

Cibus Nordic Real Estate

Laaja raportti

10/2020

Matariskinen osinkokone

Toistamme Cibuksen 160 SEK:n tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Luottamuksemme Cibuksen lähivuosien osingonkasvuedellytyksiä kohtaan on kasvanut ja odotamme yhtiön yltävän tulevana vuosina osingon 5 %:n vuotuisen kasvutavoitteeseensa. Cibusta hinnoitellaan tasepohjaisesti huomattavalla preemiolla sekä yhtiön historialliseen tasoon että verrokkiryhmään nähden ja arvostusero verrokkeihin on leventynyt mielestämme jo turhan suureksi. Vaikka Cibuksen osinkotuotto (~6 %) on edelleen sektorin korkeimpia ja osingon kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät, näemme riskin arvostuskertoimien normalisoitumisesta liian korkeana, mikä painaa osakkeen riski/tuotto-suhteen heikoksi.

Päivittäistavarakauppakiinteistöihin keskittynyt kiinteistöyhtiö

Cibus on vuonna 2017 perustettu ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö. Yhtiön liiketoimintamallin päätavoitteena on varmistaa ja ylläpitää portfolion vakaa kassavirta, mikä mahdollistaa korkean ja suhdanteista riippumattoman osingon. Keväällä 2020 Cibus laajentui Ruotsiin Coop-portfoliokaupalla, mikä paransi kiinteistöalkun maantieteellistä hajautusta selvästi. Cibus on kertonut kartoittavansa laajentumisvaihtoehtoja myös muihin Pohjoismaihin, minkä lisäksi yhtiö on käynnistänyt valmistelut Tukholman pörssin päälistalle siirtymiseksi. Pidämme mahdollisena, että Cibus tulee tekemään päälistalle siirtymisen yhteydessä myös kaksoislistauksen Helsinkiin ja järjestämään osakeannin tulevien kasvuhankkeiden rahoittamiseksi.

Defensiivinen vahvan kassavirran osinko-osake

Cibus profiloituu näkemyksemme mukaan vakaaksi, vahvan kassavirran osinkoyhtiöksi. Noin 6 %:iin kohoava osinkotuotto on pohjoismaisen kiinteistösektorin korkeimpia ja osinkoon liittyvä riski on matala, koska se perustuu käytännössä täysin yhtiön ennustettavaan kassavirraliseen tulokseen. Ruokakauppakiinteistöihin painottuneen portfolion vuoksi liiketoiminta on myös defensiivistä, emmekä odota verkkokaupan vaikuttavan merkittävästi tähän kiinteistötyyppiin. Defensiiviseen liiketoimintamalliin sekä vahvaan kassavirtaan ja korkeaan osinkotuottoon perustuva sijoittajaprofili sopii myös erittäin hyvin nykyiseen nollakorkoympäristöön ja arviomme mukaan tämä heijastuu myös osittain osakkeen nykyiseen hinnoitteluun.

Osingon kasvuedellytykset ovat lähivuosille hyvät

Cibus on kertonut että sen tavoitteena on jatkaa lähivuosina vähintään 50 MEUR:n vuotuisten kiinteistöhankintojen tekemistä, minkä lisäksi yhtiö pyrkii kasvattamaan osakekohtaista osinkoaan 5 %:lla vuosittain. Näkemyksemme mukaan näiden molempien tavoitteiden saavuttaminen edellyttäisi yhtiöltä myös oman pääoman ehtoista rahoitusta, sillä 50 MEUR:n vuotuiset hankinnat ja osakekohtaisen osingon 5 %:n vuotuinen kasvu nostaisivat velkaantuneisuusasteen lähivuosina noin 63-64 %:iin ja arviomme yhtiön haluavan säilyttävän liikkumatilaa tavoitetason ylärajan (65 %) nähden. Lähdemme ennusteissamme liikkeelle oletuksesta, että Cibus priorisoi näistä kahdesta tavoitteesta osingon vuotuista kasvutavoitetta ja ennustammekin hankintojen jäävän ilman oman pääoman ehtoista rahoitusta 2021 jälkeen alle yhtiön 50 MEUR:n tavoitteen. Osingon 5 %:n vuosikasvu koskevaa pidämme lähivuosien (2020-2023) osalta saavutettavissa olevana, mutta tämän jälkeen kasvu hidastuu nykyisellä taserakenteella selvästi.

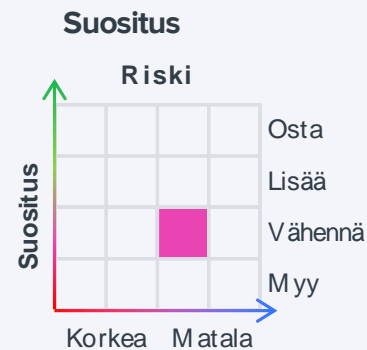
Arvostusero verrokkeihin nähden on leventynyt mielestämme jo liian suureksi

Cibusta hinnoitellaan tasepohjaisesti (P/EPRA NAV) huomattavalla preemiolla sekä yhtiön historialliseen tasoon että verrokkiryhmään nähden ja arvostusero verrokkeihin nähden on leventynyt mielestämme jo turhan suureksi. Vaikka Cibuksen osinkotuotto (~6 %) on edelleen sektorin korkeimpia ja osingon kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät, näemme riskin arvostuskertoimien normalisoitumisesta liian korkeana, mikä painaa osakkeen riski/tuotto-suhteen heikoksi.

Analytiikot



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



Vähennä

(aik. Vähennä)

160 SEK

(aik. 160 SEK)

Osakekurssi:

161,20 SEK

Potentiaali:

-0,7 %

Avainluvut

| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 60,2 | 73,8 | 82,1 | 86,3 |
| kasvu-% | - | 23 % | 11 % | 5 % |
| Nettovuokratuotto | 48,6 | 61,0 | 68,4 | 72,1 |
| Vuokraustoim. tulos | 28,7 | 34,8 | 42,9 | 47,7 |
| EPS (raportoitu) | 0,97 | 0,96 | 1,04 | 1,11 |
| EPRA EPS* | 0,90 | 0,88 | 1,04 | 1,15 |
| Nettovelka LTV-% | 59 % | 60 % | 62 % | 62 % |
| P/E (oik.) | 14,3 | 16,1 | 14,9 | 14,0 |
| P/EPRA EPS* | 15,4 | 17,5 | 15,0 | 13,5 |
| P/EPRA NAV | 1,22 | 1,31 | 1,30 | 1,29 |
| Osinkotuotto-% | 6,4 % | 6,0 % | 6,3 % | 6,6 % |

*Inderesin arvio

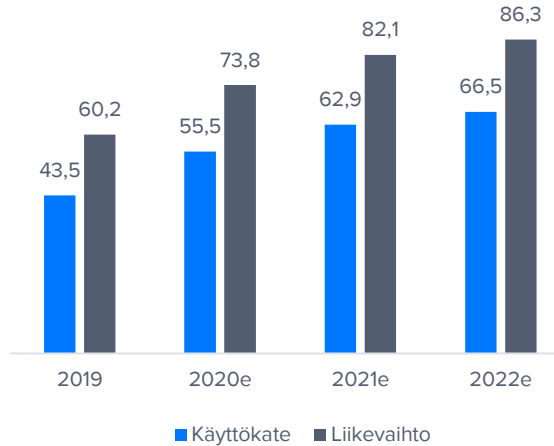
Lähde: Inderes

Osakekurssi

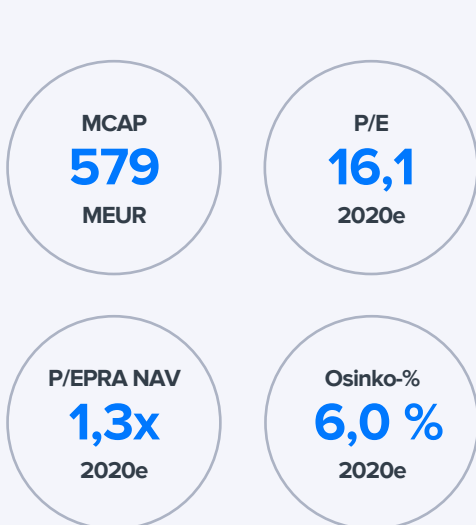
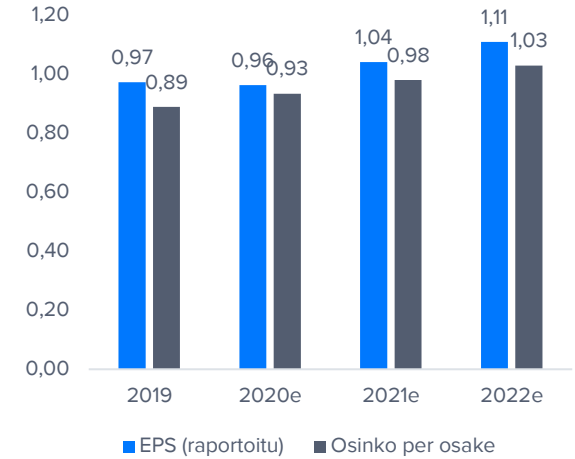


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja käyttökate



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat
- Oman organisaation tarjoama kulurakenteen skaalautumispotentiaali
- Lainojen uudelleenrahoitus
- Merkittävä yrityskauppa tai –järjestely. Cibus voisi arviomme mukaan olla myös itse yritysostokohde

Riskitekijät

- Yhtiön kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (noin 2-3 % Suomen portfolioista) liittyy jäännösarvoriski
- Vuokralaisten suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan
- Korkotason mahdollinen nousu

Arvostus

- Cibusta hinnoitellaan tasepohjaisesti (P/EPRA NAV) selvällä preemiolla sekä yhtiön omaan historialliseen tasoon että verrokkiryhmään nähden
- Vaikka Cibusen osinkotuotto on edelleen sektorin korkeimpia ja osingon kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät, näemme riskin arvostuskertoimien normalisoitumisesta liian korkeana, mikä painaa riski/tuotto-suhteen heikoksi.

Sisällysluettelo

| | |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | 5-13 |
| Strategia | 14-15 |
| Markkinakatsaus | 16-22 |
| Taloudellinen tilanne | 23-24 |
| Sijoitusprofiili | 25-26 |
| Ennusteet | 27-31 |
| Arvonmääritys | 32-35 |
| Taulukot | 36-38 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 39 |

Cibus Nordic Real Estate lyhyesti

Cibus on kiinteistöyhtiö, jonka liiketoimintana on hankkia, kehittää ja hallinnoida päivittäistavarakauppakiinteistöjä Pohjoismaissa, jotka on vuokrattu ruoka-, päivittäistavara- ja halpakauppaketjuille.

1124 MEUR

Kiinteistöportfolion käypä arvo Q2'20:n lopussa

275 kpl

Kiinteistöjen lkm Q2'20:n lopussa

40,8 MEUR (+4 % vs. 06/2020)

Seuraavan 12 kk:n tuottokykyyn perustuva vuokraustoiminnan tulos 7/20

5,8 %

Seuraava 12 kk:n tuottokykyyn mukainen nettotuotto-%

95,2%

Vuokrausaste Q2'20:n lopussa

60,5 %

Nettovelan LTV-% Q2'20:n lopussa

-2018

- Cibuksen perustaminen, osakeanti ja listautuminen Tukholman First North-markkinapaikalle
- Suomen kiinteistöportfolion kasvattaminen kiinteistöhankinnoilla
- Lainojen uudelleenrahoitus
- Johtoryhmässä ja hallituksessa vaihtuvuutta

2019-2020

- Uusi CEO 3/2019 ja CFO 5/2019
- Suomen portfolion kasvattaminen kiinteistöhankinnoilla
- Pääomistaja Siriuksen irtaantuminen
- Lainojen uudelleenrahoitus
- Coop-portfoliokauppa ja laajentuminen Ruotsiin
- Oman organisaation rakentaminen

2020-

- Osingon kasvu-uralla pitäminen
- Päälistalle siirtyminen ja mahdollinen kaksoislistaus Helsinkiin
- Portfolion kasvattaminen yksittäisillä kiinteistöhankinnoilla ja suuremmilla portfoliokaupoilla
- JVK-lainojen uudelleenrahoitus

Cibuksen seuraavan 12 kk:n tuottokykyyn kehitys



■ Vuokraustoiminnan tulos per osake

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Cibus lyhyesti

Cibus Nordic Real Estate (Cibus) on vuonna 2017 perustettu ja Tukholman pörssin First North Premier-markkinapaikalle listattu kiinteistösijoitusyhtiö, joka on keskittynyt ruoka- ja päivittäistavarakaupakiinteistöihin. Cibus omisti Q2'20:n lopussa 275 kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 1124 MEUR. Yhtiön raportoiman 12 kk:n tuottokyvyn mukainen nettotuotto-% oli Q2:n lopussa noin 5,8 % ja velkaantuneisuusaste (nettovelan LTV-%) oli 60,5%.

Cibuksen kiinteistöistä Q2:n lopussa Suomessa sijaitsi 164 kappaletta, jotka ovat pääosin Etelä- ja Lounais-Suomen kasvukeskuksissa sekä Keski-Suomessa. Cibus laajeni keväällä 2020 Ruotsiin Coop-portfoliokaupalla ja Ruotsin portfolio käsittää tällä hetkellä 111 kiinteistöä. Coop-portfolion kiinteistöt sijaitsivat Etelä- ja Keski-Ruotsissa pääosin kasvukeskuksissa ja hyvien liikenneyhteyksien varrella.

Yhtiön ankkurivuokralaisia ovat Kesko (36 % vuokrapinta-alasta), Tokmanni (29 %) ja Coop (18 %) ja S-ryhmä (6 %). Lisäksi 11 % kiinteistöjen pinta-alasta on vuokrattuna muille päivittäistavara- ja vähittäiskauppatoimijoille kuten Lidlille. Cibuksen vuokrasopimusten painotettu keskimääräinen vuokra-aika oli Q2:n lopussa 5,5 vuotta.

Historia ja nykyinen organisaatio

Cibuksen taustalla on kaksi suomalaisen Sirius Capital Partnersin hallinnoimaa suljettua rahastoa, jotka perustettiin vuosina 2015-2016. Kun rahastojen toimikausi läheni päätöstä, niiden omistamat kiinteistöportfoliot myytiin Cibukselle, joka listautui Tukholman First North-markkinapaikalle vuonna

2018. Sirituksen rahastot jäivät listautumisen jälkeen Cibuksen omistajiksi SFC Holdingsin kautta. SFC Holding irtaantui omistuksestaan vaiheittain toukokuussa 2019 ja toukokuussa 2020.

Cibuksen hallinnointi ja sen omistamien kiinteistöjen hallinnointi oli yhtiön pörssitaipaleen alussa valtaosin ulkoistettu ja Cibus onkin keskittynyt viimeisen 18 kk:n aikaan oman organisaationsa rakentamiseen. Yhtiön palveluksessa työskentelee tällä hetkellä 7 henkilöä, joista 4 Tukholmassa ja 3 Helsingissä. Cibuksen toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Sverker Källgården ja talousjohtajana Pia-Lena Olofsson.

Tavoitteena korkea suhdanteista riippumaton osinko

Cibuksen tavoitteena on pitkällä aikavälillä kasvaa ja luoda omistaja-arvoa hankkimalla, kehittämällä ja hallinnoimalla päivittäistavarakaupakiinteistöjä Pohjoismaissa. Fokuksena ovat erityisesti ruokakauppa- ja päivittäistavaraketjuihin ankkuroidut kiinteistöt. Liiketoimintamallin päätavoitteena on varmistaa ja ylläpitää portfolion vakaa kassavirta, mikä mahdollistaa korkean ja suhdanteista riippumattoman osingon. Cibus tavoitteleeekin korkeaa ja vakaata osinkotuottoa omistajilleen. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista osinkoa 5 % vuosittain.

Cibus siirtyi syyskuussa 2020 ylimääräisen yhtiökokouksen päätöksellä aiemmasta kvartaalisoiingosta kuukausittaiseen osingonjakoon. Yhtiö kertoi Q2-tuloksensa yhteydessä käynnistävänsä valmistelut myös Tukholman pörssin päälistalle siirtymiseksi. Pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee tekemään päälistalle siirtymisen yhteydessä myös kaksoislistauksen Helsingin pörssiin.

Cibus lyhyesti



- Pohjoismaisiin päivittäistavarakiinteistöihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö
- Aktiivinen kiinteistöjen hallinnointi
- Tavoittelee vakaata ja korkeaa osinkoa
- Käsitksemme mukaan ainoa puhtaasti päivittäistavarakaupakiinteistöihin keskittynyt eurooppalainen kiinteistösijoitusyhtiö

Avainluvut (Q2'20)



- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo 1124 MEUR
- Omistuksessa 275 päivittäistavarakaupakiinteistöä, joista 164 Suomessa ja 111 Ruotsissa
- Seuravan 12 kk:n tuottokyvyn mukainen nettotuotto 5,8 %
- Vuokrasopimusten painotettu keskimääräinen maturiteetti (WAULT) 5,5 vuotta
- Nettovelan LTV-% 60,5 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Liiketoimintamalli

Kassavirrat ovat varsin hyvin ennustettavia

Cibuksen liiketoiminta on suhteellisen hyvin ennustettavaa ja yhtiö julkaisee osavuositarkastuksissaan arvion seuraavan 12 kk:n tuottokyvystä. Tuottokyky ei ole ennuste, vaan se kuvastaa tuottoja ja kuluja vuositason tietyllä hetkellä sen hetkellä kiinteistöporfoliolla ja vuokrasopimuksilla. Se olettaa, että mm. vajaakäyttöasteeseen, vuokratasoihin, kiinteistöjen kuluihin, korkotasoon ja käyvän arvon muutoksiin ei tule muutoksia. Näin ollen todelliset tuotot ja kulut voivat lopulta poiketa tuottokyvyn heijastamasta tasosta. Cibuksen Q2'20-raportin perusteella yhtiön tuottokyky parani kesäkuuhun 2020 mennessä mennessä noin 4 %:lla vuodentakaiseen nähden. Tuottokyvyn parantuminen johtui arviomme mukaan erityisesti yhtiön tekemistä kiinteistöhankeinvestoinneista sekä vuokrien indeksikorotuksista.

Sijoittajan kannattaa keskittyä liikevaihdon sijasta brutto- ja nettovuokratuottoihin

Cibuksen liiketoiminnassa bruttovuokratuotot ja nettotuotot ovat hyvin ennustettavia, mutta liikevaihto ei. Tämä johtuu liikevaihtoon kirjattavista palvelutuotoista ja vuokralaisten hoitokulujen vaihteluista. Vuokralaisten hoitokulujen määrä vaihtelee ja Cibus edelleenlaskuttaa nämä erät suurilta osin vuokralaisilta, kirjaa nämä liikevaihtoon kuuluviksi palvelutuotoiksi ja kirjaa kulut omiin hoitokuluihin. Käytännössä liikevaihto siis vaihtelee tämän läpilaskutuksen takia, mutta nettotuottoon tämä vaihtelu ei heijastu. Suosittelemme tästä syystä sijoittajia keskittymään Cibuksessa liikevaihdon sijaan bruttovuokratuottoihin ja nettotuottoihin.

Käyvän arvon muutoksilla voi olla huomattavia raportoituun tulokseen

Cibuksen julkaisema seuraavan 12 kk:n tuottokyky ei ota huomioon kiinteistöjen käyvän arvon muutoksia.

Ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija määrittää Cibuksen kiinteistöjen käyvät arvot kvartaaleittain ja yhtiö kirjaa tämän kirjauksen perusteella laskennalliset käyvän arvon muutokset tuloslaskelmaansa. Nämä erät ovat tyypillisesti laskennallisia eikä niillä ole vaikutusta kassavirtaan. Käypien arvojen muutokset voivat sisältää myös realisoituneita arvonmuutoksia, mikäli yhtiö on myynyt katsauskaudella kiinteistöjä. Käyvän arvon muutoksiin vaikuttavat heikentävästi myös kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestoinnit ja nämä erät ovat luonteeltaan kassavirallisia.

Kokonaisuutena Cibuksen liiketoimintamallissa kassavirrat ovat 12 kuukauden tähtäimellä hyvin ennustettavia ja tämä osaltaan laskee yhtiön riskiprofiilia.

Cibuksen raportoima seuraava 12 kk:n tuottokyky

| | Q2'18 | Q3'18 | Q4'18 | Q1'19 | Q2'19 | Q3'19 | Q4'19 | Q1'20 | Q2'20 | 31/7/20 | Muutos (6/20 vs. 7/19) |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| Bruttovuokratuotot | 49,1 | 49,2 | 51,1 | 51,1 | 53,4 | 53,4 | 54,1 | 64,6 | 69,4 | 70,5 | |
| Hoitokulut | -3,3 | -3,3 | -2,9 | -2,9 | -3,5 | -3,5 | -3,5 | -4,0 | -5,3 | -5,4 | |
| Nettotuotto | 45,8 | 45,9 | 48,2 | 48,2 | 49,9 | 49,9 | 50,7 | 60,6 | 64,1 | 65,1 | |
| Hallinto kulut | -3,5 | -3,5 | -3,6 | -3,6 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,9 | -3,9 | -3,9 | |
| Nettorahoitus kulut | -13,5 | -13,5 | -14,0 | -13,6 | -13,6 | -13,6 | -14,0 | -17,2 | -19,9 | -20,4 | |
| Vuokraoiminnan tulos | 28,8 | 28,9 | 30,6 | 31,0 | 32,7 | 32,7 | 33,0 | 39,6 | 40,3 | 40,8 | |
| Per osake | 0,92 | 0,93 | 0,98 | 1,00 | 1,05 | 1,05 | 1,06 | 1,06 | 1,08 | 1,09 | 4 % |

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Vuokrasopimukset

Määräaikaisia sopimuksia

Cibuksen taloudellinen vuokrausaste oli Q2'20:n lopussa 95,2 % ja vuokrasopimusten keskimääräinen maturiteetti (WAULT) oli 5,5 vuotta. Suurin osa Cibuksen vuokrasopimuksista on määräaikaisia vuokrasopimuksia, jotka päättyvät vuosina 2020-2055. Tavanomainen vuokrasopimus sisältää pidennysoption vuokralaiselle, jota käyttämällä vuokralainen voi pidentää vuokrasopimusta tyypillisesti 3-5 vuodella samoin ehdoin kuin nykyinen vuokrasopimus. Käsityksemme mukaan nämä optiot yleensä käytetään ja suurin piirtein sama määrä vuokrasopimuksia pidennetään joka vuosi ja näiden myötä maturiteettirakenne todennäköisesti pysyy vakaana tulevina vuosina.

Vuokratuotot ovat ennustettavia

Yhtiön mukaan lähes kaikki vuokrasopimukset on linkitetty kuluttajahintaindeksiin ja yhtiöllä ei käytännössä ole liikevaihtosidonnaisia vuokria. Näiden myötä yhtiön vuokratuotot ovat suhteellisen hyvin ennustettavia. Kesko ja S-ryhmä eivät anna vuokravakuuksia, mutta muuten käytössä on vuokravakuudet. Historialliset luottotappiot vuokrasopimuksista ovat olleet hyvin rajallisia. Kiinteistöportfolion kohdekohtainen hajautus on varsin hyvä, sillä Q2'20:n lopussa yhtiön mukaan yksikään kiinteistö ei tuo enempää kuin 2,5 % portfolion kokonaisnettovuokratuotosta ja vain kolmen kiinteistön osuus on yli 2 % portfolion kokonaisvuokratuotoista.

Vuokralaiset vastaavat pääosin hoitokuluista

Cibuksen vuokralaiset vastaavat pääosin kiinteistöjen

hoitokuluista. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön vuokratuotot ja tuleva kassavirta ovat suhteellisen hyvin ennustettavia. Yhtiön mukaan sen vuokrasopimuskannasta yli 90 % on joko ns. triple-net-sopimuksia tai nettosopimuksia ja näin ollen bruttovuokrasopimusten (Cibus vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista) osuus on alle 10 %.

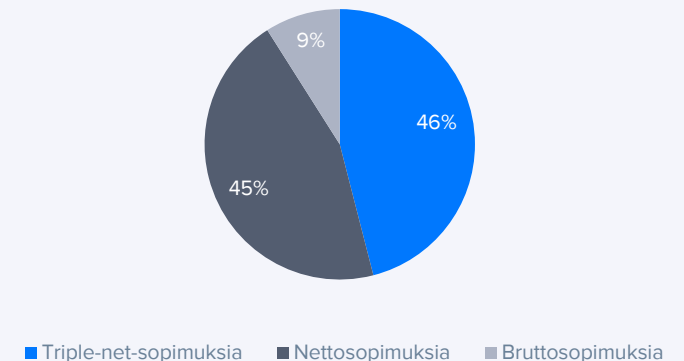
Triple-net-sopimuksissa vuokralainen vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista ja nettosopimuksissa vuokralaisen vastuulla ovat kaikki kulut pois lukien kiinteistövero ja kiinteistövakuutus sekä peruskorjaukset. Yhtiö ei avaa tarkemmin sopimusjakaumaa triple-net- ja nettosopimusten välillä, mutta arviomme mukaan vuokrasopimukset jakautuvat suhteellisen tasan näiden kahden sopimustyyppin välillä (Inderes arvio: triple-net-sopimukset ~46 % ja nettosopimukset ~45 %).

Vuokrasopimusten maturiteetti (WAULT)



Lähde: Cibus, Inderes

Vuokrasopimusjakauma sopimustyypeittäin*



* Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Kiinteistöportfolio

Suomi

Cibus omisti Suomessa Q2'20:n lopussa 164 kiinteistöä joiden käypä arvo oli noin 939 MEUR. Suomen kiinteistöjen vuokrattava pinta-ala oli Q2:n lopussa noin 545,6 tuhatta neliötä ja vuokrausaste oli laskelmiemme mukaan noin 94 %. Suomen kiinteistösalkun sijaitsevat pääosin Etelä- ja Lounais-Suomen kasvukeskuksissa, mutta joukkoon mahtuu myös kohteita, jotka sijaitsevat pienissä muuttotappiopaikkakunnissa.

Supermarketit ovat neliömäärältään ja nettotuotolla mitattuna Cibusen merkittävin kiinteistötyyppi. Näissä kiinteistöissä keskeisiä ankkurivuokralaisia ovat Kesko, S-ryhmä, Lidl ja Wihuri (1 kiinteistö). Supermarket-kiinteistöt tuovat arviomme mukaan noin 40 % Suomen portfolion nettotuotoista.

Discount eli halpakauppa oli toiseksi merkittävin kiinteistötyyppi ja ne vastaavat arviomme mukaan noin 32 % Cibusen Suomen portfolion nettotuotoista. Discount-kiinteistöissä ankkurivuokralaisina toimivat Tokmanni, Halpa-Halli ja Minimani.

Hypermarketit vastaavat arviomme mukaan noin 15 % Suomen portfolion nettotuotoista. Kaikissa Cibusen Hypermarket-kiinteistöissä ankkurivuokralaisena toimii Kesko.

Market-kiinteistöissä Cibusen ankkurivuokralaisia ovat Kesko ja S-ryhmä. Market-kiinteistöjen osuus Suomen portfolion nettotuotoista on arviomme mukaan noin 9 %.

Muut kiinteistöt vastaavat arviomme mukaan noin 5 % Suomen portfolion nettotuotoista. Ankkurivuokralaisina näissä kiinteistöissä ovat Jysk, Motonet, H&M, Vepsäläinen ja Hietala Rest.

Ruotsi

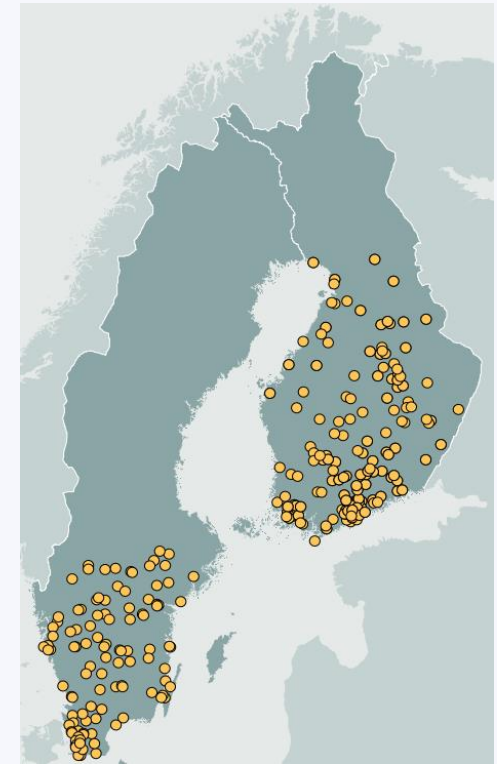
Cibusen Ruotsissa sijaitsevien kiinteistöjen vuokrattava pinta-ala oli Q2:n lopussa noin 118,2 tuhatta neliötä ja niiden käypä arvo oli noin 185 MEUR. Ruotsin kiinteistöportfolion kohteista 110 on vuokrattu suoraan Ruotsin toiseksi suurimmalle vähittäiskauppaketju Coopille ja yhdessä kiinteistössä toimii ulkopuolinen vuokralainen.

Cibusen Ruotsiin laajentuminen tapahtui maaliskuussa 2020, kun yhtiö hankki Coopilta 111 supermarket-kiinteistöä käsittävän kokonaisuuden noin 180 MEUR:lla. Kauppahinta vastasi noin 5,9 %:n nettotuottoa ja oli mielestämme kohtuullinen. Kauppa rahoitettiin noin 84 MEUR:n suunnatulla osakeannilla (1,18x P/EPRNA NAV-arvostuksella) ja 1300 MSEK:n luottosopimuksilla.

Coop-portfolion kiinteistöt sijaitsevat Etelä- ja Keski-Ruotsissa pääosin kasvukeskuksissa ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Kohteet on vuokrattu pitkillä 10 vuoden triple-net-vuokra-sopimuksilla ja 100 %:n vuokrausasteella, minkä lisäksi kiinteistöt ovat myös suhteellisen uusia, sillä yhtiön mukaan 83 % kiinteistöistä on rakennettu tai remontoitu viimeisen 15 vuoden aikana. Ruotsin kiinteistöt ovat selvästi Suomea pienempiä, sillä keskimääräinen neliökoko on vain noin 1000 neliötä Suomen kiinteistöjen keskikoon ollessa 3300 neliötä.

Coop-portfolion hankintaa voidaan pitää Cibusen kannalta mielestämme onnistuneena ja näkemyksemme mukaan sillä oli myös yhtiön riskiprofiilia laskeva vaikutus kasvaneen mittakaavan ja kiinteistösalkun paremman maantieteellisen hajautuksen myötä. Yhtiö tulee todennäköisesti kasvattamaan Ruotsin kiinteistöportfoliota tulevina vuosina Suomen tapaan yksittäisillä pienemmillä transaktioilla.

Cibusen kiinteistöportfolio Q2'20 lopussa



Lähde: Cibus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Vuokralaiset

Cibuksen ankkurivuokralaiset ovat suuria, vakavaraisia ja vakiintuneita päivittäistavarakauppaan keskittyneitä yhtiöitä, joiden liiketoiminnan riskiprofiili on näkemysmme mukaan erittäin matala. Emme odota verkkokaupan yleistymisen heikentävän merkittävästi näiden vuokralaisten liiketoimintaa keskipitkällä aikavälillä ja Cibuksen vuokralaisiin liittyvä riski on mielestämme kokonaisuudessaan matala.

Yli 80 % yhtiön nettovuokratuotoista tulee kiinteistöistä, joissa ankkurivuokralaisina ovat Kesko (44 % nettotuotoista), Tokmanni (24 %), Coop (16 %) tai S-ryhmä (8 %). Muut päivittäistavarakauppavuokralaiset (5 %) sisältävät mm. Lidlin ja itsenäiset ruokakauppiat. Muu vähittäiskauppa (5 %) käsittää puolestaan mm. Postin, Alkon ja Kappahlin, Lindexin ja Jyskin.

Kesko on suurin vuokralainen

Nettovuokratuotolla mitattuna Cibuksen suurin vuokralainen on Kesko. Keskon markkinaosuus Suomen ruokakaupasta oli viime vuonna noin 37 % ja yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa yli 23 000 työntekijää ja 1800 kauppa kahdeksassa eri maassa. Yhtiö toimii kolmella liiketoiminta-alueella, jotka ovat Päivittäistavarakauppa (52 % liikevaihdosta), Rakentaminen & talotekninen kauppa (40 %) sekä Autokauppa (9 %). Noin 78 % yhtiön viime vuoden liikevaihdosta tuli Suomesta. Keskon vertailukelpoinen käyttökate-marginaali oli viime vuonna ilman IFRS 16-vaikutusta noin 5,8 % ja korollisten nettovelkojen ja käyttökateen suhde

0,9x. Kaikki Cibuksen vuokrasopimukset on allekirjoitettu Keskon emoyhtiön Kesko Oyj:n kanssa, vaikka ruokakauppoja operoivat pääosin kauppiat.

Toiseksi suurin vuokralainen Tokmanni

Tokmanni on Suomen suurin valtakunnallinen halpakauppa. Yhtiön markkinaosuus halpakaupasta oli vuonna 2017 noin 42 % ja pt-kaupasta vuonna 2019 reilut 3 %. Vuoden 2019 lopussa yhtiöllä oli 191 myymälää ja 3659 työntekijää. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 noin 944 MEUR ja käyttökate-marginaali (ilman IFRS 16-vaikutusta) oli kaupan alan toimijaksi vahva 8,6%. Tokmannin nettovelka/käyttökate-kerroin oli viime vuonna 2,9x, mikä heijastaa mielestämme varsin vahvaa vakavaraisuutta ja luottokelpoisuutta.

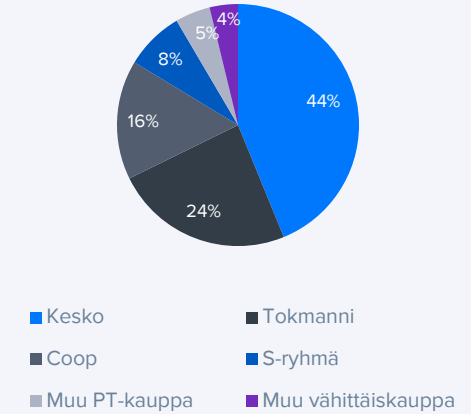
Coop

Coop on ruotsalainen ruokakauppaketju, joka on Ruotsin ruokakauppamarkkinan toiseksi suurin toimija noin 19 %:n markkinaosuudella. Yhtiöllä on Ruotsissa yli 800 toimipaikkaa.

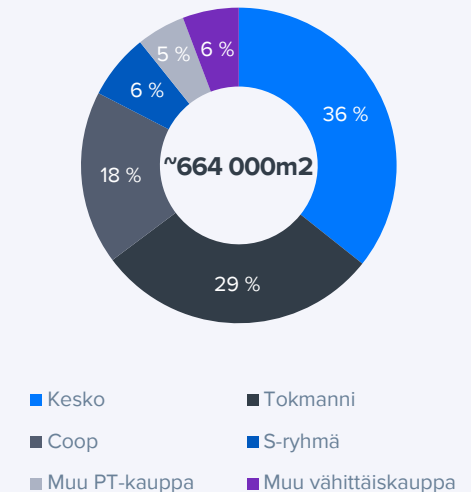
S-ryhmä

S-ryhmä on suomalainen osuuskaupparyhmä, joka koostuu 19 itsenäisestä alueellisesta osuuskaupasta sekä näiden omistamasta SOK-yhtymästä. S-ryhmän pääliiketoiminta-alueet ovat supermarketit, tavaratalot ja erikoiskaupat ja sillä on noin 1800 toimipaikkaa Suomessa. S-ryhmä on Suomen markkinajohtaja päivittäistavarakaupassa ja sen markkinaosuus oli vuonna 2019 noin 46 %. S-ryhmän liikevaihto oli vuonna 2019 noin 11,7 miljardia euroa ja operatiivinen tulos 409 MEUR.

Vuokralaisten osuus Cibuksen nettotuotoista



Vuokrattavan pinta-alan jakautuminen vuokralaisittain



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Ylläpitoinvestoinnit

Ylläpitoinvestoinneissa on mielestämme nousupainetta

Cibuksen kiinteistöt vaativat vuotuisia ylläpitoinvestointeja, jotta ne pysyvät käytön kannalta hyvässä kunnossa. Yhtiö on laatinut kaikkiin kohteisiinsa 10 vuotta käsittävän PTS-suunnitelman ja on arvioinut, että sen ylläpitoinvestoinnit tulevat tänä aikana olemaan keskimäärin noin 2,5 MEUR vuosittain. Arvioon sisältyy osaltaan epävarmuutta, sillä esimerkiksi yllättävä peruskorjaustarve voi yksittäisenä vuotena nostaa ylläpitoinvestointitarvetta selvästi. Arvioimme myös, että vuokrasopimusten päättyessä kohteet saattavat vaatia uudistuksia, jotta ne saadaan uudelleenvuokrattua suotuisilla ehdoilla.

Näkemyksemme mukaan Cibuksen Suomen portfolion ylläpitoinvestointien tasoon liittyy riskejä. Suomen kiinteistöporfoliosta arvioimme mukaan noin 31 % on 1960-80-luvuilla rakennettuja rakennettuja kohteita, jotka tulevat todennäköisesti vaatimaan myös suurempia peruskorjauksia lähivuosikymmeninä. Ylläpitoinvestointeja arvioitaessa on olennaista tiedostaa, että noin 46 % Cibuksen sopimuskannasta on ns. triple-net vuokrasopimuksia, joissa vuokralainen vastaa itse kiinteistöjen peruskorjauksista. Cibus myös valvoo, että nämä kiinteistöt pidetään kunnossa. Suomen portfoliossa triple-net-sopimusten suhteellinen osuus on kuitenkin tätä pienempi, sillä Coop-portfolion vuokrasopimukset ovat puhtaasti pelkkiä triple-net-sopimuksia ja arvioimme mukaan Suomen portfolion sopimuskannasta noin 40 % on triple-net-sopimuksia.

Odotamme ylläpitoinvestointien olevan tulevina vuosina selvästi yhtiön itsensä arvioimaa 2,5 MEUR:n tasoa korkeammat. Suomen portfolion 546

000 neliön kiinteistöportfolion pinta-alan ylläpitoinvestoinneista karkeasti 60 %:sta eli noin 327 000 neliöstä vastaa arvioimme mukaan Cibus. Arvioimme kiinteistöjen teknisen käyttöiän olevan karkeasti noin 30-40 vuotta, minkä jälkeen niihin on tehtävä noin 500-700 EUR/m² peruskorjaus.

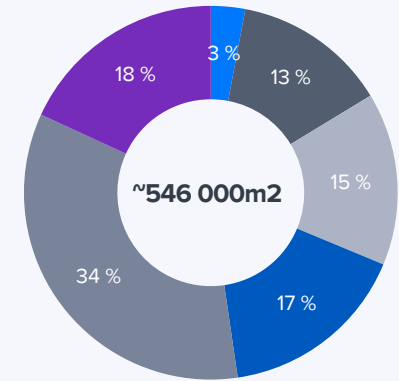
Näiden oletusten perusteella vuotuinen peruskorjaustarve niihin kiinteistöihin, joissa ei ole triple-net -sopimuksia olisi noin 4,1-5,7 MEUR per vuosi. Taso on myös linjassa yhtiölle mielestämme relevanttien verrokkien kanssa, joiden investoinnit olemassa oleviin kiinteistöihin ovat olleet viime vuosina keskimäärin noin 15-18 EUR per neliö. Ennustammekin itse Cibuksen investointien nousevan lähivuosina noin 5 MEUR:n tasolle

Korjaustarpeet voivat realisoitua yllättäen

Huomautamme, että yhtiön kiinteistöjen korjaustarpeet voisivat realisoitua äkillisesti, mikäli yhtiön vuokralainen päättäisi olla uusimatta vuokrasopimusta sopimuksen päättyessä tai vuokralainen haluaisi tehdä uuden vuokrasopimuksen merkittävästi aikaisempaa pienemmällä neliömäärällä. Tällöin yhtiö voisi joutua investoimaan tiloihin ja/tai tekemään niihin huomattavia muutoksia uuden vuokralaisen löytämiseksi.

Riski koskee arvioimme mukaan erityisesti yhtiön pienillä muuttotappiopaikkakunnilla sijaitsevia yksittäisiä kiinteistöjä (esimerkiksi Keuruu, Sysmä ja Suonenjoki) ja myös suuria Hypermarket-kiinteistöjä, joissa vuokralainen voi haluta vuokrata aikaisempaa vähemmän neliöitä itselleen. Cibuksen neuvotteluasemaa parantaa kuitenkin se, että uuden kiinteistön rakentaminen tulisi monessa tilanteessa vuokralaiselle todennäköisesti vanhan kiinteistön peruskorjausta kalliimmaksi.

Suomen kiinteistöportfolion ikäjakauma*



■ 1960 ■ 1970 ■ 1980 ■ 1990 ■ 2000 ■ 2010

* Inderes arvio

| Ylläpitoinvestoinnit (EUR/m ²) | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Trophii | 17,5 | 20,5 | 33,3 |
| Svenska Handelsfastigheter | 5,9 | 14,9 | 13,6 |
| Nyfosa | 23,8 | 12,0 | 11,3 |
| Sagax | 12,4 | 15,6 | 22,1 |
| Mediaani | 15,0 | 15,2 | 17,8 |

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Jäännösarvoriski

Tiettyihin Suomen kiinteistöihin liittyvä jäännösarvoriski

Arviomme mukaan tietyissä Cibuksen kiinteistöissä on jäännösarvoriski eli riski, että vuokralainen ei uusi vuokrasopimusta sopimuksen päättymisen jälkeen ja tilalle voi olla vaikea löytää uutta vuokralaista. Tällöin kiinteistön käypä arvo voi olla vuokrasopimuksen päättymisen jälkeen hyvin pieni tai nolla. Jäännösarvoriski koskee pääasiassa tiettyjä Suomen portfolion kohteita, sillä Ruotsin kiinteistöt ovat lältään suhteellisen uusia ja ne sijaitsevat johdon kommenttien mukaan pääasiassa kasvukeskuksissa.

Yhtiö ei ole eritellyt eri kiinteistöissä tehtyjä remontteja eikä tarkkoja kiinteistökohtaisia vuokrasopimuksia, joten tämän riskin tarkka arviointi ei ole mahdollista.

Arviomme, että neliömäärältään karkeasti ainakin noin 8 % Suomen kiinteistöportfoliosta eli noin 46 000 neliötä on tilaa, jossa kiinteistö sijaitsee muuttotappiopaikkakunnalla (esimerkiksi Keuruu, Savonlinna, Kuhmo, Kouvola) ja kohde on 30-50 vuotta vanha. Näiden kiinteistöjen käypä arvo on todennäköisesti luokkaa 300-700 euroa per neliö eli kokonaisuutena karkeasti 14-32 MEUR eli noin 2-3 % Suomen kiinteistöportfoliosta. Sijoittajille tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö voi joutua tulevaisuudessa alaskirjaamaan tämän osan kiinteistöportfoliostaan, kun niiden vuokrasopimukset päättyvät. Suhteessa koko kiinteistösalkkuun näiden osuus on kuitenkin pieni ja huonossakin skenaariossa riski rajallinen.

Hallintorakenne

Oman organisaation rakennusprosessi on saatu vietyä maaliin

Cibuksen hallinto ja sen omistamien kiinteistöjen hallinnointi oli valtaosin ulkoistettu yhtiön listauduttua pörssiin keväällä 2018. Väliaikaisen hallintorakenteen taustalla oli Cibuksen muutosprosessi rahastosta kiinteistösijoitusyhtiöksi. Väliaikaisessa hallintorakenteessa kiinteistöjen hallinnoinnista vastasi Sirius Asset Management ja yhtiön hallintoa ja taloudellista raportointia hoiti puolestaan Pareto Business Management (sopimus päättyi marraskuussa 2019).

Cibus on rakentanut viimeisen 18 kk:n aikana omaa organisaatiotaan ja on tehnyt osana tätä useita avainhenkilökrytoiteja ja kehittänyt omia sisäisiä prosessejaan. Cibuksen kulutasoa on rasittanut oman organisaation rakennusprosessin aikana osittain kaksinkertaiset hallintokulut, sillä siirtymävaiheessa kiinteistöjen hallinnoinnista vastasi osittain sekä Sirius Asset Management että Cibuksen oma organisaatio.

Cibuksen ja Siriuksen välisen kiinteistöjen hallinnointia koskevan sopimuksen on yhtiön johdon mukaan määrä päättyä puolestaan Q3'20:llä ja tämän jälkeen kaksinkertaisia hallintokuluja ei pitäisi enää syntyä. Sopimuksen päättymisen pitäisi mahdollistaa jatkossa myös hallintokulujen skaalautumisen, sillä Sirius Asset Management on veloittanut Cibuksen kiinteistöjen hallinnoinnista hallinnointipalkkion, joka on ollut noin 3,75 % vuotuisista nettotuotoista (2019: 1,6 MEUR)

Nykyinen organisaatio

Cibuksen nykyinen organisaatio käsittää 7 työntekijää, joista 4 työskentelee Ruotsissa ja 3 Suomessa. Cibuksen pääkonttori sijaitsee Tukholmassa ja sieltä käsin johdetaan yhtiön hallintoa ja rahoitustoimintoja.

Cibuksen kiinteistöjen hallinnointi hoidetaan paikallisesti oman organisaation voimin Suomesta ja Ruotsista käsin. Suomen toimintojen johtamisesta vastaa sijoitusjohtaja Lauri Tiensuu ja Ruotsin toiminnoista puolestaan elokuussa 2020 tehtävässään aloittanut CIO Peter Lövgren. Cibuksen kiinteistöjen tilajohtaminen (mm. vuokraustoiminta, vuokrahallinto ja tekninen isännöinti) on ulkoistettu Suomessa osittain Colliers Internationalille ja osa tilajohtamisesta tehdään oman organisation voimin.

Cibuksen johdon mukaan yhtiöllä riittäisi nykyisen organisaation voimin rahkeet laajentua myös muihin Pohjoismaihin suuremmalla portfoliokaupalla. Uudessa kohdemaassa portfolion kasvattaminen vaatisi arviomme mukaan kuitenkin tämän jälkeen ennen pitkää paikallista organisaatiota ja uusia avainhenkilökrytoiteja.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Cibuksen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia 1/2

Osinko ja omistaja-arvo strategian keskiössä

Cibuksen strategia kiteytyy omistaja-arvoon ja osinkoon. Yhtiön tavoitteena on tarjota osakkeenomistajille korkeaa ja ennakoitavaa osinkotuottoa. Yhtiö maksaa osinkoa kuukausittain ja osingon vuotuinen kasvutavoite on 5 %. Korkean osingon taustalla ovat yhtiön vahva kassavirta ja liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys.

Yhtiö näkee liiketoiminnassaan kasvumahdollisuuksia ja on kertonut, että se tulee tekemään lähivuosina kiinteistöhankintoja vähintään 50 MEUR:n edestä. Yhtiön johdon kommenttien perusteella myös laajemmat yritysjärjestelyt voivat tulevaisuudessa olla mahdollisia.

Cibus laajentui keväällä 2020 isommalla portfoliokaupalla Ruotsiin ja yhtiö on kertonut kartoittavansa laajentumisvaihtoehtoja myös muihin Pohjoismaihin. Pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö tulee laajentumaan seuraavan 12 kk:n aikana joko Norjaan tai Tanskaan ja uskomme, että laajentuminen tulee kevään Coop-järjestelyn tapaan tapahtumaan suuremmalla osakeantirahoitteisella portfoliokaupalla. Uskomme, että yhtiön strateginen fokus tulee olemana jatkossakin Pohjoismaissa ja esimerkiksi Baltiaan laajentumista pidämme hyvin epätodennäköisenä markkinoiden suhteellisen pienestä koosta sekä eriävästä riskiprofiilista johtuen.

Cibuksen johto ja hallitus on mielestämme

orientoitunut vahvasti omistaja-arvonluontiin ja yhtiö on kertonut, että kaikissa järjestelyissä lähtökohtana on se, että Cibuksen tuottokyvyn ja osakekohtaisten tunnuslukujen pitää järjestelyiden myötä parantua. Yhtiöllä ei ole absoluuttista kasvutavoitetta eikä se pyri väkisin edes kasvamaan ellei kasvu luo omistaja-arvoa.

Suhtaudumme omistaja-arvoa korostavaan strategiaan lähtökohtaisesti myönteisesti ja mielestämme sijoittajien kannalta erittäin arvokasta, ettei yhtiö pyri väkisin kasvamaan omistaja-arvon kustannuksella.

Taloudelliset tavoitteet

Cibuksen taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

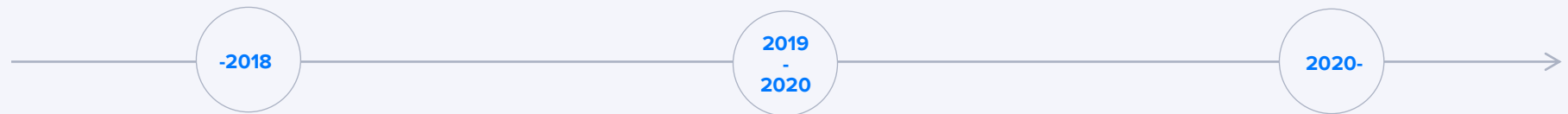
- Osakekohtaisen osingon 5 %:n kasvu per vuosi
- Nettovelan LTV-% 55-65 %

Pidämme Cibuksen asettamaa osakekohtaisen osingon 5 %:n vuosikasvun saavuttamista yhdessä 50 MEUR:n vuotuisen kiinteistöhankintojen kanssa haastavana yhtälönä Cibuksen nykyinen taserakenne (Q2'20: nettovelan LTV-% 60,5 %) huomioiden. Näkemyksemme mukaan näiden molempien tavoitteiden saavuttaminen edellyttäisi yhtiöltä myös oman pääoman ehtoista rahoitusta, sillä 50 MEUR:n vuotuiset kiinteistöhankinnat yhdessä osakekohtaisen osingon 5 %:n kasvun kanssa nostaisivat Cibuksen velkaantuneisuusasteen lähivuosina noin 63-64 %:iin ja arviomme yhtiön haluavan säilyttävän liikkumatilaa tavoitetasonsa (55-65 %) ylärajaan nähden.

Vaikka pidämmekin varsin todennäköisenä, että Cibus tulee jatkamaan seuraavan 12 kk:n aikana Pohjoismaista laajentumistaan, emme ole sisällyttäneet tätä ennusteisiimme (s. 27-31), sillä mahdollisen järjestelyn ajankohtaan ja sen keskeisiin muuttujiin liittyy tässä vaiheessa huomattavasti epävarmuutta. Näin ollen nykyiset ennusteemme heijastelevatkin Cibuksen kasvua sen omalla taseella.

Nojaamme ennusteissamme oletukseen, jossa Cibus priorisoi osingon vuotuista kasvutavoitetta ja ennustammekin kiinteistöhankintojen jäävän ilman oman pääoman ehtoista rahoitusta vuoden 2021 jälkeen alle yhtiön 50 MEUR:n tavoitteen. Yhtiön asettamaa osakekohtaisen osingon 5 %:n vuosikasvua koskevaa pidämme lähivuosien (2020-2023) osalta saavutettavissa olevana, mutta tämän jälkeen osingon kasvuvauhti hidastuu nykyisellä taserakenteella selvästi.

Strategia 2/2



Kiinteistösijoitusyhtiön perustaminen

- Kiinteistöportfolion hankinta
- Hallinnon järjestäminen
- Listautuminen Tukholman First North-markkinapaikalle

Omistaja-arvon kasvu aktiivisella hallinnoinnilla

- Uusi CEO 3/2019 ja CFO 5/2019
- Täydentävät kiinteistöankinnat
- Oman organisaation rakentaminen
- Coop-portfolion hankinta ja laajentuminen Ruotsiin
- Pankkilainojen ja JVK-lainan uudelleenrahoitus
- Vakaan ja kasvavan kassavirran ylläpitäminen sekä osingon kasvu
- Pääomistaja Siriuksen irtaantuminen

Pohjoismaisen laajentumisen jatkaminen

- Osingon kasvu-uralla pitäminen
- Olemassaolevan kiinteistöportfolion kehittäminen
- Porfolion kasvattaminen yksittäisillä kiinteistöankinnoilla ja suuremmilla portfoliokaupoilla
- Mahdolliset yritysjärjestelyt

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Kiinteistöjen osto Sirius Capital Partnersilta ja onnistunut pörssilistautuminen
- Pankkilainojen ja JVK-lainojen uudelleenrahoitus
- Tulos ja osinko saatu kasvu-uralle

Lähitulevaisuus 1-2v

- Yksittäisten pienempien korkeatuottoisten kiinteistö- ja portfoliokantojen jatkaminen Suomessa ja Ruotsissa
- Tukholman pörssin päälisalle siirtyminen ja mahdollinen kaksoislistaus Helsingin pörssiin
- Mahdollinen suurempi osakeantirahoitteinen portfoliokauppa ja laajentuminen seuraavaan Pohjoismaahan
- Lainojen uudelleenrahoitus

Seuraavat 5 vuotta

- Nykyisen portfolion peruskorjausten ja ylläpitoinvestointien onnistunut toteuttaminen
- Pohjoismaiden haltuunotto ja markkinan konsolidointi
- Avainhenkilörekrytoinnit ja maakohtaisten organisaatioiden rakentaminen muihin Pohjoismaihin
- Pitkän tähtäimen kasvusuunnitelman ja strategian täsmentäminen

Markkinakatsaus 1/4

Makronäkymät

Koronaviruspandemia romutti talousnäkymät

Keväällä globaaliksi pandemiaksi levinnyt koronavirus sekä valtioiden asettamat laajamittaiset liikkumisrajoitukset iskivät ennennäkemättömällä tavalla maailmantalouteen. Vaikutukset osuivat nopeasti etenkin yksityiseen kulutukseen, mutta ne ulottuivat myös teollisuuteen asti globaalien toimitusketjuhäiriöiden ja yleisen taloudellisen epävarmuuden kasvun kautta.

Valtiot ja keskuspankit reagoivat eri puolilla maailmaa talousnäkemien voimakkaaseen heikentymiseen nopeasti ja ilmoittivat laajamittaisista raha- ja finanssipoliittisista elvytystoimista. Euroalueella rahapolitiittisista toimista merkittävimpiin on lukeutunut EKP:n maaliskuun puolivälissä käynnistämä koronapandemiaan liittyvä 750 mrd:n euron arvopaperiosto-ohjelma (PEPP), jota laajennettiin myöhemmin kesäkuun alussa noin 1350 mrd euroon. Myös finanssipoliittiset elvytystoimet ovat olleet koronakriisissä mittavia, sillä huhtikuussa EU:n jäsenmaat pääsivät sopuun noin 540 mrd:n euron hätärahoituksesta ja heinäkuussa löydettiin sopu myös mittavalle 750 mrd euron elvytyspaketille.

Elpyminen tulee olemaan hidasta

Euroalueen BKT supistui OECD:n tilastojen mukaan toisella vuosineljänneksellä noin 15,0 % vuodentakaisesta. Suomi (Q2'20: -6,3 % v/v) ja

Ruotsi (Q2'20: -7,7 % v/v) selvisivät muuhun Euroalueeseen nähden vähemmällä, mikä johtui arviomme mukaan osaltaan siitä, että liikkumisrajoitukset eivät olleet Pohjoismaissa yhtä voimakkaita ja pitkäkestoisia kuin koko Euroalueen kannalta keskeisissä Etelä- ja Keski-Euroopan maissa.

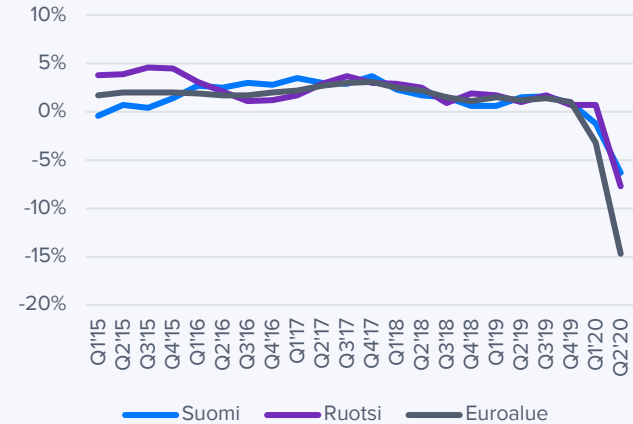
Maailmantalouden elpyminen koronakriisistä tulee olemaan todennäköisesti hidasta ja esimerkiksi EKP arvioi syyskuun makrokatsauksessaan Euroalueen BKT:n olevan vielä vuoden 2023 lopussa noin 3,5 % alle vuoden 2019 tason. Myös inflaatiopaineiden ennustetaan olevan lähivuosina vähäisiä.

Rahapolitiikan linja säilyy elvyttävänä

Kiinteistösijoitusyhtiöiden liiketoimintaa on euroalueella tukenut finanssikriisin jälkeen matala korkotaso ja korkotaso onkin näkemyksemme mukaan kaikkein olennaisin makrotalouden ajuri Cibukselle. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen tukevasti negatiivinen (9.10. -0,46 %) ja EKP on viestinyt rahapolitiikan pysyvän vahvasti elvyttävänä. Syyskuun korkokokouksessa EKP ilmoitti pitävänsä ohjauskoron nollassa ja arvopapereiden osto-ohjelman sekä pandemiahätärahoitusohjelman ennallaan.

Hauraan talouskuvan myötä rahapolitiikka tulee jatkumaan elvyttävänä todennäköisesti myös pitkälle tulevaisuuteen ja keskeisten markkinakorkojen ennustetaankin pysyvän joko negatiivisena tai nollassa aina pitkälle 2020-luvulle saakka.

BKT:n kehitys v/v



Lähde: OECD

| BKT-ennusteet | 2019 | 2020e | 2021e |
|---------------|-------|--------|-------|
| Suomi | 1,1 % | -6,3 % | 2,8 % |
| Ruotsi | 1,2 % | -5,3 % | 3,1 % |
| Euroalue | 1,3 % | -8,7 % | 6,1 % |

| Inflaatioennusteet | 2019 | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Suomi | 1,1 % | 0,3 % | 1,1 % |
| Ruotsi | 1,7 % | 0,6 % | 1,1 % |
| Euroalue | 1,2 % | 0,3 % | 1,1 % |

Lähde: Euroopan komissio

| Markkinakorot | 2020e | 2021e | 2022e |
|---------------|--------|--------|--------|
| Saksan 10v | -0,1 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Saksan 3v | -0,5 % | -0,5 % | -0,5 % |
| Euribor 3kk | -0,9 % | -0,4 % | -0,4 % |

Lähde: Bloomberg

Markkinakatsaus 2/4

Päivittäistavarakauppa

Suomen päivittäistavarakauppamarkkina on Euroopan keskittyneimpiä

Suomen päivittäistavarakauppa on Euroopan keskittyneimpiä. Päivittäistavarakauppa on keskittynyt erittäin vahvasti K- ja S-ryhmälle, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus oli vuoden 2019 lopussa 82,7 %. Näitä kahta suurinta toimijaa on kyennyt aidosti haastamaan ainoastaan vuonna 2002 Suomeen tullut saksalainen Lidl, joka on onnistunut nostamaan markkinaosuutensa 9,6 %:iin. Kaikkien toimijoiden kannattavuus on myös erittäin hyvällä tasolla ja selvästi yleiseurooppalaista tasoa korkeampi.

Päivittäistavarakauppa ry:n mukaan päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa vuonna 2019 noin 18,6 miljardia euroa ja kasvoi 2,5 % edellisvuodesta. Markkinan kasvu on ollut viimeisen 15 vuoden aikana kasvanut keskimäärin noin 3,2 % vuosittain (CAGR-%) ja selvästi BKT:n keskimääräistä kasvua (1,3 %) nopeammin. Päivittäistavarakauppamarkkinan kasvuvauhti on historiassa osittain seurannut yleistä talouskehitystä, mutta se on kehittynyt selvästi BKT:n kasvua vakaammin ja esimerkiksi 2008-2009 finanssikriisillä sekä vuonna 2020 nähdyllä COVID19-pandemiolla oli suhteellisen vähäinen vaikutus päivittäistavarakauppaan. Kokonaisuutena päivittäistavarakaupan markkinaa voi mielestämme kuvata Suomessa kasvavaksi ja defensiiviseksi markkinaksi.

Myös Ruotsin ruokakauppamarkkina on hyvin keskittynyt

Ruotsin ruokakauppamarkkinan koko oli Euromonitorin ennakkotietojen perusteella vuonna 2019 noin 278 mrd kruunua eli noin 27 mrd euroa. Ruokakaupan vähittäismarkkina on varsin keskittynyt myös Ruotsissa, sillä kolmen suurimman toimijan yhteenlaskettu markkinaosuus on yli 90 %. Ruotsin ruokakauppamarkkinassa vallitsee varsin tiukka hintakilpailu, jota on vauhdittanut muun muassa ns. hard discount- ja discount-myyvälöiden lukumäärän kasvu.

Markkinan kolme suurinta toimijaa ovat ICA (markkinaosuus noin 52 %), Axfood (noin 20 %) ja Coop (noin 19 %). Muita pienempiä toimijoita Ruotsin ruokakauppamarkkinassa ovat Lidl noin 5 %:n markkinaosuudella sekä City Gross noin 4 % markkinaosuudella.

Ruokakaupan vähittäismarkkinan kasvu on ollut myös Ruotsissa viime vuosina hieman yleistä talouskasvua nopeampaa ja markkina on kasvanut viime vuosina noin 2,9 % vuosivauhtia. Ruotsin ruokakauppamarkkinasta tilastoja tuottava Svenska Handel ennustaa ruokakauppamyynnin kasvavan Ruotsissa reaalisesti noin 1 %:n vuosivauhtia vuoteen 2025 saakka, mikä on myös linjassa Ruotsin väestönkasvuennusteen kanssa.

Verkkokaupan osuus on pieni, mutta kasvava

Kaupan liiton tilastojen mukaan suomalaisten kuluttajien verkon kautta ostamien vähittäiskauppatuotteiden arvo oli viime vuonna noin 4,5 mrd euroa (ilman arvonlisäveroa ja kuljetuskustannuksia), josta ruoan ja juoman osuus oli 3 % eli noin 135 MEUR. Tämä vastaa noin 0,7 % osuutta koko Suomen päivittäistavaramyynnistä.

Ruotsin ruokakauppamarkkinan kehityksestä tietoa keräävän Swedish Food Retailers Federationin mukaan verkkokaupan osuus oli koko Ruotsin ruokakauppamarkkinasta viime vuonna noin 2 % eli noin 537 MEUR.

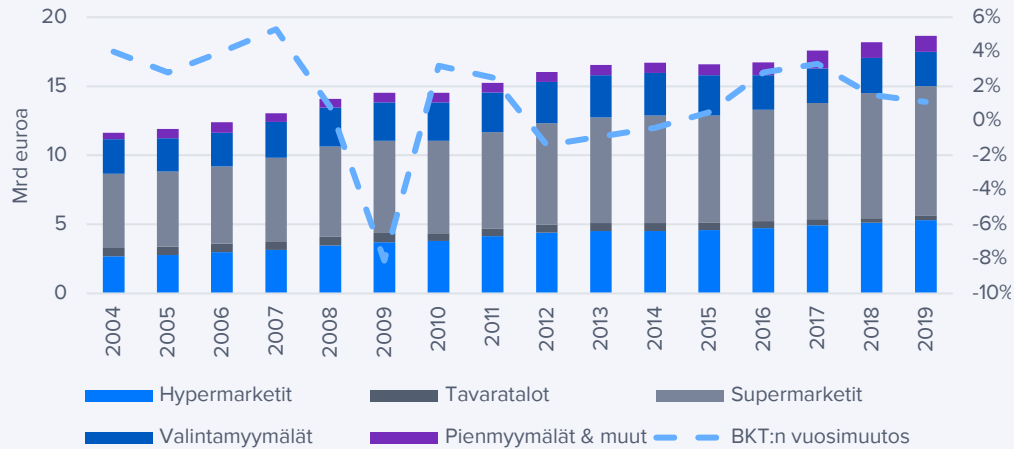
Vaikka verkkokauppa on kasvanut sekä Suomessa että Ruotsissa viime vuosina voimakkaasti (2019: Suomi +37,4 % v/v ja Ruotsi +22 % v/v), on sen absoluuttinen osuus yhä hyvin pieni. Emme odota ruoan verkkokaupan yleistyvän Suomessa tai Ruotsissa ainakaan koko maan mittakaavassa lähivuosina merkittävästi, sillä molemmat maat ovat suhteellisen harvaan asuttuja ja tästä syystä molemmissa maissa logistiikan järjestäminen ja jakelu ja muodostuvat ruoan verkkokaupalle keskeiseksi ongelmaksi.

Pidämme todennäköisimpänä, että ruoan verkkokauppa tulee tulevaisuudessa kehittymään olemassa olevan fyysisen jakeluverkoston ympärille siten, että supermarketista tulee jakelupisteitä verkkokaupasta ostettaville tuotteille. Esimerkiksi Suomessa Kesko on viestinyt uskovansa vahvasti verkkokaupan ja fyysisen kivijalkakaupan yhdistelmään, jossa verkko-ostokset voi noutaa kaupan noutopisteestä.

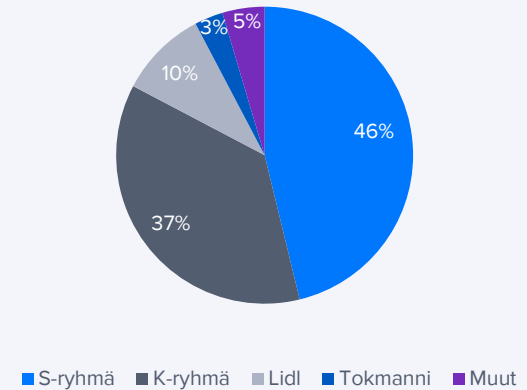
Kokonaisuutena emme odota verkkokaupan vaikuttavan päivittäistavarakaupan kiinteistöjen kysyntään negatiivisesti Suomessa tai Ruotsissa keskipitkällä aikavälillä. Poikkeuksena ovat mahdollisten suurten kaupunkien, kuten Tukholman, Helsingin, Göteborgin, Turun ja Tampereen ydinkeskustat, joihin vaikutus voi olla negatiivinen.

Suomen ja Ruotsin päivittäistavara- ja ruokakauppamarkkinan kehitys

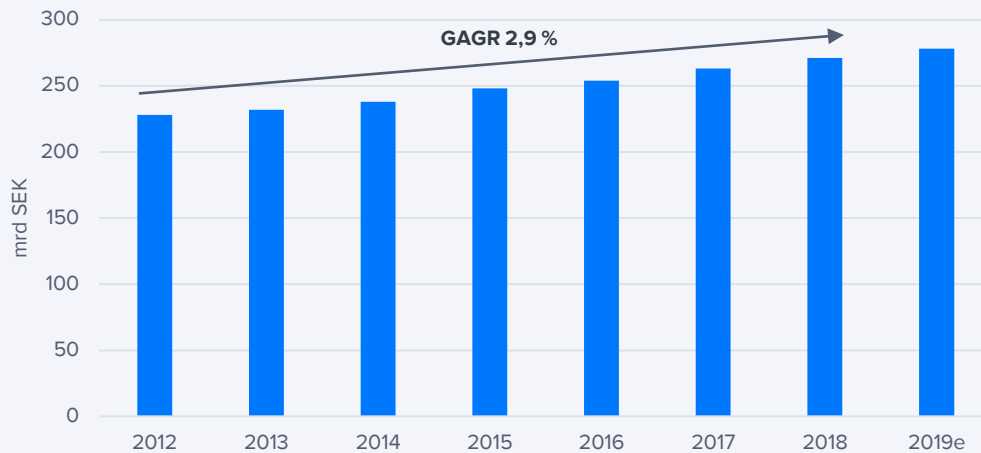
Suomen päivittäistavara- ja ruokakauppamarkkinan kehitys



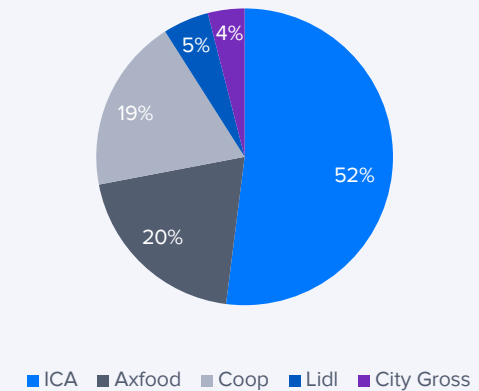
Suomen päivittäistavara- ja ruokakaupan markkinaosuudet



Ruotsin ruokakauppamarkkinan kehitys

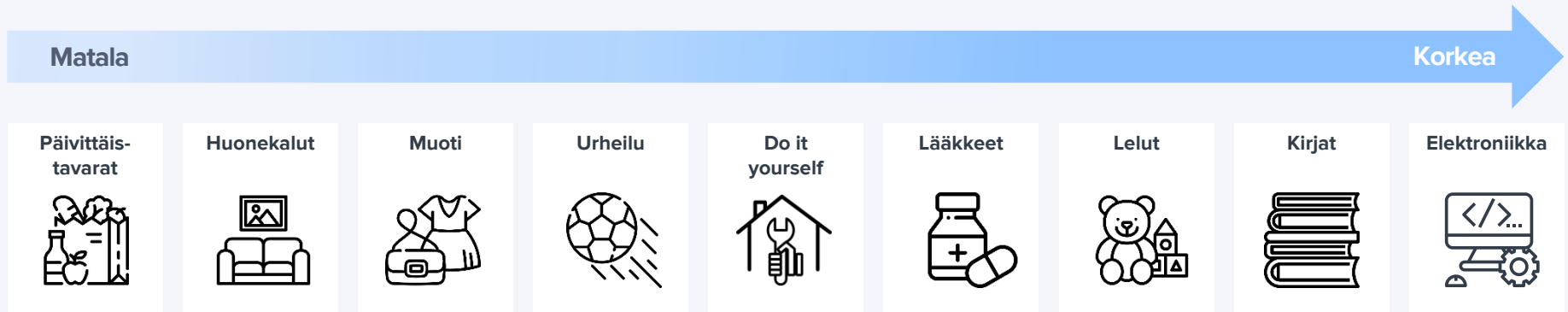


Ruotsin ruokakaupan markkinaosuudet



Verkkokaupan rooli päivittäistavara- ja ruokakaupassa

Amazonin vaikutus retail-myyntiin tuotetyypeittäin



Lähde: Handelsrådet Sverige, HUI Research

Verkkokaupan rooli Suomen ja Ruotsin päivittäistavara-/ruokakaupassa



~0,7 %

Verkkokaupan osuus Suomen päivittäistavaramyynnistä 2019

+37,4 % v/v

Ruoan ja juoman verkkokauppamyynnin kasvu 2019



~2,0 %

Verkkokaupan osuus Ruotsin ruokakauppamyynnistä 2019

+22,0 % v/v

Verkkokauppamyynnin kasvu 2019

Lähde: Kaupan liitto, Axfood, Swedish Food Retailers Federation

Markkinakatsaus 3/4

Kiinteistösijoitusmarkkina

Sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina vahvaa

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Suomessa viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta. Kiinteistöjärjestelyaktiiviteetissa nähtiin Suomessa tähänastinen huippu vuonna 2018, jolloin transaktiovolyymit kohosivat 10,2 mrd euroon. Vuonna 2019 transaktiovolyymit laskivat noin 6,3 mrd euroon, mitä selitti osaltaan yksittäisten poikkeuksellisten suurten transaktioiden poissaolo. Transaktiovolyymit olivat tästä huolimatta viime vuonna vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasolla. Ennustamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen Suomessa korkealla tasolla lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen antavan tukea myös Cibuksen kiinteistöjen käyville arvoille.

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa on viime vuosina tukenut historiallisen alhainen korkotasoa, joiden myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohde sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisenä pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää sekä laskenut niiden tuottovaatimuksia. Tilanne korostuu etenkin vakaina ja turvallisenä pidetyillä prime-kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaatimukset ovat jo laskeneet absoluuttisesti mataliksi.

Päivittäistavarakaupakiinteistömarkkina

Päivittäistavarakiinteistöt ovat Suomessa sekä Ruotsissa pääasiassa kauppaketjujen ja valtaosin

eläkeyhtiömisteisten kiinteistösijoitusyhtiöiden omistuksessa. Näiden lisäksi pienemmän osan kiinteistöistä omistavat suhteellisen hajautetusti muut tahot kuten erilaiset rahastot ja pienemmät instituutiosijoittajat. Suomen päivittäistavarakiinteistömarkkina on arviomme mukaan karkeasti noin 6 miljardin euron kokoinen ja näkemyksemme mukaan Ruotsissa markkina on selvästi tätä suurempi.

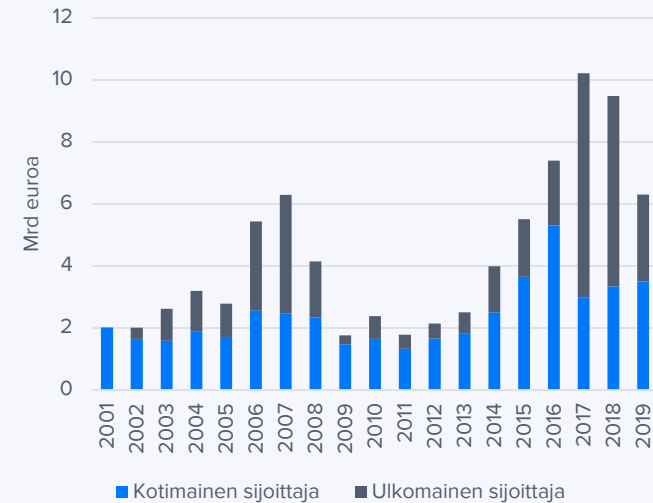
Cibuksen keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat Mercada ja Trophi Fastighets. Ruotsissa yhtiö kilpailee edellä mainittujen Mercadan ja Trophin lisäksi myös Svenska Handesfastigheterin ja ICA:n osaomistamien Ancore ja Secore Fastigheterin kanssa. Perustiedot Cibukselle keskeisistä kilpailijoista on esitetty seuraavassa kappaleessa.

Keskeiset kilpailijat

Mercada on Keskon, Ilmarisen ja AMF Pensionsförsäkringin omistuksessa oleva päivittäistavarakauppaan keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö. Mercadan portfolio käsittää yhteensä 41 kiinteistöä, jotka sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa. Kiinteistöjen vuokrattava pinta-ala oli 2019 lopussa noin 338 tuhatta neliötä ja käypä arvo noin 671 MEUR. Mercadan kiinteistöissä päävuokralaisena toimii Kesko. Mercadan kiinteistöt oli arvostettu vuoden 2019 lopussa 6,4 % tuottovaatimuksella ja noin 1984 euron neliöperusteisella arvostuksella.

Trophi Fastighets omistaa noin Suomesta ja Ruotsista yhteensä 260 kiinteistöä, joiden pinta-ala oli viime vuoden lopussa noin 844 tuhatta neliötä ja kiinteistöjen käypä arvo noin 1,3 mrd euroa. Yhtiön päävuokralaisia Suomessa ovat S-ryhmä sekä Kesko ja Ruotsissa puolestaan Coop, Axfood sekä ICA.

Kiinteistötransaktiovolyymit Suomessa



Lähde: KTI

Markkinakatsaus 4/4

Trophi Fastighets on 100 % Ruotsin valtion AP3-eläkerahaston omistama. Trophin kiinteistöjen tuottovaatimus oli vuoden 2019 lopussa noin 5,7 % ja neliöperusteinen arvostus noin 1589 euroa/m².

Svenska Handelsfastigheter omistaa Ruotsissa 126 päivittäistavarakauppa-kiinteistöä ja sen päävuokralaisia ovat Axfood, Coop, ICA ja Bergendahl. Svenska Handesfastigheterin omistavat Ruotsin valtion AP4-eläkerahasto sekä eläkevakuuttaja Kåpan Pensioner ja henkivakuuttaja Länsförsäkringar Liv. Svenska Handesfastigheterin kiinteistöjen pinta-ala oli vuoden 2019 lopussa noin 521 tuhatta neliötä ja käypä arvo noin 838 MEUR. Kiinteistö oli arvostettu vuoden 2019 lopussa noin 6,2 % tuottovaatimuksella ja noin 1600 euron neliöperusteisella arvostuksella.

Ancore Fastigheter ja **Secore Fastigheter** ovat ruotsalaisen päivittäistavarakauppayhtiö ICA Groupin

ja eläkevakuuttajien omistamia yhteisyrityksiä. Ancoren ja Secoren kiinteistöomistukset (Ancore 33 kiinteistöä ja Secore 40 kiinteistöä) koostuvat käsityksemme mukaan pääasiassa Ruotsissa sijaitsevista supermarket-kiinteistöistä, joissa päävuokralaisena toimii ICA.

Serena Propertiesin portfolio koostuu 24 Suomessa ja Ruotsissa sijaitsevasta halpa- ja ruokakauppa-kiinteöstä. Yhtiön omistavat Fastighets AB Balder, Redito ja Varma.

Markkinan konsolidoituminen jatkuu

Edellä mainituista toimijoista erityisesti Trophi ja Svenska Handelsfastigheter ovat olleet Cibuksen ohella viime vuosina aktiivisia uusissa kiinteistöhankeissa ja arvioimme, että toimialalla on konsolidaatiopaineita. Suurempi kiinteistöportfolio tarkoittaa parempaa hajautusta ja

siten matalampaa riskiprofiilia. Lisäksi toiminnassa on arvioimme mukaan mahdollista saavuttaa pieniä mittakaavaetuja rahoituksessa ja hallinnoinnissa. Pidämme todennäköisenä, että kilpailu myytävistä kiinteistöistä tulee konsolidaation myötä vähitellen kiristymään, mikä myötä Cibuksen kasvu voi tulevaisuudessa vaikeutua ja kallistua. Toisaalta, tuottovaatimukset voivat tämän kehityksen myötä myös laskea, mikä toteutuessaan nostaisi yhtiön kiinteistöjen arvoja.

Kokonaisuutena emme odota Cibuksen kiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan nykyisestä näiden kiinteistöjen maantieteellinen sijainti ja riskiprofiili huomioiden. Vastaavasti, emme odota tuottovaatimusten myöskään nousevan.

| | Cibus | Mercada | Trophi Fastighets | Svenska Handelsfastigheter | Ancore Fastigheter | Secore Fastigheter |
|---|----------------------------------|---|-------------------------------------|---|---------------------|--------------------|
| Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR) | 1 124 | 671 | 1 324 | 838 | 689 | 249 |
| Pinta-ala (m ²) | 663 780 | 338 000 | 833 000 | 521 000 | 282 000 | 116 300 |
| Arvostus EUR/m ² | 1 694 | 1 984 | 1 589 | 1 609 | 2 443 | 2 141 |
| Kiinteistöjen lkm | 275 | 41 | ~260 | 126 | 33 | 40 |
| Bruttovuokra (EUR/m ²) per kk | 8,8 | 12,4 | 10,4 | 8,8 | n.a. | n.a. |
| Nettotuotto (EUR/m ²) per kk | 8,2 | 10,5 | 7,9 | 6,6 | n.a. | n.a. |
| Surplus ratio | 92 % | 85 % | 76 % | 76 % | n.a. | n.a. |
| Vuokrausaste | 95 % | 99 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Nettovelan LTV-% | 61 % | 58 % | 49 % | 51 % | n.a. | n.a. |
| Tuottovaatimus | 5,8 % | 6,4 % | 5,7 % | 6,2 % | n.a. | n.a. |
| Markkina-alue | Suomi, Ruotsi | Suomi, Ruotsi | Suomi, Ruotsi | Ruotsi | Ruotsi | Ruotsi |
| Päävuokralaiset | Kesko, Tokmanni, Coop ja S-ryhmä | Kesko | S-ryhmä, Axfood, Coop, ICA ja Kesko | Axfood, Coop, ICA ja Bergendahl | ICA | ICA |
| Omistajat | Listattu | Kesko, Ilmarinen ja AMF Pensionsförsäkring AB | AP 3 | AP 4, Kåpan Pensioner ja Länsförsäkringar Liv | Alecta ja ICA Group | AP 1, ICA Group |

Pohjoismaisia PT-kiinteistötransaktioita

| Päivämäärä | Yhtiö | Osto/Myynti | Markkina | Kiinteistöjen lkm | Kauppahinta (MEUR) | Pinta-ala (m ²) | Neliöhinta (EUR/m ²) |
|--------------------------------------|----------------------------|-------------|----------|----------------------|-----------------------|--------------------------------|-------------------------------------|
| 15.1.2018 | Trophi Fastighets | Osto | Suomi | 8 | - | - | - |
| 24.1.2018 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 1 | 16 | 8 100 | 1 975 |
| 7.3.2018 | Cibus | Osto | Suomi | 123 | 754 | 437 860 | 1 722 |
| 21.5.2018 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 4 | 13 | 10 900 | 1 193 |
| 2.7.2018 | Cibus | Osto | Suomi | 3 | 16,5 | 11 000 | 1 500 |
| 9.7.2018 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 1 | - | 9 500 | - |
| 5.10.2018 | Trophi Fastighets | Osto | Suomi | 2 | 7,7 | 4 000 | 1 925 |
| 29.10.2018 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 2 | - | 9 000 | - |
| 5.11.2018 | Cibus | Osto | Suomi | 6 | 30 | 23 000 | 1 304 |
| 20.12.2018 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | - | - | 14 050 | - |
| 21.12.2018 | Trophi Fastighets | Osto | Suomi | 16 | 45 | 35 500 | 1 268 |
| 4.3.2019 | Cibus | Osto | Suomi | 1 | 5 | 4 500 | 1 111 |
| 25.3.2019 | Cibus | Osto | Suomi | 5 | 25 | 15 800 | 1 582 |
| 12.4.2019 | Cibus | Myynti | Suomi | 1 | - | 1 650 | - |
| 28.6.2019 | Cibus | Osto | Suomi | 3 | 15 | 11 000 | 1 364 |
| 2.9.2019 | Trophi Fastighets | Osto | Ruotsi | 1 | - | 10 500 | - |
| 4.12.2019 | Cibus | Osto | Suomi | 3 | - | 10 000 | - |
| 18.12.2019 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 4 | - | 8 400 | - |
| 20.12.2019 | Cibus | Osto | Suomi | 1 | - | 5 000 | - |
| 31.1.2020 | Svenska Handelsfastigheter | Osto | Ruotsi | 1 | - | 5 950 | - |
| 2.3.2020 | Cibus | Osto | Suomi | 2 | - | 600 | - |
| 4.3.2020 | Cibus | Osto | Ruotsi | 111 | 180 | 118 359 | 1 521 |
| 29.5.2020 | Cibus | Osto | Suomi | 18 | - | 31 000 | - |
| 29.6.2020 | Cibus | Osto | Suomi | 5 | 15 | 7 135 | 2 032 |
| Keskiarvo (EUR/m²) | | | | | | | 1 541 |

Lähde: Inderes, yhtiöiden tiedotteet

Taloudellinen tilanne 1/2

Lainasalkku

Cibuksella oli Q2'20:n lopussa noin 764 MEUR:n edestä korollista velkaa ja noin 84,5 MEUR kassavaraa. Cibuksen korollisista nettovelvoista laskettu luototusaste oli kesäkuun 2020 lopussa 60,5 %, omavaraisuusaste 34,5 % ja korkokate (ICR) 3,6x. Cibuksen kesäkuussa liikkeeseenlaskemissa JVK-lainoissa rahoituskovenantit ovat alle 70 %:n luototusaste ja vähintään 1,75x:n korkokate (ICR) ja näin ollen yhtiöllä oli kesäkuun lopussa selvää liikkumavaraa kovenanttiehtojen suhteen. Näiden lisäksi myös yhtiön pankkilainojen ehtoissa on velkaantuneisuusastetta ja korkokatetta koskevat kovenantit, joita yhtiö ei ole tarkemmin kommentoinut. Yhtiö kertoi kuitenkin vuoden 2019 vuosikertomuksessa täyttäneensä myös kaikkien pankkilainojen osalta nämä kovenantit.

Cibuksen korolliset velat koostuvat neljästä pohjoismaisten rahoituslaitosten myöntämistä vakuudellisista pankkilainoista (551 MEUR), 600 MSEK:n vihreästä joukkovelkakirjalainasta ja 135 MEUR:n JVK-lainasta. Tämän lisäksi yhtiöllä oli kesäkuun lopussa taseessaan 21 MEUR vanhaa JVK-

lainaa, joka lunastettiin takaisin 9.7.

Pankkilainojen keskiporkko on 3 kk:n EURIBOR/STIBOR lisätynä 1,7 %:n marginaalilla. Pankkilainoista Q2:n lopussa 67 % oli korkosuojattu ja niiden keskimääräinen maturiteetti oli 3,3 vuotta. Lainoista ensimmäinen erääntyy 2,6 vuoden kuluttua eli vuoden 2023 alussa.

Cibuksen kesäkuussa liikkeeseenlaskema 600 MSEK:n vihreä joukkovelkakirjalaina erääntyy 12.6.2023. Lainan korko on 3 kk:n STIBOR + 4,75 % marginaali. Uusi 135 MEUR:n JVK-laina erääntyy puolestaan 18.9.2023 ja sen korko on 3 kk:n EURIBOR lisätynä 4,5 %:n marginaalilla.

Markkinatilanne heijastui jälleenrahoituksen hintaan

Cibus on onnistunut vuosina 2018-2020 uudelleenrahoittamana pankkilainojaan aikaisempaa matalammalla korkotasolla ja tämän myötä yhtiön raportoiman 12 kk:n tuottokyvyn perusteella Cibuksen keskimääräiset vuotuiset rahoituskulut ovat laskeneet Q4'18:n 2,9 %:n tasolta noin 2,6 %:iin.

Kesäkuussa 2020 toteutettu vanhan 135 MEUR:n JVK-

lainan uudelleenrahoitus tapahtui sen sijaan odottamaamme korkeammalla korkotasolla. JVK-lainan efektiivinen korko (YTM-%) oli vielä keväällä selvästi alle lainan kuponnikoron (4,5 %), mikä indikoi sitä, että JVK-laina olisi ollut mahdollista uudelleenrahoittaa tätä matalammalla korkotasolla. Myös 600 MSEK:n vihreän JVK-lainan hinta (4,7 %) muodostui hieman odottamaamme korkeammaksi. Lainojen liikkeeseenlasku tapahtui haastavassa markkinatilanteessa, sillä kohonnut markkinaepävarmuus näkyi JVK-markkinoilla luottoriskierojen leventymisenä ja tämä heijastui arviomme mukaan myös molempien lainojen lopulliseen korkotasoon.

Cibuksen on mahdollista lunastaa molemmat JVK-lainat takaisin 24 kk:n kuluttua niiden liikkeeseenlaskupäivästä (vihreä JVK 12.6.2020 ja 135 MEUR:n JVK 18.6.2020). Lainojen hinnoittelu indikoi tällä hetkellä sitä, että molempien JVK-lainojen uudelleenrahoitus olisi mahdollista toteuttaa nykyistä matalammalla korkotasolla ja odotamme tämän tukevan yhtiön tuloskasvunäkymiä vuodesta 2022 alkaen.

Cibuksen vieraan pääoman kokonaiskulu-%

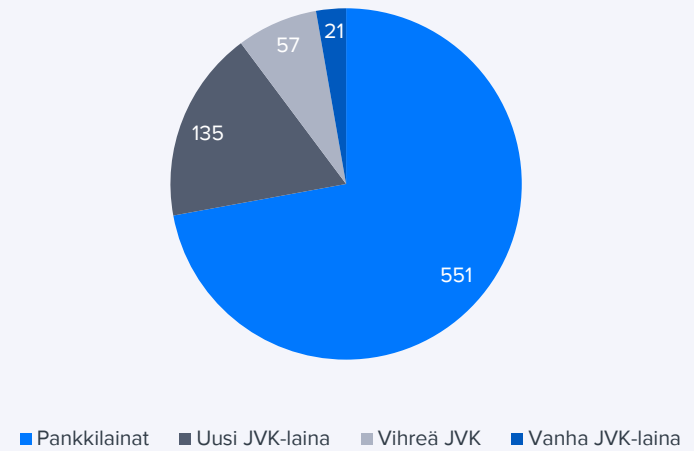
| Lainasalkku | Q4'18 | | Q1'19 | | Q2'19 | | Q3'19 | | Q4'19 | | Q1'20 | | Q2'20 | |
|----------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% | MEUR | Kulu-% |
| Pankkilainat | 354 | 1,9 % | 355 | 1,8 % | 392 | 1,6 % | 392 | 1,6 % | 403 | 1,6 % | 529 | 1,7 % | 551 | 1,7 % |
| JVK-laina | 135 | 4,5 % | 135 | 4,5 % | 135 | 4,5 % | 135 | 4,5 % | 135 | 4,5 % | 135 | 4,5 % | 21 | 4,5 % |
| Vihreä JVK | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 57 | 4,8 % |
| JVK-laina | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 135 | 4,5 % |
| Yhteensä | 489 | -2,9 % | 490 | -2,8 % | 527 | -2,6 % | 527 | -2,6 % | 538 | -2,6 % | 664 | -2,6 % | 764 | -2,6 % |
| Rahoituskulut/vuosi | -14,0 | | -13,6 | | -13,6 | | -13,6 | | -14,0 | | -17,2 | | -19,9 | |

Taloudellinen tilanne 2/2

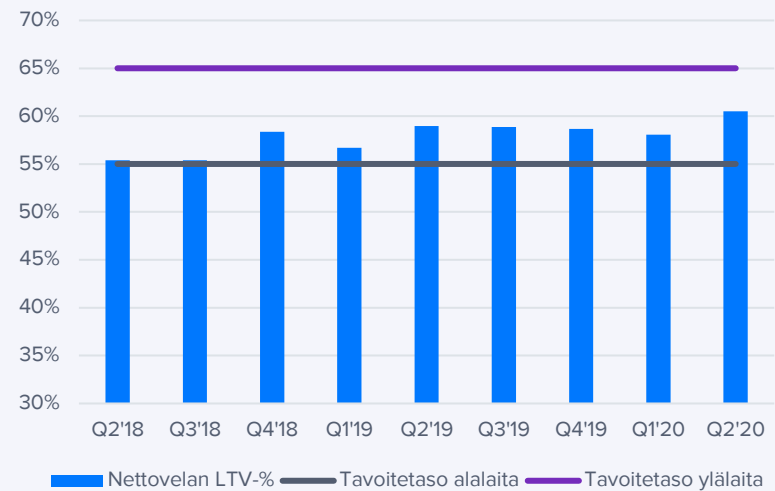
Taserakenne Q2'20:n lopussa



Lainasalkku Q2'20:n lopussa



Nettovelan LTV-%



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Vahvan kassavirran vakaa osinko-osake

Cibus profiloituu näkemyksemme mukaan vakaaksi, vahvan kassavirran osinkoyhtiöksi. Noin 6 %:iin kohoava osinkotuotto on pohjoismaisen kiinteistösektorin korkeimpia ja osinkoon liittyvä riski on matala, koska se perustuu käytännössä täysin yhtiön ennustettavaan kassavirraliseen tulokseen. Ruokakauppakiinteistöihin painottuneen vuokralaisportfolion vuoksi yhtiön liiketoiminta on myös arviomme mukaan vakaata ja defensiivistä emmekä odota verkkokaupan yleistymisen vaikuttavan tähän kiinteistötyyppiin oleellisesti. Cibuksen defensiiviseen liiketoimintamalliin sekä vahvaan kassavirtaan ja korkeaan osinkotuottoon perustuva sijoittajaprofiili sopii myös erittäin hyvin nykyiseen nollakorkoympäristöön ja arviomme mukaan tämä heijastuu myös osittain osakkeen nykyiseen hinnoitteluun.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Cibuksen osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Suurempi osakeantivetonen portfoliokauppa.

Pidämme todennäköisenä, että Cibus tulee jatkamaan Pohjoismaista laajentumistaan seuraavan 12 kk:n aikana suuremmalla osakeantivetoisella portfoliokaupalla. Cibuksen osake arvostetaan tällä hetkellä selvästi yli osakekohtaisen nettovarallisuuden ja oman pääoman hyödyntäminen nykyisellä kurssitasolla olisikin lähtökohtaisesti omistaja-arvoa kasvattavaa.

Hallintokulujen skaalautuminen.

kulurakennetta on rasittanut oman organisaation rakennusprosessin aikana osittain kaksinkertaiset hallintokulut. Organisaatio on saatu kuitenkin rakennettua ja tämän tulisi mahdollistaa jatkossa hallintokulujen selkeämmän skaalautumisen.

Uudet kiinteistöhankinnat. Yhtiö on kertonut jatkavansa pienten korkeatuottoisten kiinteistöhankintojen tekemistä ja ennustamme yhtiön tekevän tulevina vuosina noin 20-50 MEUR:n edestä vuotuisia kiinteistöhankintoja.

Lainojen uudelleenrahoitus. Odotamme Cibuksen pystyvän uudelleenrahoittaman JVK-lainansa vuonna 2022 nykyistä matalammalla korkotasolla, mikä tukee tuloksen ja osingon kasvunäkymiä.

Yritysjärjestelyt. Cibuksen johto on viestinyt olevansa valmis myös suurempiin yrityskauppoihin ja/tai -järjestelyihin, mutta vain jos näiden myötä osakekohtaiset tunnusluvut paranevat. Suurempi yrityskauppa parantaisi Cibuksen portfolion hajautusta ja voisi tuoda myös joitain mittakaavaetuja. Pidämme myös mahdollisena, että Cibus voisi itsessään olla yritysostokohde. Yritysjärjestelyjä toimialalla jarruttaa arviomme mukaan kuitenkin se, että valtaosa toimijoista on eläkeyhtiöiden omistuksessa, jotka eivät välttämättä ole halukkaita suurempiin järjestelyihin.

Osakkeen likviditeetin parantuminen. Cibus kertoi Q2'20-tuloksensa yhteydessä aloittavansa toimenpiteet Tukholman pörssin päälistalle siirtymiseksi. Odotamme päälistalle siirtymisen tapahtuvan seuraavan 6-12 kk:n aikana ja uskomme, että yhtiö tulee todennäköisesti liittymään mukaan myös EPRA-indeksiin, mikä voisi toteutuessaan tukea osakkeen likviditeettiä ja

hinnanmuodostusta.

Riskit

Sijoittajien kannalta keskeiset riskitekijät ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit ovat näkemyksemme mukaan keskeisin Cibukseen liittyvä riski. Yhtiön tavoittelema vuotuinen ylläpitoinvestointitaso 2,5 MEUR on arviomme mukaan varsin matala ja pidämme todennäköisenä, että ne tulevat kohoamaan noin 5,0 MEUR:n tasolle. Yllättävät peruskorjaustarpeet voisivat kasvattaa vuotuisia ylläpitoinvestointeja myös selvästi tätä korkeammaksi, jolloin yhtiön tulos ja kassavirta voisivat jäädä ennustamaamme heikommiksi.

Joihinkin yhtiön omistamiin kiinteistöihin liittyy arviomme mukaan **jäännösarvoriski**. Suomen kiinteistöportfolion arvosta on arviomme mukaan 2-3 % vanhoja kohteita, jotka sijaitsee muuttotappiopaikkakunnalla ja joiden jäännösarvo voi olla lähellä nollaa vuokrasopimusten päättyessä.

Vuokralaisten hyvä neuvotteluasema. Keskon osuus Cibuksen kiinteistöjen vuokrattavasta pinta-alasta on noin 36 % ja Tokmannin 29 %. Arviomme mukaan näillä kahdella vuokralaisella on suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan. Cibuksen neuvotteluasemaa parantaa kuitenkin se, että yhtiö omistaa merkittävän osan molempien toimijoiden kiinteistöistä.

Korkotason nousu kasvattaisi yhtiön rahoituskuluja ja voisi laskea yhtiön omistamien kiinteistöjen tasearvoja tuottovaatimusten nousun kautta, mikä heikentäisi yhtiön vakavaraisuutta.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Vahva kassavirta sekä ennustettava ja korkea osinko

2.

Liiketoiminta vakaata ja defensiivistä

3.

Vuokralaisportfolio koostuu pääasiassa vahvoista ja maksukykyisistä vuokralaisista

4.

Ylläpitoinvestointien tasoon liittyy näkemyksemme mukaan riskejä

5.

Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät nojaavat yritysjärjestelyihin ja/tai osakeanteihin

Potentiaali



- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat
- Kiinteistöportfolion laajentaminen muihin Pohjoismaihin
- Oman organisaation tarjoama kulurakenteen skaalautumispotentiaali
- Lainojen uudelleenrahoitus ja rahoituskulujen laskeminen
- Cibus voisi osallistua suurempaan yritysjärjestelyyn ja olla myös itse yritysostokohde

Riskit



- Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (2-3 % Suomen portfolion arvosta) liittyy korkea jäännösarvoriski
- Vuokralaisten suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan
- Korkotason mahdollinen nousu

Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

50 MEUR:n vuotuiset kiinteistöhankinnat ja osingon kasvutavoite vaativat myös omaa pääomaa

Vaikka pidämmekin varsin todennäköisenä, että Cibus tulee jatkamaan seuraavan 12 kk:n aikana Pohjoismaista laajentumistaan, emme ole sisällyttäneet tätä ennusteisiimme, sillä mahdollisen järjestelyn ajankohtaan ja sen keskeisiin muuttujiin liittyy tässä vaiheessa huomattavasti epävarmuutta. Näin ollen nykyiset ennusteemme heijastelevatkin Cibuksen kasvua sen omalla taseella.

Cibus on kertonut että sen tavoitteena jatkaa lähivuosina vähintään 50 MEUR:n vuotuisen kiinteistöhankintojen tekemistä, minkä lisäksi yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista osinkoaan 5 %:lla vuosittain. Näkemyksemme mukaan näiden molempien tavoitteiden saavuttaminen edellyttäisi yhtiöltä myös oman pääoman ehtoista rahoitusta, sillä 50 MEUR:n vuotuiset kiinteistöhankinnat yhdessä osakekohtaisen osingon 5 %:n vuotuisen kasvun kanssa nostaisivat Cibuksen velkaantuneisuusasteen lähivuosina noin 63-64 %:iin ja arviomme yhtiön haluavan säilyttävän liikkumatilaa tavoitetasonsa (55-65 %) ylärajaan nähden.

Lähdemme ennusteissamme liikkeelle siitä oletuksesta, että Cibus priorisoi näistä kahdesta tavoitteesta osingon vuotuista kasvutavoitetta ja ennustammekin kiinteistöhankintojen jäävän ilman oman pääoman ehtoista rahoitusta vuoden 2021 jälkeen alle yhtiön 50 MEUR:n tavoitteen. Yhtiön asettamaa osakekohtaisen osingon 5 %:n vuosikasvua koskevaa pidämme lähivuosien (2020-2023) osalta saavutettavissa olevana, mutta tämän jälkeen osingon kasvuvauhti hidastuu nykyisellä

taserakenteella selvästi (2024-2028e: ~ 1 % p.a.).

Vuoden 2020 ennusteet

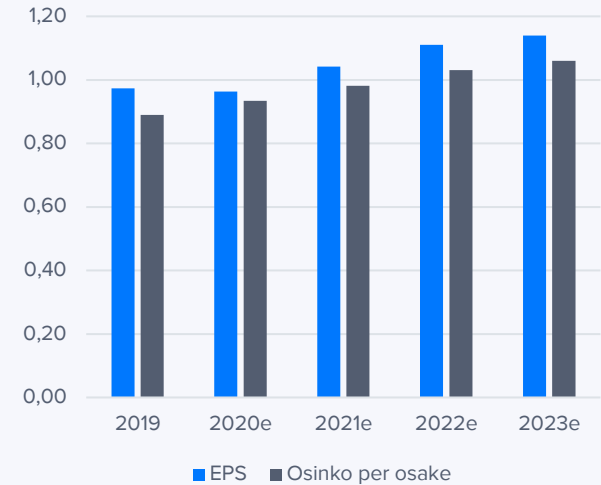
Cibuksella ei ole varsinaista tulosohjeistusta ja ennusteidemme lähtökohtana toimii yhtiön Q2'20-raportissa esittämä seuraava 12 kk:n tuottokyky. Raportoidun tuottokyvyn lisäksi odotamme Cibuksen tekevän vielä 15 MEUR:n edestä kiinteistöhankintoja Q4'20:llä. Vuokrausasteen odotamme kohoavan loppuvuoden aikana maltillisesti noin 95,4 %:iin (Q2'20: 95,2 %).

Hallintokulujen ennustamme olevan loppuvuonna lähellä Q2:n kertakuluista puhdistettua tasoa noin 1,2-1,3 MEUR:ssa. Rahoituskuluihin ennustamme Q3:n osalta sisältyvän noin 0,3 MEUR kertaerää heinäkuussa tapahtuneeseen vanhan JVK-lainan takaisinlunastukseen liittyen ja Q4:llä odotamme rahoituskulujen asettuvan noin 5 MEUR:n tasolle. Ylläpitoinvestointien odotamme kohoavan kuluvana vuonna noin 3,7 MEUR:oon (2019: 1,3 MEUR).

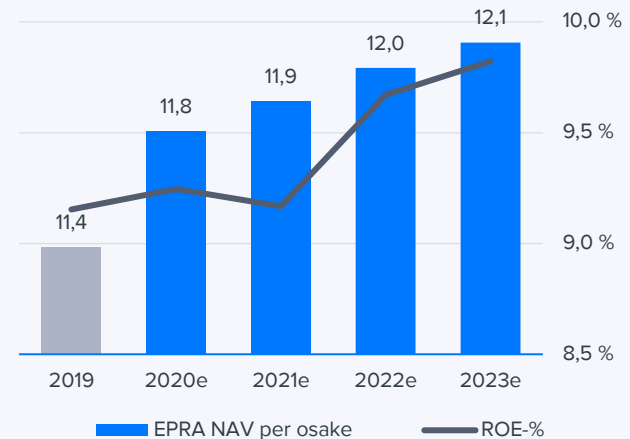
Näillä oletuksilla Cibuksen vuokraustoiminnan tulos (profit from property management) kasvaa kuluvana vuonna 34,8 MEUR:oon ja raportoitu tulos noin 34,9 MEUR:oon. Voimakkaan kasvun (2020e: vuokraustoiminnan tulos +21 % v/v ja raportoitu tulos +15 % v/v) taustalla on alkuvuoden huomattava Coop-portfoliokauppa sekä useat pienemmät Suomen kiinteistöhankinnat. EPS:n ennustamme olevan kuluvana vuonna 0,96 euroa (2019: 0,97 euroa) johtuen Coop-transaktion myötä kasvaneesta osakemäärästä.

Osakekohtaisen osingon ennustamme kasvavan taloudellisten tavoitteiden mukaisesti 5 %:lla 0,93 euroon, mikä vastaa noin 97 %:n jakosuhdetta. Nettovelan LTV-%:n odotamme olevan vuoden 2020 lopussa 60,4 %:ssa eli lähellä kesäkuun lopun tasoa (Q2'20: 60,5 %).

EPS ja DPS



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 2/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Cibuksen vuokrasopimukset ovat indeksiin sidottuja ja ennustamme yhtiön bruttoneliövuokrien ja hoitokulujen per neliö nousevan vuosittain keskimäärin 1,5 % vuodessa inflaatiovauhdin mukana. Ennustamme Cibuksen vuokrausasteen nousevan lähivuosina noin 96 %:n tasolle (Q2'20: 95,2 %) lievästi kohoavaa Suomen porfolion vuokrausastetta heijastellen. Odotamme myös nettotuottojen suhteellisen osuuden bruttovuokratuotoista (ns. surplus ratio) säilyvän lähivuosina verrattain vakaana, mikä tarkoittaa käytännössä sitä, että hankittujen kiinteistöjen vuokrasopimukset ja kaikki uudistetut vuokrasopimukset solmitaan ennustejaksolla samoilla ehdoilla kuin yhtiön sopimuskanta keskimäärin.

Cibuksen hallintokulujen ennustamme pysyvän vuonna 2021 vertailukauden tasolla ja kasvavan tämän jälkeen noin 1,5 % vuosittain. Tämän myötä hallintokulut skaalautuvat ennusteissamme tulevina vuosina selvästi ja ne asettuvat lähivuosina noin 8,1-7,6 %:iin nettotuotoista (2020e: 9,1 %).

Rahoituskulujen osalta ennustamme, että Cibus kykenee uudelleenrahoittamaan molemmat JVK-lainansa vuonna 2022 noin 1,0 %-yksikön lainojen nykyistä kuponkikorkoa (vihreä JVK 3 kk STIRBOR + 4,75 % ja 135 MEUR:n JVK 3kk EURIBOR + 4,5 %) matalammalla tasolla ja tämän myötä keksimääräiset rahoituskulut laskevat ennusteissamme noin 2,4 %:iin. Odotamme rahoituskulujen säilyvän tällä tasolla vuodesta 2022 eteenpäin.

Cibus pystyy hyödyntämään verotuksessa enintään 7 %:n poistoja kiinteistöissään ja tämän lisäksi

enintään 25 %:n poistoja tiettyjen kiinteistöjen osien osalta (mm. koneet ja laitteet). Nämä poistot eivät näy yhtiön IFRS-tuloslaskelmassa, mutta ne laskevat yhtiön verotettavaa tulosta. Arviomme, että Cibuksen operatiivisen toiminnan efektiivinen veroprosentti asettuu noin 10 %:n tasolle tämän myötä. Kiinteistöjen käyvän arvon muutosten osalta yhtiö kirjaa verovelan 20 %:n veroasteella.

Tuottovaatimukset säilyvät ennusteissamme vakaana

Cibuksen kiinteistöportfolio oli arvostettu ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan arvonmäärittämisessä 5,8 %:n nettotuottovaatimuksella Q2'20:n lopussa. Kiinteistöjen tuottovaatimus on pysynyt viime vuosina vakaana, emmekä ennusta tässä tapahtuvan muutoksia myöskään tulevina vuosina.

Investoinnit

Ennustamme Cibuksen kykenevän tekemään tavoitteidensa mukaisesti vielä vuonna 2021 uusia kiinteistöihankintoja 50 MEUR:lla, mutta vuosina 2022-2023 ennustamme vuotuisten kiinteistöihankintojen jäävän 20-30 MEUR:n tasolle. Näiden jälkeen emme enää ennusta investointeja, koska Cibuksen nettovelan velkaantuneisuusaste nousee nykyisillä kasvuennusteillamme mallissamme noin 62 %:n tasolle ja arviomme, että yhtiö halua säilyttää pienen turvamarginaalin tavoitetason ylärajaan (65 %).

Ennustamme vuosien 2021-2023 kiinteistöihankintojen jakautuvan tasan Suomen ja Ruotsin välillä ja odotaame uusien hankittujen kohteiden nettotuotto-%:n olevan molempien osalta keskimäärin 6,3 %. Arviomme, että nämä kohteet tullaan arvottamaan yhtiön taseessa 5,8 %:n

nettotuotto-%:lla eli Cibus kirjaa hankinnoista pienen positiivisen (ei-kassavirralisen) käyvän arvon muutoksen tulokseensa.

Ylläpitoinvestoinnit

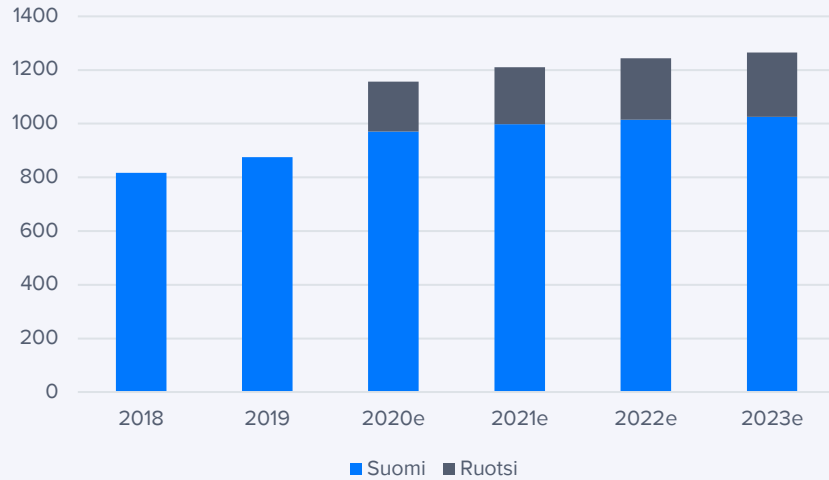
Cibus on viestinyt arvioivansa vuotuisten ylläpitoinvestointien olevan keskimäärin 2,5 MEUR seuraavan 10 vuoden aikana. Pidämme itse tätä tasoa liian matalana huomioiden yhtiön kiinteistöportfolion koko ja rakennusvuodet. Olemme käsitelleet ylläpitoinvestointeja tarkemmin raportin sivulla 11. Ennustamme Cibuksen ylläpitoinvestointien kohoavan vuonna 2021 noin 4,0 MEUR (2019: 1,3 MEUR, 2020e: 3,7 MEUR) ja nousevan vuoteen 2023 mennessä 5,0 MEUR:n tasolle, minkä jälkeen ne kasvavat ennusteissamme 1,5 % vuosittain. Ennustemallissamme ylläpitoinvestoinnit eivät heijastu kiinteistöjen käypiin arvoihin lainkaan, koska arvioimme, että vuokrasopimusten päätyttyä kiinteistöt vaativat investointeja, jotta ne saadaan vuokrattua aikaisemmilla ehdoilla. Ylläpitoinvestoinnit näkyvät IFRS-raportoinnin mukaisesti negatiivisina käyvän arvon muutoksina tuloslaskelmassa.

Tuloksen ja osingon kasvu hiipuu vuoden 2023 jälkeen

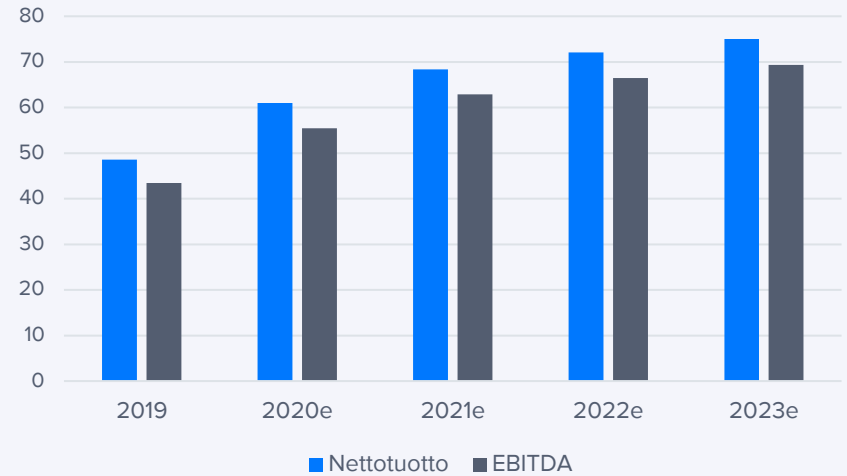
Ennustamme Cibuksen osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuosien 2019-2023 välillä noin 4 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Tuloskasvu tukee vuoteen 2023 asti ennustamamme kiinteistöihankinnat ja ennakoimamme vuonna 2022 tapahtuva JVK-lainojen uudelleenrahoitus. Tämän jälkeen ennustamme EPS:n ja osingon kasvuvauhdin jäävän noin 1,6 %:n ja 1,0 %:n tasoille.

Ennusteet 3/4

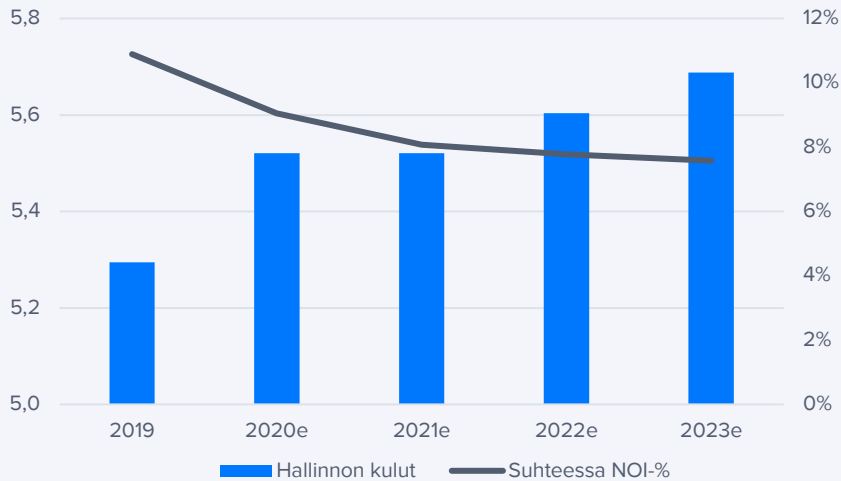
Kiinteistöportfolion käypä arvo 2018-2023e



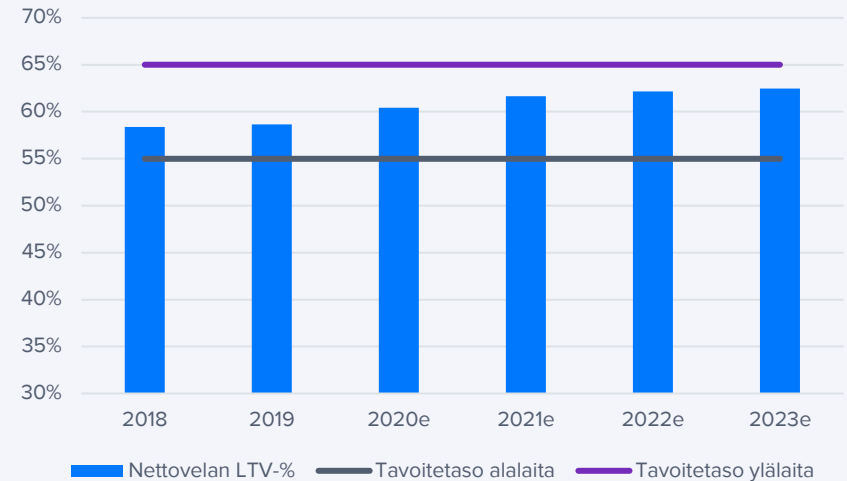
Nettotuoton ja käyttökatteen kehitys 2019-2023e



Hallinnon kulut 2019-2023e



Nettovelan LTV-%



Ennustemuutokset

| Ennustemuutokset | 2020e | 2020e | Muutos | 2021e | 2021e | Muutos | 2022e | 2022e | Muutos |
|----------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Bruttovuokratuotto | 65,3 | 65,8 | 1% | 73,5 | 74 | 0% | 77,0 | 77,6 | 1% |
| Nettovuokratuotto | 60,6 | 61,0 | 1% | 68,4 | 68,4 | 0% | 72,0 | 72,1 | 0% |
| Vuokraustoim. tulos | 35,1 | 34,8 | -1% | 42,8 | 42,9 | 0% | 45,7 | 47,7 | 5% |
| Arvonmuutokset | 5,1 | 5,6 | 9% | -0,6 | 0,3 | -155% | -2,8 | -1,9 | -31% |
| Nettotulos | 34,8 | 34,9 | 0% | 38,1 | 38,9 | 2% | 38,9 | 41,4 | 7% |
| EPS (raportoitu) | 0,96 | 0,96 | 0% | 1,02 | 1,04 | 2% | 1,04 | 1,11 | 7% |
| Osinko per osake | 0,90 | 0,93 | 4% | 0,91 | 0,98 | 7% | 0,92 | 1,03 | 12% |

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

| | 2018* | Q1'19 | Q2'19 | Q3'19 | Q4'19 | 2019 | Q1'20 | Q2'20 | Q3'20e | Q4'20e | 2020e | 2021e | 2022e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Tuotot yhteensä | 28,9 | 15,3 | 14,2 | 15,1 | 15,6 | 60,2 | 16,3 | 18,2 | 19,5 | 19,8 | 73,8 | 82,1 | 86,3 |
| Bruttovuokratuotot | 25,0 | 12,7 | 12,6 | 13,2 | 13,2 | 51,5 | 14,0 | 16,4 | 17,6 | 17,8 | 65,8 | 73,6 | 77,6 |
| Palvelutuotot | 3,9 | 2,7 | 1,6 | 1,9 | 2,4 | 8,7 | 2,3 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 8,0 | 8,5 | 8,7 |
| Kulut yhteensä | -5,5 | -3,2 | -2,7 | -2,6 | -3,1 | -11,6 | -3,3 | -3,1 | -3,2 | -3,2 | -12,8 | -13,7 | -14,2 |
| Hoitokulut | -4,5 | -2,7 | -2,2 | -1,9 | -2,1 | -9,0 | -2,7 | -2,3 | -2,4 | -2,4 | -9,8 | -10,7 | -11,1 |
| Kiinteistövero | -1,0 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | -0,9 | -2,6 | -0,6 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -3,0 | -3,1 | -3,1 |
| NOI | 23,4 | 12,1 | 11,5 | 12,5 | 12,6 | 48,6 | 13,0 | 15,1 | 16,3 | 16,6 | 61,0 | 68,4 | 72,1 |
| Hallinnon kulut | -2,4 | -1,0 | -1,2 | -1,2 | -2,0 | -5,3 | -1,5 | -1,5 | -1,3 | -1,2 | -5,5 | -5,5 | -5,6 |
| Muut tuotot | 1,8 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Käyttökate | 22,9 | 11,2 | 10,5 | 11,3 | 10,6 | 43,5 | 11,5 | 13,6 | 15,0 | 15,4 | 55,5 | 62,9 | 66,5 |
| Rahoituskulut netto | -8 | -3,5 | -3,7 | -4,0 | -3,6 | -15 | -4,7 | -5,8 | -5,3 | -5,0 | -20,7 | -20,0 | -18,7 |
| Vuokraustoiminnan tulos | 14,7 | 7,6 | 6,8 | 7,3 | 7,0 | 28,7 | 6,8 | 7,8 | 9,7 | 10,4 | 34,8 | 42,9 | 47,7 |
| Realisoitumattomat kiint. arvonmuutokset | 2 | 2,8 | 5,0 | -0,8 | 0,0 | 7,0 | 1,6 | 3,0 | 0,4 | 0,5 | 5,6 | 0,3 | -1,9 |
| Johdannaiset | -0,1 | -0,4 | 0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,7 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Realisoituneet kiint. arvonmuutokset | -0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Tulos ennen veroja | 16,4 | 10,0 | 12,3 | 6,4 | 6,7 | 35,4 | 8,5 | 10,6 | 10,2 | 10,9 | 40,2 | 43,2 | 45,8 |
| Operatiivisen toiminnan verot | -0,8 | -0,5 | -0,9 | 0,8 | 0,2 | -0,5 | -0,3 | -0,5 | -1,0 | -1,0 | -2,8 | -4,3 | -4,8 |
| Laskennalliset verovelat lisäys | -2,3 | -0,5 | -1,2 | -1,6 | -1,2 | -4,6 | -1,2 | -1,2 | -0,1 | -0,1 | -2,5 | -0,1 | 0,4 |
| Raportoitu tulos | 13,4 | 8,9 | 10,2 | 5,5 | 5,6 | 30,3 | 7,1 | 8,9 | 9,1 | 9,8 | 34,9 | 38,9 | 41,4 |
| EPS | 0,43 | 0,29 | 0,33 | 0,18 | 0,18 | 0,97 | 0,22 | 0,24 | 0,24 | 0,26 | 0,96 | 1,04 | 1,11 |
| Osinko per osake | 0,84 | - | - | - | - | 0,89 | - | - | - | - | 0,93 | 0,98 | 1,03 |

| Tunnusluvut | 2018* | Q1'19 | Q2'19 | Q3'19 | Q4'19 | 2019 | Q1'20 | Q2'20 | Q3'20e | Q4'20e | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bruttovuokra/neliö kasvu-% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | -1,9 % | 1,3 % | 1,4 % |
| Vuokrausaste-% | 96 % | 95,1 % | 94,3 % | 94,5 % | 94,7 % | 94,7 % | 94,8 % | 95,2 % | 95,4 % | 95,4 % | 95,4 % | 95,7 % | 96,0 % |
| Surplus ratio-% | 93,7 % | 95,8 % | 91,3 % | 94,8 % | 95,4 % | 94,3 % | 92,6 % | 92,3 % | 92,8 % | 93,3 % | 92,8 % | 92,9 % | 92,8 % |
| Käyttökate-% | 79,1 % | 72,8 % | 73,9 % | 74,7 % | 67,8 % | 72,3 % | 70,4 % | 74,6 % | 77,1 % | 77,8 % | 75,2 % | 76,6 % | 77,0 % |

*Tilikausi 07/2018-12/2018

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Cibuksen 160 SEK:n tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Luottamuksemme Cibuksen lähivuosien osingon kasvuedellytyksiä kohtaan on kasvanut ja odotamme yhtiön yltävän tulevana vuosina asettamaansa osakekohtaisen osingon 5 %:n vuotuisen kasvutavoitteeseen. Cibuksen kassavirrat ovat varsin hyvin ennustettavia, mikä laskee osinkoon liittyvää riskitasoa. Kassavirtojen ja osingon kasvun osalta keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan ylläpitoinvestointien tasoon, sillä yllättävät kiinteistöjen peruskorjaukset voisivat heikentää kassavirtaa ja täten osingon kasvuedellytyksiä.

Nykykurssilla Cibusta hinnoitellaan tasepohjaisesti (P/EPRA NAV) huomattavalla preemiolla sekä yhtiön omaan historialliseen tasoon että verokkiryhmään nähden ja arvostusero suhteessa verrokkeihin on leventynyt mielestämme jo turhan suureksi. Vaikka Cibuksen osinkotuotto (~6 %) on edelleen sektorin korkeimpia ja osingon kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät, näemme riskin arvostuskertoimien normalisoitumisesta liian korkeana, mikä painaa osakkeen riski/tuotto-suhteen heikoksi.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavat tekijät

Cibuksen osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys ja hyvä ennustettavuus
- Suhteellisen korkea oman pääoman tuotto
- Vahva kassavirran tuottamiskyky ja korkea osinkotuotto
- Omistaja-arvon kasvua korostava strategia

- Yritysosto-optio

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Suomen portfolion ylläpitoinvestointien tasoon liittyvät riskit
- Tiettyihin Suomen kiinteistöihin liittyvä jäännösarvoriski
- Verrokkeja korkeampi velkaantuneisuus
- Kahden vuokralaisen suhteellisen suuri osuus (65 %) vuokralaisportfoliosta

Lyhyen aikavälin uutisvirta tulee todennäköisesti olemaan pääasiassa positiivista

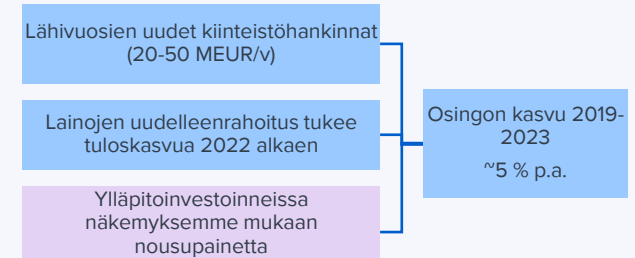
Odotamme myös Cibusta koskevan uutisvirran olevan lyhyellä aikavälillä pääosin positiivista, sillä ennustamme yhtiön jatkavan aktiivisesti uusien kiinteistöihankintojen tekemistä, minkä lisäksi pidämme myös todennäköisenä että Cibuksen Tukholman pörssin päälistalle siirtyminen tapahtuu seuraavan 6 kk:n aikana. Näkemyksemme mukaan Cibus saattaa järjestää päälistalle siirtymisen yhteydessä myös osakeannin tulevien kasvuhankkeiden rahoittamiseksi ja suhtaudumme tähän lähtökohtaisesti positiivisesti osakkeen nykyinen arvostustaso ja Cibuksen johdon sekä hallituksen aiemmat näytöt huomioiden.

Päälistalle siirtymisen myötä Cibus tulee todennäköisesti liittymään mukaan EPRA-indeksiin/indekseihin, mikä voisi toteutuessaan tukea osakkeen likviditeettiä ja hinnanmuodostusta. Uutta sijoittajakiinnostusta herättää todennäköisesti myös mahdollinen kaksoislistaus Helsingin pörssiin. Nämä edellä mainitut tekijät voivat osaltaan tukea yhtiön arvostusta, mutta eivät ole itsessään riittävä syy omistaa osaketta.

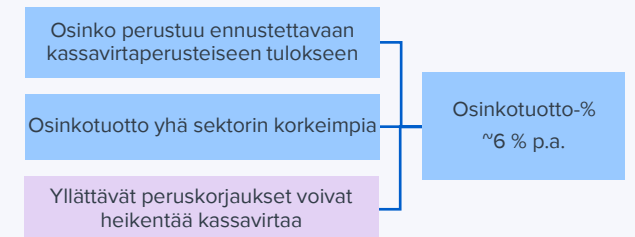
Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

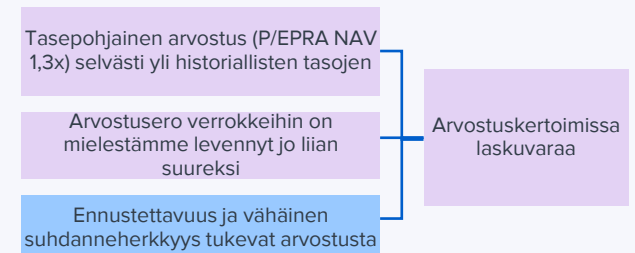
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Seuraavan 12 kk:n kokonaistuotto-odotus ~ 0 %

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiarvostus

Cibus arvostetaan tällä hetkellä noin 1,32x suhteessa Q2'20:n lopun EPRA NAV:iin (3/2018-10/2020 mediaanitaso 1,03x), mikä tarkoittaa yli 45 %:n preemiota suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Näkemyksemme mukaan Cibukselle voidaan perustella preemioarvostus verrokkeihin nähden liiketoiminnan defensiivisestä luonteesta, vahvasta kassavirran tuottamiskyvystä ja verrokkiryhmän keskimääräistä tasoa korkeammasta oman pääoman tuotosta johtuen.

Cibusta on hinnoiteltu sen pörssihistorian ajan tasepohjaisesti (P/viimeisin EPRA NAV) keskimäärin noin 14 %:n preemiolla verrokkiryhmään nähden (kts. sivu 34). Näkemyksemme mukaan arvostusero on viimeisimmän kurssinousun jälkeen leventynyt jo liian suureksi ja näemmekin Cibuksen arvostuskertoimissa seuraavan 12 kk:n tähtäimellä

laskuvaraa.

P/EPRA NAV ja ROE suhteessa verrokkeihin

Olemme tarkastelleet Cibuksen arvostusta suhteuttamalla viimeisimpään EPRA NAV:iin pohjautuva P/EPRA NAV-kerroin ja kuluvalle vuodelle ennustamamme Cibuksen oman pääoman tuottotaso verrokkiryhmään nähden (s. 34).

Regressiomallin peruslogiikka on se, että mitä korkeampaan oman pääoman tuottoon yhtiö yltää, sitä korkeampi P/EPRA NAV-kerroin sille voidaan hyväksyä. Huomautamme, että regressiomalli yksinkertaistaa todellisuutta paljon ja hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat oman pääoman tuottotason lisäksi myös monet muutkin tekijät. Huomionarvoista on myös se, että Cibuksen velkaantuneisuusaste on selvästi verrokkeja korkeampi, mikä osaltaan selittää verrokkiryhmää korkeampaa oman pääoman tuottotasoa. Vaikka

mallin tulosten tulkintaan liittyy monia rajoitteita, antaa se näkemyksemme mukaan kohtuullisen hyvän kuvan Cibukselle hyväksyttävästä arvostuksesta (mallin selitysaste ~84 %). Regressiomallimme indikoi Cibukselle hyväksyttäväksi P/EPRA NAV-kertoimeksi noin 1,23x, mikä tarkoittaa hieman alle 10 %:n laskuvaraa nykyiseen arvostustasoon nähden (P/EPRA NAV 1,32x).

Osinkotuotto sektorin korkeimpia

Vaikka Cibusta hinnoitellaan tasepohjaisesti selvällä preemiolla verrokkiryhmään nähden, on osinkotuotto (2020e: ~ 6 %) yhä pohjoismaisen kiinteistösektorin korkeimpia, mikä antaa osaltaan tukea arvostukselle. Korkeaa osinkotuottoa selittää korkean nettotuottotason kiinteistöportfolio, verrokkien keskimääräistä tasoa korkeampi velkavipu ja korkea osingonjakosuhte.

| Verrokkiryhmän arvostus | Viimeisin osavuositarkaus | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | P/EPRA NAV | P/CEPS | EBITDA/EV-% | | Osinkotuotto-% | | ROE-% | Nettovelan LTV-% | |
|-----------------------------|---------------------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|----------------|-------------|-------------|------------------|-----------|
| Yhtiö | | | MEUR | MEUR | Viimeisin | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e | Viimeisin |
| Atrium Ljunberg | Q2'20 | 149,80 | 1814 | 3614 | 0,7 | 18,4 | 18,7 | 3,9 | 4,0 | 3,5 | 3,4 | 3,5 | 41 |
| Balder | Q2'20 | 472,60 | 7549 | 16695 | 1,3 | 21,1 | 19,8 | 3,2 | 3,4 | 0,0 | 0,0 | 8,4 | 55 |
| Castellum | Q2'20 | 209,20 | 5440 | 9586 | 1,1 | 15,5 | 15,5 | 4,1 | 4,2 | 3,2 | 3,3 | 6,5 | 43 |
| Citycon | Q2'20 | 7,30 | 1301 | 3321 | 0,6 | 11,4 | 10,9 | 5,4 | 5,5 | 7,3 | 5,9 | 2,8 | 48 |
| Entra ASA | Q2'20 | 132,00 | 2185 | 4288 | 0,8 | 17,2 | 17,2 | 4,4 | 4,4 | 3,8 | 3,9 | 6,3 | 41 |
| Fabege | Q2'20 | 121,25 | 3857 | 6297 | 0,8 | 26,3 | 26,2 | 3,1 | 3,2 | 2,8 | 2,9 | 4,8 | 33 |
| Nyfosa | Q2'20 | 79,30 | 1404 | 2708 | 1,1 | 13,4 | 12,2 | 4,9 | 5,3 | 3,2 | 3,3 | 9,6 | 53 |
| Kungsleden | Q2'20 | 86,50 | 1810 | 3623 | 0,9 | 15,6 | 37,0 | 4,3 | 4,5 | 3,0 | 3,3 | 6,4 | 45 |
| Pandox | Q2'20 | 101,60 | 1077 | 4247 | 0,6 | 28,7 | 15,4 | 3,7 | 6,2 | 0,6 | 2,1 | 0,1 | 48 |
| Kojamo | Q2'20 | 18,62 | 4517 | 7134 | 1,2 | 30,1 | 29,2 | 3,1 | 3,3 | 2,0 | 2,1 | 8,7 | 43 |
| Wihlborgs | Q2'20 | 177,50 | 2605 | 4950 | 1,2 | 15,1 | 30,3 | 4,2 | 4,3 | 2,5 | 2,6 | 8,4 | 53 |
| Cibus (Inderes) | Q2'20 | 161,20 | 579 | 1277 | 1,3 | 17,5 | 15,0 | 4,3 | 4,7 | 6,0 | 6,3 | 9,2 | 61 |
| Keskisarvo | | | | | 0,9 | 19,4 | 21,1 | 4,0 | 4,4 | 2,9 | 3,0 | 5,9 | 46 |
| Mediaani | | | | | 0,9 | 17,2 | 18,7 | 4,1 | 4,3 | 3,0 | 3,3 | 6,4 | 45 |
| Erotus vrt. mediaani | | | | | 46 % | 2 % | -20 % | 5 % | 11 % | 98 % | 93 % | 45 % | |

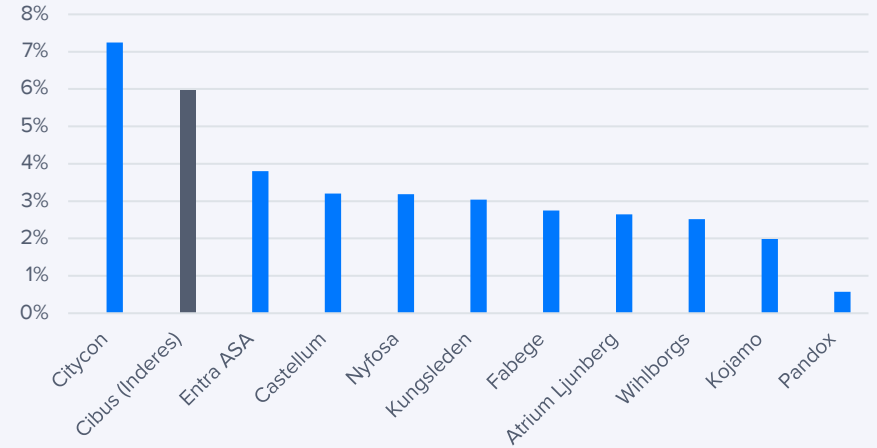
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvonmääritys 3/4

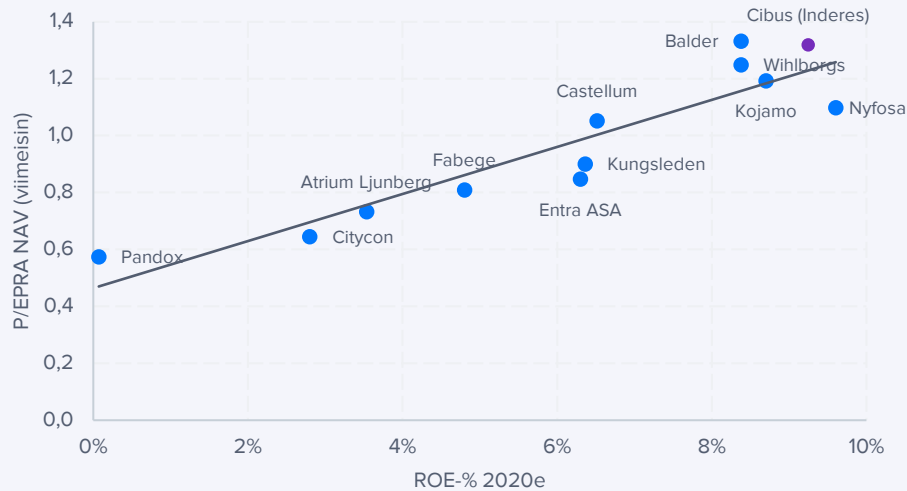
Cibus P/EPRA NAV vs. verrokkit (viimeisin)



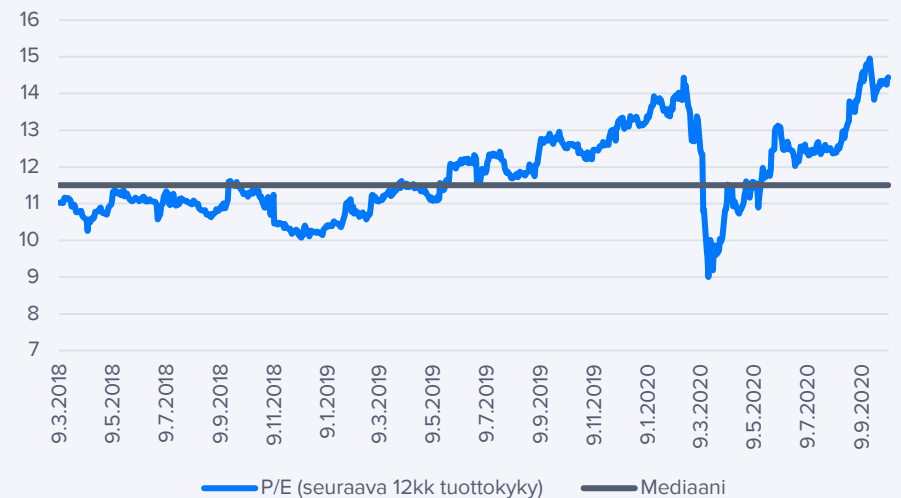
Pohjoismaisten kiinteistösiirtoyhtiöiden osinkotuotot 2020e



P/EPRA NAV (viimeisin) ja ROE-% 2020e



Fwd P/E (seuraava 12kk tuottokyy)



Arvonmääritys 4/4

Kassavirtamalli (DCF)

Olemme laatineet Cibuksesta DCF-arvonmäärityksen, mutta emme anna sille juurikaan painoarvoa, sillä Cibuksen kuluva vuoden huomattavista kiinteistöhankekoista (2020e: 272 MEUR) johtuen terminaali-jakson osuus (84 %) kassavirtojen nykyarvosta on mallissamme poikkeuksellisen suuri.

DCF-mallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 8,3 % ja koko pääoman keskimääräinen kustannus noin 5,5 %. Cibukselle soveltamamme tuottovaatimus on laskenut lievästi, sillä olemme tarkistaneet koko osaketutkimuksemme tasolla riskitöntä korkoa alaspäin nykyistä korkoympäristöä heijastellen. Terminaalijakson kasvuoletuksemme on 2,0 %.

DCF-mallimme indikoi Cibuksen osakkeen käyväksi arvoksi noin 15,2 EUR eli noin 158 SEK. DCF-laskelma on esitetty sivulla 36 ja huomautamme että sen tuloksiin tulee suhtautua lähinnä viitteellisesti.

Yrityskauppaoptio

Arviomme mukaan Cibus voisi itsessään olla mahdollinen yritysostokohde. Kansainvälisten sijoittajien kiinnostus suomalaisia ja pohjoismaisia kiinteistösijoituksia kohtaan on tällä hetkellä suurta ja transaktiovolyymit ovat historialliseen tasoon nähden korkeita. Toimialalla on nähty lukuisia suuria yrityskauppoja viime vuosina.

Cibus omistaa sellaisia kiinteistöjä sekä Suomesta että Ruotsista, joita on käsityksemme mukaan

suhteellisen haasteellista ostaa suurina portfolioina. Ostamalla Cibuksen ostaja saisi yhdellä kaupalla hajautetun, vahvan kassavirran (nettotuotto 5,8 %) kiinteistöportfolion mielenkiintoiselta kiinteistösektorilta. Vastaavasti, ostajana voisi olla myös taho, joka jo tällä hetkellä omistaa näitä kiinteistöjä ja haluaa mittakaavaetuja (esim. Trophi tai Mercada).

Cibuksen suurimmat omistajat koostuvat pääasiassa rahastojen ja eläkevakuuttajien tapaisista instituutiosijoittajista ja näkemyksemme mukaan omistajarakenne ei muodostuisi mahdollisessa yrityskauppatilanteessa ongelmaksi. Vaikka pidämme yrityskauppaoptio toteutumista muutaman vuoden aikajänteellä mahdollisena, laskee Cibuksen nykyinen suhteellisen korkea arvostustaso sen todennäköisyyttä lyhyellä aikavälillä.

Vaikka osakkeeseen liittykin odotusarvoltaan positiivinen yrityskauppaoptio, se ei ole mielestämme yksistään riittävä syy omistaa Cibuksen osaketta sen realisoitumiseen liittyvän epävarmuuden takia.

Sektorin yrityskauppoja

| Pvm | Ostokohde | Pörssi | Arvostus suhteessa EPRA NAV:iin |
|-------|------------------------|----------|---------------------------------|
| 8/17 | Sponda | Helsinki | 0,94x |
| 9/18 | Victoria Park | Tukholma | 1,16x |
| 10/18 | Technopolis | Helsinki | 1,00x |
| 12/18 | Kauppakeskus Itis | - | 0,92x |
| 2/19 | Stendörren Fastigheter | Tukholma | 0,91x |
| 12/19 | Hoivatilat | Helsinki | 1,99x |

Lähde: Inderes

Cibuksen suurimmat osakkeenomistajat

| Omistaja | Omistusosuus |
|--------------------------------------|---------------|
| Fourth Swedish National Pension Fund | 8,9 % |
| Marjan Dragicevic | 4,8 % |
| BMO Global Asset Management | 4,2 % |
| Länsförsäkringar Funds | 4,0 % |
| Dragfast AB | 3,7 % |
| Avanza Pension | 3,5 % |
| Svenska Handelsbanken AB for PB | 3,2 % |
| Sensor Funds | 2,4 % |
| Nordnet Pension Insurance | 2,2 % |
| Säästöpankki Funds | 1,8 % |
| 10 suurinta yhteensä | 38,8 % |
| Muut | 61,3 % |

Lähde: Cibus

DCF-laskelma

| DCF-laskelma | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | TERM |
|--|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Käyttökate | 55,5 | 62,9 | 66,5 | 69,3 | 70,6 | 71,7 | 72,8 | 73,8 | 74,9 | 74,9 | |
| - Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit | -3,7 | -4,0 | -4,5 | -5,0 | -5,1 | -5,2 | -5,2 | -5,3 | -5,4 | -5,4 | |
| - Maksetut verot | -2,8 | -4,3 | -4,8 | -5,0 | -5,1 | -5,2 | -5,3 | -5,5 | -5,6 | -12,5 | |
| - verot rahoituskuluista | -3,2 | -2,0 | -1,7 | -1,7 | -1,6 | -1,6 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -4,0 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 3,7 | 2,9 | 1,5 | 1,2 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | |
| Operatiivinen kassavirta | 49,5 | 55,5 | 56,9 | 58,8 | 59,5 | 60,2 | 61,1 | 62,0 | 62,9 | 53,8 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Investoinnit uusiin kiinteistöihin | -271,5 | -50,0 | -30,0 | -20,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -222,0 | 5,5 | 26,9 | 38,8 | 59,5 | 60,2 | 61,1 | 62,0 | 62,9 | 53,8 | |
| +/- Muut | 90,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | -138,7 | 5,5 | 26,9 | 38,8 | 59,5 | 60,2 | 61,1 | 62,0 | 62,9 | 52,1 | 1527 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | -137,1 | 5,2 | 23,9 | 32,7 | 47,5 | 45,6 | 43,9 | 42,2 | 40,6 | 31,9 | 933 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | 110 | 1247 | 1242 | 1218 | 1185 | 1137 | 1092 | 1048 | 1006 | 965 | 933 |
| Velaton arvo DCF | 1110 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | -535,2 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | 24,7 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | -33,2 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF (MEUR) | 566 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake (EUR) | 15,2 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake (SEK) | 157,6 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (wacc)

| | |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 55,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 4,0 % |
| Yrityksen Beta | 0,90 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 2,00 % |
| Riskitön korko | 2,0 % |
| Oman pääoman kustannus | 8,3 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 5,5 % |

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2020e-2024e

-3%

2025e-2029e

18%

TERM

84%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Avainluvut

| Avainluvut | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu) | 0,97 | 0,96 | 1,04 | 1,11 |
| EPRA EPS* | 0,90 | 0,88 | 1,04 | 1,15 |
| Osinko per osake | 0,89 | 0,93 | 0,98 | 1,03 |
| Osingonjakosuhte-% | - | 97 % | 94 % | 93 % |
| ROE-% (raportoitu) | 9,2 % | 9,2 % | 9,2 % | 9,7 % |
| EPRA NAV per osake | 11,4 | 11,8 | 11,9 | 12,0 |
| Nettovelka LTV-% | 59 % | 60 % | 62 % | 62 % |
| Omavaraisuusaste-% | 36 % | 35 % | 34 % | 34 % |
| Osakekurssi (SEK) | 145,5 | 161,2 | 161,2 | 161,2 |
| Valuuttakurssi (EUR/SEK) | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 |
| Markkina-arvo (MEUR) | 433 | 579 | 579 | 579 |
| EV (MEUR) | 944 | 1277 | 1325 | 1351 |
| P/E (oik.) | 14,3 | 16,1 | 14,9 | 14,0 |
| P/EPRA EPS | 15,4 | 17,5 | 15,0 | 13,5 |
| P/EPRA NAV | 1,22 | 1,31 | 1,30 | 1,29 |
| Osinkotuotto-% | 6,4 % | 6,0 % | 6,3 % | 6,6 % |

*Inderesin arvio

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 882 | 1166 | 1221 | 1253 |
| Liikearvo | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aineettomat hyödykkeet | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Käyttöomaisuus | 881 | 1162 | 1216 | 1248 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,2 | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| Laskennalliset verosaamiset | 1,3 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Vaihtuvat vastaavat | 30,5 | 47,1 | 30,5 | 23,2 |
| Vaihto-omaisuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 |
| Myyntisaamiset | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Likvidit varat | 24,7 | 41,2 | 24,6 | 17,3 |
| Taseen loppusumma | 913 | 1214 | 1251 | 1277 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 333 | 422 | 426 | 431 |
| Osakepääoma | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Kertyneet voittovarot | 31,8 | 33,4 | 37,5 | 42,3 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muu oma pääoma | 301 | 388 | 388 | 388 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 557 | 765 | 796 | 815 |
| Laskennalliset verovelat | 13,6 | 16,6 | 16,6 | 16,2 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 535 | 740 | 771 | 790 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,3 |
| Lyhytaikaiset velat | 22,7 | 26,6 | 29,6 | 31,1 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 22,7 | 26,6 | 29,6 | 31,1 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 913 | 1214 | 1251 | 1277 |

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 11.4.2019 | Lisää | 129 SEK | 119,5 SEK |
| 16.5.2019 | Lisää | 129 SEK | 119 SEK |
| 2.9.2019 | Vähennä | 130 SEK | 135 SEK |
| 18.11.2019 | Myy | 130 SEK | 140,5 SEK |
| 28.2.2020 | Vähennä | 140 SEK | 148,0 SEK |
| 6.3.2020 | Vähennä | 145 SEK | 150,5 SEK |
| 27.3.2020 | Lisää | 120 SEK | 114,0 SEK |
| 17.5.2020 | Lisää | 140 SEK | 127 SEK |
| 30.6.2020 | Lisää | 145 SEK | 135 SEK |
| 21.8.2020 | Lisää | 145 SEK | 144 SEK |
| 17.9.2020 | Vähennä | 160 SEK | 167,8 SEK |
| 13.10.2020 | Vähennä | 160 SEK | 161,2 SEK |



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**