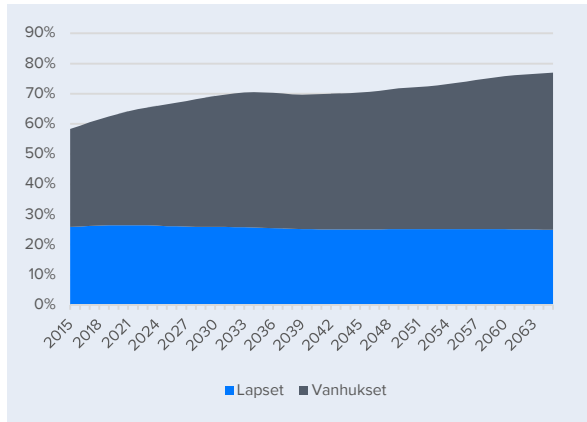
Lähde: Tilastokeskus

Julkisen sektorin velkaantuminen

Ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita Suomen julkisen sektorin taloudelle tulevaisuudessa. Väestöllisen huoltosuhteen eli alle 15-vuotiaiden lasten ja yli 65-vuotiaiden vanhusten määrän suhteessa työikäisiin ennustetaan kasvavan merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan huoltosuhte kasvaa vuoden 2015 noin 58 prosentista 77 prosenttiin vuoteen 2065 mennessä. Tämä tarkoittaa työikäisen väestön pienentymistä nykyisestä noin 63 prosentista noin 57 prosenttiin. Käytännössä julkisen sektorin menot kasvavat eläkkeiden sekä sosiaali- ja terveyspalveluiden kasvamisen myötä, samalla kun verotulot laskevat työvoiman vähentyessä.

Toimintaympäristön trendit 2/4

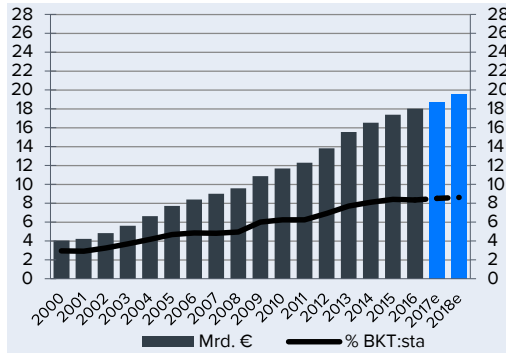
Väestöllinen huoltosuhte 2015-2065e



Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikääntyminen ja heikentyvä huoltosuhte tulevat aiheuttamaan merkittäviä haasteita erityisesti nykyiseltään velkaantuneelle kuntasektorille. Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on yli kaksinkertaistunut, ja se oli kuntaliiton mukaan noin 18 miljardia euroa eli noin 8 % BKT:sta vuonna 2016.

Kuntien lainakanta 2000-2018e



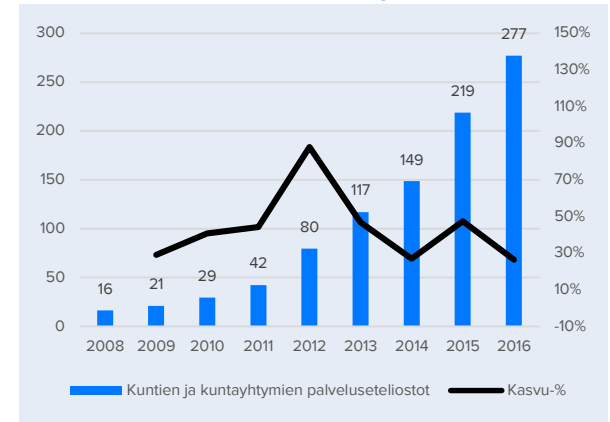
Lähde: Tilastokeskus ja Kuntaliitto

Julkisen talouden pitkän aikavälin rahoitusasemaa mitataan kestävyysvajeella, mikä tarkoittaa tulevien julkisen talouden alijäämien nykyarvoa. Valtiovarainministeriön arvion mukaan kestävyysvaje on tällä hetkellä noin 3 % BKT:stä eli noin 7 miljardia euroa. Sosiaali- ja terveydenhuolto muodostavat suurimman yksittäisen erän paikallishallinnon menoista, joten niiden hillitseminen on olennaista kuntien pyrkiessä tasapainoittamaan talouttaan. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan ja uskomme siten Hoivatiilojen kaltaisen yksityisten palvelutuottajien kysynnän kasvavan merkittävästi tulevaisuudessa.

Palvelusetelit ja SOTE-uudistus

Odotamme palvelusetelien käytön jatkuvan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotikiinteistöille. Palvelusetelin idea on, että kunta voi antaa palvelusetelin henkilölle, joka tarvitsee jotain kunnallista palvelua. Setelillä henkilö voi itse valita ja ostaa tarvitsemansa palvelun yksityiseltä palveluntuottajalta. Vuonna 2009 palvelusetelien käyttö laajennettiin kaikkiin sosiaali- ja terveyspalveluihin. Palvelusetelien käyttö on tämän jälkeen lisääntynyt vahvasti sosiaali- ja terveydenhuollossa sekä päivähoidossa. Esimerkiksi varhaiskasvatuksessa palveluseteliostot kasvoivat vuonna 2016 noin 33 % 113 miljoonaan euroon.

Kuntien palveluseteliostot, miljoonaa euroa



Lähde: Kuntaliitto, Hyvinvointialan liitto

Marraskuussa 2015 Suomen hallitus päätti SOTE-uudistuksen tekemisestä. Osana uudistusta hallitus aikoo säätää uuden valinnanvapauslainsäädännön, jonka myötä käyttäjä voi tulevaisuudessa itse valita palveluiden julkisen, yksityisen tai kolmannen sektorin tuottajan. Lainsäädäntö on tarkoitus saada voimaan 1.1.2020. Käytännössä laki tarkoittaa laajamittaista yksityistämistä ja odotamme sen lisäävän yksityisten hoivakotien kysyntää merkittävästi tulevaisuudessa. Yksityistämisessä on edelleen kasvuvaraa nykyisestä, sillä tehostetun palveluasumisen yksityisen sektorin osuus on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 50 %. Päiväkoteja tai kouluja SOTE ei kuitenkaan koske ja SOTE:n vaikutus Hoivatiiloihin jää siksi todennäköisesti rajalliseksi.

Toimintaympäristön trendit 3/4

Merkittävä kysynnän kasvu

Valtioneuvoston kanslian arvioiden perusteella voimakkaasti lisääntyvästä vanhusten määrästä johtuen Suomeen tarvitaan noin 40 000 uutta hoivapaikkaa seuraavan noin 20 vuoden aikana. Tämä tarkoittaa arviolta noin 1000 uutta hoivakotia ja 4 miljardin euron edestä investointeja. Tämän lisäksi väestön keskittymisestä ja muuttoliikkeestä johtuen Suomeen tarvitaan arviomme mukaan satoja uusia päiväkoteja ja kouluja seuraavan 25-vuoden aikana, mikä vastaa satojen miljoonien eurojen investointeja. Kuntien lisääntyvä ulkoistaminen ja yksityistäminen tulevat todennäköisesti edelleen vauhdittamaan kasvavaa kysyntää.

Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökauppariikkinat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. Catellan tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiovolyymi nousi vuonna 2017 noin 41 %:lla noin 10 miljardiin euroon, mikä on tilaston kaikkien aikojen korkein taso. Transaktiovolyymit olivat vuonna 2017 selvästi yli vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen heijastuvan myös hoivakiinteistöihin. Odotamme hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan, mikä osaltaan nostaa näiden kiinteistöjen arvostustasoa. Odotamme myös voimistuvan sijoittajakysynnän lisäävän kilpailua hoivakiinteistöjen rakentamisessa, mikä saattaa keskipitkällä aikavälillä laskea Suomen Hoivatilojen rakentamisen kehityskatteita.

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa, 2004-2017



Lähde: Catella

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa tukevat tällä hetkellä EKP:n elvytystoimet ja historiallisen alhaisen korkotaso, joiden myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää sekä laskenut niiden tuottovaatimuksia. Tilanne korostuu etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä. Odotamme tuottovaatimusten laskevan lyhyellä aikavälillä suhteellisesti voimakkaimmin juuri hoivakiinteistöissä, koska se on arviomme mukaan etenkin Suomessa defensiivinen ja matalan riskiprofiilin kiinteistösijoitusmuoto.

Toimintaympäristön positiiviset ajurit tukevat osaketta

Suomen Hoivatilojen toimintaympäristön arvoajurit ovat arviomme mukaan kokonaisuudessaan myönteisiä ja nämä tukevat osakkeen arvostustasoa. Suomessa on voimakas tarve uusille päivä- ja hoivakotikiinteistöille sekä kouluille kaupungistumisen ja väestön keskittymisen, ikääntymisen, julkisen sektorin velkaantumisen, palvelusetelien yleistymisen ja SOTE-uudistuksen takia. Voimakkaasti kasvava markkina antaa hyvät edellytykset Suomen Hoivatilojen kiinteistökehitystoiminnalle. Hoivakiinteistöjen sijoittajakysyntä on myös vahvaa, mikä tulee arviomme mukaan todennäköisesti laskemaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksia ja siten nostamaan näiden tilojen arvostustasoa.

Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan kiinteistösijoitusyhtiötä ja pitää näiden korkokulut pienenä. Euroopan keskuspankki laski vuonna 2016 ohjaukskonsa ennätysalhaalle 0,00 prosenttiin tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Samalla EKP nosti vuonna 2015 aloitettuja kuukausittaisia arvopaperiostojen määrän 60 miljardista eurosta 80 miljardiin euroon. Joulukuussa 2016 arvopapereiden osto-ohjelmaa pidennettiin joulukuuhun 2017 asti, mutta ostoja vähennettiin 60 miljardiin euroon huhtikuusta 2017 alkaen. Tammikuusta 2018 lähtien ostoja vähennettiin 30 miljardiin ja niitä on tarkoitus tehdä 2018 syyskuun loppuun asti ja tarvittaessa sen jälkeenkin. Tuoreimpien ennusteiden valossa markkinoilla odotetaan EKP:n pitävän ohjauksikon alhaalla vielä vuosia.

Toimintaympäristön trendit 4/4

SOTE-epävarmuus lisää riskiprofilia

Toimintaympäristön negatiiviset arvoajurit ovat mielestämme tällä hetkellä suhteellisen pieniä. Arviomme mukaan kuitenkin nykyinen poliittinen epävarmuus SOTE -päätöksen ympärillä lisää ainakin hieman alan yritysten riskipreemioita. Lisäksi kasvava sijoittajakysyntä tulee arviomme mukaan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä lisäämään kilpailua hoivakiinteistöhankeista, mikä tulee todennäköisesti tulevaisuudessa laskemaan Suomen Hoivatiilojen rakennuttamisen kehityskatteita.

Hoiva-alan keskittyminen lisää riskiprofilia

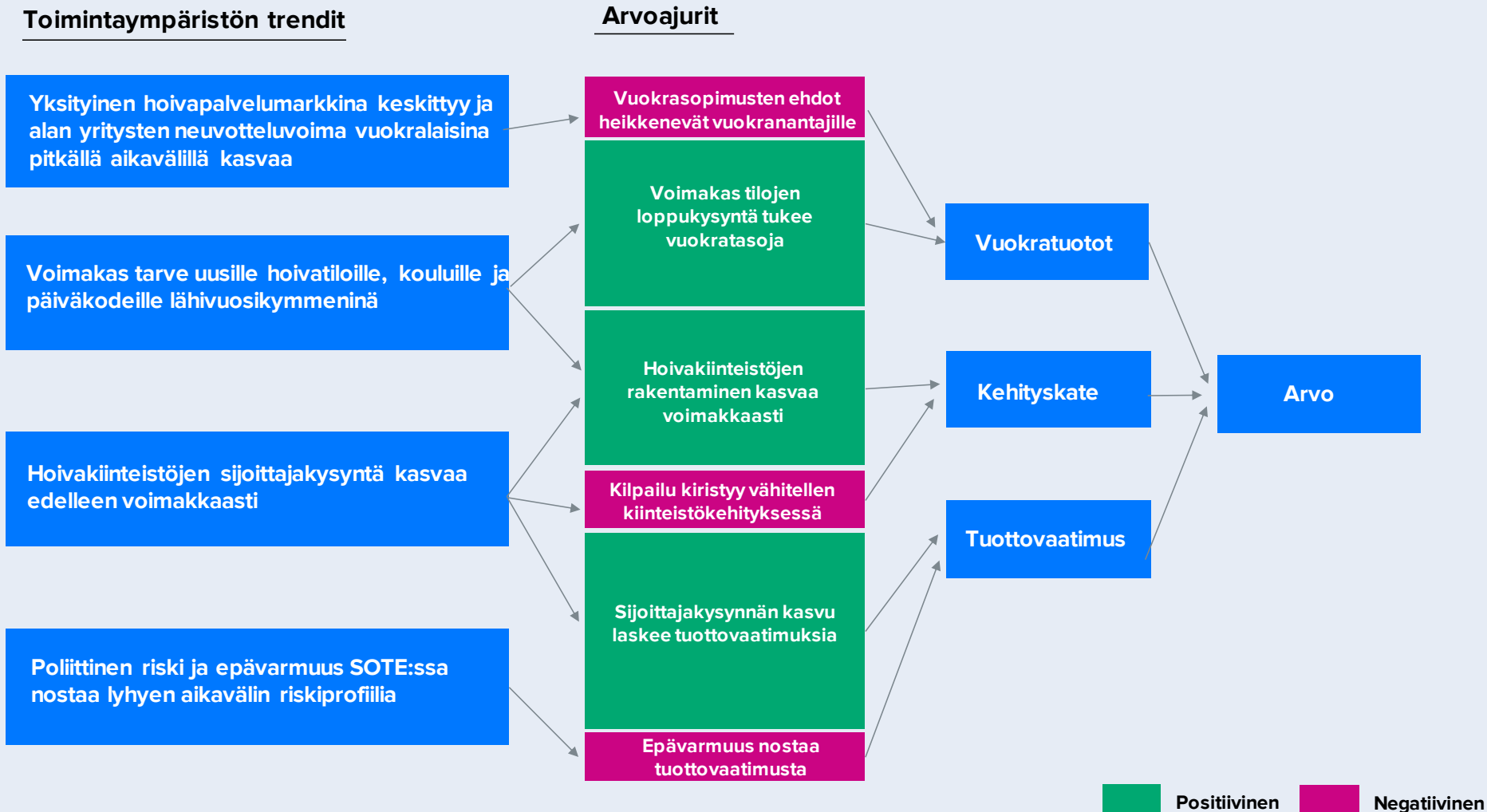
Viime vuosina suuret hoiva-alan yritykset ovat kiihtyvällä tahdilla kasvattaneet markkinaosuuttaan ostamalla pieniä toimijoita yrityskaupoilla ja kasvamalla orgaanisesti avaamalla uusia toimipisteitä. Tämä yksityisen hoivapalvelumarkkinan keskittyminen muutamille suurille yrityksille saattaa pitkällä aikavälillä lisätä näiden yritysten neuvotteluvoimaa hoivakiinteistöjen omistajia kohtaan, jolloin vuokrauksen ehdot saattavat pitkällä aikavälillä heiketä. Esimerkiksi nykyiset suhteellisen pitkät 10-20 vuoden vuokrasopimukset saattavat laskea ja myös vuokratasoihin saattaa pitkällä aikavälillä kohdistua laskupaineita.

Näkemyksemme Suomen Hoivatiilojen toimintaympäristön keskeisimmistä ajureista ja niiden vaikutuksesta Hoivatiilojen osakkeen arvoon on esitetty sivulla 20.

Kasvuajuri	Vaikutus
Väestön keskittyminen	<ul style="list-style-type: none">Vahva kysyntä ja tarve sadoille päiväkoteille, kouluille ja hoivakiinteistöille.
Väestön ikääntyminen	<ul style="list-style-type: none">Tarvitaan 30 000-40 000 uutta hoivapaikkaa, mikä tarkoittaa 3-4 miljardin euron investointeja.
Julkisen sektorin velkaantuminen	<ul style="list-style-type: none">Kunnat hakevat aktiivisemmin yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa.
SOTE -uudistus ja palvelusetelin yleistyminen	<ul style="list-style-type: none">Valinnanvapaus tulee lisääntymään etenkin päivähoidossa, missä yksityisen sektorin osuus on vasta noin 14 %.Lyhyellä aikavälillä SOTE lisää kuitenkin myös epävarmuutta.

Lähde: Inderes

Toimintaympäristön trendit ja arvoajurit



Liiketoimintamalli ja strategia

Kokonaisvaltainen palveluntuottaja

Suomen Hoivatilojen erityispiirteenä on toimintamallin kokonaisvaltaisuus. Hoivatilat ei ole pelkästään kiinteistöjä omistava ja vuokraava yhtiö, vaan kokonaisvaltainen rakennuttaja-kiinteistökehittäjä. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palveluntuottajien kanssa ja tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun päivä- ja hoivakodeille, kouluille sekä palvelukortteleille ”avaimet käteen” -periaatteella alkaen tonttihausta ja rakennuttamistehtävistä täysin valmiiseen hoivakiinteistöön asti.

Hoivakiinteistöjen koko arvoketju hallussa

Hoivatilat hoitaa hoiva- ja päiväkotikiinteistöjen tuottamisen koko arvoketjun: hankkii tontin, käy hankkeen pohjakeskustelut kunnissa, suunnitteluttaa, rahoittaa, rakennuttaa, hoitaa lupaprosessit sekä viranomaisyhteydet ja hankkii tiloihin yksityisen operaattorin. Lopuksi yhtiö jää omistamaan tilat, jotka vuokrataan yksityisille palveluntarjoajille tai kunnille palvelutoimintaa varten.

Proaktiivinen toimintamalli

Yhtiö toimii läheisessä yhteistyössä kuntien ja hoivaoperaattoreiden kanssa ja pyrkii ennakoivasti hankkimaan ajantasainen tieto näiden palvelu- ja tilatarpeista sekä uusille hoivakodeille sopivista tonteista. Proaktiivisuus mahdollistaa nopean reagoinnin investointi- ja tilatarpeisiin ja mahdollistaa parhaimmillaan hoivakiinteistökehittämisen sopimisen ennen kilpailijoita.

Omat päiväkoti-, koulu- ja hoivakotimallit

Hoivatilat on kehittänyt oman koulu- päivä- ja

hoivakotitilojen mallistot, joita käytetään suunnittelun pohjana uusien kehityshankkeisiin. Tilat sovitetaan käytettävissä olevalle tontille ja tarvittaessa räätälöidään sisustukseltaan loppuasiakkaalle sopiviksi. Oma mallisto lisää osaltaan tehokkuutta ja mahdollistaa pienet mittakaavaedut rakentamisvaiheessa.

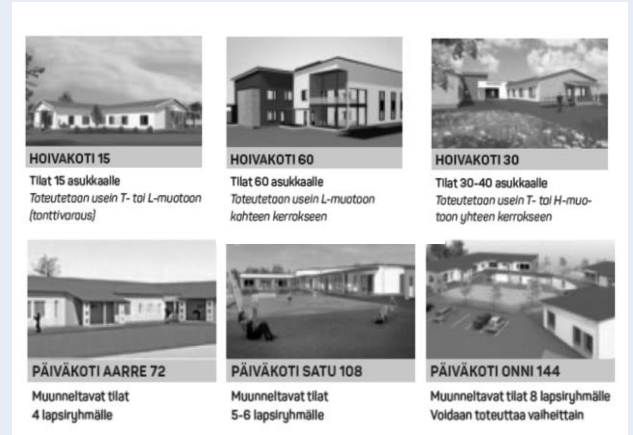
Kehitystoiminta luo kilpailuetua

Sijoittajien näkökulmasta Hoivatilojen toimintamalli on perinteistä kiinteistösjoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnallaan osan kehityskatteesta itselleen, mikä on Inderesin arvion mukaan noin 10-20 % hankkeen arvosta. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen, nopean hanketoteutuksen ja asiakkaan näkökulmasta helpon kokonaisratkaisun toimittamisen. Arvoketjun hallinta vähentää myös osaltaan kiinteistöjen omistamiseen liittyvää riskiä, sillä yhtiö pystyy tällöin itse vaikuttamaan mm. tonttien vuokrasopimusten ehtoihin, viranomaislupiin ja itse rakennusten suunnitteluun.

Erikoistuminen ja räätälöidyt ratkaisut

Hoivatilojen oma kehitystoiminta mahdollistaa osaltaan tilojen erilaistamisen, millä yhtiö pyrkii saavuttamaan kilpailuetua. Hoivatilat on esimerkiksi rakentanut Tampereelle luonto- ja ympäristökasvatukseen räätälöidyn yksityisen päiväkodin. Vuonna 2015 yhtiö kehitti palvelukortteli-konseptin, jossa yksityinen päiväkoti ja yksityinen vanhusten hoivakoti on yhdistetty yhdeksi kokonaisuudeksi. Konsepti tarjoaa erilaistamisen lisäksi myös skaalautuvia esimerkiksi kiinteistö-, ruokahuolto- ja siivouspalveluissa.

Päivä- ja hoivakotimallisto



Lähde: Hoivatilat

Koulukonsepti



Lähde: Hoivatilat

Liiketoimintamalli ja strategia

Viime vuosina ei ole myyty kiinteistöjä

Hoivatilojen tuotot koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, rakennuttamisen kehityskatteista sekä mahdollisista kiinteistöjen myyntivoitoista. Kiinteistömyyntien tarkoitus on lähinnä tasapainottaa yhtiön kiinteistöportfoliota ja parantaa sen hajautusta. Vuoden 2015 jälkeen yhtiö ei ole myynyt yhtään kiinteistöä.

Hoivatilat on kasvuyhtiö

Suomen Hoivatilojen tavoitteena on olla pitkäjänteinen kiinteistöjen omistaja ja vuokranantaja. Yhtiön strategisena tavoitteena lähivuosille on jatkaa voimakasta kasvua. Hoivatilojen tavoitteen mukaan kasvun tulee olla myös hallittua ja kannattavaa eli toteutettavien hankkeiden tulee täyttää tietyt taloudelliset ja laadulliset kriteerit. Käytännössä kasvutavoite vaatii arviomme mukaan yli 150 MEUR:n arvoisten kohteiden rakentamisen vuosina 2018-2020, mikä on mielestämme hyvin saavutettavissa oleva taso huomioiden yhtiön historiallinen kasvuvauhti ja tämänhetkinen rakenteilla ja lupavaiheessa oleva hankinta-arvoltaan noin 103 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta.

Painopisteenä kasvukeskukset

Strategiansa mukaisesti Hoivatilojen kiinteistöhankeet keskittyvät Suomen kasvukeskuksiin (pääkaupunkiseutu, Turku, Tampere, Oulu, Jyväskylä, Kuopio) tai niiden välittömään läheisyyteen, missä väestön kasvun tai väestörakenteen kehityksen arvioidaan myös tulevaisuudessa palvelevan tilojen tehokasta käyttöä. Kiinteistöhankeita toteutetaan myös alueellisesti vahvoihin maakuntakeskuksiin, jos

palvelutarpeen nähdään olevan vakaalla pohjalla esimerkiksi väestön demografisesta rakenteesta johtuen.

Kohderyhmänä suuret päivä- ja hoivakotiketjut

Yhtiön strategisena tavoitteena on, että merkittävä osa yhtiön kiinteistökohteista on vuokrattu Suomen suurimmille ja tunnetuimmille päivähoito- ja hoivaketjuille, joiden taloudelliset voimavarat riittävät vuokranmaksuvelvoitteista huolehtimiseen. Pienemmille toimijoille toteutettavien kiinteistöhankeiden osalta varmistetaan jo ennen hankkeen aloitusta, että kiinteistön käyttäjän taloudelliset resurssit riittävät vuokraveroitteen hoitamiseen. Lisäksi kiinteistökohteiden vuokrasopimukset hajautetaan siten, että minkään yksittäisen vuokralaisen osuus vuokraliikevaihdosta kokonaisuutena ei kasva liian suureksi.

Pitkät vuokrasopimukset ja vakaa tulovirta

Kiinteistöihin tehdään pääsääntöisesti 15-20 vuoden määräaikaista vuokrasopimukset, joilla varmistetaan vakaa tulovirta. Vuokratasot sidotaan elinkustannusindeksiin ja vuokrasopimukset sisältävät pääsääntöisesti 3-6 kk vuokraa vastaavan vakuuden. Kohteet rakennutetaan vain tarpeeseen, ja kiinteistöhankeet aloitetaan vasta kun asiakkaan kanssa on tehty kiinteistökohtetta koskeva sitova vuokrasopimus. Tällä tavoin vältetään riski siitä, että kiinteistökohteelle ei sen valmistuessa olisi käyttäjiä.

Palvelukortteli-konsepti



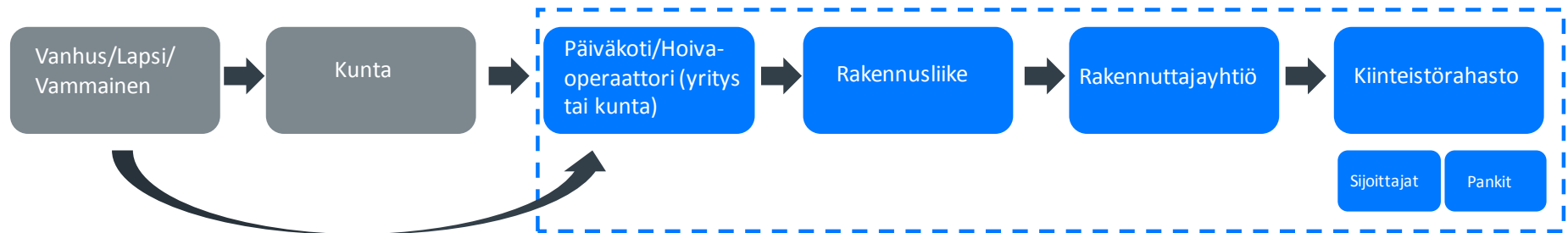
Lähde: Hoivatilat

Hoivatilojen 2018-2020 taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon kasvu vuonna 2018 vähintään 40 % ja vuosina 2018-2020 vähintään 30 % vuodessa
- Operatiivinen tulos keskimäärin 40 % liikevaihdosta
- Omavaraisuusaste keskimäärin vähintään 35 %
- Vuotuinen osinko vähintään 50 % operatiivisesta tuloksesta

Suomen Hoivatiilojen liiketoimintamalli

Taustalla tilojen tarve lakisääteisille palveluille



Asiakas valitsee itse (palveluseteli-malli) tai kunta päättää, mistä ostetaan (perinteinen malli).



Hoivatilat vastaa monen ”perinteisen” toimijan roolista verkostonsa ja konseptiosaamisensa avulla. Ei tuota itse hoivaa eikä ole rakennusyhtiö, mutta tuo osaavat operaattorit ja kilpailuttaa rakennusliikkeen hankkeisiin.

Kilpailu ja kilpailuedut

Kilpailijoina etenkin kiinteistörahastot

Suomen Hoivatilojen kilpailijoita ovat muut päivä- ja hoivakoteja rakentavat ja vuokraavat tahot Suomessa. Rakennusliikkeet kilpailevat Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen rakentamisen kehityskatteista ja hoivakiinteistöjä omistavat instituutiosijoittajat sekä hoivakiinteistörahastot kilpailevat vuokraustoiminnassa. Arviomme mukaan hoivakiinteistöjen vuokrauksen kilpailun taso Suomessa ei ole ollut erityisen kireää, koska alan vuokratuotot ovat historiallisesti olleet suhteellisen korkeita. Hoivakiinteistöjen rakennuttamisen kilpailutilanne ei arviomme mukaan ainakaan historiallisesti ole myöskään ollut korkeaa ja Suomen Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan terveitä katteita kiinteistökehitystoiminnassaan.

Suuret rakennusliikkeet eivät arviomme mukaan muodostu merkittävää kilpailun uhkaa Suomen Hoivatilojen päiväkotien ja hoivakotien rakennuttamistoiminnalle, sillä tyypillisesti hoivakiinteistöhankkeet ovat yksittäisiä ja vain muutaman miljoonan euron kokoisia ja siten hankkeet ovat usein liian pieniä herättääkseen suurten rakennusyhtiöiden mielenkiintoa. Pienet ja keski-suuret rakennusyhtiöt ovat arviomme mukaan Suomen Hoivatilojen pääkilpailijoita rakennuttamisessa. Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkeita, 10-20 % kehityskatteita rakennuttamisessa, kun Suomessa keskimääräinen taso uudisrakentamisessa on tällä hetkellä selvästi tätä alempi, usein vain noin 10 %.

Arviomme mukaan kilpailu rakennuttamisessa

tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja kehityskatteet siten laskemaan nykyisestä lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen vuokraustoiminnassa kilpailevat hoivakiinteistörahastot ja muut hoivakiinteistöjä omistavat ja vuokraavat tahot. Tällä hetkellä Inderesin tietojen perusteella Suomessa toimii 7 hoivakiinteistörahastoa (Hemsö, Titanium, Trevian, eQ, Evli, Northern Horizon Capital ja FinCap) ja näiden muodostama kilpailupaine on arviomme mukaan lisääntymässä päin.

Tärkeimmät kilpailuedut

Arviomme mukaan toimialla on vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, mutta Suomen Hoivatiloilla on joitain nykyiseen toimintamalliin liittyviä operatiivisia kilpailuetuja:

- **Kokonaisvaltaisuus ja helppous asiakkaalle:** Yhteistyö Suomen Hoivatilojen kanssa on kunnille ja hoivaoperaattoreille lähtökohtaisesti helppoa, sillä yhtiö tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun hoivakiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Asiakkaan ei tarvitse erikseen hankkia tonttia, suunnitella rakennusta, rakennuttaa tai sopia rahoituksesta, sillä Hoivatilat hoitaa tarvittaessa koko prosessin kokonaispalveluna asiakkaalle.
- **Nopeus ja tehokkuus:** Koko arvoketjun hallinta ja yhtiön omat valmiit hoivakiinteistömallit sekä rakennuttajakumppani-verkosto mahdollistavat arviomme mukaan useita kilpailijoita tehokkaamman ja nopeamman hankintaprosessin. Hoivatilojen arvolutapauksen mukaan yhtiö pystyy

toteuttamaan hoivakiinteistö jopa alle vuodessa, kun usein hoivakiinteistöhanke saattaa kestää jopa 36kk.

- **Skaalautuvuus ja kustannustehokkuus:** Suomen Hoivatilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiö hoitaa rakennuttamisen ja muut prosessit pääosin omalla henkilöstöllä. Yhtiön kasvu on siten skaalautuvaa, sillä sen kulut eivät kasva samassa suhteessa toiminnan kasvun kanssa kuten tärkeimmillä kilpailijoilla eli hoivakiinteistörahastoilla. Tämä mahdollistaa pitkällä aikavälillä kilpailijoita matalamman hinnoittelun ja auttaa hoivakiinteistöhankkeiden voittamisessa kuntien tarjouskilpailuissa.
- **Hioutunut konsepti:** Suomen Hoivatilat on toiminut hoivakiinteistömarkkinoilla vuodesta 2008 alkaen ja toteuttanut jo yli 120 hoivakiinteistöhanketta. Arviomme mukaan yhtiön konsepti on hioutunut suhteellisen tehokkaaksi. Tätä heijastelee mm. yhtiön korkea tuottotaso (2017 oman pääoman tuotto 25 %).
- **Sitoutettu henkilöstö:** Suomen Hoivatilojen hallitus ja henkilöstö omistavat osakeluettelon mukaan henkilökohtaisesti huomattavan osan yhtiöstä ja heillä on siten vahva kannustin kehittää yhtiön omistaja-arvoa pitkäjänteisesti. Tämä arviomme mukaan turvaa myös ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä.

Ennusteet 1/6

Historiallinen suorituskyky

2008-2014 toiminnan ylösajon aikaa

Vuodet 2008-2014 olivat Suomen Hoivatiloilla toiminnan ylösajon aikaa. Yhtiön kirjanpitoikäntö näiltä vuosilta eivät ole vertailukelpoisia vuosien 2015-2017 kanssa eivätkä ne mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön täydestä tulospotentiaalista. Vuonna 2014 yhtiön liiketoiminta saavutti näkemyksemme mukaan kiinteistöportfolion koon suhteen (42 MEUR) kriittisen massan ja siten vuoden 2015 tilinpäätösluvut ovat mielestämme aikaisin lähtökohta arvioitaessa yhtiön operatiivista suorituskykyä. Vuonna 2015 Suomen Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli noin 29 %, vuonna 2016 noin 24,5 % ja vuonna 2017 25,0 %. Nämä olivat arviomme mukaan kiinteistöyhtiölle suhteellisesti hyvin vahvoja lukuja.

Ennusteet

2018-2019 ennusteet

Suomen Hoivatilojen 2018-2019 ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion vuokrasopimukseen, ennustamiimme valmistuviin kiinteistökehityshankkeisiin sekä ennustamaamme tuottovaatimusten laskuun. Hoivatiloilla oli oli maaliskuun 2018 lopussa 92 valmista hoivakiinteistöjä, joiden nettovuokratuotto käypään arvoon oli 6,5 %. Vuokratuotot ovat hyvin ennustettavia, sillä kiinteistöjen taloudellinen vuokrausaste oli täydet 100 % ja tämänhetkiset vuokrasopimukset ovat keskimäärin 14,3-vuoden mittaisia. Yhtiöllä oli lisäksi tällä hetkellä suunnitteilla ja rakenteilla kiinteistöjä yhteensä 48 kpl noin 103 MEUR:n edestä, jotka alkavat tuottaa kassavirtaa aviomme mukaan vuosien 2018-2019 aikana.

Ennustamme yhtiön toteuttavan näiden hankkeiden lisäksi 87 MEUR:n edestä kehityshankkeita vuosina 2018-2019 ja oletamme Hoivatilojen saavuttavan kehityshankkeista keskimäärin 15-16 %:n kehityskatteen niiden valmistuttua.

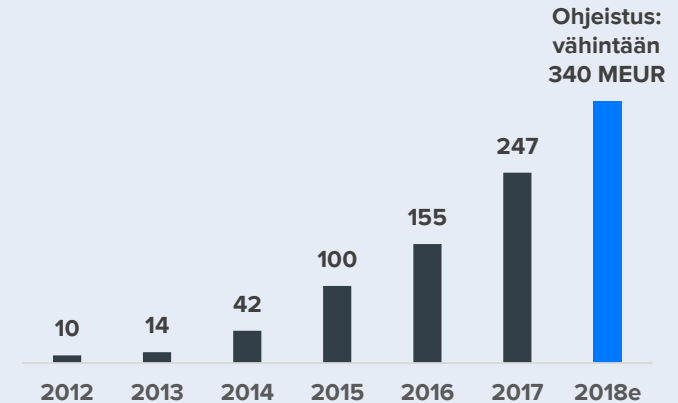
Ennusteillamme vuoden 2018 liikevaihto on 17,7 MEUR ja operatiivinen tulos 7,8 MEUR. Kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa vuonna 2018 noin 373 MEUR. Osakekohtainen NAV kasvaa ennusteissamme noin 7,1 euroon vuonna 2018 ja noin 8,0 euroon vuonna 2019. Ennusteemme ovat pääosin linjassa yhtiön 2018 ohjeistuksen kanssa, sillä Hoivatilat ohjeisti Q1'18 liiketoimintakatsauksessa 2018 liikevaihdon olevan vähintään 17,5 MEUR, kiinteistöjen käyvän arvon olevan vuoden 2018 lopussa vähintään 340 MEUR ja operatiivisen tuloksen olevan noin 40 % liikevaihdosta eli noin 7 MEUR.

Vuosien 2018-2020 ennusteemme ovat yhteneviä myös yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa (2018 liikevaihdon kasvu vähintään 40 % ja vähintään 30 % vuosittain 2019-2020, operatiivinen tulos keskimäärin 40 % liikevaihdosta, omavaraisuusaste vähintään 35 % ja osinko vähintään 50 % EPRA tuloksesta).

2019-2020 tuottotaso

Hoivatilojen liiketoiminta on osittain skaalautuvaa, sillä yhtiön kiinteät kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Hoivatilojen kasvaessa yhtiön kiinteistökohtainen ja maantieteellinen hajautus myös paranevat, mikä edelleen alentaa yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Kiinteistöportfolion ennustamamme kasvu ja yhtiön kulurakenne huomioiden odotamme Hoivatilojen yltävän vuosina 2019-2020 keskimäärin 11 %:n kokonaistuottoon.

Kiinteistöportfolio 2012-2018e (MEUR)



Lähde: Hoivatilat

Hoivatilojen investointikanta 31.3.2018

	Nykyinen	Keskeneräinen
Hankkeet, kpl	92	48
Vuokrattava pinta-ala (tuhatta m ²)	79,9	43,2
Hankintameno (MEUR)	174,1	102,9
Vuosivuokrat (MEUR)	16,3	8,3

Lähde: Hoivatilat

Ennusteet 2/6

Kansainvälistyminen

Hoivatilat kertoi Q1-liiketoimintakatsauksessa yhtiön käynnistäneen katsauskaudella perusteellisen selvityksen mahdollisuuksista laajentua muihin Pohjoismaihin. Tämä oli uusi avaus yhtiöltä ja tietojemme perusteella ensimmäinen kerta, kun yhtiö kertoi julkisesti kansainvälistymissuunnitelmista. Historiansa aikana Hoivatilat on operoinut vain Suomessa. Q1-tiedotustilaisuudessa yhtiön johto vihjasi, että kansainvälistyminen voisi suuntautua Ruotsiin.

Hoivatiilojen useat asiakkaat (hoivaoperaattorit) toimivat jo nyt muissa Pohjoismaissa ja näiden asiakkaiden liiketoimintamallit ovat käsityksemme mukaan samanlaisia Suomessa ja muissa Pohjoismaissa. Edelleen Pohjoismaissa yhteiskuntarakenteet ovat samantyyppisiä ja hoiva-alaa ajavat useat samanlaiset megatrendit kuin Suomessa (mm. väestön ikääntyminen). Hoivatilat voisi arviomme mukaan nykyisellä liiketoimintamallilla operoida myös esimerkiksi Ruotsissa. Käytännössä kansainvälistyminen vaatisi kuitenkin todennäköisesti paikallisen yhteistyökumppanin ja/tai investointeja paikalliseen osaamiseen ja myyntitiimin.

Muissa Pohjoismaissa ja erityisesti Ruotsissa rakennuttamisen kilpailu on arviomme mukaa yleisesti Suomea kireämpää ja myös hoivakiinteistöjen tuottotasot ovat matalampia matalista tuottovaatimuksista johtuen. Esimerkiksi Realian mukaan Ruotsin hoivakiinteistöjen prime-tuottovaatimus oli vuonna 2017 vain noin 4,0 % eli selvästi Suomea alempana (Hoivatiilojen kiinteistöjen tuottovaatimus 2017 lopussa 6,5 %). Tuottotasot muissa Pohjoismaissa saattaisivat siksi jäädä

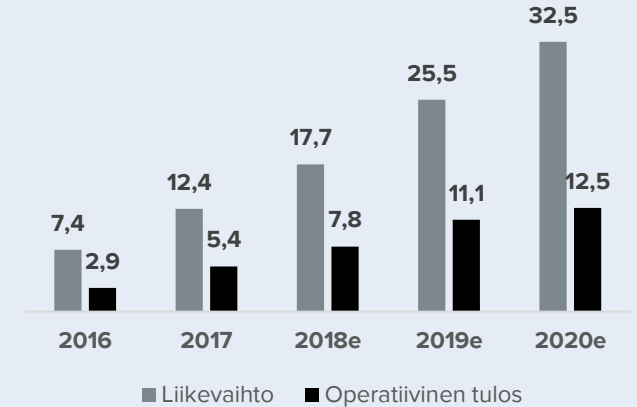
yhtiölle Suomea matalammiksi.

Pohjoismaisista hoivakiinteistömarkkinoista esimerkiksi Ruotsi on käsityksemme mukaan huomattavasti (jopa yli kaksi kertaa) Suomea suurempi ja Pohjoismaissa yhtiöllä olisi siten mahdollista kasvaa uuteen kokoluokkaan. Mahdollinen kansainvälistyminen myös parantaisi Hoivatiilojen kiinteistöportfolion maantieteellistä hajautusta ja siten laskisi yhtiön kokonaisriskiprofiilia.

Emme tässä vaiheessa ole sisällyttäneet kansainvälistymistä Hoivatiilojen ennusteisiimme konkreettisten suunnitelmien puuttumisen vuoksi. Pidämme kansainvälistymistä sijoittajien kannalta tässä vaiheessa lähinnä optiona, joka tukee kasvuennusteitamme.

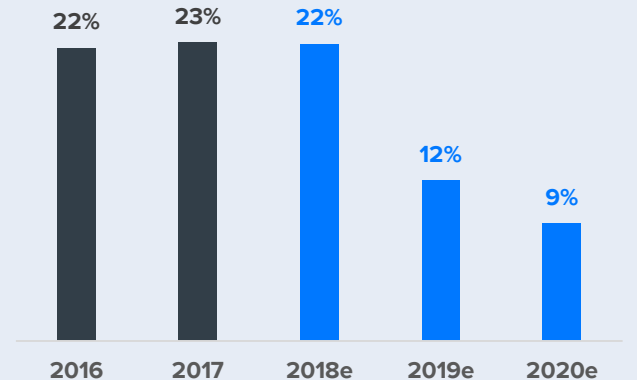
Seuraavilla sivuilla käymme tarkemmin läpi, mihin oletuksiin Suomen Hoivatiilojen ennusteemme perustuvat.

Hoivatiilojen liikevaihto ja EPRA tulos (MEUR)



Lähde: Inderes

Hoivatiilojen ennustettu kokonaistuotto-% NAV:ille



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/6

Vuokratuotot

Inderes arvioi Hoivatilojen sitovien vuokrasopimusten ja käynnissä olevien kehityshankkeiden nostavan 2018 liikevaihdon (bruttovuokratuotot) noin 17,7 MEUR:oon ja vuoden 2019 liikevaihdon noin 25,5 MEUR:oon. Tämän jälkeen liikevaihdon kasvu pohjautuu uusien sopimusten 6,0 %:n nettovuokratuottoon

Kiinteistöjen hoitokulut

Suomen Hoivatilojen kiinteistöjen vuokrasopimukset ovat nettovuokrasopimuksia ja vuokralaiset pääsääntöisesti maksavat kaikki kiinteistöjen hoitokulut. Yhtiölle tulee kuitenkin maksettavaksi tiettyjä hoitokuluja osassa kohteita, kuten esimerkiksi kiinteistöjen vakuutukset, kiinteistövero ja tonttivuokrat. Nämä olivat yhteensä 1,0 MEUR vuonna 2017 eli noin 0,5 % kiinteistöjen keskimääräisestä käyvästä arvosta. Odotamme hoitokulujen säilyvän tällä suhteellisella tasolla lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ennusteissamme.

Kiinteät kulut

Suomen Hoivatilojen vuoden 2017 henkilöstökulut olivat 1,9 MEUR ja liiketoiminnan muut kulut olivat yhteensä 1,2 MEUR. Oletamme henkilöstökulujen olevan 2,5 MEUR ja muiden kiinteiden kulujen yhteensä 1,6 MEUR vuonna 2018 ja 3,1 MEUR sekä 2,0 MEUR vuonna 2019. Ennustamme näiden kasvavan tämän jälkeen keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia.

Arviomme mukaan yhtiö pystyy moninkertaistamaan kiinteistöportfolionsa koon suhteellisen pienellä lisäyksellä nykyiseen henkilöstömäärään ja kiinteisiin kuluihin.

Arvioimme henkilöstökulujen ja muiden kulujen kasvavan keskimäärin 5 % vuodessa pitkällä aikavälillä. Edelleen kasvu tarjoaa arviomme mukaan pieniä mittakaavaetuja rahoituskuluihin

Rahoituskulut

Hoivatiloilla oli korollista velkaa 31.12.2017 taseessa yhteensä 110,1 MEUR, mikä koostui 101,2 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista ja 8,9 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista. Korolliset velat muodostuivat kokonaan kiinteistöyhtiöiden taseessa olevista rahoituslainoista. Lisäksi yhtiöllä oli 2017 lopussa luottolimiittejä käytettävissä 4 MEUR:n edestä, joista oli 0,0 MEUR käytössä. Konsernin lainojen keskiporkko oli 2017 lopussa 1,51 %, mikä on arviomme mukaan poikkeuksellisen alhainen keskiporkko kiinteistöyhtiölle. Lainojen maturiteetti on arviomme mukaan pitkä ja niiden kovenanttietehdot ovat tavanomaisia. Yhtiö on osittain suojautunut korkoriskiltä koronvaihtosopimuksilla, jotka päättyvät vuosina 2020-2023.

Huhtikuussa 2018 Hoivatilat kertoi sopineensa 50 MEUR:n pitkäaikaisrahoituksesta Euroopan investointipankin (EIP) kanssa. Ensimmäinen 30 MEUR:n laina on jo allekirjoitettu ja sillä tuetaan yhtiön uusiin kiinteistöihin tekemiä investointihankkeita. EIP:n lainat on käsityksemme mukaan luonteeltaan tyypillisesti vakuudellisia takaustyyppisiä lainoja. Hoivatilat ei ole avannu tämän rahoituksen keskiporkkoa tai maturiteettia, mutta tyypillisesti EIP:n vastaavat laina-ajat ovat käsityksemme mukaan pitkiä yli 10-vuoden mittaisia ja korkotasot ovat suhteellisen kilpailukykyisiä. Lainan korko voisi arviomme mukaan olla 2-3 %:n välissä. Emme

siten odota yhtiön korollisten velkojen keskiporkon nousevan järjestelyn myötä merkittävästi. Ennustamme yhtiön rahoituskulujen nousevan 1,9 %:iin vuonna 2019 ja olevan pitkällä aikavälillä keskimäärin 3,0 %.

EIP-lainan myötä yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan rahoittamaan ennustamamme vuosien 2018-2019 kasvuhankkeet ja yhtiön ei arviomme mukaan tarvitse kerätä omaa pääomaa markkinoilta niiden rahoittamiseksi. Emme siten pidä osakeantia vuonna 2018 Hoivatiloille todennäköisenä.

Verot

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että vaikka yhtiö maksaa normaalin yhteisöveron (20 %), sen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu siitä, että kiinteistöjen käyvän arvon muutoksista syntyvä verovelka kertyy taseeseen laskennalliseksi verovelaksi, mikä realisoituu vasta sitten, jos kiinteistö myydään. Yhtiö maksaa verovuonna yhteisöveron pääsääntöisesti vain myyntivoitoistaan ja vuokratuloistaan. Tämän takia efektiivinen veroprosentti oli vuonna 2017 alle 5 %. Ennustemallissamme oletamme, ettei yhtiö myy kiinteistöjään lainkaan ja laskennallinen vero ei siten lainkaan realisoidu.

Ennusteet 3/6

Rakennuttaminen

Yksi merkittävin tekijä mikä erottaa Suomen Hoivatilat muista pörssin kiinteistöyhtiöistä on rakennuttamistoiminta. Yhtiö ei pääsääntöisesti osta valmiita kiinteistöjä lainkaan vaan rakennuttaa ne ja se saa tästä rakennuttamistoiminnasta kehityskatteen. Yhtiön organisaatiomalli on suunniteltu rakennuttamista varten ja suurin osa sen henkilöstöstä työskentelee rakennuttamisessa. Vuonna 2017 Hoivatilat rakennutti hankinta-arvolla mitattuna noin 67 MEUR:n edestä kiinteistöjä, joista se saavutti Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkean noin 21 %:n kehityskatteen eli noin 14 MEUR voiton (käypä arvo – rakennuttamiskulut).

Suomen Hoivatiloilla oli maaliskuussa 2018 keskeneräisenä 48 kiinteistökehityshanketta, joiden hankinta-arvo oli yhteensä noin 103 MEUR. Kaikista näistä hankkeista on allekirjoitettu sitovat vuokrasopimukset ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Siten niiden toteutumiseen liittyvä riski on mielestämme pieni. Ennustamme yhtiön pystyvän toteuttamaan noin 90 MEUR:n edestä hankkeita vuonna 2018 ja vuonna 2019 ennustamme kehityshankkeiden olevan 100 MEUR (hoivakodit, päiväkodit, koulut ja palvelukorttelit yhteensä).

Kermit on jo kuorittu toimialalla

Hoivakiinteistöjen rakennuttamisessa kilpailu on arviomme mukaan viime vuosina kiristynyt erityisesti hoivakiinteistörahastojen kasvun ja lisääntyneen aktiivisuuden takia. Ennustamme siksi Hoivatilojen rakennuttamisen kehityskatteen laskevan vuonna 2018 noin 16 %:n tasolle ja ensi vuonna 15 %:n tasolle. Pidämme myös noin 15 %:n tasoa pitkällä aikavälillä realistisena yhtiölle.

Tuotto ei ole kassavirrallista

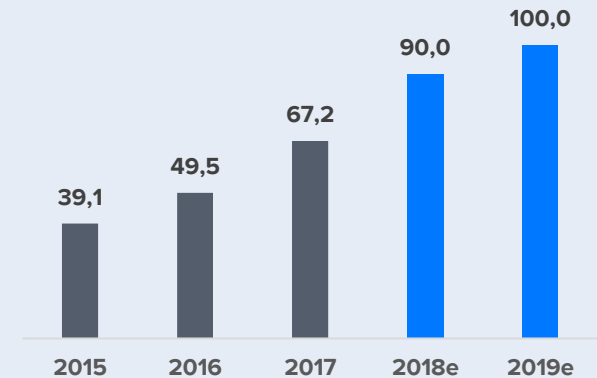
Rakennuttamisen kate on Hoivatiloille laskennallista ja ei-kassavirrallista tuottoa, koska yhtiö ei pääsääntöisesti myy kiinteistöjään muille. Tuottoon liittyvä riski on kuitenkin mielestämme matala, koska hoivakiinteistöillä on Suomessa toimiva transaktiomarkkina ja hoivakiinteistöjen loppukysyntä on voimakkaassa kasvussa. Hoivatilojen esittämät kiinteistöjen käyvät arvot (6,5 % tuottovaatimus) ovat mielestämme konservatiivisia verrattuna siihen, millä tasolla markkinoilla tehdään tällä hetkellä kauppaa hoivakiinteistöillä (noin 5,3 % tuottovaatimus) eli kehityskate saataisiin myös realisoitua tarvittaessa.

Ennusteessamme kasvu tasaantuu vuodesta 2020 alkaen

Ennusteessamme Hoivatilojen vuotuiset kehityshankkeet laskevat vuonna 2020 noin 50 MEUR:oon ja tämän jälkeen vakiintuvat noin 30 MEUR:n vuotuiselle tasolle. Tämä johtuu siitä, ettei yhtiö arviomme mukaan pysty omalla taseellaan toteuttamaan tätä enempää hankkeita ilman oman pääoman keräämistä markkinoilta emmekä mallinna mahdollisia tulevia osakeanteja etukäteen. Ennusteessamme yhtiön omavaraisuusaste laskee 35 %:iin vuoteen 2020 mennessä (Q1'18: 47,4 %) ja pysyy tällä tasolla vuoteen 2026 asti.

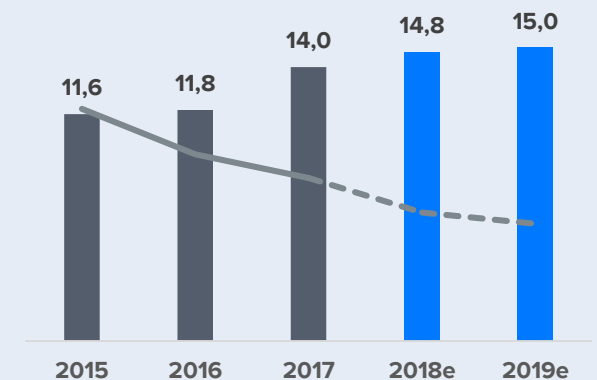
Arvioimme että yhtiö pystyisi halutessaan muuttamaan toimintamalliaan siten, että se myisi kaikki kehittämässä kiinteistöt esimerkiksi hoivakiinteistörahastoille. Siten sen ei tarvitsisi (toisin kuin ennustemallissamme) vähentää vuotuisia kehityshankkeitaan. Mielestämme tämän takia yhtiön rakennuttamisliiketoiminta tulisi huomioida osakkeen arvonmäärityksessä jatkuvana liiketoimintana.

Toteutetut ja ennustetut kehityshankkeet vuosittain (MEUR)



Lähde: Hoivatilat, ennusteet Inderes

Toteutunut ja ennustettu kehityskate



Lähde: Inderes

Ennusteet 4/6

Tuottovaatimusten lasku

Yksi keskeinen tulosajuri Suomen Hoivatiiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivatiilojen valmis kiinteistöportfolio oli arvostettu ulkopuolisen arvioitsijan mukaan noin 6,5 %:n tuottovaatimuksella vuoden 2017 lopussa. Pidämme tätä arviota hyvin konservatiivisena ja odotamme tuottovaatimuksen laskevan vuonna 2018 lähemmäksi Suomen muiden kiinteistötyyppien ja muiden maiden hoivakiinteistöjen tasoa.

Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppeihin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin. Esimerkiksi prime-toimistokiinteistöjen tuottovaatimus on Suomessa Catellan mukaan tällä hetkellä noin 4,1 % ja prime-asuntojen KTI:n mukaan noin 3,8 %. Mielestämme näin suuri tuottovaatimusero ei ole perusteltua, sillä hoivakiinteistöt ovat arviomme mukaan riskiprofiililtaan selvästi kaupallisia kiinteistöjä matalariskisempiä ja niiden tuottovaatimus tulisi olla niiden alapuolella. Kansainvälisesti vertailtuna Ruotsissa hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset olivat Realian mukaan noin 4 % vuonna 2017. Odotamme Suomen hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan vähitellen lähemmäksi tätä tasoa.

Inderesin arvion perusteella Suomessa on tehty hoivakotikiinteistöjen portfoliokauppoja vuonna 2018 vain 5,3 %:n tuottovaatimuksella. Tämä arvio tukee myös arviotamme siitä, että Suomen Hoivatiilojen tuottovaatimuksessa on selvää laskuvaraa. Emme kuitenkaan odota yhtiön tuottovaatimuksen laskevan näin alhaisella

tasolle, sillä portfoliokauppoihin liittyy ns. portfoliopreemio eli hoivakiinteistöistä voi saavuttaa korkeamman hinnan mikäli ne myydään suurina kokonaisuuksina. Hoivatiilat kirjaa kiinteistönsä yksittäisten kiinteistöjen summana, jolloin portfoliopreemio ei ole mukana arvossa.

Kertaluonteinen tuotto

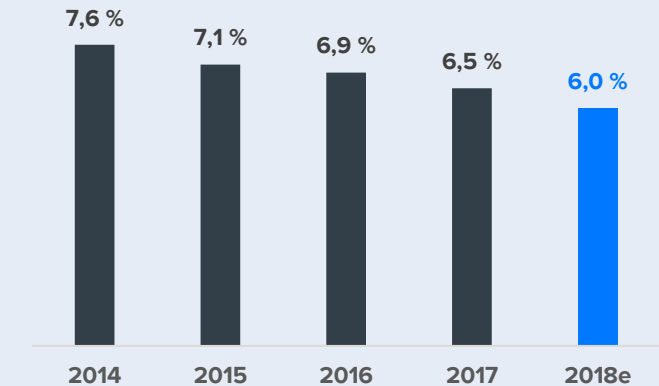
Odotamme Suomen Hoivatiilojen tuottovaatimuksen laskevan noin 6,0 prosenttiin vuoden 2018 loppuun mennessä. Tämä laskutrendi vastaisi vuosina 2014-2017 jo tapahtunutta kehitystä. Pidämme tätä suurempaakin laskua teoriassa myös mahdollisena ja käsittelemme tätä mahdollisuutta herkkyyksianalyyseissä. Ennustamme tuottovaatimuksen laskun seurauksena Suomen Hoivatiilojen kiinteistöportfolion arvo kasvavaksi noin 20,7 MEUR:lla 373 MEUR:oon vuonna 2018.

Korostamme, että tuottovaatimusten laskun tuoma tuotto on luonteeltaan laskennallinen ja ei-kassavirallinen niin kauan kun yhtiö ei myy kiinteistöjään. Se on ennusteessamme myös kertaluonteinen, sillä odotamme yhtiön tuottovaatimuksen laskevan 6,0 %:iin ja pysyvän tällä tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

Tuottovaatimukset ovat myös riskitekijä

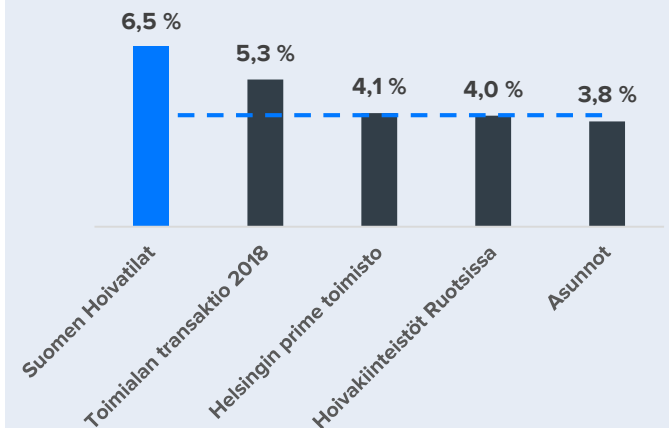
Tuottovaatimusten kehitykseen liittyy myös riskejä, sillä mikäli markkinakorot nousisivat selvästi tai markkinoiden riskipreemiot kasvaisivat voisivat tuottovaatimukset myös nousta ja yhtiö joutuisi tällöin todennäköisesti kirjaamaan käyvän arvon tappioita. Nykyisessä markkinatilanteessa emme kuitenkaan pidä tuottovaatimusten nousua lähivuosina todennäköisenä.

Hoivatiilojen ennustettu tuottovaatimus-%



Lähde: Inderes

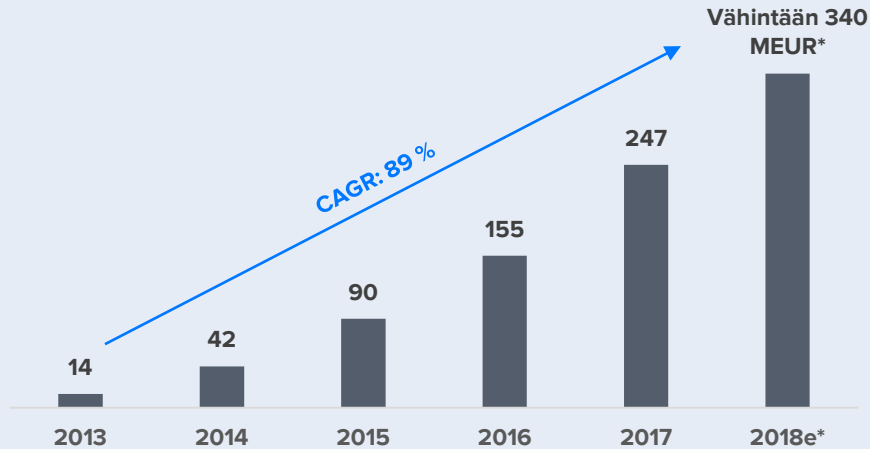
Tuottovaatimus ja "verrokkit"



Lähde: Inderes

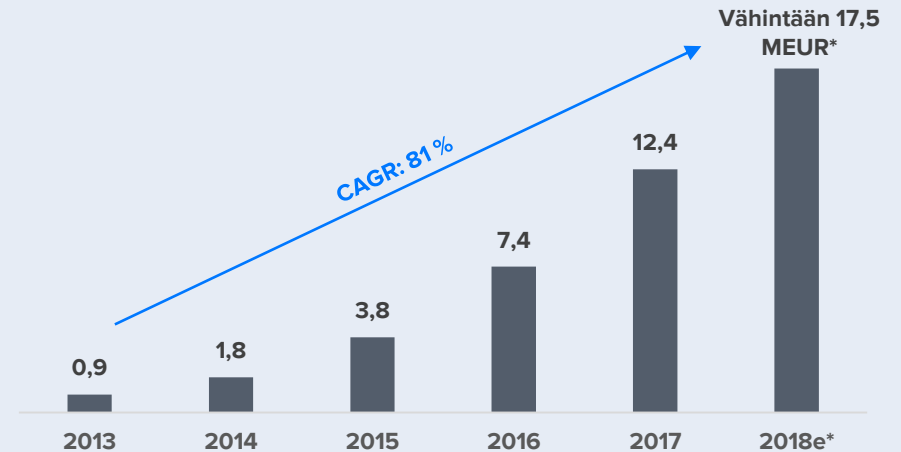
Historiallinen suorituskyky

Portfolion käypä arvo (MEUR)



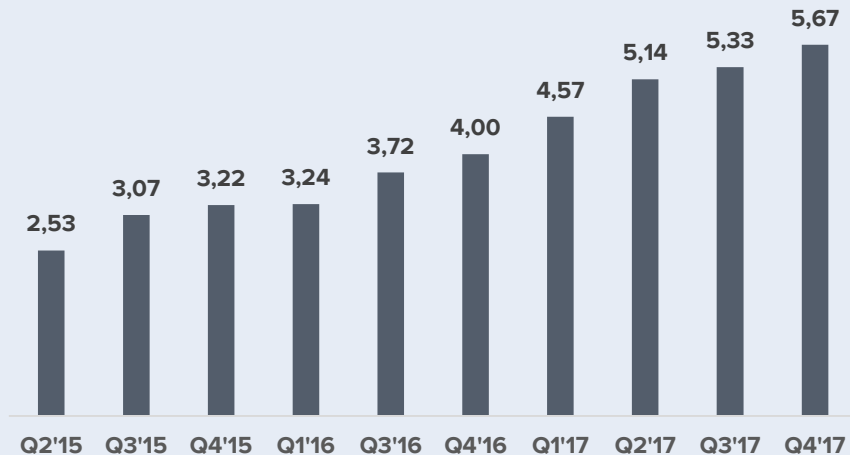
*Yhtiön ohjeistus

Liikevaihto (MEUR)

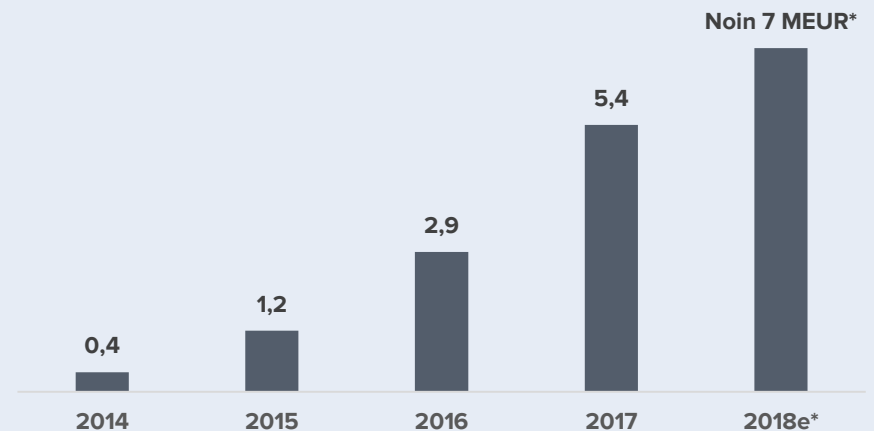


*Yhtiön ohjeistus

NAV per osake (euroa)



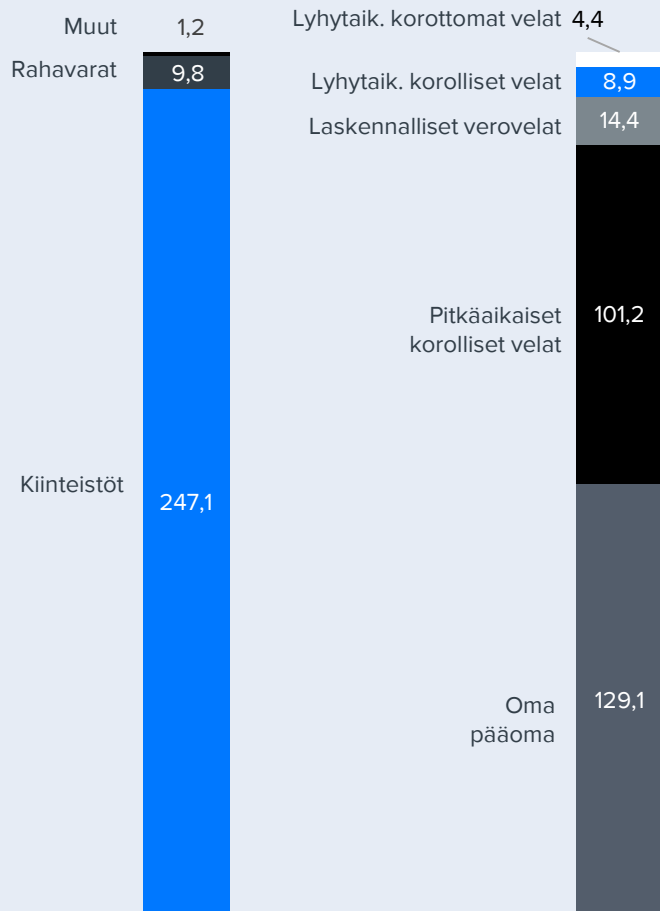
EPRA Operatiivinen tulos (MEUR)



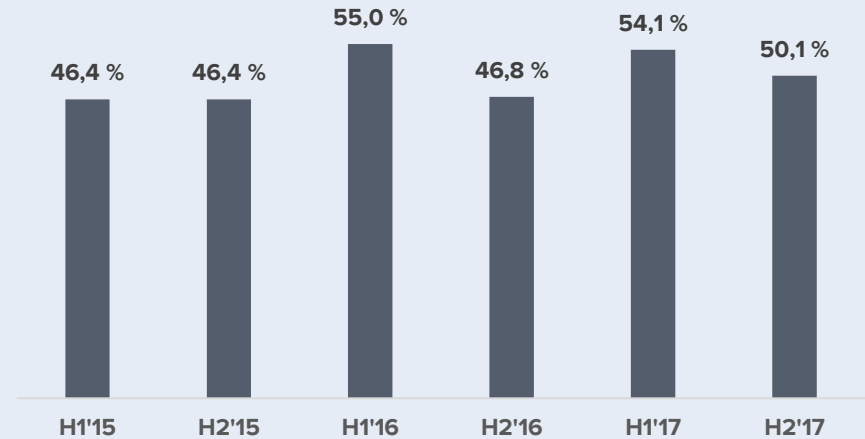
*Yhtiön ohjeistus (noin 40 % liikevaihdosta)

Taloudellinen tilanne

Tase 2017 (MEUR)



Omavaraisuusaste-%



Lainojen maturiteetti (MEUR) 31.12.2017

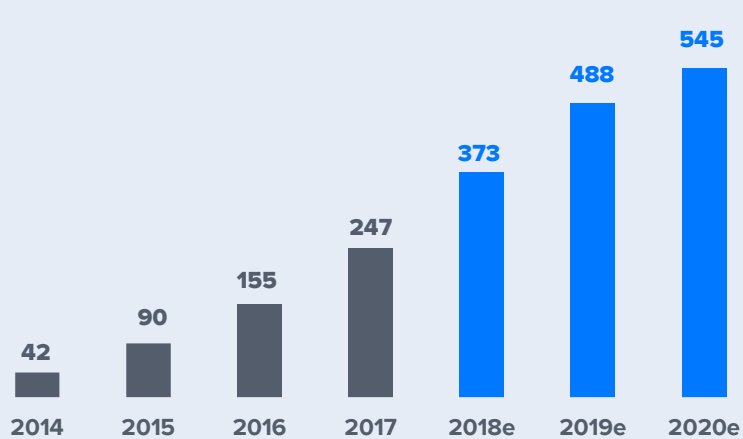


Ennusteet 5/6

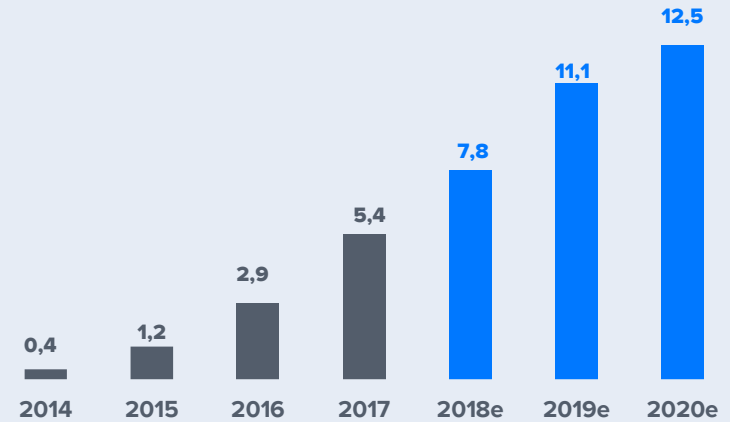
Oletukset (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Tuottovaatimus	7,6 %	7,1 %	6,9 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Käyvän arvon muutos (tuottov.)	-		3,0	14,0	20,7	0,0	0,0
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	42	90	155	247	373	488	545
Portfolion käypä arvo (k.a)	-	53	123	201	310	430	516
NAV vuoden lopussa	30	50	83	143	179	202	216
NAV k.a.	-	40	66	113	161	191	209
Nettovuokratuotto-% kaudella (k.a)	-	-	7,5 %	7,4 %	6,5 %	6,3 %	6,1 %
Henkilöstökulujen kasvu	-	61 %	100 %	28 %	30 %	25 %	5 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	-11 %	67 %	55 %	30 %	25 %	5 %
Kehitysinvestoinnit vuodessa	-	39,06	49,5	67,2	90	100	50
Kehityskate	-	30 %	24 %	21 %	16 %	15 %	15 %
Hoitokulut-%	-	-0,8 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
Korkokulut	-	1,8 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %	1,9 %	3,0 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Liikevaihto	1,8	3,8	7,4	12,4	17,7	25,5	32,5
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	11,8	14,0	14,8	15,0	7,5
Käyvän arvon muutos (tuottovaatimus)	-	-	3,0	11,1	20,7	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,6	-1,0	-1,5	-2,2	-2,6
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,5	-1,9	-2,5	-3,1	-3,2
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	-1,6	-2,0	-2,1
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	19,3	33,3	47,6	33,3	32,1
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,9	-1,4	-2,3	-4,4	-8,9
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	18,4	31,9	45,3	28,9	23,2
Verot	-1,8	-2,7	-3,7	-6,4	-9,1	-5,8	-4,7
Nettotulos	7,4	10,5	14,7	25,5	36,2	23,1	18,5
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	2,9	5,4	7,8	11,1	12,5
Kokonaistuotto OPO:lle (k.a)	-	26 %	22 %	23 %	22 %	12 %	9 %
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	131 %	83 %	73 %	60 %	50 %	50 %	50 %
Osinko	0,5	1,0	2,1	3,3	3,9	5,5	6,3
Osinkotuotto-% NAV:lle	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,3 %	2,2 %	2,8 %	2,9 %
NAV per osake	2,4	3,2	4,0	5,7	7,1	8,0	8,6
Osinko per osake	0,06	0,07	0,10	0,13	0,15	0,22	0,25
EPS	0,82	0,79	0,75	1,05	1,43	0,91	0,73
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,15	0,22	0,31	0,44	0,50

Ennusteet 6/6

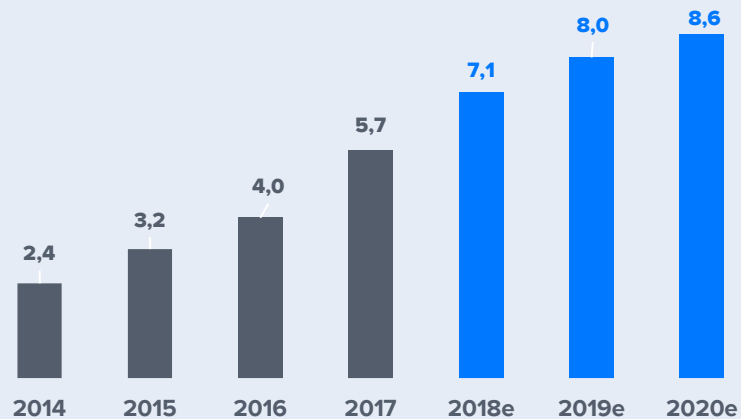
Portfolion käypä arvo (MEUR)



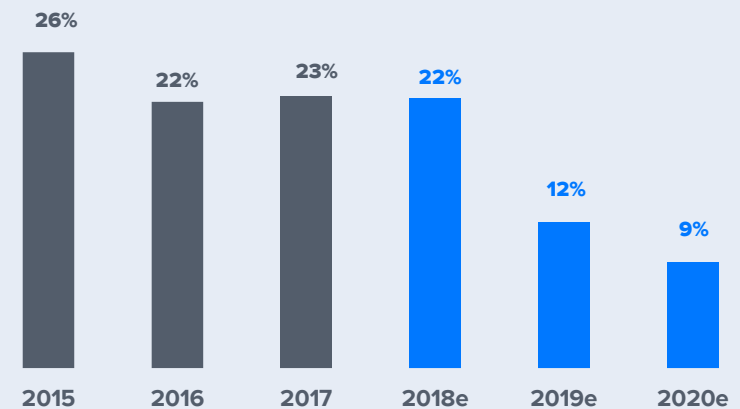
Operatiivinen tulos (MEUR)



Osakekohtainen NAV (euroa)



Oikaistu kokonaistuotto-% NAV:ille



Herkkyysanalyysi

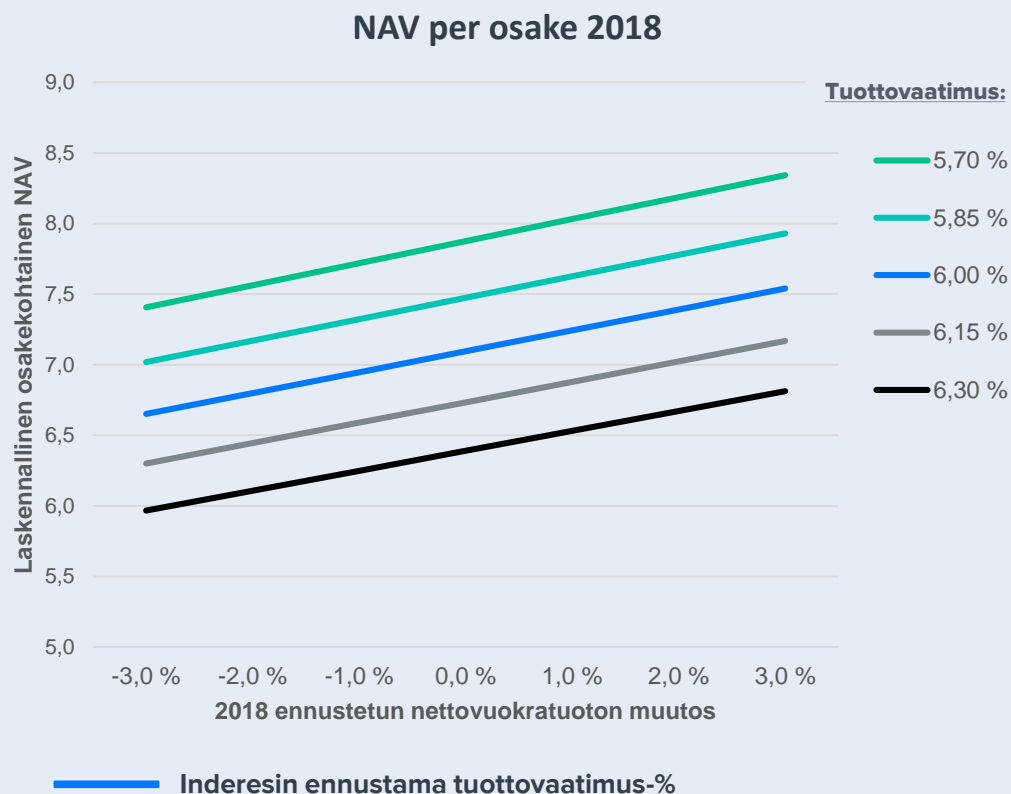
Herkkyysanalyysi

Tuottovaatimusten lasku ja nettovuokratuoton muutos-%

Suomen Hoivatilojen kiinteistöportfolio tarjoaa arviomme mukaan selvää tuottopotentiaalia tuottovaatimusten laskun kautta. Yhtiön kiinteistöportfolio oli arvostettu vuoden 2017 lopussa ja Q1'18 lopussa keskimäärin 6,5 % tuottovaatimuksella (nettotuotto-%). Tämä on mielestämme suhteellisen korkea tuottovaatimus ja odotamme sen laskevan kuluvana vuonna.

Olemme oikealla olevassa kuviossa havainnollistaneet miten Suomen Hoivatilojen osakekohtainen NAV muuttuisi, jos tuottovaatimus olisi vuoden 2018 lopussa välillä 5,7-6,3 % ja samaan aikaan vuoden 2018 ennustamamme nettovuokratuotto vaihtelisi +/- 3 % ennustamastamme tasosta. Ennustamamme todennäköisin skenaario on merkity kuvioon sinisellä viivalla.

Herkkyysanalyysissä vuoden 2018 osakekohtainen NAV vaihtelee 6,0-8,3 euron välillä (Inderesin ennuste 7,1 euroa). Tuottovaatimuksen mahdollinen lasku tarjoaa siis potentiaalisesti tuottoa selvästi ennustemalliamme enemmän ja sijoittajien on hyvä tiedostaa tämä potentiaali.



Arvonmääritys

Yhteenveto arvostuksesta

Suomen Hoivatilojen osakkeen arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: osakkeen kokonaistuottoon perustuva arvo, verrokkiryhmäarvostus, osien summa -laskelma ja historiallinen arvostus suhteessa NAV:iin. Annamme suurimman painoarvon osien summa -arvonmääritykselle, koska se mielestämme huomioi oikein Hoivatilojen rakennuttamisliiketoiminnan ja sen tuotto/riski -profiiliin.

Eri arvonmääritysmenetelmien vaihteluväli yhtiön osakkeen käyväksi arvoksi on 8,8-9,1 euroa. Oman näkemyksemme mukaan Suomen Hoivatilojen osakkeen käypä arvo on **9,1 euroa**. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Hoivatilojen arvonmääritykseen keskeisesti vaikuttava tekijä on yhtiön rakennuttamisliiketoiminta ja se, voiko tämän liiketoiminnan olettaa jatkuvaksi liiketoiminnaksi. Kuten olemme aikaisemmin todenneet, yhtiö ei arviomme mukaan pysty nykyisellä taseellaan ylläpitämään vuoden 2019 jälkeen nykyistä rakennuttamistahtiaan ilman oman pääoman keräämistä. Kuitenkin, yhtiöllä on vaihtoehtona myös myydä kiinteistöjään ja rahoittaa myyntituotoilla rakennuttamista. Nykyisessä vilkkaassa transaktiomarkkinassa tämän ei pitäisi muodostua ongelmaksi. Perustamme yhtiön arvonmäärityksessämme siihen, että rakennuttamisliiketoiminta on jatkuvaa liiketoimintaa ja sillä on siksi huomattava arvo.

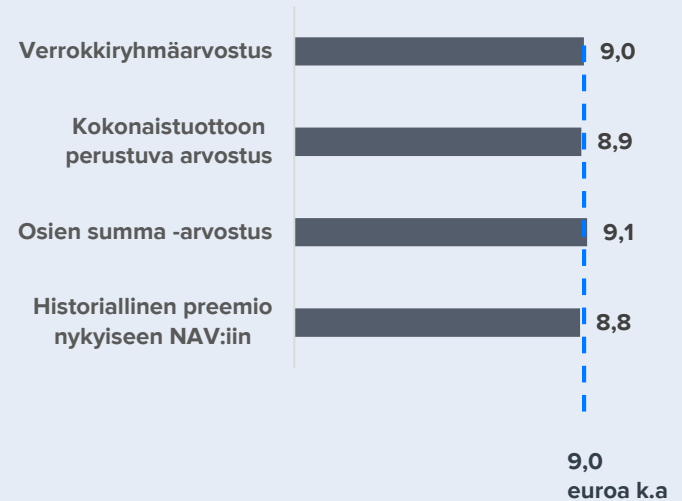
Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Suomen Hoivatilojen osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan osakkeen erittäin korkea odotettu pääoman tuotto (2017 oman pääoman tuotto: 25 %), defensiivinen ja suhdanteista vähän riippuvainen toimiala, hyvät kasvunäkymät, hyvä ennustettavuus vuokratulojen osalta sekä viime vuosien vahva track-record kannattavuuden ja kasvun osalta. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttava tekijä ovat puolestaan tällä hetkellä mielestämme ainakin yhtiön asiakasportfolion kahden suurimman asiakkaan suhteellisen suuri paino (45 %), rakennuttamisen arvioimamme kilpailun kiristyminen sekä myös nykyiseen SOTE-uudistukseen liittyvä epävarmuus.

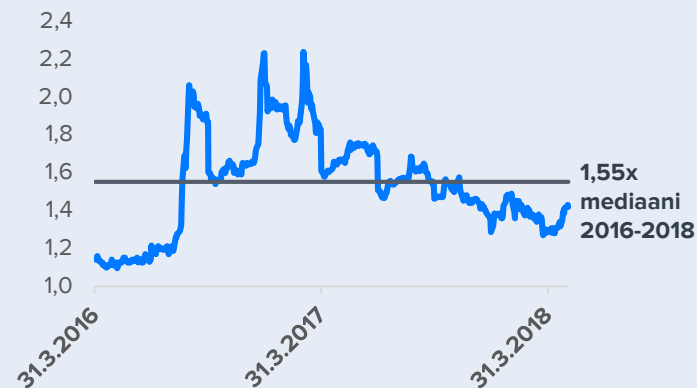
Nettovarallisuus eli NAV

Soveltamamme EPRA NAV eli nettovarallisuus per osake lasketaan kiinteistöyhtiölle karkeasti vähentämällä kiinteistöportfolion käyvästä arvosta korolliset nettovelat, minkä lisäksi siitä oikaistaan laskennalliset verovelat eli oletuksena on ettei kiinteistöjä myydä. Osakekohtainen NAV on siis yhden osakkeen teoreettinen käypä arvo sijoittajalle. Usein kuitenkin osakekohtainen NAV ja osakekurssi eroavat toisistaan. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajat eivät omista yksittäisten kiinteistöjen yhteenlaskettua arvoa (NAV:ia), vaan he omistavat yhtiön, joka omistaa nämä kiinteistöt. Osakekohtaisen NAV:in arvo on teoriassa sama kuin osakkeen arvo vain jos a) osakkeen tuotto on täysin sama kuin NAV:in laskennassa käytetty yhteenlaskettu kiinteistöjen tuotto ja b) jos pääomamarkkinoiden asettama tuottovaatimus osakkeelle on sama kuin NAV:in laskennassa kiinteistöille laskettu painotettu tuottovaatimus.

Arvonmäärityksen yhteenveto



Hoivatilojen arvostus EPRA NAV:iin



Lähde: Inderes

Arvonmääritys

Hoivatilojen tuotto/riski -profiili eroaa yhtiön omistaman kiinteistömässän tuotto/riski-profiilista erityisesti yhtiön rakennuttamisliiketoiminnan takia ja osaketta pitäisi tämän takia arvottaa myös muilla tekijöillä kuin pelkällä NAV:illa.

Arvostus suhteessa NAV:iin

Hoivatilojen osakekurssi on pörssissä yhtiön maaliskuun 2016 pörssilistautumisen jälkeen ollut jatkuvasti arvostettu preemiolla eli yli yhtiön senhetkisen NAV:in. Premio on vaihdellut 10-124 %:n välillä ja se on ollut keskimäärin 55 %. Toukokuussa 2018 osake arvostettiin noin 42 % yli Q1'18 lopun NAV:in, mikä on kiinteistöyhtiölle suhteellisesti korkea taso. Osakekurssin vertaaminen tarkasteluhetken NAV:iin on kuitenkin mielestämme osittain harhaanjohtavaa, koska yhtiöllä on ollut jatkuvasti rakenteilla merkittävä määrä kiinteistöjä, mitkä on jo vuokrattu, mutta ne eivät vielä näy NAV:issa, koska nämä keskeneräiset kiinteistöt on arvostettu yhtiön taseessa osittain hankintamenoon. NAV ei myöskään huomioi yhtiön rakennuttamisliiketoimintaa. Näiden syiden takia yhtiön NAV on mielestämme oikaistava ensin rakenteilla olevalla hankekannalla ja suhteutettava tätä NAV:ia osakkeen odotettuun kokonaistuottotasoon.

NAV kasvaa 7,1 euroon vuonna 2018

Suomen Hoivatiloilla oli 31.3.2018 jo sovittuja ja valmiiksi vuokrattuja kehityshankkeita yhteensä noin 103 MEUR:n edestä. Ennustamme yhtiön pystyvän toteuttamaan, yhteensä noin 90 MEUR:n edestä hankkeita vuonna 2018 (2017: 67 MEUR) hankinta-arvolla mitattuna. Nämä hankkeet yhdessä ennustamamme

tuottovaatimuksen kehityksen kanssa tulevat Inderesin arvion mukaan nostamaan Suomen Hoivatilojen osakekohtaisen NAV:in noin 7,1 euroon vuoden 2018 loppuun mennessä.

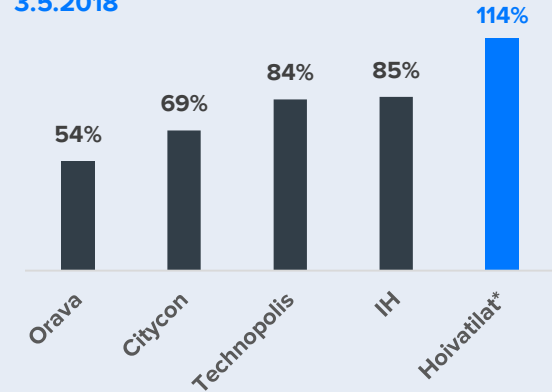
Tähän NAV:in kasvuun liittyvä epävarmuus on arviomme mukaan pieni, sillä yhtiöllä on kasvuun vaadittava pääoma kasassa ja merkittävä osa kasvuhankkeista on jo sovittu sitovin sopimuksin. Yhtiö myös rakennuttaa nämä tilat itse rakentajakumppaninsa kanssa, mikä osaltaan vähentää rakentamisen kokonaisriskiä.

Arvostus suhteessa Helsingin pörssin verrokiryhmään

Helsingin pörssin muut kiinteistösijoitusyhtiöt arvostettiin toukokuussa 2018 54-85 % suhteessa niiden viimeisimpään Q4'17/Q1'18 nettovarallisuuteen. Hoivakiinteistöjen riskiprofiili on kuitenkin selvästi kaupallisia kiinteistöjä pienempi ja tuottotaso on selvästi asuntokiinteistöjä korkeampi. Lisäksi Suomen Hoivatiloilla on muita Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöitä enemmän rakennuttamis- ja kiinteistökehitystoimintaa, jolla se ylittää näitä verrokkeja korkeampaan pääoman tuottoon. Näistä syistä johtuen Suomen Hoivatilojen osakkeen arvonmääritykseen ei siten mielestämme voi suoraan soveltaa muiden Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöiden NAV-pohjaisia arvostuskertoimia.

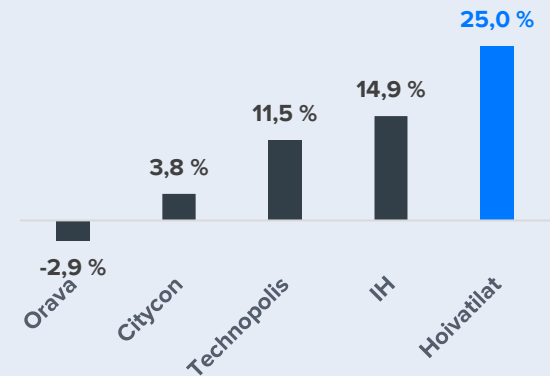
Esimerkiksi vuonna 2017 Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 25 %, mikä oli merkittävästi korkeampi kuin muiden kiinteistöyhtiöiden -2,9-14,9 %:n taso. Tällä tuottotasolla Hoivatilojen osakkeen Helsingin pörssin verrokkeja selvästi korkeampi NAV-perusteinen arvostustaso on mielestämme täysin perusteltu.

Kiinteistöyhtiöiden arvostus suhteessa NAV:iin 3.5.2018



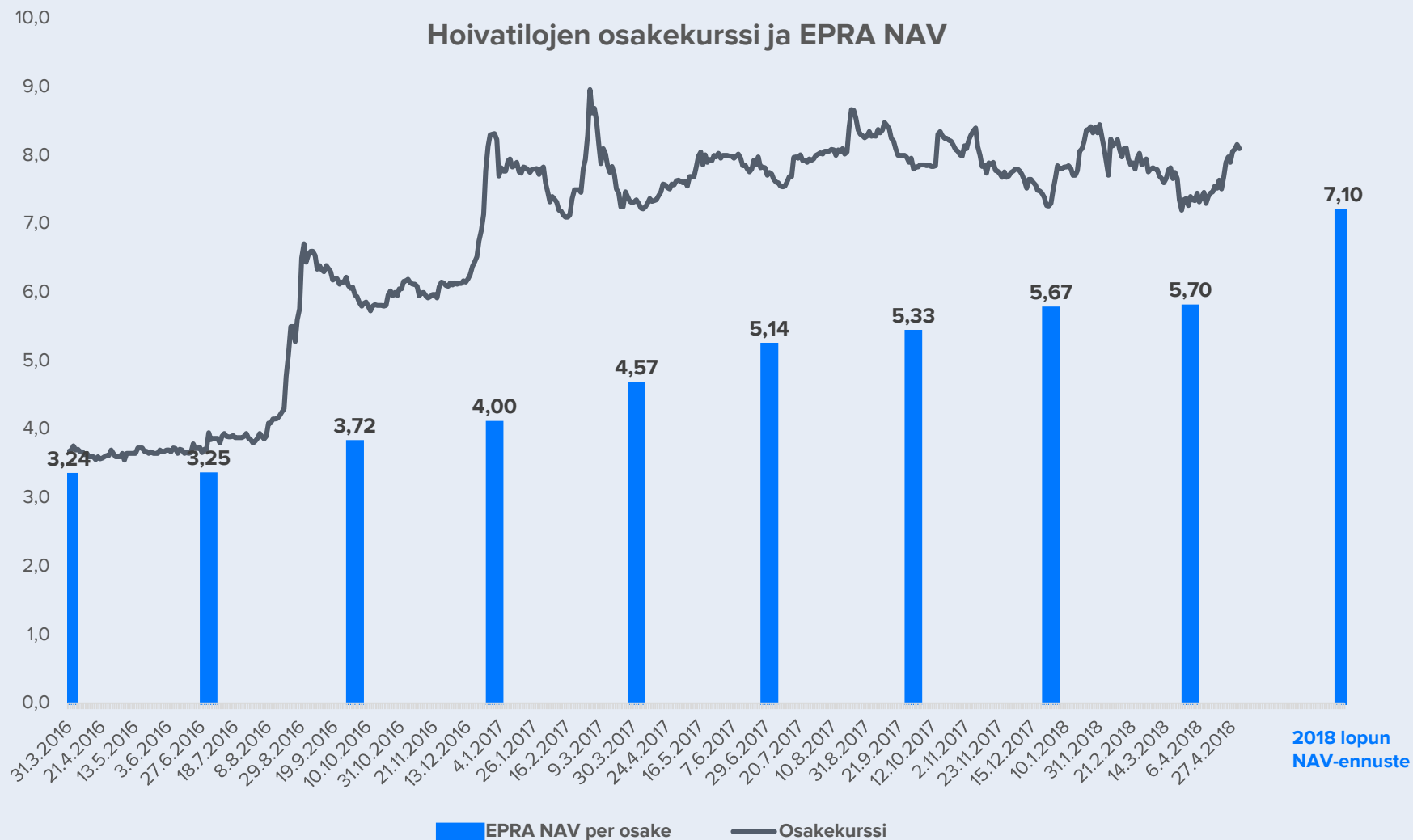
*Rakenteilla olevat kiinteistöt huomioitu
Lähde: Inderes

Kiinteistöyhtiöiden oman pääoman tuotto 2017



Lähde: Inderes

Arvonmääritys



Lähde: Reuters ja Hoivatilat, 2018 ennuste Inderes

Arvonmääritys

Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Suomen Hoivatiilojen osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee Suomen Hoivatiilojen nykyisellä toimintamallilla olemaan keskimäärin noin 10,5 % vuosittain vuosina 2019-2020. Osinkotuotto jää lähivuosina arviomme mukaan suhteellisen pieneksi, noin 2-3 % tasolle yhtiön panostaessa kasvuun ja merkittävin tuottokomponentti sijoittajille tulee siten olemaan NAV:in kasvu.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Hoivatiilojen osakkeen NAV-preemion kasvaessa efektiivinen kokonaistuotto laskee ja preemion laskiessa efektiivinen tuotto nousee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:iin, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus.

Olemme havainnollistaneet oikealla alhaalla olevassa kuviossa osakkeen hyväksyttävää arvostusta suhteessa NAV:iin, kun osakkeen vuotuinen kokonaistuotto olisi 9-13 % ja tuottovaatimus vaihtelee 7,0-10,0 %:n välillä. Esimerkiksi mikäli Hoivatiilojen vuotuinen kokonaistuotto (osinko + NAV:in kasvu) on 12 % ja oman pääoman tuottovaatimus on 8,0 %, olisi hyväksyttävä arvostustaso 1,50x suhteessa NAV:iin. Asettamamme tuottovaatimus Hoivatiiloille on 8,5 % ja pidämme ennustamallamme vuosien 2019-2020 noin 10,5 %:n keskimääräisellä tuottotasolla osakkeen hinnoittelua noin 1,25x suhteessa 2018 lopun NAV:iin perusteltuna. Tähän perustuu osakkeen

kokonaistuottoon pohjautuvan arvonmäärityksemme arvo 8,9 euroa per osake.

Kassavirta

Painotamme sijoittajille, että Suomen Hoivatiilojen kassavirta tulee olemaan lähivuosina arviomme mukaan selvästi negatiivinen yhtiön investoidessa vuosittain 30-100 MEUR kasvuhankkeisiin. Ennustemallissamme yhtiön vuotuinen kassavirta kääntyy positiiviseksi vasta vuonna 2027. Mallissamme yhtiö pystyy kuitenkin maksamaan osinkoa koko kasvuvaiheen ajan ja myös rahoittamaan kaikki investointihankkeet tulorahoituksella ja vieraalla pääomalla ilman oman pääoman keräämistä markkinoilta.

Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto eri preemiotasoilla

		Osakkeen kokonaistuotto-% NAV:ille				
		9,0 %	10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %
Osakkeen preemio	22 %	7,4 %	8,2 %	9,0 %	9,8 %	10,7 %
	23 %	7,3 %	8,1 %	8,9 %	9,8 %	10,6 %
	24 %	7,3 %	8,1 %	8,9 %	9,7 %	10,5 %
	25 %	7,2 %	8,0 %	8,8 %	9,6 %	10,4 %
	26 %	7,1 %	7,9 %	8,7 %	9,5 %	10,3 %
	27 %	7,1 %	7,9 %	8,7 %	9,4 %	10,2 %
	28 %	7,0 %	7,8 %	8,6 %	9,4 %	10,2 %

Lähde: Inderes

Hyväksyttävä arvostustaso suhteessa NAV:iin eri tuottovaatimuksilla

		Osakkeen kokonaistuotto-% NAV:ille				
		9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
Tuottovaatimus-%	7,0 %	1,29x	1,43x	1,57x	1,71x	1,86x
	7,5 %	1,20x	1,33x	1,47x	1,60x	1,73x
	8,0 %	1,13x	1,25x	1,38x	1,50x	1,63x
	8,5 %	1,06x	1,18x	1,29x	1,41x	1,53x
	9,0 %	1,00x	1,11x	1,22x	1,33x	1,44x
	9,5 %	0,95x	1,05x	1,16x	1,26x	1,37x
	10,0 %	0,90x	1,00x	1,10x	1,20x	1,30x

Lähde: Inderes

Arvonmääritys

Arvostus suhteessa Eurooppalaiseen verrokkiryhmään

Hoivatiloilla ei ole suoria verrokkeja, sillä Pohjoismaissa ei tällä hetkellä ole Hoivatilojen lisäksi ainuttakaan pelkästään hoivakiinteistöihin keskittynyttä listayhtiötä ja Euroopan tasollakin on vain muutama alan listattu yhtiö. Euroopassa Suomen Hoivatilojen verrokkiryhmän arvostustaso oli toukokuussa 2018 keskimäärin 14 % yli näiden yhtiöiden 2017 lopun nettovarallisuuden ja kaikkien listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden noin 3 % yli nettovarallisuuden.

Huomautamme, että Suomen toimintaympäristö (lainsäädäntö, verotus, valtion rooli hoiva-alalla) ja pääomamarkkinan fundamentit ovat hyvin erilaisia muihin Euroopan maihin verrattuna ja siksi näiden verrokkiyhtiöiden NAV-pohjaisia arvostustasoja ei voi mielestämme sellaisenaan soveltaa Hoivatiloihin. Ne kuitenkin tarjoavat yhden näkökulman Hoivatilojen arvottamiseen. Kansainvälisiin verrokkeihin verrattuna Hoivatilat on yltänyt viime vuosina ja ennusteissamme yltää myös lähivuosina selvästi verrokkeja korkeampaan pääoman tuottoon, minkä takia kansainvälisiä verrokkeja korkeampi NAV-perusteinen arvostustaso on mielestämme lähtökohtaisesti perusteltu Hoivatiloille. Tarkastelemme seuraavaksi tarkemmin Hoivatilojen arvonnäilytystä verrokkien kertoimilla.

Verrokkiryhmäarvonmääritys

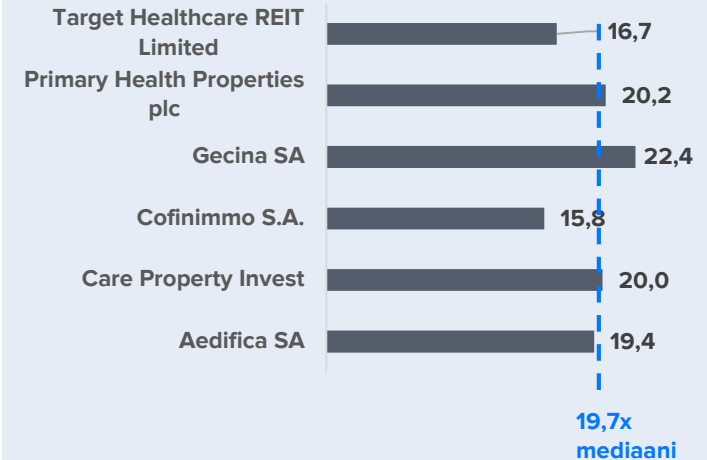
Olemme soveltaneet verrokkiryhmäarvostuksessa Eurooppalaisten verrokkiryhtiöiden keskimääräisiä 2019e

EV/EBITDA- ja oikaistuja P/E-kertoimia Hoivatilojen vastaaviin siten, että kiinteistöjen käyvän arvon muutokset on oikaistu kokonaan pois Hoivatilojen ennusteestamme. Tarkastelussa on mukana siis vain operatiiviset, kassavirtaan perustuva EBITDA ja EPRA tulos. Tämä arvonnäilytys ei anna siis mitään arvoa yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle ja se on mielestämme siksi osittain harhainen. Se antaa kuitenkin osaltaan puolueettoman, objektiivisen näkökulman arvioida Hoivatilojen osaketta. Sovellamme 2019 kertoimia, koska Hoivatilojen jo sovittu sekä 100 % vuokrausasteella vuokrattu merkittävä hankekanta (31.3.2018 103 MEUR) tulee tällöin huomioiduksi arvonnäilytyksessä.

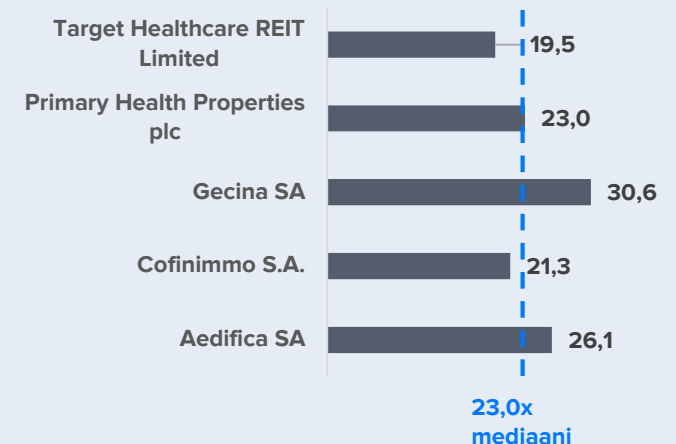
Verrokkiryhmän 2019e oikaistut P/E-kertoimet ovat 15,8-22,4x ja mediaani P/E-kerroin on 19,7x. Tällä kertoimella Hoivatilojen yhden osakkeen arvoksi muodostuu noin 8,7 euroa. Vastaavasti verrokkien 2019e EV/EBITDA-kertoimet ovat 19,5-30,6x ja mediaani on 23,0x. Tällä kertoimella ja ennustamallamme vuoden 2018 lopun nettovelan määrällä Hoivatilojen osakkeen arvoksi muodostuu noin 9,3 euroa. Verrokkien P/E- ja EV/EBITDA -kertoimilla tehdyn arvonnäilytyksen keskimääräiseksi arvoksi muodostuu 50/50 % painoilla noin 9,0 euroa.

Korostamme, että tässä esitetty verrokkiryhmäarvonmääritys ei mielestämme ole paras tapa arvottaa Hoivatilojen osaketta johtuen siitä, ettei yhtiön tuotto/riski-profiili poikkeaa verrokeista ja yhtiön rakennuttamisliiketoiminta pitäisi mielestämme huomioida arvonnäilytyksessä. Käsittelemme osakkeen arvonnäilytystä vielä nämä näkökulmat huomioiden seuraavaksi osien summa -arvonnäilytyksessä.

Hoivatilojen Eurooppalaisten verrokkien oikaistut 2019e P/E-kertoimet



Hoivatilojen Eurooppalaisten verrokkien 2019e EV/EBITDA-kertoimet



Lähde: Reuters, tiedot kerätty 3.5.2018

Osien summa -laskelma

Markkinat antavat rakennuttamiselle liian pienen arvon

Suomen Hoivatiilojen arvonmäärittästä on hyödyllistä arvioida osien summa -laskelman kautta. Tässä tarkastelussa arvo jaetaan komponentteihin, jotka ovat a) kiinteistöt, b) rakennuttamisliiketoiminta, c) konsernikulut ja d) nettovelat. Näkemyksemme mukaan markkinat antavat tällä hetkellä vain noin 48 MEUR:n arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle, mikä ei ole perusteltua sillä olemme arvioineet rakennuttamisliiketoiminnan arvoksi noin 72 MEUR. Osien summa -arvonmäärittäyksemme antaa Hoivatiilojen osakkeen arvoksi noin 9,1 euroa per osake.

Kiinteistöjen arvo

Huomioiden asettamamme 7,2 %:n pääoman tuottovaatimus (WACC) Hoivatiiloille, yhtiön kiinteistöjen riskiprofiili ja niiden odotettu tuottotaso, voidaan kiinteistöt arvostaa mielestämme niiden tasearvoon osien summa-laskelmassa. Laskelmassa kiinteistöjen arvo 373 MEUR on vuoden 2018 lopussa, koska yhtiön tänä vuonna valmistuvat merkittävät kehityshankkeet (Inderesin ennuste 90 MEUR hankinta-arvolla mitattuna) on jo käytännössä sovittu ja niiden toteutumiseen liittyvä riski on siksi mielestämme pieni. Lisäksi pidämme ennusteisiimme sisältyvää tuottovaatimusten laskua 6,0 %:iin (2017: 6,5 %) käytännössä jo lähes varmana, koska markkinoilla tehtiin vuoden 2018 alussa kauppaa 5,3 %:n tuottovaatimuksilla Hoivatiilojen kiinteistöjä vastaavilla hoivakiinteistöillä.

Nettovelka

Ennusteessamme Hoivatiilat rahoittaa 2018 kehityshankkeensa lähes kokonaan vieraalla

pääomalla ja korollinen nettovelka kasvaa vuoden loppuun mennessä noin 86 MEUR:lla 185,9 MEUR:oon. Emme pidä tätä suurempaa nettovelan kasvua kovin todennäköisenä, koska yhtiön investointitarpeet ovat muuten vähäisiä. Yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia, sillä vanhin on rakennettu vuonna 2012 eli niissä ei ole merkittäviä ylläpitoinvestointitarpeita.

Konsernikulut

Hoivatiilojen konsernikuluja ovat henkilöstökulut ja kiinteät kulut ja ennustamme näiden olevan 5,1 MEUR vuonna 2019. Arviomme mukaan suurin osa näistä kuluista liittyy kuitenkin suoraan rakennuttamisliiketoimintaan ja arvioimme että yhtiön kiinteistöjä voitaisiin hallinnoida 0,5 %:n vuotuisella palkkiolla kiinteistöjen käyvästä arvosta eli 1,9 MEUR:lla. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun 7,2 %:n WACC-tuottovaatimuksella ja 1 %:n vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen arvo on siten laskelmassamme noin -30,2 MEUR.

Rakennuttaminen

Rakennuttamisliiketoiminnan arvo perustuu 100 MEUR:n arvioimaamme vuotuisen hankekehitykseen ja 15 %:n kehityskatteeseen, joita ennustamme vuodelle 2019. Näiden lisäksi rakennuttamiseen pitää kohdistaa arviomme mukaan 3,2 MEUR Hoivatiilojen vuotuisista 2019 ennustamistamme kiinteistä kuluista, joten rakennuttamisen vuotuinen 2019 EBITDA on arviomme mukaan noin 11,8 MEUR. Olemme soveltaneet rakennuttamisen arvottamisen 6,1x EV/EBITDA-kerrointa. Kerroin on 15 % alle valitsemamme verrokkiryhmän, mikä on mielestämme perusteltu yhtiön rakennuttamistoiminnan suhteellisen pieni koko huomioiden. Rakennuttamisliiketoiminnan arvoksi muodostuu laskelmassamme 72 MEUR.

Rakennuttamisliiketoiminnan implisiittinen arvo (MEUR)

Yhtiön markkina-arvo 3.5.2018	205
Kiinteistöt 2018e	373
Nettovelka 2018e	-186
Konsernikulujen arvo 2018e	-30
Rakennuttamisliiketoiminnan arvo	48

Lähde: Inderes

Rakennuttamisliiketoiminnan yritysarvo (MEUR)

Verrokki	2019 EV/EBITDA
YIT	6,9
NCC	5,9
SRV	7,2
Peab	9,4
Bonava	9,2
Lehto	7,4
JM	6,4
Mediaani	7,2
Alennus	15 %
Kerroin	6,1
EBITDA 2019e	11,8
EV	72

Lähde: Reuters, ennusteluvut Inderes. Tiedot kerätty 3.5.2018

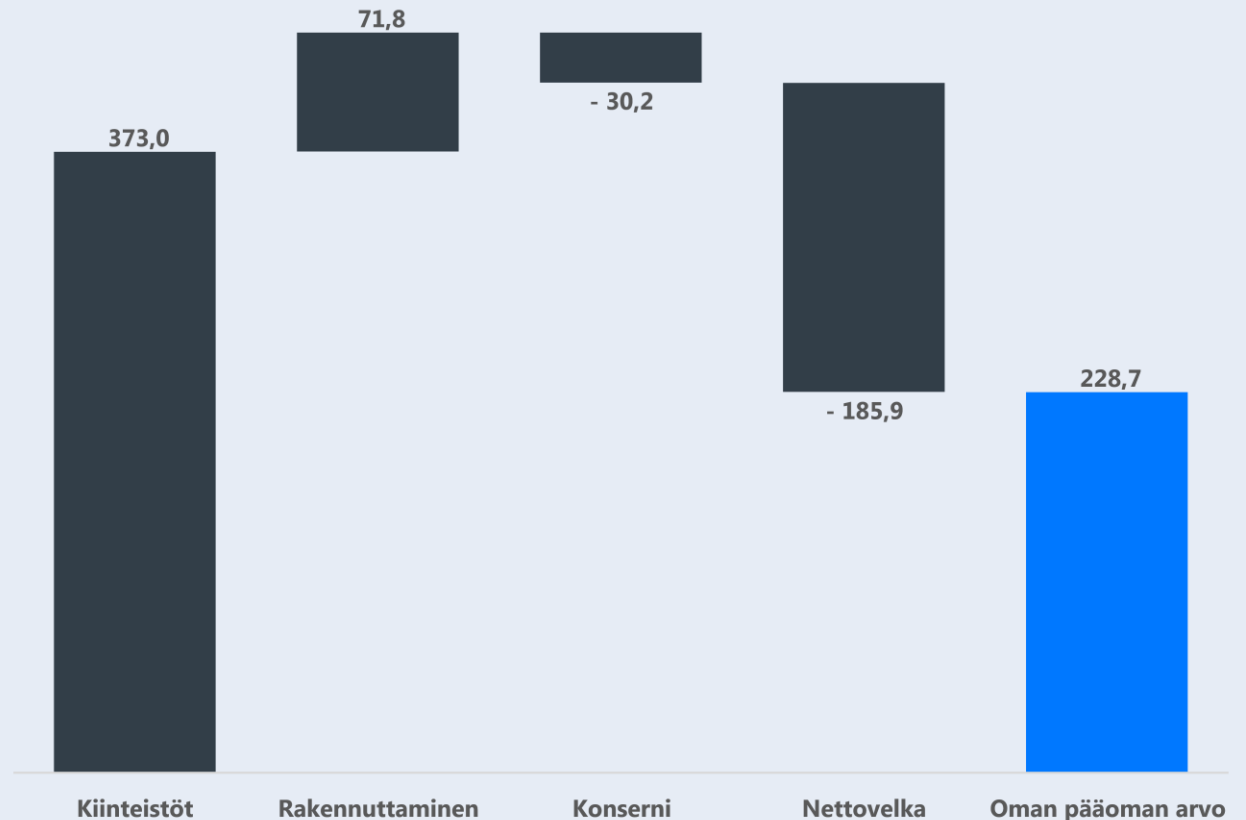
Osien summa -laskelma

Osien summa -laskelma

Osien summa- laskelmassa yhtiön oman pääoman arvoksi vuoden 2018 lopussa muodostui 228,7 MEUR eli 9,1 euroa per osake Hoivatilojen nykyisellä osakemäärällä.

Laskelmamme perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Vuoden 2018 lopun kiinteistöportfolion arvioimaamme käypään arvoon (373 MEUR), mikä sisältää 90 MEUR:n edestä valmistuvia kehityshankkeita sekä Hoivatilojen tuottovaatimusten laskemisen 6,0 %:iin vuoden 2018 loppuun mennessä (2017: 6,5 %).
- Konsernikuluihin, jotka ovat 0,5 % kiinteistöjen käyvästä arvosta vuosittain eli noin 1,9 MEUR. Kulut on diskontattu ikuisuusoletuksella 7,2 %:n WACC-arvoa soveltaen ja niiden vuotuinen kasvu on 1 %.
- Rakennuttamisliiketoiminta on arvostettu olettaen, että se pystyy kehittämään 100 MEUR:n edestä vuosittain hankkeita 15 %:n kehityskatteella. Lisäksi rakennuttamiseen on kohdistettu 3,2 MEUR vuosittain kiinteitä kuluja. Arvostettu 6,1x EV/EBITDA-kertoimella, mikä on saatu olettaen 15 %:n alennus verrokkiryhmän arvostustason mediaaniin.
- Vuoden 2018 lopun ennustamaamme nettovelkaan.



Lähde: Inderes

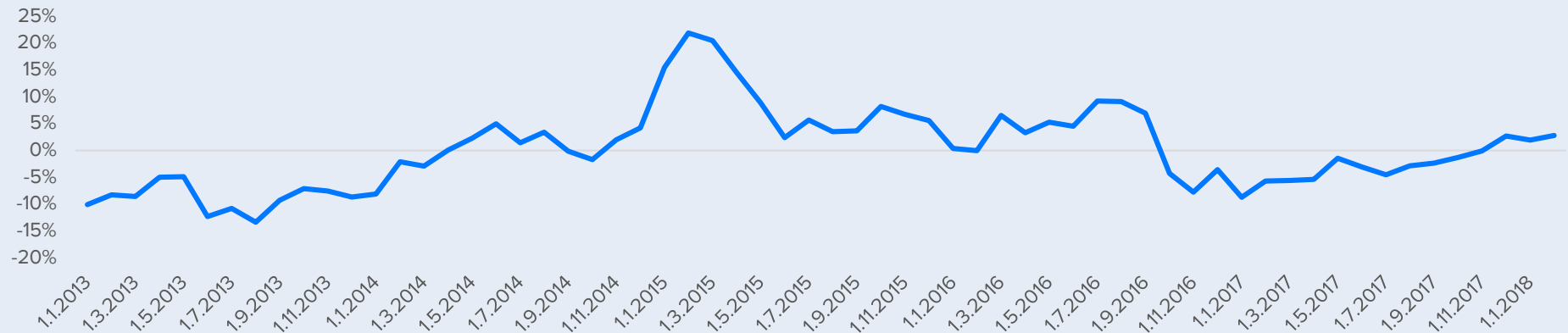
Vertailuryhmäarvostus

Verrokki	NAV*	Osake	MCAP**	Preemio	2018e ROE	2019e EV/EBITDA	2019e P/E
Aedifica SA	51,69	75,4	1357	45,9 %	11,3 %	26,08	19,39
Care Property Invest	15,45	18,8	361	21,7 %	-	-	20,00
Cofinimmo S.A.	96,22	110	2361	14,3 %	9,0 %	21,26	15,78
Gecina SA	153,3	142,1	10800	-7,3 %	5,0 %	30,61	22,39
Primary Health Properties plc	100,7	114	946	13,2 %	16,9 %	22,97	20,22
Target Healthcare REIT Limited	104,4	108,0	416	3,4 %	7,5 %	19,49	16,69
Keskiarvo			2707	15 %	10 %	24,1	19,1
Mediaani			1152	14 %	9 %	23,0	19,7

*EPRA NAV

**MEUR 3.5.2018 GBP/EUR-kurssilla

Listattujen kiinteistöyhtiöiden arvostus EPRA NAV:iin Euroopassa 2013-2018



Avainluvut yhteenveto

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi (euroa)	8,3	7,3	8,1	8,1	8,1
Markkina-arvo (MEUR)	172,7	184,4	204,6	204,6	204,6
Yritysarvo EV (MEUR)	240,3	284,6	390,5	480,0	520,0
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	154,8	247,1	372,6	487,6	545,1
EPS (euroa)	0,75	1,05	1,43	0,91	0,73
EPRA EPS (euroa)	0,15	0,22	0,31	0,44	0,50
EPRA NAV per osake (euroa)	4,0	5,7	7,1	8,0	8,6
Oma pääoma per osake (euroa)	3,6	5,1	6,4	7,2	7,7
Osinko per osake (euroa)	0,10	0,13	0,15	0,22	0,25
Omavaraisuusaste-%	47 %	50 %	43 %	37 %	35 %
LTV-%	44 %	41 %	50 %	57 %	58 %
EV/EBIT	12,4	8,5	8,2	14,4	16,2
EV/EBITDA	12,4	8,5	8,2	14,4	16,2
P/E (oik.)	11,0	6,9	5,7	8,9	11,0
P/EPRA EPS	56,9	32,5	26,2	18,4	16,3
P/EPRA NAV	2,1	1,3	1,1	1,0	0,9
Kokonaistuotto-% NAV:ille	22 %	23 %	22 %	12 %	9 %
ROE-%	24 %	25 %	25 %	13 %	10 %
Osinko/EPRA tulos-%	73 %	60 %	50 %	50 %	50 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,8 %	1,9 %	2,7 %	3,1 %

Tuloslaskelma ja puolivuotisennusteet

	FY14	FY15	H1'16	H2'16	FY16	H1'17	H2'17	FY17	H1'18e	H2'18e	FY18e	FY19e	FY20e
Liikevaihto	1,8	3,8	3,4	4,0	7,4	5,3	7,1	12,4	8,0	9,7	17,7	25,5	32,5
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	5,2	6,6	11,8	6,9	7,1	14,0	6,6	8,1	14,8	15,0	7,5
Käyvän avon muutos (tuottovaat. lasku)	-	-	1,5	1,5	3,0	8,9	2,2	11,1	9,3	11,4	20,7	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-1,0	-0,7	-0,9	-1,5	-2,2	-2,6
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-1,5	-0,9	-1,0	-1,9	-1,1	-1,3	-2,5	-3,1	-3,2
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,8	-0,6	-0,6	-1,2	-0,7	-0,9	-1,6	-2,0	-2,1
Poistot	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	8,7	10,5	19,3	19,1	14,2	33,3	21,4	26,2	47,6	33,3	32,1
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,9	-0,6	-0,8	-1,4	-1,0	-1,3	-2,3	-4,4	-8,9
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	8,2	10,1	18,4	18,5	13,4	31,9	20,4	24,9	45,3	28,9	23,2
Verot	-1,8	-2,7	-1,6	-2,1	-3,7	-3,8	-2,7	-6,4	-4,1	-5,0	-9,1	-5,8	-4,7
Nettotulos	7,4	10,5	6,6	8,1	14,7	14,8	10,7	25,5	16,3	19,9	36,2	23,1	18,5
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	1,2	1,6	2,9	2,1	3,3	5,4	3,5	4,3	7,8	11,1	12,5
EPS (raportoitu)	0,82	0,79	0,36	0,39	0,75	0,63	0,42	1,05	0,64	0,79	1,43	0,91	0,73
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,07	0,08	0,15	0,09	0,13	0,22	0,14	0,17	0,31	0,44	0,50

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	155,0	247,5	373,0	488,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	154,8	247,1	372,6	487,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	4,8	10,6	1,4	2,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,4	0,7	1,0	1,5
Likvidit varat	4,3	9,8	0,4	0,5
Taseen loppusumma	159,8	258,1	374,4	490,0

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	74,8	129,1	162,0	181,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,9	59,5	92,4	111,5
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Muu oma pääoma	39,1	69,7	69,7	69,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	75,2	115,6	195,9	284,7
Laskennalliset verovelat	8,3	14,4	17,4	20,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	66,9	101,2	178,5	264,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,7	13,3	16,5	24,1
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	8,9	9,4	13,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,7	4,4	7,1	10,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	159,8	258,1	374,4	490,0

Suurimmat omistajat 30.4.2018

10 Suurinta osakkeenomistajaa osakelukumäärän perusteella*

		Osakkeiden määrä, kpl	Omistusosuus-%
1	Nurture Property Holding Oy**	3 078 381	12,10 %
2	Skandinaviska Enskilda Banken AB	1 833 453	7,21 %
3	Nurture Real Estate Holding Oy**	1 688 631	6,64 %
4	OP-Suomi Arvo -sijoitusrahasto	1 587 273	6,24 %
5	Hintsala Eino	941 439	3,70 %
6	Pekkarinen Timo Jaakko	896 489	3,52 %
7	Nordea Bank Ab	732 337	2,88 %
8	Milerosa Oy	604 776	2,38 %
9	OP-Suomi Pienyhtiöt -sijoitusrahasto	574 863	2,26 %
10	Ahola Tuomas Veli	535 664	2,11 %
10 Suurinta yhteensä		12 473 306	49,04 %

*Lisäksi hallintarekisteröityjä 10,09 % osakkeista

**Partnera Oy:n määräysvallassa

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.4.2016	Lisää	4,00 €	3,68 €
29.8.2016	Osta	6,70 €	5,76 €
2.11.2016	Lisää	6,70 €	6,17 €
3.1.2017	Vähennä	7,90 €	8,23 €
2.2.2017	Vähennä	7,90 €	7,60 €
27.3.2017	Lisää	8,10 €	7,47 €
18.5.2017	Lisää	8,50 €	8,01 €
22.8.2017	Lisää	9,10 €	8,67 €
14.10.2017	Osta	9,10 €	7,85 €
8.11.2017	Lisää	9,10 €	8,40 €
17.1.2018	Osta	9,10 €	7,78 €
14.2.2018	Lisää	9,10 €	8,09 €
4.5.2018	Lisää	9,10 €	8,10 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi