

Investors House

Laaja raportti

26.9.2022 19:37



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Investoinnit määrittävät lähivuosien suunnan

IH:n sijoittajatarina on viime syksyn isojen kiinteistömyyntien myötä murroksessa ja edessä olevat investoinnit tulevat määrittämään lähivuosien kehityssuunnan. Osien summaan pohjautuva näkemyksemme IH:n nykyliiketoimintojen arvosta on noin 4,7 euroa osakkeelta ja pidämme yhtiön arvostuskuvaa jokseenkin neutraalina. Tätä mukaillen toistamme aiemman vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 4,7 euroon (aik. 5,2e).

Kiinteistösijoitusmarkkinassa toimiva osinkoyhtiö

Investors House (IH) on vuonna 1988 perustettu yhtiö, joka on keskittynyt kiinteistösijoittamiseen ja -kehittämiseen sekä palvelutoimintoihin. IH:n Kiinteistöt-segmenttiin kuuluvat yhtiön kiinteistö- sekä osakkuusyhtiösijoitukset ja Palvelut-segmenttiin kiinteistövarallisuudenhoitoon sekä rahastoliiketoimintaan keskittyneet tytäryhtiöt. IH on kasvattanut osinkojaan yhtäjaksoisesti seitsemän vuoden ajan ja yhtiö pyrkiikin kehittämään liiketoimintaa pitkäjänteisesti siten, että se mahdollistaa osakkeenomistajille vuosittain kasvavat osingot.

Lähivuosien investoinneissa onnistuminen on yhtiön arvonkehityksen kannalta kriittistä

IH teki viime syksynä merkittävät kiinteistömyynnit, kun se [luopui](#) valtaosasta asunto-omistuksistaan ja [irtaantui](#) IVH Kampuksen toimitilarahastosta. Koska pääomia ei ole vielä kokonaan uudelleenallokoitu, on yhtiön sijoitustarina tällä hetkellä murrosvaiheessa. Olemme arvioineet, että yhtiön tase voisi mahdollistaa noin 15-17 MEUR:n investoinnit ja näiden pääomien allokoinnissa onnistuminen onkin yhtiön arvonkehityksen kannalta kriittistä. IH on kyennyt tekemään viime vuosina Palvelut-segmentissä varsin onnistuneilta vaikuttavia yritysostoja hyvin houkuttelevilla arvostuksilla (Juhola oik. EV/EBITDA 4,5x; Infonia oik. EV/EBIT 3,5x). Mielestämme on selvää, että mikäli yhtiö jatkossakin löytää Palveluliiketoiminnasta mielekkäitä ostokohteita näin huokeilla arvostustasoilla (vrt. kiinteistöjen ~6-8 % kassavirtatuotot), tulisi yhtiön allokoida investoitavissa olevat pääomat Palveluihin.

Ennustemme rakentuvat nykyisten liiketoimintojen varaan

Ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen asettuvan kuluvana vuonna noin 1,9 MEUR:oon ja parantuvan vuosina 2023-25 noin 2,2-2,3 MEUR:oon. Ennustamamme tulosparannuksen taustalla ovat Palveluiden tuloskasvu sekä kiinteistöjen kasvavat nettotuotot. Ennustamme osingon pysyvän lähivuosina kasvu-uralla ja ennustamme yhtiön jatkavan osinkonsa kasvattamista viime vuosien tapaan 2 sentin vuotuista korotustahtia. Osingonjakosuhte nousee ennusteissamme korkeaksi, mutta sijoittajatarinassa keskeiselle vuosittain kasvavalle osingolle tukevan pohjan luo yhtiön vahva kassatilanne ja sen mahdollistamat investoinnit.

Osien summa -laskelma arvonmäärityksen perustana

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääosin osien summa -laskelmaan ja olemme tarkistaneet näkemystämme osien summasta 4,7 euroon (aik. 5,2e). Laskeneen osien summan taustalla ovat Palvelut-segmentin laskeneet tulosennusteet, loppuvuodelle odottamamme kiinteistökannan arvonlasku sekä Juhola-lisäkauppahinnan myötä noussut nettovelkaennusteemme. IH:n osinkotuotto asettuu nykykurssilla vahvalle +6 % tasolle ja mielestämme taso alkaa antamaan arvostukselle jo selvää tukea. Kurssinousupotentiaali vaatisi mielestämme kuitenkin selkeät ajurit nykyistä korkeammalle osien summalle.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

4,70 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi:

4,83



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	9,8	7,7	8,4	8,6
kasvu-%	3 %	-21 %	9 %	3 %
Nettotuotto	3,8	2,8	3,2	3,2
EPRA-tulos	2,8	1,9	2,2	2,3
EPRA EPS	0,47	0,29	0,35	0,36
EPS (raportoitu)	-0,10	0,18	0,61	0,31
Osinko	1,29	0,31	0,33	0,35
P/EPRA EPS	11,9	16,5	13,9	13,4
Osinkotuotto-%	23,1 %	6,4 %	6,8 %	7,2 %

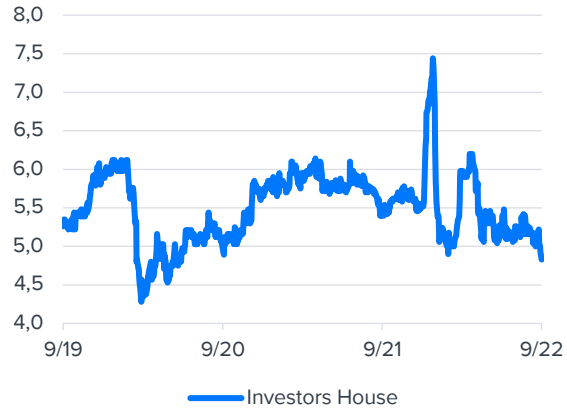
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

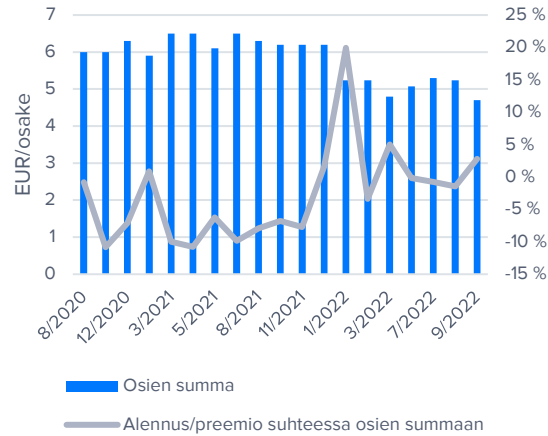
Investors House arvioi vuoden 2022 operatiivisen tuloksen olevan merkittävästi alhaisempi kuin vuonna 2021.

Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

Osien summa -laskelma



EPRA EPS ja osinko per osake



Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Kiinteistösijoitusmarkkinaan ja kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,83	4,83	4,83
Markkina-arvo	31	31	31
Yritysarvo (EV)	42	35	35
P/EPRA EPS	16,5	13,9	13,4
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,8 %	7,2 %

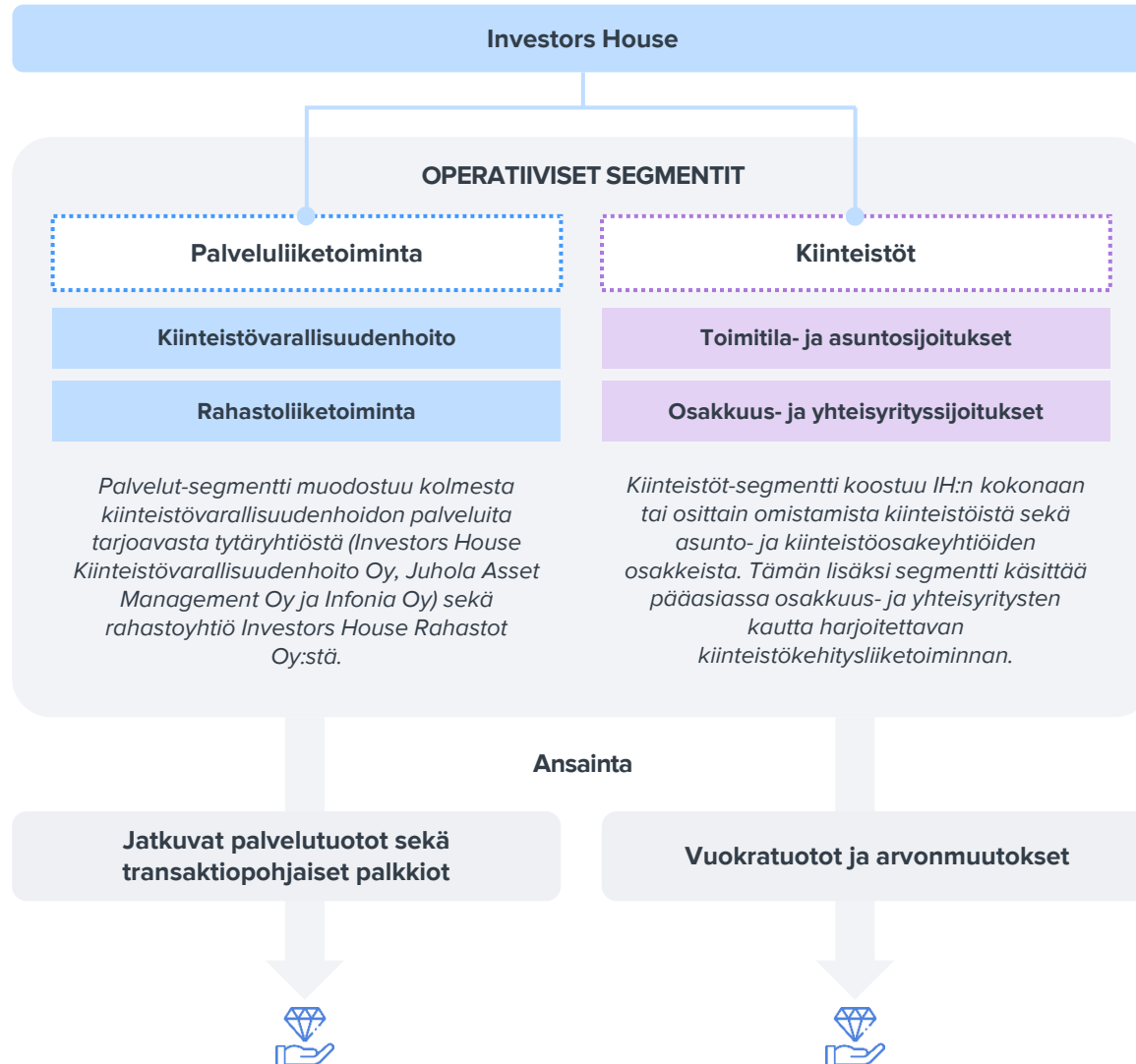
Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Historiallinen kehitys	6-8
Palvelut	9-10
Kiinteistöt	11-13
Liiketoimintamallin riskiprofiili	14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Markkinakatsaus	17-19
Taloudellinen tilanne	20
Sijoitusprofiili	21
Ennusteet	22-26
Arvonmääritys	27-30
Taulukot	31-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Investors House (IH) on vuonna 1988 perustettu yhtiö, joka on keskittynyt kiinteistösijoittamiseen, kiinteistökehittämiseen ja palveluliiketoimintoihin. Yhtiö pyrkii kehittämään liiketoimintaa pitkäjänteisesti siten, että se mahdollistaa osakkeenomistajille vuosittain kasvavat osingot.



Investors House



Investors House (IH) on alun perin vuonna 1988 perustettu yhtiö, nykymuotoisena yhtiön historia ulottuu vuoteen 2014



Liiketoiminta käsittää oman taseen kiinteistösijoitukset, kiinteistökehityksen ja palveluliiketoiminnan



Yhtiön palveluksessa oli vuonna 2021 keskimäärin 40 työntekijää ja franchising-toiminnoissa 45.

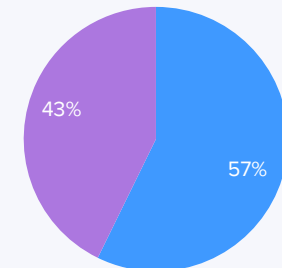


IH kehittää liiketoimintaa pitkäjänteisesti siten, että se mahdollistaa vuosittain kasvavan voitonjaon. Osinkoa on kasvatettu yhtäjaksoisesti seitsemän vuoden ajan



Taloudellisesti sitoutunut johto (toimitusjohtaja omistaa osakekannasta 14,3 %)

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (Q2'22)



■ Palvelut ■ Kiinteistöt

Historiallinen kehitys 1/3



Historiallinen kehitys 2/3

Nykymuotoisen yhtiön historia ulottuu vuoteen 2014

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

IH kasvatti vuosien 2015-2017 aikana osakekohtaista operatiivista tulosta voimakkaasti ja ylsi kyseisellä ajanjaksolla myös erittäin korkeaan oman pääoman tuottoon (keskimäärin 21 %). Yhtiön kasvu olikin vuosien 2015-2017 aikana

näkemyksemme mukaan selvästi omistaja-arvoa luovaa.

Vuodesta 2018 alkaen IH:n oman pääoman tuotto on kuitenkin heikentynyt ja vuosina 2018-2021 se on ollut keskimäärin vaatimattomalla 1 %:n tasolla. Myöskään osakekohtaista operatiivista tulosta yhtiö ei vuoden 2017 jälkeen ole oleellisesti kyennyt kasvattamaan (2021: 0,467 euroa vs. 2017: 0,46 euroa).

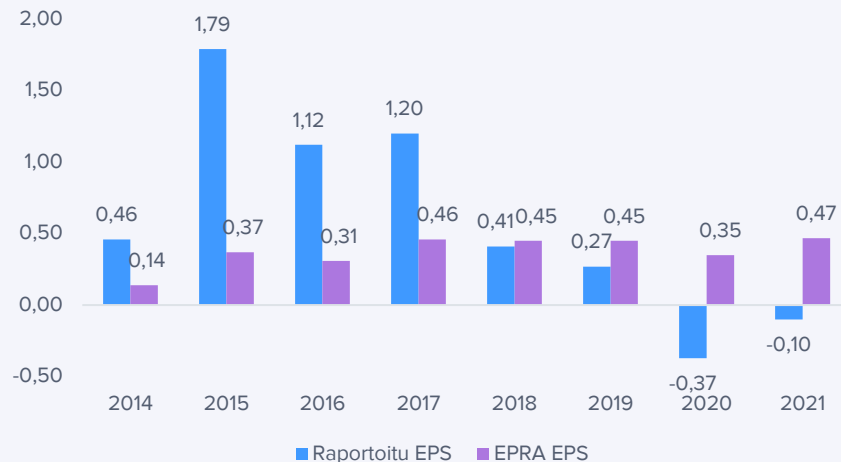
Arviomme mukaan IH:n viime vuosien vaisumpaan kehitykseen heijastuu etenkin vuoden 2017 loppupuolella tehty ja myöhemmin epäonnistuneeksi osoittautunut Ovaro-sijoitus (aik. Orava Asuntorahasto). Tämän lisäksi raportoitua tuloskehitystä ja oman pääoman tuottoa ovat heikentäneet vuosina 2020-2021 kiinteistökannan negatiiviset arvomuutokset sekä isoista kiinteistömyynneistä syntyneet luovutustappiot.

Vaisummista viime vuosista huolimatta IH:n kehitys on ollut pidemmällä aikavälillä verrattain hyvää ja yhtiön osakekohtainen operatiivinen tulos on kasvanut 2014-2021 välillä keskimäärin noin 19 % vuosivauhtia. Vastaavalla ajanjaksolla yhtiö on onnistunut saavuttamaan osakekohtaiselle IFRS-NAV:lle osingot huomioiden noin 11 % efektiivisen vuosituoton.

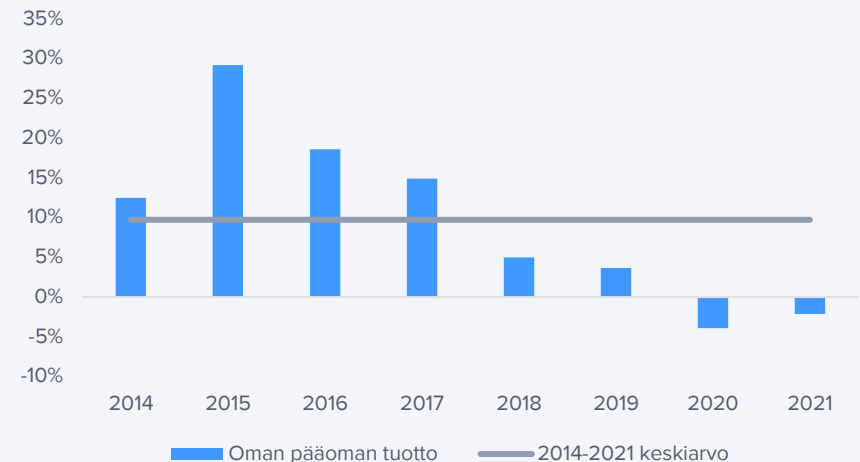
Palveluiden rooli on kasvanut merkittävästi

IH:n liiketoimintarakenteessa on tapahtunut iso muutos, sillä yhtiö on myynyt viime vuosien merkittävän määrän kiinteistöomaisuutta ja on samaan aikaan vahvistanut Palveluliiketoimintaa useilla yritysostoilla. Tehtyjen kiinteistömyyntien ja yrityskauppojen myötä Palveluliiketoiminnasta on tullut IH:lle hallitseva segmentti ja näkemyksemme mukaan Palvelut muodostavat IH:n arvosta lähes 40 %.

Raportoitu ja operatiivinen tuloskehitys

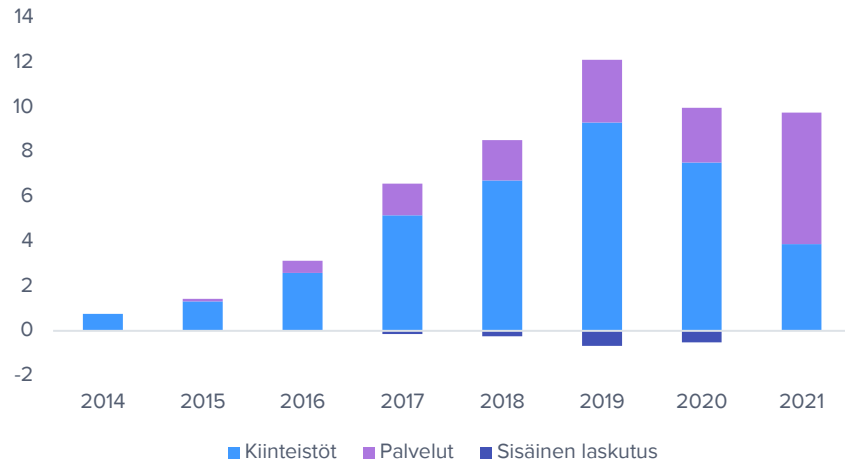


Oman pääoman tuotto

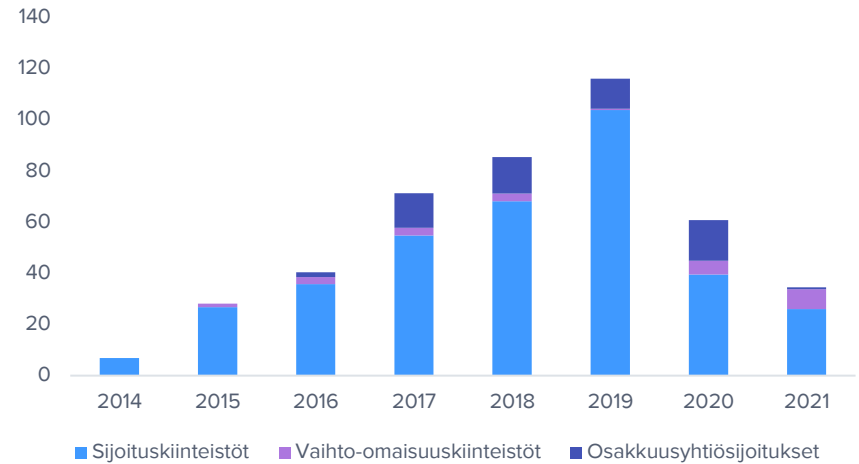


Historiallinen kehitys 3/3

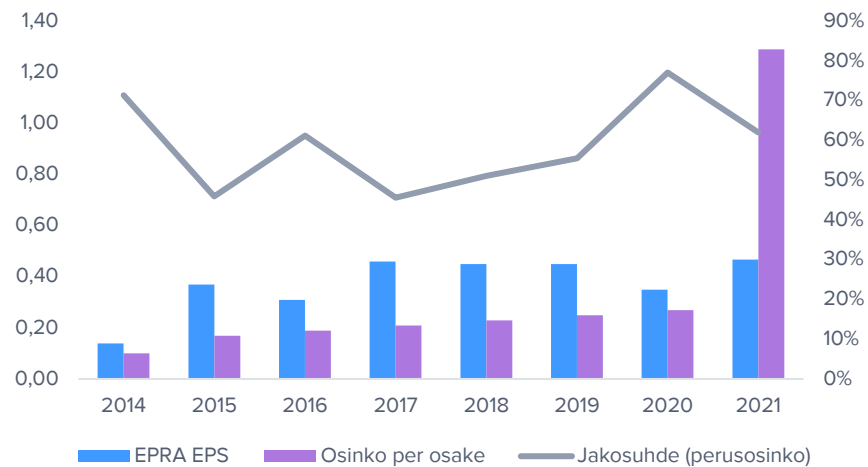
Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



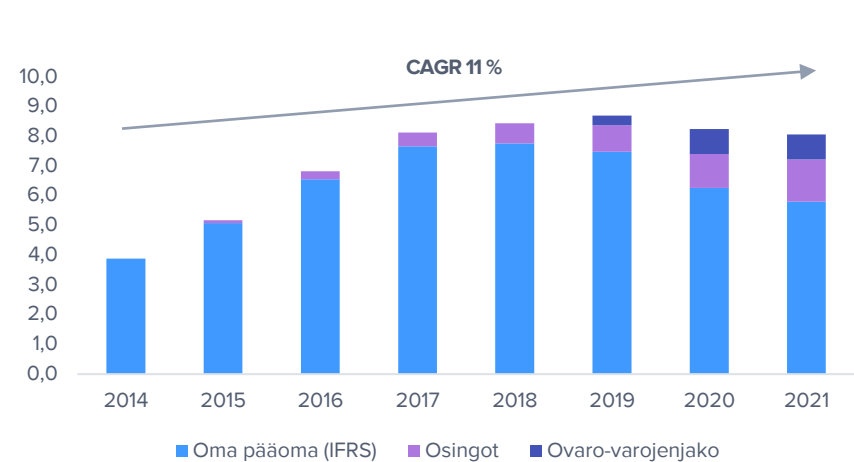
Kiinteistö- ja osakkuusyhtiösijoitukset (MEUR)



Operatiivisen tuloksen ja osingonjaon kehitys



Oma pääoma per osake (IFRS) ja kumulatiivinen voitonjako



Palvelut 1/2

IH:n Palveluliiketoiminta käsittää kiinteistövarallisuudenhoidon ja rahastoliiketoiminnan. Kiinteistövarallisuudenhoitoa IH harjoittaa kolmen tytäryrityksen kautta, joita ovat 1) Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy, 2) kiinteistöjen varainhoitopalveluita tuottava Juhola Asset Management ja 3) kesällä 2021 hankittu Infonia Oy. Rahastoliiketoimintaa harjoitetaan rahastoyhtiö Investors House Rahastot Oy:n kautta. Palvelut-segmentti on luonteeltaan asiantuntijapalvelujen liiketoimintaa ja se sitoo vain vähän pääomaa. Palveluiden liikevaihto on suurelta osin jatkuvaa ja arviomme mukaan segmentin vuositason liikevaihto on hiljattain tehty Infonia-yrityskauppa huomioiden noin 5,0-5,2 MEUR.

Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy

Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy palvelee yritys- ja yksityisasiakkaita tarjoten mm. kiinteistökauppoja, rahoitusjärjestelyjä, kiinteistöjohtamista, isännöintiä ja taloushallintoa sekä vuokravälitystä koskevia palveluja. Arviomme mukaan tytäryhtiön vuosittaisen liikevaihdon olevan karkeasti noin 0,3-0,4 MEUR. Liiketoiminnan rungon muodostaa 2015 liiketoimintakaupalla hankittu Investors Housen Management-liiketoiminta, jota on sittemmin laajennettu ja täydennetty mm. 2016 franchise-mallilla toimivan OVV-ketjun hankinnalla. OVV:lla on toimipiste 12 eri kaupungissa ja se solmi viime vuonna 4 610 vuokrasopimusta. Lisäksi OVV:n tarjontaan kuuluvat myös asuntosijoittajille tarjottavat kokonaispalvelusopimukset.

Juhola Asset Management

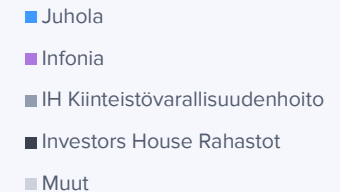
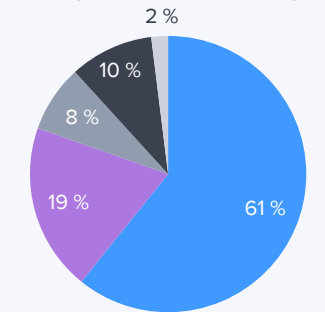
IH vahvisti vuonna 2021 Palveluliiketoimintaansa Juhola Asset Management-yrityskaupalla. Juhola on

kotimainen vuonna 1997 perustettu kiinteistövarallisuudenhoitaja, joka hallinnoi sekä kotimaisten että kansainvälisten sijoittajien noin 1,5 miljardin euron kiinteistövarallisuutta ympäri Suomen. Juholan management-palvelut pitävät sisällään mm. kohteiden omistajaedustuksen, teknisen manageeraus- ja rakennuttamisen, vuokrauksen sekä business park -johtamisen. Juholan ansainta on osittain jatkuvaluonteista, mutta tilikaudesta riippuen myös esimerkiksi tilamuutoksiin tai vuokraukseen liittyvillä transaktiopohjaisilla palkkioilla voi olla laskutuksessa huomattava rooli. Arvioimme Juholan liikevaihdon olevan vuositasolla noin 3,0-3,2 MEUR.

Infonia Oy

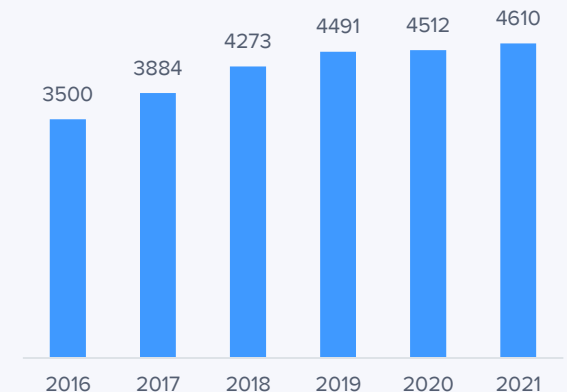
IH vahvisti Juhola-yrityskaupan lisäksi kiinteistövarallisuudenhoidon osaamistaan kesäkuussa 2022 toteutetulla pienemmällä Infonia-yrityskaupalla. Infonia on kotimainen kiinteistövarallisuudenhoidon asiantuntijayritys, joka harjoittaa toimitilojen hallinnointia, kehitystä, myyntiä ja vuokrausta. Yhtiön asiakaskunta koostuu koti- ja ulkomaisista sijoittajista, julkisyhteisöistä ja kiinteistöjen käyttäjistä. Maantieteellisesti yhtiön läsnäolo painottuu etenkin Kuopion, Jyväskylän ja Tampereen alueille. Julkisesti saatavilla olevien tilinpäätöstietojen perusteella Infonian liikevaihto on vuosina 2018-2021 vaihdellut 0,7-1,1 MEUR:n ja liiketulos 0,2-0,5 MEUR:n välillä.

Palvelut-segmentin liikevaihtojakauma



Huom. Inderes arvio

OVV-ketjun vuokrausvolyymit



Palvelut 2/2

Investors House Rahastot Oy

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

Investors House Rahastot Oy hallinnoi vielä viime vuonna kommandiittimuotoista IVH Kampus-toimitilarahastoa, jonka bruttovarat olivat noin 58 MEUR. Rahasto irtaantui kuitenkin viime [marraskuussa](#) toimitilakohteistaan ja sen myötä rahaston toimintakausi tuli päätökseen. Nykyisellään rahastoyhtiöllä on hallinnoitavia pääomia noin 19 MEUR:n edestä (Q2'22: osakerahastot NAV 17 MEUR ja Tuottokiinteistöt-rahasto GAV 2,4 MEUR). Arvioimme rahastoliiketoiminnan liikevaihdon olevan vuositasolla noin 0,3-0,5 MEUR ja pienistä volyymeista johtuen rahastoyhtiön tulostasoa on oletettavasti tällä hetkellä hyvin matala.

IH on kertonut kartoittavansa strategisia vaihtoehtoja rahastoliiketoiminnalle. Yhtiön strategiakauden tavoitteena oli lanseerata uusia rahastotuotteita, mutta nämä lähdöt eivät ole toistaiseksi onnistuneet ja esimerkiksi vireillä olleen Lainarahaston valmistelu keskeytettiin [vuonna 2021](#) heikosta sijoittajakiinnostuksesta johtuen. Meidän on vaikea nähdä IH:lla erityisiä kilpailuetuja rahastoliiketoiminnassa ja mielestämme yhtiön

tulisikin harkita liiketoiminnasta luopumista. Käytännön tasolla tämä voisi tarkoittaa rahastojen myyntiä jollekin muulle toimijalle tai rahastojen lakkauttamista. IH alaskirjasi vuonna 2021 rahastoyhtiön liikearvoa 0,7 MEUR:lla liiketoiminnan supistumisesta johtuen. IH:n taseessa liikearvoa rahastoyhtiöstä oli vuodenvaihteessa jäljellä noin 0,8 MEUR. Liiketoiminnasta luopuminen voisi näkemyksemme mukaan aiheuttaa yhtiölle kertaluontoisen alaskirjauksen.

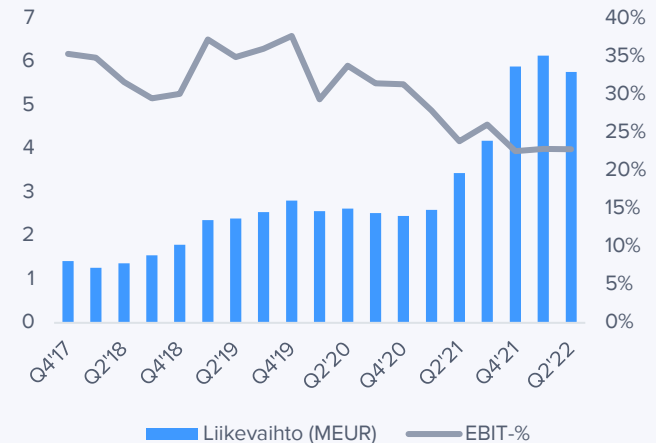
Muut liikevaihtoeht

Edellä mainittujen liiketoimintojen lisäksi Palvelut-segmentin liikevaihto pitää sisällään myös Kukkulan sale-and-leaseback-kiinteistön manageerauspalkkiot. Arvioimme näiden palkkioiden olevan karkeasti noin 0,1 MEUR vuodessa.

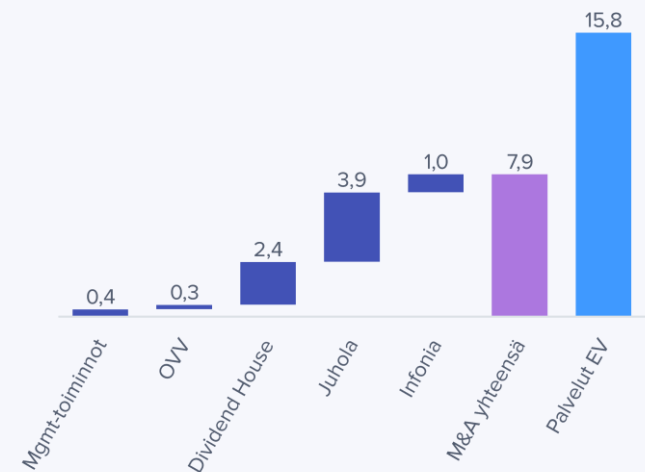
Palveluliiketoiminnan arvo on kehittynyt vahvasti

IH on rakentanut Palveluliiketoiminnan pitkälti yrityskaupoilla. Merkittävimpiä Palvelut-segmentin yrityskauppoja ovat matkan varrella olleet rahastoyhtiö Dividend Housen hankinta sekä viime vuonna ostettu Juhola Asset Management ja kaiken kaikkiaan IH on investoinut yrityskauppoihin vuosien saatossa arviomme mukaan noin 8 MEUR. Palveluliiketoiminnan arvo on näkemyksemme mukaan kasvanut IH:n omistuksessa viime vuosina vahvasti ja ulkopuolinen Corporate Finance-talo Translink arvosti Palveluliiketoiminnan kesäkuun 2022 lopussa noin 15,8 MEUR:oon.

Palvelut-segmentin rullaava 12kk kehitys



Palveluliiketoiminnan arvo ja yrityskaupat



Palveluiden velaton arvo Translinkin näkemys Q2'22:n lopussa. Dividend Housen kohdalla ei huomioitu 0,0-0,3 MEUR:n lisäkauppahintaa.

Kiinteistöt 1/3

Kiinteistöt-segmentti koostuu IH:n kokonaan tai osittain omistamista kiinteistöistä sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeista. IH:n kiinteistöportfolion käypä arvo oli vaihto-omaisuuskiinteistöt ja osakkuusyhtiösijoitukset huomioiden Q2'22:n lopussa noin 33,2 MEUR. Tämän hetkiset omistukset käsittävät suoraan omistettuja asuntoja, tontteja ja toimitilakiinteistöjä sekä Kukkula-hankkeeseen liittyvät osakkuusyhtiösijoitukset (Apitare Oy ja Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy)

Kaupalliset kiinteistöt

IH:n toimitilakiinteistöt koostuvat Tikkurilassa ja Jyväskylässä sijaitsevista toimistokiinteistöistä sekä Porissa sijaitsevasta hotellikiinteöstä. Näiden kiinteistöjen käypä arvo oli vuoden 2021 lopussa 14,1 MEUR. Kaupalliset kiinteistöt arvostetaan ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan toimesta tyyppillisesti joko neljännes- tai puolivuositteittain tuottoarvoperusteisesti ja vuoden 2021 lopussa ne oli arvostettu 8,67 % keskimääräisellä tuottovaatimuksella.

IH hankki Vantaan Tikkurilassa sijaitsevan toimistokiinteistön [lokakuussa 2019](#). Tikkurilan toimistokiinteistö on rakennettu 1990-luvulla ja se sijaitsee noin 850 metrin kävelymatkan päässä Tikkurilan juna-asemasta. Toimistokiinteistön vuokrattava pinta-ala on 7 347 neliötä ja kohde on tällä hetkellä käsityksemme mukaan täyteen vuokrattu.

Jyväskylässä sijaitseva VTT-talona tunnettu toimistokiinteistö tuli IH:n omistukseen [lokakuussa 2020](#) Ovaro-vaihtokaupan yhteydessä. Kaupassa vastapuolena oli IH:n HPJ:n määräysvaltaiyhteisö

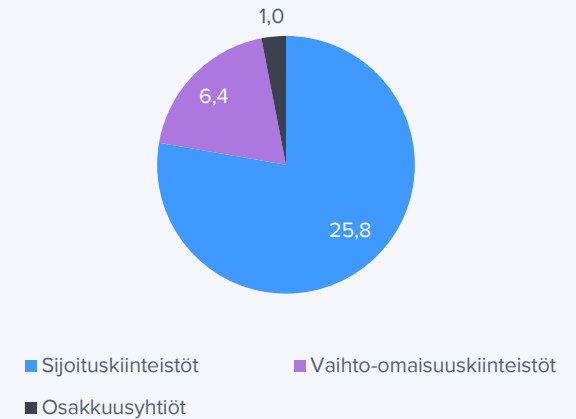
Royal House. Toimistokiinteistö sijaitsee Jyväskylän Rauhalahdessa noin 4 km päässä keskustasta ja sen vuokrattava pinta-ala on yli 7 000 neliötä. Kohde on käsityksemme mukaan täyteen vuokrattu.

Kaupallisiin kiinteistöihin lukeutuu myös Porissa sijaitseva Koy Keskusväylä -niminen hotellikiinteistö, jonka osakekannasta IH omistaa 40 % alakonsernirakenteen (Tuottokiinteistörahaston) kautta. Kiinteistön vuokrasopimus purettiin koronapandemian aikana yhteisellä päätöksellä vuokralaisen kanssa. Hotellikiinteistöön tehtiin kuitenkin kesällä 2022 uusi vuokrasopimus ja kohde on nyt vuokrattu tietyin ehdoin sekä talveksi että kesäksi.

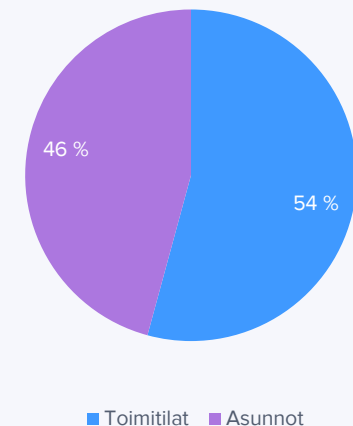
Asunnot

IH luopui valtaosasta asunto-omistuksistaan vuoden [2021 marraskuussa](#), kun se myi kansainväliselle sijoittajalle kolme asuntokohdetta 15,5 MEUR:n kauppahinnalla. IH:n asunto-omistukset käsittävät vuodenvaihteessa 87 asuntoa. Asuntojen vuokrattava pinta-ala on noin 4 200 neliötä ja käypä arvo noin 11,9 MEUR. Kohteet sijaitsevat Helsingissä, Tampereella ja Sipoossa. Asunnot on rakennettu pääosin vuoden 1995 jälkeen ja arvioimme, ettei niihin kohdistu merkittäviä peruskorjaustarpeita seuraavien 5-10 vuoden aikana. Yhtiön asuntojen vuokrausaste on ollut viime vuosina lähellä 100 %:ia ja ennustamme vajaakäytön pysyvän hyvin pienenä myös lähivuosina.

Kiinteistö- ja osakkuusyhtiösijoitukset Q2'22:n lopussa



Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon jakautuminen 2021 lopussa



Kiinteistöt 2/3

Osakkuusyhtiö Apitare Oy

IH tiedotti [4/2021](#) valmistelewansa merkittävää 46 MEUR:n kiinteistökauppaa yhdessä ostajakonsortioon kuuluvien Investors Housen ja Royal Housen kanssa. Kaupan kohteena on Kukkula-hankkeeksi nimetty Jyväskylän entinen keskussairaala-alue ja se koostuu 1) Kesi-Suomen Sairaanhoidopiiriltä ostetusta ja takaisinvuokratusta kiinteistökokonaisuudesta, 2) suojeltavista ja purettavista rakennuksista sekä 3) kaavamutoksen myötä syntyvästä mahdollisesta uudesta rakennusoikeudesta.

Ostajakonsortio toteutti sale-and-leaseback-kokonaisuutta koskevan kaupan [10/2021](#) ja konsortion jäsenet omistavat sen tasaosuuksin osakkuusyhtiö Apitare Oy:n kautta. Sairaanhoidopiiriltä hankittu kiinteistökokonaisuus käsittää kolme rakennusta, joiden vuokrattava kokonaispinta-ala on noin 17 600 neliötä. Kohteen

vuokrasopimuksen pituus on 20 vuotta edellyttäen, että sote-uudistuksen yhteydessä perustettu hyvinvointialue vahvistaa sen. Mikäli vuokrasopimusta ei vahvistettaisi, päättyisi se vuoden 2024 aikana. Kokonaisuuden vuotuinen nettotuotto on noin 3,1 MEUR, mikä on maksettuun kauppahintaan (24,6 MEUR) peilattuna korkea. Vuokrasopimuksen vuotuinen tulosvaikutus on IH:lle arviomme mukaan osakkuusyhtiön juoksevien kulujen ja rahoituserien jälkeen noin 0,6-0,7 MEUR ja tulososuus näkyy osakkuusyhtiö-rivillä.

Osakkuusyhtiö Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy

Jyväskylään sijoittuva Kukkula-hanke koostuu takaisinvuokratun kiinteistökokonaisuuden lisäksi suojeltavista ja purettavista rakennuksista sekä potentiaalisesta uudisrakennusoikeudesta. Ostajakonsortion tasaosuuksin omistama osakkuusyhtiö Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy

teki viime marraskuussa esisopimukset koskien hankittavia, suojeltavia ja purettavia rakennuksia sekä kehitettäviä maa-alueita. Esisopimusten kauppahinta on 21,4 MEUR.

Yhtiöiden kertomien tietojen mukaan Jyväskylän entisen keskussairaala-alueen rakennuksista noin 23 000 neliötä on **suojeltavia rakennuksia**, joille ei ole saatavissa purkulupaa. Suojeltaviin rakennuksiin lukeutuu käsityksemme mukaan myös Äänekoskella sijaitseva Sisä-Suomen sairaala. Yhtiöiden on tarkoitus tehdä rakennuksiin mahdollisuuksien mukaan käyttötarkoituksmuutoksia ja tiloihin pyritään löytämään vuokralaisia. Arviomme mukaan Jyväskylän keskussairaala-alueen tilojen vuokraukselle pitäisi lähtökohtaisesti olla kohtuulliset edellytykset, mutta Äänekoskella sijaitsevan Sisä-Suomen sairaalan vuokraaminen tulee todennäköisesti olemaan haastavaa.

Kukkulan suojele- ja sale/leaseback-rakennukset



Lähde: IH:n ja Ovaron tulosesitykset

Kiinteistöt 3/3

Suojeltavien rakennusten ylläpitokulut tulevat yhtiöiden kannettavaksi, kun takaisinvuokrattujen tilojen vuokrasopimus vahvistetaan. Käytössä ollessa tilojen ylläpitokulut voisivat liikkua karkeasti noin 4,0 EUR/m²/kk tasolla, mikä tarkoittaisi vuositasolla noin 1,3 MEUR:n kulupottia. Mikäli tilat olisivat puolestaan kylmillään, voisivat ylläpitokulut olla kuukaudessa karkeasti noin 1,5 euroa neliöltä, mikä tarkoittaisi vuositasolla noin 0,5 MEUR:n ylläpitokuluja.

Entisellä sairaala-alueella olevista rakennuksista noin 60 000 neliötä on **tarkoitus purkaa**, kun vuokrasopimus on vahvistettu ja asemakaavamuutos on tullut lainvoimaiseksi. Mikäli oletamme purkukustannusten olevan noin 100 euroa neliöltä, tulisi rakennusten purkaminen maksamaan noin 6 MEUR. Sijoittajan on hyvä huomata, että suojeltavia ja purettavia rakennuksia koskeva esisopimus on ehdollinen vuokrasopimuksen vahvistamiselle.

Ovaro ja IH ovat arvioineet, että Kukkulan entiselle keskussairaala-alueelle voitaisiin kaavoittaa **uutta rakennusoikeutta** 100 000 - 130 000 kerrosneliömetrin edestä, mikä mahdollistaisi 1 800 - 2 400 uuden asunnon rakentamisen seuraavan 15 vuoden aikana.

Olemme huomioineet Kukkula-hankkeen ennusteissamme toistaiseksi vain vuokrasopimuksen osalta ja näin ollen ennusteemme eivät pidä sisällään säilytettävien ja purettavien rakennusten kustannuksia. Emme ole myöskään huomioineet hankkeeseen sisältyvää kehitysaluetta toistaiseksi ennusteissamme, sillä alueen asemakaavoitusprosessi vie aikaa ja lopulliseen kaavaratkaisuun liittyy epävarmuutta.

Muut asuntokehityshankkeet

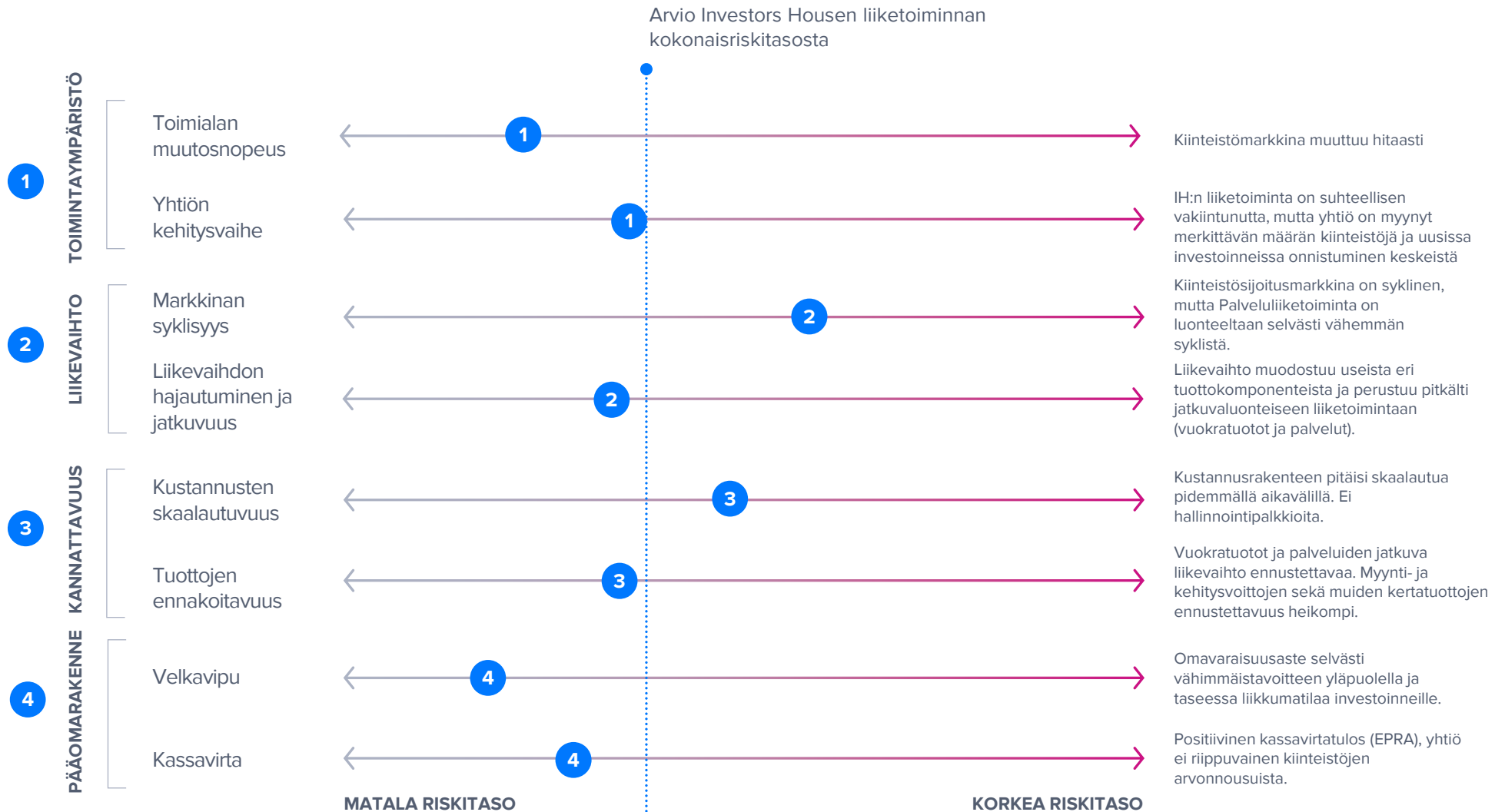
IH:lla on asuntokehityshankkeita myös Tikkurilassa,

Viikinmäessä ja Lappeenrannassa. Yhtiö teki [Tikkurilan asuntokehityshankkeen myynnistä](#) esisopimuksen kesäkuussa 2021 ja odotamme myynnin toteutuvan 2023 aikana. Lappeenrannassa yhtiöllä on Skinnarilassa kaavoitettua rakennusoikeutta noin 3000 kem², mutta rakennuttamispäätöksiä hankkeesta ei ole tehty. Viikinmäessä IH:lla on kolme tonttivarauusta (2x ARA ja 1x vapaarahoitteinen) ja yhtiö vie hanketta eteenpäin tällä hetkellä yhdessä Helsingin kaupungin kanssa.

IH:n asuntokehityshankkeet

Hanke	Lainvoimainen kaava	Potentiaalinen rak.oikeus (kem ²)
Kukkulan aluekehityshanke (33 %)	Ei	38 333
IVH Kampus, Lappeenranta	Kyllä	3 000
Viikki, Helsinki	Ei	5 100
Yhteensä		46 433

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2



Kiinteistökumppani-strategia

IH julkaisi 9/2020 Kiinteistökumppani-nimeä kantavan strategian vuosille 2020-2023. Strategiassa yhtiö pyrkii luomaan omistaja-arvoa yhdistämällä osaamistaan kiinteistö- ja finanssimarkkinan arvoketjuissa ja luomalla pitkäkestoisia kumppanuussuhteita keskeisten sidosryhmien kanssa. Keskeisiksi painopistealueiksi strategiassa asetettiin Palveluliiketoiminnan vahvistaminen, uudet rahastolanseeraukset ja uudet kiinteistökehityshankkeet.



Keskeisenä tavoitteena vuosittain kasvavat osingot

IH:n keskeisenä taloudellisena tavoitteena on kehittää liiketoimintaa pitkäjänteisesti siten, että se mahdollistaa vuosittain kasvavan voitonjaon. Yhtiön tavoitteena on tulla Suomen ensimmäiseksi kiinteistö- ja rakennusalan osinkoaristokraatiksi ja osinkoa yhtiö on kasvattanut nyt yhtäjaksoisesti seitsemän vuoden ajan.

2015-2016

Liiketoiminnan uudelleensuuntaaminen ja voimakas kasvu

- Strategian uudelleensuuntaus 3/2015
- Kiinteistöportfolion pääpaino asunnoissa
- Liiketoiminta organisoitu omiin suoriin sijoituksiin ja Management-palveluihin
- Tavoitteena absoluuttinen kasvu
- Useita apporttina tehtyjä osakeanteja sekä yritys- ja kiinteistökauppoja

2017-2019

Fokus absoluuttisesta kasvusta omistaja-arvon kasvattamiseen

- 25,2 % omistusosuuden hankinta Orava Asuntorahastosta 10/2017 ja yhtiön saneerauksen käynnistäminen
- Strategiassa 11/2017 fokus omistaja-arvon kasvattamiseen, tavoitteena 10 % vuotuinen kokonaistuotto sekä osakekohtaisen NAV:n ja operatiivisen tuloksen jatkuva parantaminen
- Dividend House-yritysosto ja rahastoliiketoiminnan ylösajo 2018-2019
- Vaiheittainen irtaantuminen Ovaro-sijoituksesta 12/2019 alkaen
- 2015-2019 välillä IH oli Helsingin pörssin nopeimmin kasvanut yhtiö

2020-2023

Kiinteistökumppani-strategia

- Tavoitteena sellainen kannattavuuskehitys ja omavaraisuus, mikä mahdollistaa osakekohtaisten osinkojen vuosittaisen kasvattamisen
- Fokuksessa ennustettavat tuotot (jatkuvien tuottojen osuus vähintään 60 %), vahva omavaraisuus sekä kustannustehokkuus
- Tavoitteena Palveluiden vahvistaminen, rahastolanseeraukset ja asuntokehityshankkeiden käynnistäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Vuosien 2020-2023 strategiassa edistyminen

Strateginen painopistealue	Onnistuminen	Kommentti
Palveluliiketoiminnan vahvistaminen		IH on onnistunut vahvistamaan Palveluliiketoimintaa kiinteistövarallisuudenhoidossa, jossa yhtiö on tehnyt vuosien 2021-2022 aikana kaksi yritysostoa (Juhola Asset Management ja Infonia).
Uudet rahastolanseeraukset		Uusissa rahastoavauksissa ei ole onnistuttu ja Lainarahaston valmistelu keskeytettiin 6/2021 heikon sijoittajakiinnostuksen johdosta. Rahastoliiketoiminta on myös supistunut merkittävästi IVH Kampus-toimitilarahaston myynnin (11/2021) myötä.
Asuntokehityshankkeiden aloittaminen	 	Kiinteistökehityksessä yhtiö on ottanut edistysaskeleita Kukkula-hankkeessa, jossa IH:n, Ovaron ja Royal Housen tasaosuuksin omistama osakkuusyhtiö toteutti 12/2021 kaupat kokonaisuuden ensimmäisen vaiheen osalta. Tikkurilan asuntokehityshankkeen myynnistä tehtiin esisopimus 6/2021. Muita uusia hankkeita ei toistaiseksi ole aloitettu.
Osingon vuosittainen kasvattaminen		IH on jatkanut tavoitteidensa mukaisesti osinkonsa vuosittaista kasvattamista ja tilikaudelta 2020 ja 2021 maksettuihin osakekohtaisiin perusosinkoihin tehtiin 0,02 euron korotukset. Lisäksi yhtiö palautti viime syksyn isojen kiinteistömyyntien jäljiltä omistajille ylimääräisiä varoja 1,0 euroa/osake.
Vahvan omavaraisuusasteen säilyttäminen		IH on pitänyt taseensa viime vuosina vahvana ja hallinnut tasetta mm. kiinteistödivestointien ja lainojen takaisinmaksun avulla. IH:n omavaraisuusaste oli kesäkuun lopussa 55 %, mikä on selvästi yhtiön oman 45 % vähimmäistavoitteen yläpuolella. Vahva tase luo yhdessä ennustettavan kannattavuuskehityksen kanssa perustan vuosittain kasvavalle osingonjaolle.

Markkinakatsaus 1/3

Toimistomarkkinan tilakysyntä

IH:n sijoitusten suurin paino on toimistokiinteistöissä ja asunnoissa, joten käsittelemme tässä katsauksessa lyhyesti näiden markkinoiden näkymiä. Toimistomarkkinan tilakysyntään vaikuttavat lyhyellä aikavälillä erityisesti yleinen talouden kehitys, työpaikkojen määrä, työttömyysaste sekä yritysten yleinen luottamus talouteen. Pitkällä aikavälillä tilakysyntään vaikuttavat myös mm. tilatarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Nämä kysyntätekijät yhdessä tarjonnan kanssa ajavat osaltaan toimistokiinteistömarkkinoiden käyttöasteita ja vuokratasoja. Inflaatio on näiden lisäksi vuokratasoihin olennaisesti vaikuttava tekijä, sillä tyypillisesti toimistokiinteistöjen vuokrasopimukset on sidottu inflaatioon.

Taloukasvuodotukset heikentyneet

Suomen talous elpyi muun maailman tapaan viime vuonna vahvasti koronapandemiasta ja BKT kasvoi vuodesta 2020 noin 3,5 %. Kuluvana vuonna talousnäkymät ovat kuitenkin heikentyneet muun muassa Ukrainan sodan sekä korkean inflaation myötä oleellisesti ja Finanssiala ry:n 9/2022 keräämien ennusteiden perusteella keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen BKT:n kasvun hidastuvan tänä vuonna noin 1,9 %:iin. Vuoden 2023 kasvuennusteet ovat laskeneet viime kuukausina heikentyneen talousdatan johdosta selvästi ja nyt keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen BKT:n kasvavan ensi vuonna vain keskimäärin 0,6 %.

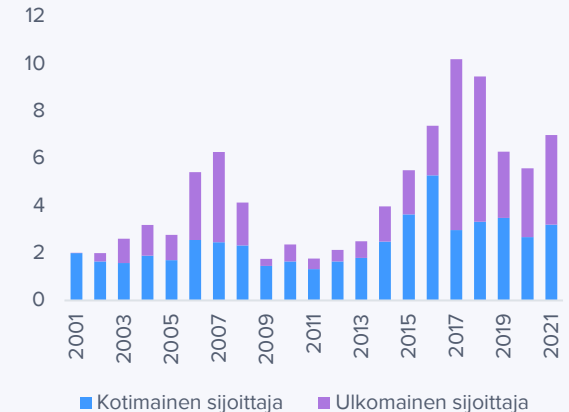
Inflaatio on ollut sekä Euroopassa että USA:ssa viime kuukausina voimakasta ja sitä ovat kiihdyttäneet koronapandemiassa tehdyt elvytystoimenpiteet, tuotantoketjuongelmat sekä edelleen Euroopassa puhjennut sotatilanne. Suomessa kuluttajahintojen odotetaan nousevan tänä vuonna keskimäärin noin 6,2 % ja ensi vuonna inflaation odotetaan asettuvan 3,3 %:iin.

Kiinteistöjen sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina erittäin vahvaa

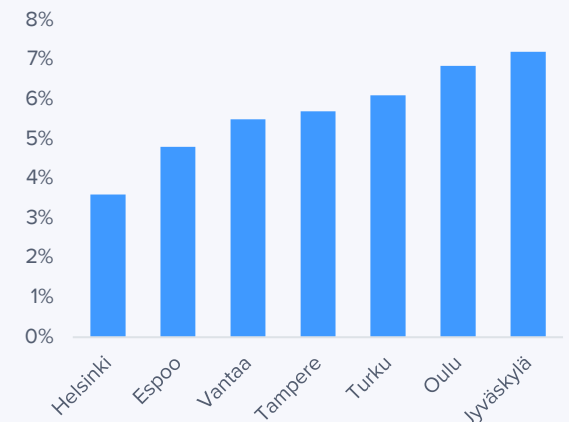
Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Suomessa ja vuodet vilkasta. KTI:n mukaan suuria kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa viime vuonna noin 7,0 mrd. eurolla, josta ulkomaisten sijoittajien osuus oli noin 54 %. Kiinteistöjen kysyntää on tukenut viime vuosina historiallisen alhainen korkotaso, joiden myötä kiinteistöistä on tullut aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohde sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja niiden hintoja. Tilanne on korostunut etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä prime-kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa.

Jyrkästi muuttuneen korkonäkymän johdosta pidämme todennäköisenä, että kiinteistökauppa-aktiiviteetissa vilkkain vaihe on tältä erää takana päin ja arvelemme, että kauppamäärissä tullaan näkemään seuraavan 12-18kk aikana laskua. Uskomme korkokehityksen heijastuvan nostavasti myös kiinteistöjen tuottovaateisiin.

Kiinteistökauppavolyymi Suomessa (mrd. €)



Toimistokiinteistöjen prime-tuottovaatimukset Suomen suurissa kaupungeissa



Markkinakatsaus 2/3

Asuntomarkkinoilla epävarmuus on kasvanut viime kuukausina selvästi

Asuntomarkkinoilla epävarmuustekijät ovat nostaneet kevään aikana selvästi päätään. Tunnelmiin ovat vaikuttaneet negatiivisesti etenkin Ukrainan sodan myötä kohonneet geopoliittiset riskit, talouden taantumapelot, korkea inflaatio ja korkotason nousu. Kasvanut epävarmuus on heijastunut myös kuluttajien luottamusindikaattoriin, jonka saldoluku oli elokuussa -14,9 ja selvästi pitkän aikavälin keskiarvon (-1,9) alapuolella. Synkäksi painunut kuluttajaluottamus on myös heijastunut laskevasti myös asuntokauppamääriin. Hypo ennustaa asuntojen nimellishintojen kääntyvän loppuvuonna laskuun ja ensi vuoden osalta pankki odottaa nimellishintojen laskevan koko maan tasolla -0,5 %.

Asuntorakentamisessa suunta alaspäin

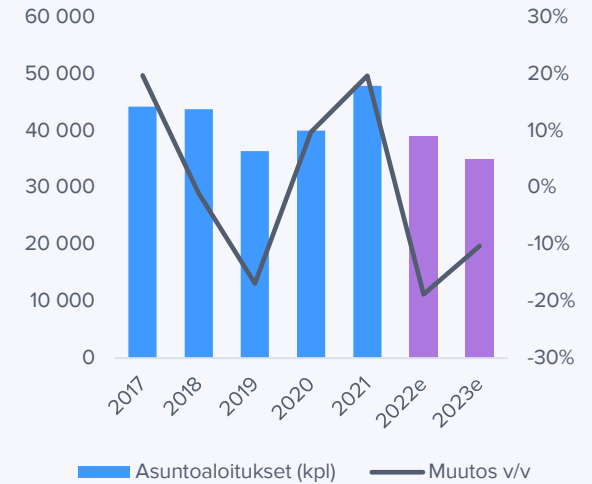
Asuntorakentamisessa on ollut Suomessa viime vuosina hyvä vire ja vuonna 2021 uusia aloituksia käynnistettiin ennätysmäärä. Uudistuotanto on painottunut kysynnän ohjaamana vahvasti pääkaupunkiseudulle ja suurempiin kasvukeskuksiin. Rakennuslupakehitys antoi jo viime syksynä viitteitä siitä, että asuinrakentaminen hiljenee ennätystasoiltaan ja Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen näkymät ovat synkentyneet entisestään. Käynnissä olevat hankkeet tukevat asuinrakentajien työkuormaa vielä kuluvana vuonna, mutta uusien aloitusten odotetaan

vähentyvän tänä vuonna noin viidenneksellä ja vuonna 2023 edelleen noin 10 %:lla. Uusia aloituksia jarruttavat Rakennusteollisuus RT:n mukaan etenkin vaikeasti ennakoitava rakennuskustannuskehitys sekä toimintaympäristöön liittyvä yleinen epävarmuus. Absoluuttisesti odotukset uudistuotannosta säilyvät kuitenkin edelleen hyvällä tasolla ja asuntoaloitusten odotetaan säilyvän lähivuodet vähintäänkin VTT:n arvioiman pitkän aikavälin vuotuisen tuotantotarpeen (35 000 kpl) mukaisella tasolla.

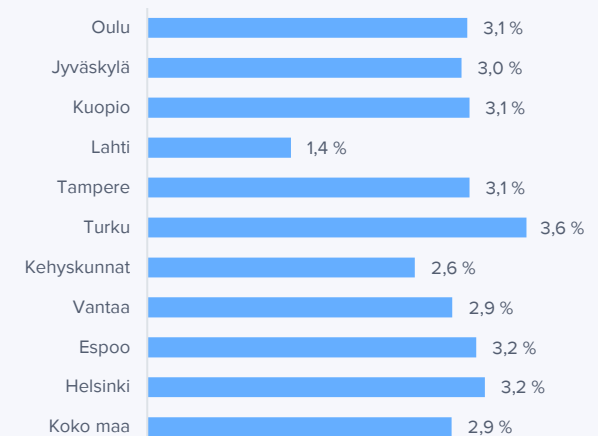
Koronapandemia ja kasvanut tarjonta ovat painaneet vuokra-asuntomarkkinaa

Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat ovat nousseet 2015-2021 välillä keskimäärin noin 2,9 % vuodessa. Nousu on kuitenkin tahtunut ja vapaa-rahointeisten asuntojen neliövuokrat kääntyivät viime vuoden lopulla koko maan tasolla edellisneljänneksestä laskuun. Vuokramarkkinoiden tilanne on tällä hetkellä haastava suuremmissa kaupungeissa, joissa pandemian aikana yleistynyt etäopiskelu ja -työ ovat vähentäneet selvästi vuokratkysyntää. Vuokra-asuntotarjontaa on kasvattanut koronapandemian aikana myös Airbnb-asuntojen siirtyminen vuokrausmarkkinaa. Haasteet ovat korostuneet viime aikoina vilkkaan rakentamisen johdosta etenkin pk-seudulla.

Kappalemääräiset asuntoaloitukset

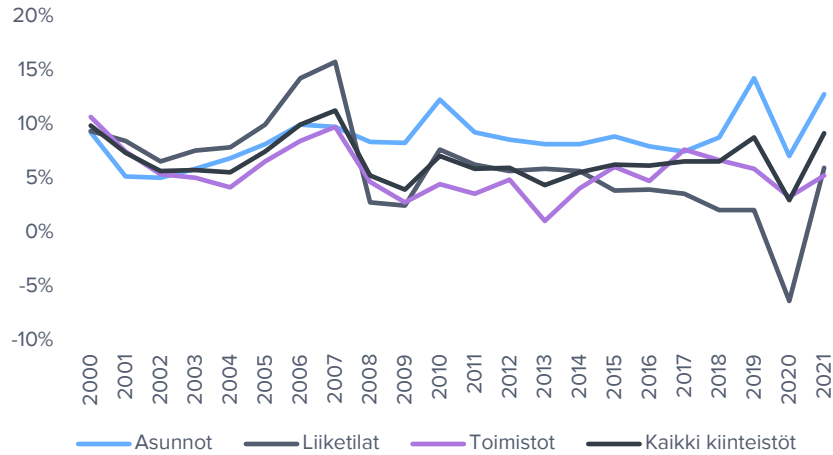


Vaparaahoitteisten asuntojen neliövuokrien keskimääräinen kasvu 2015-2021 välillä



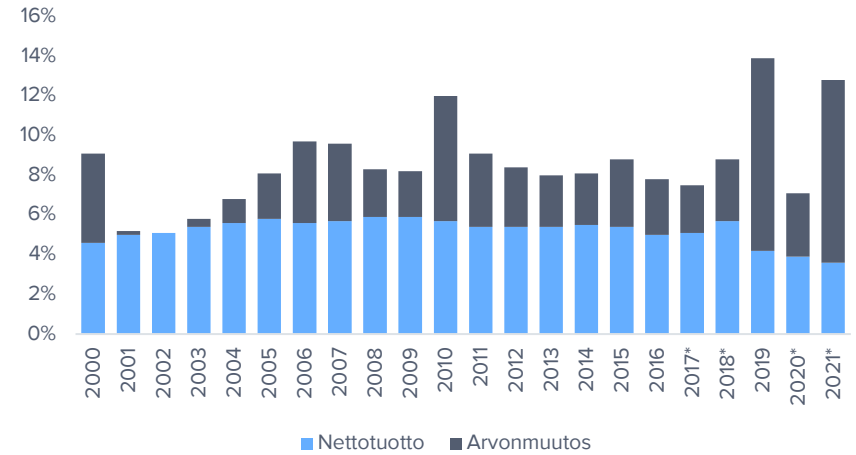
Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



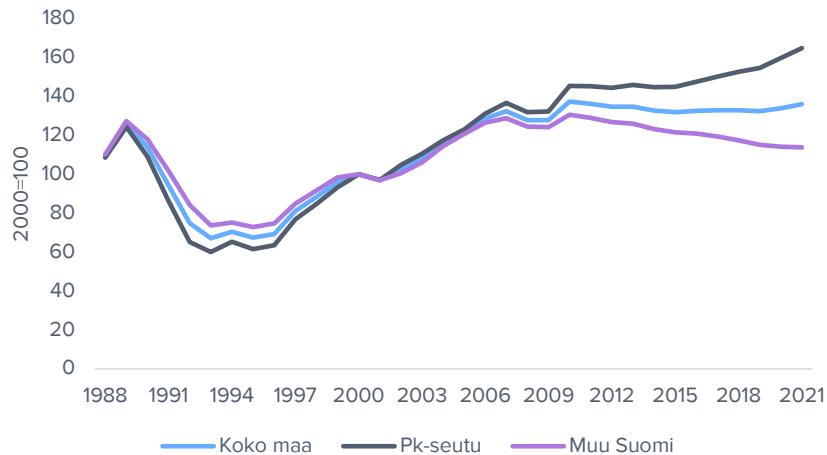
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



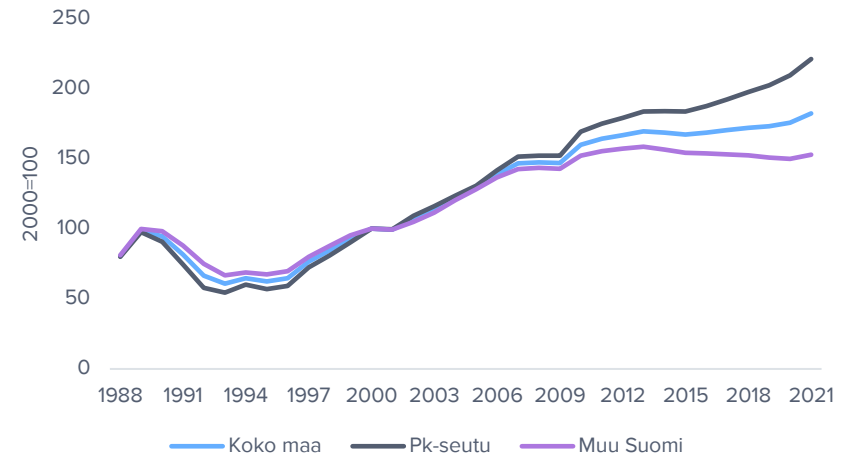
Lähde: KTI, 2017*, 2018*, 2020* ja 2021* jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhojen osakeasuntojen reaalihinnat



Lähde: Tilastokeskus

Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

Taloudellinen tilanne

Tase on rakenteeltaan yksinkertainen

IH:n tase oli Q2'22:n lopussa 55,8 MEUR ja tase on rakenteeltaan varsin yksinkertainen. Suurimmat erät ovat sijoitus- ja vaihto-omaisuuskiinteistöt, jotka muodostivat kesäkuun lopussa 58 % taseen varoista. Aineetonta omaisuutta taseessa oli kesäkuun lopussa 6,3 MEUR, mikä koostuu valtaosin yrityskauppojen myötä syntyneestä liikearvosta (5,5 MEUR). Aineettoman omaisuuden osalta nostamme esiin aiemmin mainitsemamme rahastoyhtiön liikearvoon (0,8 MEUR) liittyvän alaskirjauriskin. Sijoittajan on hyvä huomata, että liikearvon kuranttius testataan kvartaaleittain. Kassavaroja IH:lla oli Q2:n lopussa 10,6 MEUR (19 % taseesta). Muut taseen varat koostuvat IH:n osakkuusyhtiösijoituksista sekä muista pitkä- ja lyhytaikaisista saamisista.

Vakavaraisuus kunnossa

IH on rahoittanut 55,8 MEUR:n taseestaan 30,7 MEUR omalla pääomalla. Emoyhtiön omistajien osuus omasta pääomasta on noin 30,2 MEUR ja 0,5 MEUR:n vähemmistöt liittyvät Tuottokiinteistöt-rahaston omistusrakenteeseen (IH:n omistusosuus 78 %). Korollisia velkoja IH:lla oli Q2:n lopussa 20,8 MEUR:n edestä ja näin ollen nettovelkaa on 10,2 MEUR. Muut taseen velat pitävät sisällään pääasiassa osto- ja muita velkoja (3,9 MEUR) sekä kiinteistöjen käypään arvoon arvostamisesta syntyneet 0,5 MEUR:n laskennalliset verovelat.

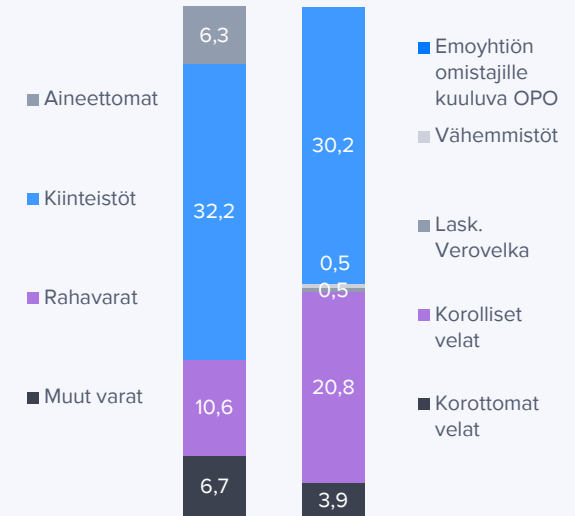
IH:n omavaraisuusaste oli Q2:n lopussa 55 %, mikä on 10 %-yksikköä yhtiön vähimmäistavoitteen yläpuolella. Vähimmäistavoitteeksi asetettu 45 % omavaraisuus on myös IH:n rahoituskovenantti. Rahoitusaseman osalta nostamme esiin osakkuusyhtiö Apitare Oy:ssä olevan noin 5

MEUR:n ”piilovelan”. Apitare Oy:n omistajat ovat pääomittaneet osakkuusyhtiötä 8,4 MEUR:n pääomalainoilla sekä noin 16,2 MEUR:n pankkilainoilla ja IH:n taseen varat pitävät sisällään ainoastaan yhtiöön tehdyn 2,8 MEUR:n oman pääoman ehtoisen sijoituksen. Mikäli yhtiö konsolidoitaisiin taseeseen IH:n omistusosuuden (33 %) mukaisesti, kasvaisivat taseen varat sekä velat noin 5,4 MEUR:lla ja omavaraisuusaste olisi noin 5 %-yksikköä nykyistä matalampi. Osakkuusyhtiöasemasta johtuen konsolidointia ei luonnollisesti tehdä, mutta mielestämme sijoittajan on hyvä huomioida tämä osakkuusyhtiön kautta tapahtuva taseen leverointi. Vastaavasti sijoittajan on taseen ja vakavaraisuuden osalta hyvä huomata, ettei IH:n Palveluliiketoimintaa ole arvostettu taseessa käypään arvoon ja arviomme mukaan liiketoiminnan käypä arvo (Translink: 15,8 MEUR) on noin 8 MEUR investointikustannusta korkeampi.

Taseessa liikkumatilaa investoinneille

IH on arvioinut, että sen likviditeettitilanne mahdollistaisi yhdessä velkakapasiteetin kanssa sille lähes markkina-arvoa (~30 MEUR) vastaavaan investointipotentiaaliin. Arvio perustuu käsityksemme mukaan IH:n Q2:n lopun kassaan (10,6 MEUR) ja oletukseen siitä, että uuden investoinnin LTV olisi vähintään 50 %. Yhtiön arvio investointikapasiteetista on mielestämme yläkanttiin, sillä esimerkiksi 30 MEUR:n kiinteistöhankinnat painaisivat omavaraisuusasteen laskelmiemme mukaan kovenanttitasen alapuolelle noin 40 %:iin. Arviomme mukaan 15-17 MEUR:n investoinnit voisivat olla realistisemmat, sillä omavaraisuusaste asetuisi arviomme mukaan sen jälkeen noin 47-49 %:iin.

Taserakenne Q2'22:n lopussa



Hahmotelma investointikapasiteetista

Tase (MEUR)	Q2'22	M&A	Post M&A
Kiinteistöt	32,2	15,0	47,2
Rahavarat	10,6	-8,1	2,5
Muut varat	13,0		13,0
Varat	55,8		62,7
Oma pääoma	30,7		30,7
Korolliset velat	20,8	6,9	27,7
Muut velat	4,3		4,3
OPO ja velat yhteensä	55,8		62,7
Omavaraisuusaste	55 %		49 %
Omavaraisuus, kovenantti	45 %		45 %
Nettovelka	10,2	15,0	25,2
Nettovelkaantumisaste	33 %		82 %

Sijoitusprofiili

1.

Kiinteistö- sekä palveluliiketoiminnassa toimiminen monipuolistaa ansaintalähteitä ja parantaa ennustettavuutta

2.

Divestointien myötä taseessa liikkumatilaa uusille investoinneille

3.

Hankekanta tukee pidemmän aikavälin kasvunäkymiä

4.

Taloudellisesti sitoutunut johto ja yrittäjämäinen toimintatapa

5.

Osingolla sijoittajatarinassa keskeinen rooli

Potentiaali



- Arvoa luovat yrityskaupat Palveluliiketoiminnassa
- Mahdolliset uudet kiinteistöhankeinnot
- Hankekanta antaa tukea pidemmän aikavälin kasvunäkymille

Riskit



- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Kiinteistösijoitusmarkkinaan ja kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

Ennusteet 1/5

Ennusteiden lähtökohdat

Lähivuosien ennusteemme rakentuvat puhtaasti IH:n nykyisten liiketoimintojen varaan. Kuten raportissa aiemmin toimme esiin, voisi IH:n tase mahdollistaa yhtiölle arviomme mukaan karkeasti 15-17 MEUR:n investoinnit. Emme kuitenkaan lähde spekuloimaan mahdollisilla uusilla kiinteistösijoituksilla tai yrityskaupoilla, ja siksi emme yritä mallintaa niitä.

Kiinteistöt-segmentin ennusteet

Mallinamme IH:n oman taseen kiinteistösijoitusten nettotuottoja erikseen sekä asuntojen että toimitilojen osalta. Nettotuottoja koskevat ennusteemme pohjautuvat vuosikertomuksessa kerrottuihin tietoihin asuntojen ja toimitilojen keskimääräisistä vuokra- ja hoitokulutasoista sekä käyttöasteista.

Vuosikertomuksen mukaan IH:n keskimääräinen neliövuokra oli toimitiloissa noin 11,8 euroa ja asunnoissa 13,6 euroa neliöltä. Vastaavasti kiinteistöjen ylläpitokulut olivat yhtiön mukaan toimitilojen osalta noin 4,5 euroa/neliö ja asunnoissa 5,6 euroa/neliö. Toimitiloissa yhtiön vuokrausaste oli vuoden 2021 lopussa noin 80 % ja arviomme mukaan matalaa vuokrausastetta selittää etenkin Porin hotellikiinteistön (Koy Keskusväylä) vajaakäyttö. Asuntojen vuokrausastetta yhtiö ei raportoi, mutta arvioimme sen olevan lähellä 100 %:ia.

Emme odota IH:n kykenevän siirtämään viime aikoina yleisesti voimakkaasti nousseita ylläpitokustannuksia täysimääräisesti vuokriin ja odotamme keskimääräisten hoitokulujen kasvun olevan H2'22:lla ja vielä ensi vuonna hieman neliövuokrien kasvua nopeampaa. 2023 jälkeen

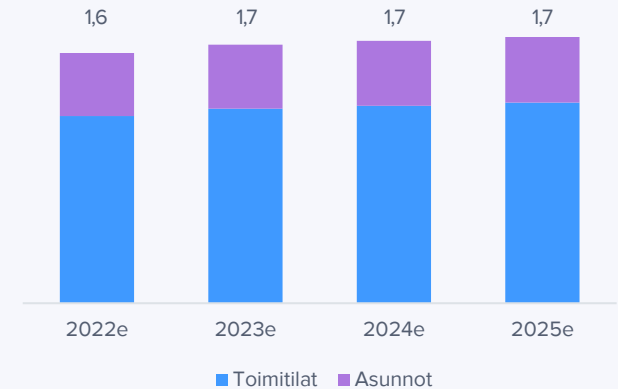
ennustamme vuokrien ja ylläpitokulujen kasvun asettuvan noin 1,5 %:iin. Vuokrausasteiden osalta ennustamme IH:n kykenevän nostamaan ennustejaksolla toimitilojen nykyistä matalaa vuokrausastetta noin 5 %-yksiköllä. Asuntojen vuokrausasteen ennustamme säilyvän vakaana noin 98 %:ssa.

Edellisiä oletuksia heijastellen ennustamme IH:n kiinteistöjen nettotuottojen asettuvan vuosina 2022-2025 noin 1,6-1,7 MEUR:oon. Kiinteistöt-segmentin liiketulokseen vaikuttavat nettotuottojen lisäksi myös kiinteistökannan käyvän arvon muutokset ja luovutusvoitot/-tappiot sekä osakkuusyhtiöiden tulososuus.

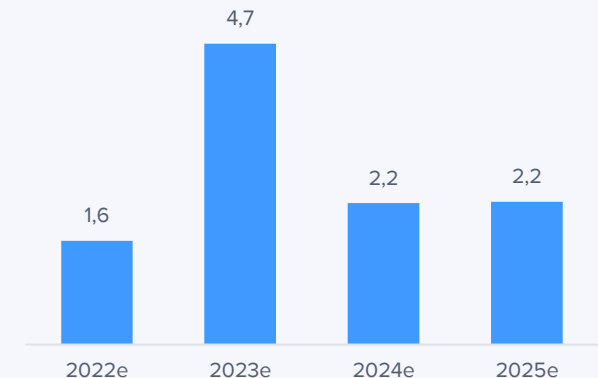
IH kertoi Q2-tuloksen yhteydessä, että sen kiinteistöjen käypiä arvoja laskettiin viime vuoden loppupuolella noin 5 %. Odotamme käypiin arvoihin kohdistuvan heikentyneen markkinaympäristön myötä laskupainetta vielä H2:lla ja ennustamme yhtiön kirjaavan Q4-tulokseensa noin -0,5 MEUR:n negatiiviset arvonmuutokset (-2 % suhteessa Q2'22:n lopun sijoituskiinteistöihin). IH teki viime vuonna esisopimuksen Tikkurilan asuntokehityshankkeen myynnistä ja odotamme myynnin toteutuvan vuoden 2023 aikana. Ennustamme yhtiön kirjaavan kaupasta noin 2,5 MEUR:n myyntivoiton. Osakkuusyhtiö Apitaresta kirjattavan tulososuuden arvioimme olevan lähivuosina noin 0,6 MEUR.

Edellä esitettyjä ennusteita heijastellen odotamme Kiinteistöt-segmentin liiketuloksen asettuvan kuluvana vuonna 1,6 MEUR:oon ja nousevan ensi vuonna myyntivoiton tukemana 4,7 MEUR:oon. Vuosina 2024-25 odotamme segmentiltä vakaata 2,2 MEUR:n liiketulosta

Kiinteistöjen nettotuotto (MEUR)



Kiinteistöt-segmentin liikevoitto (MEUR)



Ennusteet 2/5

Palvelut-segmentin ennusteet

Palvelut-segmentin lähivuosien liikevaihtoennusteet perustuvat arvioihimme segmentteihin kuuluvien tytäryhtiöiden nykyisistä liikevaihtotasoista sekä näiden liiketoimintojen ennustettuun kasvuun. Palvelut-segmentin osalta sijoittajan on hyvä huomata, että kesäkuun lopussa toteutettu Infonia-kauppa näkyy ennusteissa täysimääräisesti Q3'22 alkaen. Palveluiden liikevaihtoon laskevasti heijastuu puolestaan Q3:sta alkaen Nyfosan kanssa solmittu ja loppukesästä päättynyt väliaikainen IVH Kampuksen kiinteistöjen managerointisopimus.

Ennustamme Palvelut-segmentin liikevaihdon laskevan tänä vuonna noin 23 %:lla 4,6 MEUR:oon vertailukaudelle osuneista isoista kertatuotoista johtuen. Ensi vuonna odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan 12 %:lla 5,1 MEUR:oon ja kasvua tukee Infonia-yritystoston tuoma kasvu 6 kuukauden ajalta. Vuosina 2024-2025 odotamme kasvun tasaantuvan noin 3 %:iin. Liiketoiminnoittain tarkasteltuna ennustamme kiinteistövarallisuuden yhtiöiden kykenevän kasvamaan tulevina vuosina noin 3-5 % vuodessa. Vastaavasti rahastoyhtiön kohdalla ennustamme liiketoiminnan jatkavan supistumistaan, kun odotamme hallinnoitavan varallisuuden jatkavan laskuaan.

Palvelut-segmentin kannattavuus oli alkuvuonna vaisulla tasolla ja segmentin kertakuluista oikaistu liikevoittomarginaali oli H1:n osalta noin 21 %. Odotamme IH:n kykenevän parantamaan tulevina neljänneksinä olemassa olevien liiketoimintojen

kulutehokkuutta ja arviomme mukaan Infonia-yrityskaupalla tulee olemaan liikevoittomarginaaliin positiivinen vaikutus sen ollessa arviomme mukaan muita liiketoimintoja kannattavampi.

Kokonaisuudessaan ennustamme Palvelut-segmentin yltävän kuluvana vuonna noin 25 % liikevoittomarginaaliin ja vuosina 2023-2025 odotamme kannattavuuden asettuvan 29-30 % väliin eli lähemmäs segmentin historiallisia tasoja (2017-2021 keskimääräinen EBIT-% 31,4 %). Edellisiä oletuksia mukaillen Palveluiden liikevoittoennusteemme asettuvat vuosien 2022-2025 osalta noin 1,1-1,6 MEUR:oon.

Konsernitason ennusteet

Ennustamme IH:n hallintokulujen olevan vuosina 2022-2025 noin 1,0-1,1 MEUR eli noin 32-35 % konserniin nettotuotoista. Odotamme yhtiön rahoituskulujen nousevan markkinakorkojen nousun myötä lähivuosina ja ennustamme nettorahoituskulujen olevan vuosina 2023-2025 noin 0,3-0,4 MEUR (2022e: 0,2 MEUR).

Kokonaisuudessaan ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen (EPRA) asettuvan kuluvana vuonna noin 1,9 MEUR:oon ja parantuvan vuosina 2023-2025 noin 2,2-2,3 MEUR:oon. Lähivuosille ennustamamme operatiivisen tulosparannuksen taustalla ovat Palvelut-segmentin operatiivinen tuloskasvu sekä kiinteistöjen kasvavat nettotuotot. Huomautamme, että ennustemme perustuvat puhtaasti IH:n nykyrakenteiseen liiketoimintaan ja mahdollisilla kiinteistöjärjestelyillä, yrityskaupoilla tai kehityshankkeilla voisi toteutuessaan olla

huomattavia vaikutuksia ennusteisiimme.

Osinkoaristokratia hämmöttää horisontissa

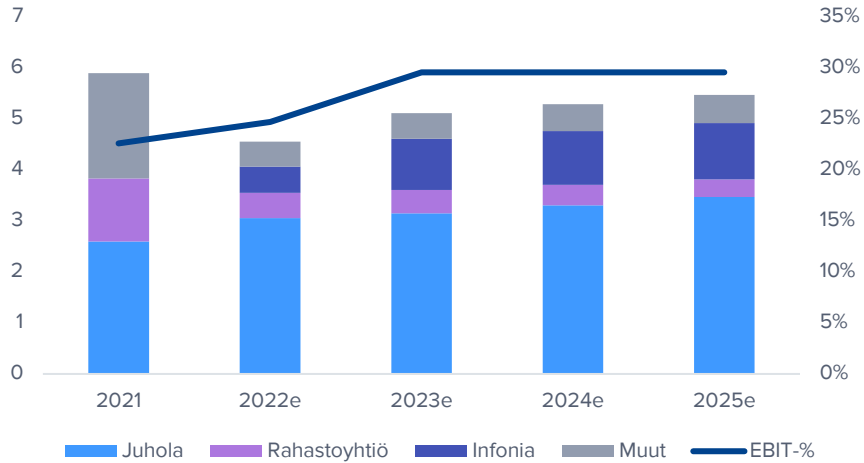
Ennustamme IH:n osingon pysyvän lähivuosina kasvu-uralla ja ennustamme yhtiön jatkavan osinkonsa kasvattamista viime vuosien tapaan noin 2 sentin vuotuista korotustahtia ja ennusteidemme toteutuessa vuosi 2024 olisi yhtiölle kymmenes peräkkäinen kasvavan perusosingon vuosi. Yhtiön osingonjakosuhte nousee ennusteissamme verrattain korkeaksi (2022-2025e: 94-106% EPRA-tuloksesta), mutta sijoittajatarinassa keskeiselle vuosittain kasvavalle osingolle tukevan pohjan luo yhtiön vahva kassatilanne ja sen mahdollistamat tulosuraa kasvattavat investoinnit.

Johdon optio-ohjelma

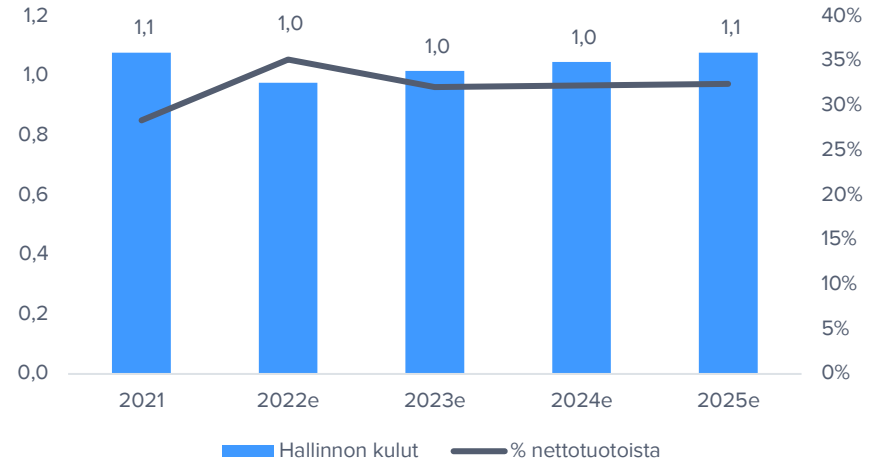
IH:n hallitus päätti vuonna 2020 huomattavasta 780 000 osakkeen optio-ohjelmasta (kasvattaisi ulkona olevien osakkeiden lukumäärää toteutuessaan noin 12 %), josta toimitusjohtajan ohjelma (680 000 osaketta) muodostaa merkittävän osan. Toimitusjohtajalla on oikeus merkitä 2024-2025 välillä yhteensä 680 000 osaketta hintaan 5,55 euroa/osake, mistä vähennetään 17.8.2020 alkaen merkintäaikaan saakka tehty voitonjako. Edellytys toimitusjohtajan osakeoptioiden käytölle on sidottu osakkeen arvon kehittämiseen siten, että raja-arvona on 8,00 euron osakekurssi. Emme ole sisällyttäneet optio-ohjelmaa ennusteisiimme, sillä optio-oikeuksien toteutumiseen liittyy epävarmuutta. Tarkemmat tiedot vuoden 2020 optio-ohjelmasta voi lukea vuoden 2021 [vuosikertomuksesta](#).

Ennusteet 3/5

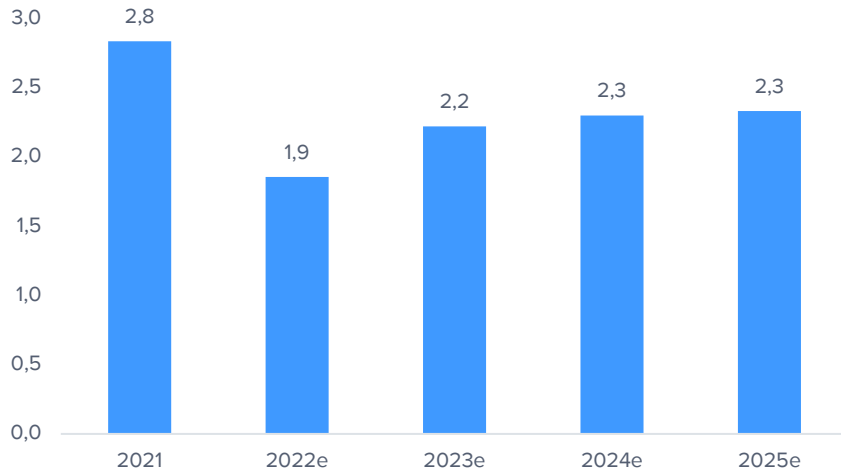
Palveluiden liikevaihto ja kannattavuus



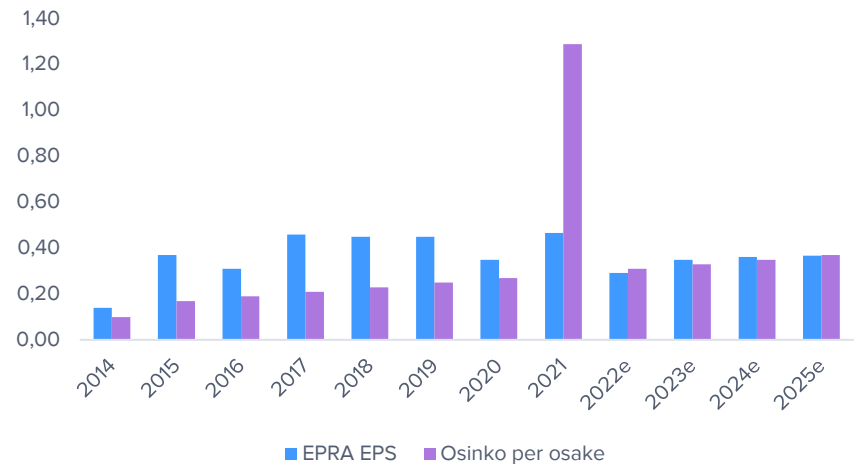
Hallinnon kulut



EPRA-tulos (MEUR)



EPRA EPS ja osinko per osake



Huom. Palveluiden liikevaihtojakauma on Inderesin arvio. Palveluissa Muut-rivi pitää sisällään IH Kiinteistövarallisuudenhoidon ja mahdolliset muut tuotot.

Ennusteet 4/5

Kiinteistöt (MEUR)	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	7,5	1,2	1,1	1,1	0,5	3,9	0,8	0,8	0,8	0,8	3,2	3,3	3,4	3,4
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-3,8	-1,0	-0,3	-0,4	-0,5	-2,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7
Nettotuotto	3,7	0,2	0,7	0,7	0,0	1,66	0,5	0,4	0,4	0,3	1,6	1,7	1,7	1,7
Kiinteistöjen luovutusvoitot/-tappiot	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-1,6	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-1,4	-0,6	-0,1	-1,0	-0,8	-2,5	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Osuus osakkuusyriyten tuloksesta	-2,8	0,1	0,3	0,4	1,1	1,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	-0,4	-0,4	1,0	0,0	-1,3	-0,7	0,5	0,5	0,6	0,0	1,6	4,7	2,2	2,2
Palvelut (MEUR)	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	2,5	0,7	1,4	1,3	2,4	5,9	1,0	1,1	1,2	1,2	4,6	5,1	5,3	5,5
Segmentin välittömät kulut	-1,7	-0,6	-1,1	-0,9	-1,2	-3,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8
Nettotuotto	0,8	0,2	0,3	0,4	1,2	2,1	0,2	0,3	0,3	0,4	1,2	1,5	1,6	1,6
Luovutusvoitot/-tappiot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poistot ja arvonalentumiset	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	0,8	0,1	0,3	0,4	0,5	1,3	0,2	0,2	0,3	0,4	1,1	1,5	1,6	1,6

Ennusteet 5/5

Konserni (MEUR)	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	9,5	1,9	2,5	2,3	3,0	9,8	1,8	1,9	2,0	2,0	7,7	8,4	8,6	8,9
Ylläpitokulut	-5,0	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-6,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-4,9	-5,2	-5,4	-5,5
Nettotuotto	4,5	0,4	1,1	1,1	1,3	3,8	0,7	0,6	0,7	0,7	2,8	3,2	3,2	3,3
Luovutusvoitot/-tappiot	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-1,6	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0
Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta	-1,4	-0,6	-0,1	-1,0	-0,8	-2,5	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Poistot ja arvonalentumiset	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntin, markkinoinnin ja hallinnon kulut	-1,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Liiketoiminnan muut tuotot/kulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	-2,8	0,1	0,3	0,4	1,1	1,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Liikevoitto	-1,0	-0,5	1,1	0,1	-1,1	-0,5	0,4	0,5	0,7	0,2	1,8	5,2	2,7	2,8
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-2,2	-0,7	0,9	-0,1	-1,3	-1,1	0,4	0,4	0,6	0,1	1,5	4,9	2,4	2,5
Verot	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-1,0	-0,5	-0,5
Katsauskauden tulos	-2,0	-0,5	0,7	0,0	-0,9	-0,8	0,2	0,4	0,5	0,1	1,2	3,9	1,9	2,0
Vähemmistöt	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	-2,2	-0,4	0,7	0,0	-0,9	-0,6	0,2	0,4	0,5	0,1	1,1	3,9	1,9	2,0
EPS (raportoitu)	-0,37	-0,07	0,12	0,00	-0,15	-0,11	0,03	0,07	0,08	0,01	0,18	0,61	0,31	0,31
EPRA-tulos	2,1	0,11	0,82	0,87	1,03	2,8	0,32	0,43	0,55	0,55	1,9	2,2	2,3	2,3
EPRA EPS	0,35	0,02	0,14	0,14	0,17	0,47	0,05	0,07	0,09	0,09	0,29	0,35	0,36	0,37

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8,0	7,7	-3 %	8,7	8,4	-4 %	9,0	8,6	-4 %
Liikevoitto (raportoitu)	2,3	1,8	-24 %	5,0	5,2	4 %	2,6	2,7	4 %
Oper. tulos (EPRA)	2,1	1,9	-10 %	2,2	2,2	1 %	2,3	2,3	-2 %
EPRA EPS	0,33	0,29	-10 %	0,35	0,35	1 %	0,37	0,36	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,31	0,31	0 %	0,33	0,33	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Perustamme IH:n arvonmäärityksen pääosin osien summa -laskelmaan, sillä se huomioi mielestämme parhaiten liiketoimintojen erilaiset riski- ja kannattavuusprofiilit. Koska IH:n liiketoimintaportfolio elää erilaisten rakennejärjestelyiden myötä varsin paljon, auttaa laskelma myös hahmottamaan eri osien mahdollisia arvostustasoja potentiaalisissa transaktiotilanteissa.

Olemme tarkistaneet näkemystämme osien summasta 4,7 euroon (aik. 5,2 euroa). Laskeneen osien summan taustalla ovat 1) Palvelut-segmentin laskeneet tuloseennusteet, 2) loppuvuodelle odottamamme kiinteistökannan arvonlasku sekä 3) Juhola-yritysoston lisäkauppahinnan myötä noussut nettovelkaennusteemme.

Nykyennusteilla IH:n osinkotuotto asettuu noin 6 % tasolle ja näkemyksemme mukaan osinkotuotto antaakin arvostukselle nykytasolla jo selvää tukea. Oleellinen kurssinousupotentiaali vaatisi mielestämme kuitenkin selkeät ajurit nykyistä korkeammalle osien summalle ja keskeisiä askelmerkkejä tähän olisivat näkemyksemme mukaan etenkin arvoa luovat yritys- ja/tai kiinteistökaupat. Neutraali arvostuskuva huomioiden toistamme aiemman vähennäsuosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme osien summa -laskelman perässä 4,7 euroon (aik. 5,2 euroa).

Investors Housen arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvan taseen mahdollistama investointipotentiaali
- Useita osittain toisistaan riippumattomia tuottolähteitä ja siten varsin ennustettava tuottokehitys
- Pitkällä aikavälillä skaalautuva kulurakenne
- Hankekannan tarjoama pidemmän aikavälin kasvupotentiaali
- Johdolla merkittävä omistus ja siten vahva kannustin kasvattaa omistaja-arvoa (toimitusjohtaja omistaa osakekannasta noin 14 %)

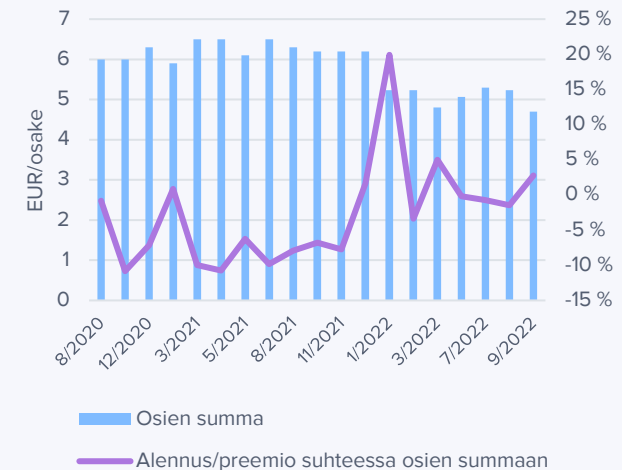
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme:

- Yhtiön edelleen suhteellisesti pieni koko ja osakkeen rajallinen likviditeetti
- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Lähipiirransaktiot. IH:lla on historiaa lähipiirijärjestelyistä ja ulkopuolisella sijoittajalla näkyvyys näihin on tyypillisesti hyvin rajallinen. Arviomme mukaan nämä voivat vaikuttaa myös markkinoiden yhtiölle hyväksymään arvostustasoon.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,83	4,83	4,83
Markkina-arvo	31	31	31
Yritysarvo (EV)	42	35	35
P/EPRA EPS	16,5	13,9	13,4
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,8 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus suhteessa osien summaan



Arvonmääritys 2/4

Osien summa -laskelma

Tarkastelemme IH:n arvostusta osien summa -laskelman kautta. Jaamme laskelmassa IH:n arvon osiin, jotka ovat: 1) Kiinteistöt, 2) Palvelut, 3) Osakkuusyhtiösijoitukset, 4) konsernikulut, 5) nettovelka ja 6) vähemmistöosuudet. Lisäksi käsittelemme laskelmassamme erillisenä komponenttina Tikkurilan asuntokehityshankkeesta yhtiölle tuloutuvan myyntivoiton. Osien summa -arvonmäärityksemme indikoi IH:n osakkeen arvoksi noin 4,7 euroa osakkeelta.

Kiinteistöjen arvo

IH:n kiinteistöjen tasearvot perustuvat ulkopuolisten kolmannen osapuolten tekemiin arvonmäärityksiin. Yhtiön sijoitus- ja vaihto-omaisuuskiinteistöjen käypä arvo oli Q2:n lopussa 32,2 MEUR. Odotamme yhtiön päivittävän käyvät arvot tilinpäätöksen yhteydessä ja ennustamme käypien arvojen laskevan etenkin hieman kohoavien tuottovaatimusten johdosta loppuvuoden aikana noin 2 %:lla 31,7 MEUR:oon. Sovellamme osien summassa kiinteistöjen tasearvona vuoden 2022 lopun ennustettamme.

Palveluiden arvo

Olemme lähestyneet Palveluiden arvoa DCF-mallin avulla. DCF-malli pohjautuu lähivuosien osalta sivuilla 22-26 esitettyihin ennusteisiin. Pidemmällä aikavälillä odotamme liiketoiminnan kasvun tasaantuvan noin 2 %:iin ja EBIT-marginaalin asettuvan noin 28 % tasolle. Olemme käyttäneet DCF-arvonmäärityksessä Palveluliiketoiminnalle 10 % pääoman painotettua keskimääräistä

tuottovaatimusta (WACC) ja tuottovaatimus perustuu subjektiiviseen näkemyksemme liiketoiminnan riskiprofilista. DCF-mallimme indikoi Palveluliiketoiminnan velattomaksi arvoksi (EV) noin 15,6 MEUR.

Osakkuusyhtiösijoitukset

IH:n osakkuusyhtiöt koostuvat Kukkula-hankkeen osakkuusyhtiö Apitare Oy:stä ja Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy:stä, joista yhtiö omistaa 33 %. IH:n osakkuusyhtiösijoitusten tasearvo oli Q2:n lopussa 1,0 MEUR. Lisäksi osakkuusyhtiösijoituksiin lukeutuu IH:n Apitare Oy:hyn tekemä oman pääoman ehtoinen sijoitus (2,8 MEUR:n pääomalaina), joka näkyy taseen pitkäaikaisissa saamisissa. Näin ollen osakkuusyhtiösijoitusten tasearvo on laskelmassamme noin 3,8 MEUR.

Tikkurilan asuntokehityshankkeen myyntivoitto

IH tiedotti 6/2021 tehneensä esisopimuksen Tikkurilan asuntokehityshankkeen myynnistä ja yhtiö arvioi, että kaupasta tuloutuu noin 2-3 MEUR:n myyntivoitto. Odotamme myynnin toteutuvan 2023 ja ennustamme yhtiön kirjaavan transaktiosta noin 2,5 MEUR:n myyntivoiton. Olemme diskontanneet myyntivoiton tähän päivään IH:lle soveltamalla keskimääräisellä pääoman tuottovaatimuksella ja myyntivoiton nykyarvo on laskelmassamme siten noin 2,2 MEUR.

Konsernikulut

IH:n konsernikuluja ovat segmenteille kohdistamattomat myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut. Ennustamme näiden kulujen olevan vuonna 2022 noin 1,0 MEUR. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun konsernille

soveltamalla 9,0 % tuottovaatimuksella (WACC) ja 1,0 % vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo on siten laskelmassamme noin 12,1 MEUR.

Nettovelka

IH:n nettovelka oli Q2:n lopussa 10,2 MEUR. Loppuvuodelle ennustamme kassavirta, katsauskauden jälkeen elokuussa tapahtunut osingonjako (0,9 MEUR) sekä syyskuussa tehty Juhola-yrityskaupan lisäkauppahinnan maksu (0,75 MEUR) huomioiden arvioimme yhtiön nettovelan asettuvan vuoden lopussa noin 10,7 MEUR:oon.

Vähemmistöt

IH on ankkurisijoittajana sen joulukuussa 2019 perustamassa Tuottokiinteistöt-rahastossa ja yhtiön omistusosuus rahastosta on 78 %. Rahaston nettovarallisuus (NAV) oli kesäkuun 2022 lopussa 2,4 MEUR ja näin ollen vähemmistöosuuden arvo on 0,5 MEUR.

Osien summa -laskelma	MEUR	EUR/osake
Kiinteistöt	31,7	5,0
Palvelut	15,6	2,4
Osakkuusyhtiösijoitukset	3,8	0,6
Tikkurilan as-kehityshankkeen myyntivoitto	2,2	0,4
Konsernikulut	-12,1	-1,9
EV	41,2	6,5
Nettovelka	-10,7	-1,7
Vähemmistöt	-0,5	-0,1
Osakekannan arvo	30,0	4,7

Arvonmääritys 3/4

Arvoa luovat yrityskaupat olisivat selkein ajuri nykyistä korkeammalle osien summalle

Koska IH teki viime vuoden loppupuolella merkittävät kiinteistömyynnit, eikä myynneistä vapautuneita pääomia ole vielä kokonaan uudelleenallokoitu, on yhtiön sijoitustarina tällä hetkellä murrosvaiheessa. Näkemyksemme mukaan investoinnit tulevatkin ohjaamaan lähivuosina IH:n osien arvon kehitystä ja investoinneissa onnistuminen olisi siten osakkeelle myös selkeä positiivinen kurssiajuri.

Olemme hahmotelleet IH:n arvonluontimahdollisuuksia yksinkertaistetun M&A-skenaarion kautta. Arvioimme IH:lla olevan investointikapasiteettia noin 15 MEUR ja olemme skenaariossamme olettaneet, että koko investointikapasiteetti tullaan käyttämään Palveluliiketoimintaa vahvistaviin yritysostoihin. IH on tehnyt viimeiset Palvelut-segmentin yritysostot

huokeilla arvostuskertoimilla, sillä kesäkuussa 2022 toteutetusta pienemmästä Infonia-yritysostosta maksettiin noin 3,5x oikaistu EV/EBIT-kerroin ja vastaavasti kokoluokkaa isommasta Juholasta maksettiin vuonna 2021 oikaistu EV/EBITDA-kerroin 4,5x.

Mikäli oletamme, että IH kykenisi tekemään Palveluliiketoimintaa vahvistavat yritysostot keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 5x, kasvattaisivat 15 MEUR:n yritysostot Palvelut-segmentin tulosta 3 MEUR:lla. Kun huomioidaan Palvelut-segmentin nykyinen tulostasotaso (2023e: 1,5 MEUR), nousisi segmentin vuotuinen liikevoittotaso edellisillä oletuksilla noin 4,5 MEUR:oon.

Mikäli yritysostoista maksetut arvostuskertoimet perustuisivat ostokohteiden kestäviin tulostasoihin ja ostetut liiketoiminnat olisivat IH:n olemassa olevan Palveluliiketoiminnan tapaan pääomakevyttä liiketoimintaa, voitaisiin uutta

kokonaisuutta hinnoitella arviomme mukaan karkeasti EV/EBIT-kertoimella 8-10x. Tällöin Palvelut-segmentin arvo nousisi nykyisestä 15,6 MEUR:sta noin 36-45 MEUR:oon ja IH:n yritysarvo (EV) noin 61,7-70,7 MEUR:oon. Kun huomioidaan 15 MEUR:lla kasvava nettovelka, voisi IH:n osakekannan arvo olla tässä skenaariossa 35,5-44,5 MEUR eli 5,6-7,0 euroa/osake.

Mikäli sijoittaja uskoo, että yhtiö kykenee allokoimaan käytettävissä olevat pääomat arvoa luovasti, voi nykyinen kurssitaso tarjota ostopaikan. Emme kuitenkaan ole valmiita hinnoittelemaan mahdollisia tulevia yritysostoja etukäteen sisään osien summaamme, sillä näkyvyys M&A-putkeen on heikko ja epäselvää on, voisiko yhtiö tehdä koko investointikapasiteetin edestä järkeviä yritysostoja näin huokeilla arvostustasoilla. Lisäksi on hyvin mahdollista, että yhtiö tulee käyttämään osan pääomista kiinteistöhankintoihin.

M&A-skenaario

M&A:

Investointikapasiteetti (MEUR)	15,0	Nykyisen Palveluliiketoiminnan 2023e EBIT (MEUR)	1,5
Yritysostojen EV/EBIT-kerroin	5,0x	Ostettu EBIT (MEUR)	3,0
Ostettava EBIT (MEUR)	3,0	EBIT yhteensä (MEUR)	4,5
Uuden Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä EV/EBIT-kerroin	8-10x	Palveluiden hypoteettinen EV (MEUR)	36-45

Osien summa (MEUR/EUR per osake):

Palvelut	36,0	45,0
Muut toiminnot	25,7	25,7
EV	61,7	70,7
Nettovelka	-25,7	-25,7
Vähemmistöt	-0,5	-0,5
Osakekannan arvo	35,5	44,5
Per osake	5,6	7,0

Arvonmääritys 4/4

Mielestämme on kuitenkin selvää, että mikäli IH vain löytää Palveluliiketoiminnasta mielekkäitä ostokohteita näin huokeilla arvostustasoilla (vrt. kiinteistöjen ~6-8 % kassavirtatuotot), tulisi yhtiön allokoida kaikki investoitavissa olevat pääomat Palveluliiketoimintaan.

Arvostus suhteessa EPRA NRV:hen

IH ryhtyi raportoimaan vuoden 2020 alusta uuden EPRA:n (European Public Real Estate Association) mukaisen nettovarallisuutta kuvaavan EPRA NRV - tunnusluvun. EPRA NRV:n tarkoitus on määrittää kustannus, jolla yhtiön nettovarot tai liiketoiminnot voitaisiin hankkia raportointipäivänä. EPRA NRV eroaa aiemmasta EPRA NAV:sta siten, että siinä määritetään käypä arvo yhtiön kiinteistöomaisuuden lisäksi myös Palvelusegmentille ja tietyille aineettomille omaisuuserille. Arviot tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen tah.

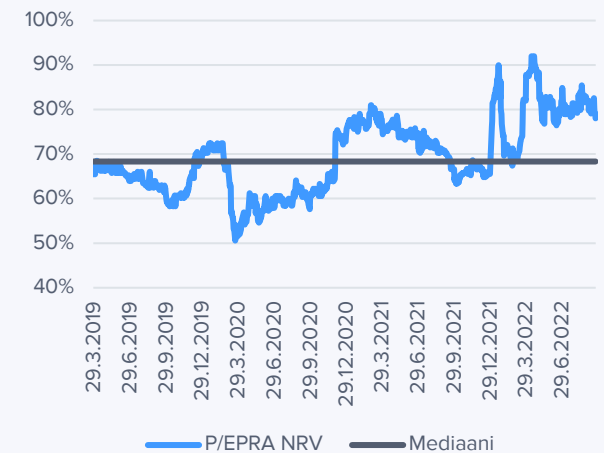
Listatut kiinteistösijoitusyhtiöt sekä puhtaat sijoitusyhtiöt ovat tyypillisesti arvostettu pörssissä alennuksella raportoituun nettovarallisuuteen nähden. Esimerkiksi eurooppalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt ovat EPRA:n tilastojen mukaan hinnoiteltu pörssissä 2000-luvulla keskimäärin noin 10 % alennuksella suhteessa EPRA-nettovarallisuuteen. Alennukselle syitä on haettu muun muassa siitä, etteivät sijoittajat omista omaisuuseriä suoraan vaan yhtiön kautta ja yhtiön hallinnosta syntyy kuluja. Myös yhtiökohtaiset tekijät kuten heikko taloudellinen suoriutuminen ja esimerkiksi portfolion rajallinen läpinäkyvyys voivat

olla mahdollisia syitä NAV-alennuksen taustalla. Lisäksi NAV-hinnoittelua ohjaa luonnollisesti myös sijoittajien odotuksissa tapahtuvat muutokset.

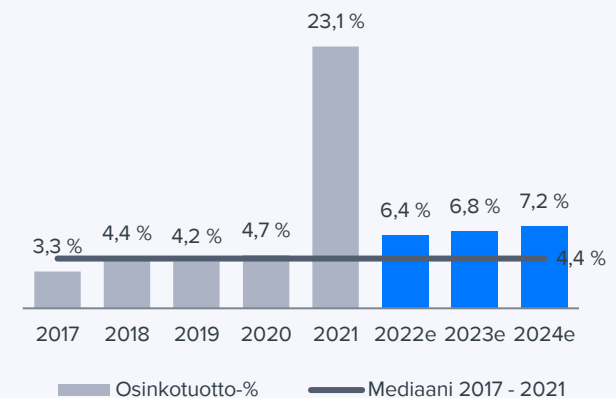
NAV-alennus voi periaatteessa antaa indikaatiota siitä, että yhtiön omaisuuseristä olisi saatavilla pörssin ulkopuolella osakemarkkinahinnoittelua korkeampi hinta. Vastaavasti NAV-preemiota voi selittää se, että sijoittajat näkevät omaisuuserien olevan yhtiön omistuksessa arvokkaampia kuin suoralla kiinteistösijoitus- tai yrityskauppamarkkinalla.

IH hinnoitellaan tällä hetkellä noin 24 % alennuksella EPRA NRV:hen nähden, kun huomioidaan osakkeesta elokuussa irronnut 0,14 euron osinko. Alennus on supistunut viimeisen vuoden aikana merkittävästi, sillä viime syksynä yhtiö hinnoiteltiin jopa 37 % NRV-alennuksella. Keskeiset ajurit alennuksen supistumisen taustalla ovat olleet viime vuonna toteutetut merkittävät kiinteistömyynnit ja alkuvuonna tehty ylimääräinen voitonjako. Alennuksen systemaattinen supistuminen alleviivaa mielestämme yhtiön tekemien pääoman allokoituspäätösten onnistuneisuutta.

Arvostus suhteessa EPRA NRV:hen



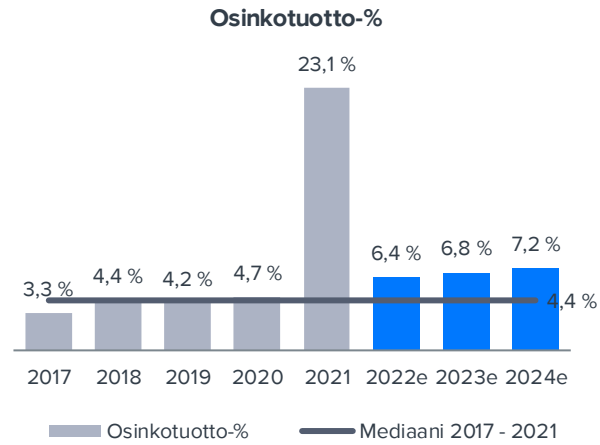
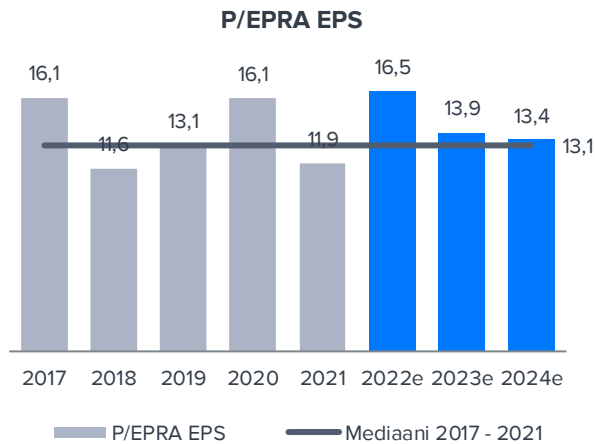
Osinkotuotto-%



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,44	5,22	5,89	5,70	5,58	4,83	4,83	4,83	4,83
Markkina-arvo	38	31	35	34	34	31	31	31	31
Yritysarvo (EV)	61	67	96	53	39	42	35	35	35
P/EPRA EPS	16,1	11,6	13,1	16,1	11,9	16,5	13,9	13,4	13,2
Osinkotuotto-%	3,3 %	4,4 %	4,2 %	4,7 %	23,1 %	6,4 %	6,8 %	7,2 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Palveluiden DCF-laskelma

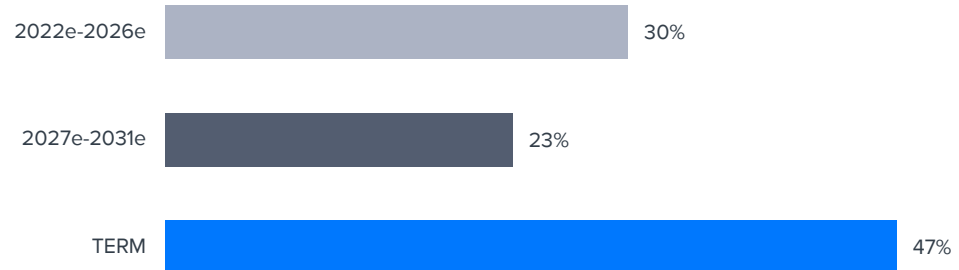
Palvelut-segmentin DCF-laskelma	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	1,1	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
-Operatiiviset verot	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
-CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	17,9
Diskontattu vapaa kassavirta	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	7,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	15,6	14,7	13,7	12,7	11,8	10,9	10,1	9,3	8,6	8,0	7,4
Velaton arvo DCF	15,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain

Pääoman kustannus (WACC)

Pääoman keskim. kustannus (WACC) **10,0 %**

Lähde: Inderes



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	65	45	44	38	38
Liikearvo	3	5	5	5	5
Aineettomat hyödykkeet	0	1	1	1	1
Käyttöomaisuus	45	34	32	26	26
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	16	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	4	4	4	4
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	4	19	15	16	17
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	1	1	1	1	1
Likvidit varat	3	17	14	15	15
Taseen loppusumma	70	63	58	54	55

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	38	37	30	32	32
Osakepääoma	3	3	3	3	3
Kertyneet voittovarat	0	0	-7	-5	-5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	35	34	34	34	34
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	19	19	21	15	16
Laskennalliset verovelat	1	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	18	19	20	15	15
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	12	7	8	7	7
Lainat rahoituslaitoksilta	4	3	4	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	8	4	4	4	4
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	70	63	58	54	55

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 (välttämättä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.3.2018	Lisää	8,00 €	7,30 €
19.4.2018	Lisää	7,90 €	6,95 €
28.5.2018	Lisää	7,90 €	7,05 €
28.8.2018	Lisää	7,70 €	6,95 €
30.11.2018	Lisää	7,30 €	6,55 €
2.3.2019	Lisää	7,40 €	7,00 €
21.5.2019	Lisää	7,10 €	6,70 €
20.8.2019	Vähennä	6,80 €	6,50 €
26.11.2019	Lisää	6,90 €	6,40 €
13.12.2019	Lisää	6,90 €	6,50 €
3.3.2020	Vähennä	6,60 €	6,30 €
19.5.2020	Vähennä	5,50 €	5,25 €
25.8.2020	Vähennä	6,00 €	5,95 €
29.9.2020	Lisää	6,00 €	5,35 €
1.12.2020	Lisää	6,30 €	5,85 €
9.3.2021	Lisää	6,30 €	5,95 €
25.3.2021	Lisää	6,50 €	5,85 €
12.5.2021	Lisää	6,50 €	5,80 €
21.5.2021	Lisää	6,10 €	5,72 €
13.8.2021	Lisää	6,50 €	5,86 €
17.8.2021	Lisää	6,30 €	5,88 €
16.11.2021	Lisää	6,20 €	5,78 €
26.11.2021	Lisää	6,20 €	5,72 €
4.1.2022	Vähennä	6,20 €	6,30 €
25.1.2022	Myy	5,20 €	6,28 €
4.2.2022	Vähennä	5,20 €	5,06 €
4.3.2022	Vähennä	5,20 €	5,04 €
17.5.2022	Vähennä	5,20 €	5,06 €
28.7.2022	Vähennä	5,30 €	5,26 €
23.8.2022	Vähennä	5,20 €	5,16 €
27.9.2022	Vähennä	4,70 €	4,83 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**