

Toivo Group

Yhtiöraportti

7.8.2024 09:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Puheille katetta

Toivon Q2-tulos oli asuntosektorin erittäin vaikeaan markkinatilanteeseen nähden absoluuttisesti melko hyvä, mutta jäi odotuksistamme portfolion myyntitappion, pienempien käypien arvojen muutosten ja operatiivisen suorituksen jäätyä hieman ennusteistamme. Tulosohjeistukseen kohdistuu mielestämme painetta, mutta lähivuosien ennusteemme ovat aiempaa tukevammalla pohjalla yhtiön noin 70 MEUR:n uusien sopimusten ansiosta. Nykykurssilla (2024-25e: P/NAV 1,10-0,98x) sijoittaja pääsee kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon lähes tasearvostuksin ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin käytännössä ilmaiseksi. Nostamme tavoitehintamme 1,25 euroon riskitason laskun myötä (aik. 1,20 €) ja toistamme lisää-suosituksemme.

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

Toivon Q2-liikevaihto kasvoi 18,1 MEUR:oon (Q2'24: 6,1 MEUR) kuluttajakohteiden valmistumisten ja projektinjohtohankkeiden ajamana. Liikevoitto laski 1,2 MEUR:oon vertailukauden 2,9 MEUR:sta ja jäi odotuksistamme (2,8 MEUR). Odotuksista jäämisen taustalla oli odotuksia suurempi portfolion myyntitappio, pienemmät käypien arvojen muutokset ja jonkin verran odotuksia heikompi operatiivinen suoritus. Kvartaalin operatiivista suoritusta suhteessa ennusteisiimme kuvaa paremmin nähdäksemme operatiivinen kassavirta (FFO) 1,2 MEUR, joka jäi noin 0,4 MEUR ennusteestamme. Vaikka Q2 jäi odotuksista, oli se nähdäksemme asuntosektorin erittäin vaikeaan markkinatilanteeseen nähden melko hyvä suoritus. Asuntogryndin ja projektinjohtourakoinnin myyntikate oli olosuhteisiin nähden hyvällä noin 14 %:n tasolla. Vuokrausaste (92,1%) jatkoi yhä laskutrendissä (Q1'24: 92,9 %) vuokrankorotusten ja pk-seudun vaikean markkinan ajamana. Osakekohtainen NAV laski hieman Q1'24-tasosta (0,96 €) 0,94 euroon. Toivo myi Q2:lla yhteensä merkittävän noin 30 MEUR:n asuntokokonaisuuden, arvoimme mukaan noin 3-4 %:n alennuksella suhteessa tasearvoihin. Pitkien korkojen laskettua myyntiajankohdasta, näemme nykyiset tasearvostukset varsin kurantteina. Suhtaudumme positiivisesti myynteihin, sillä ne laskivat Toivon velkaantuneisuutta ja riskitasoa huomattavasti ja mahdollistivat investointien käynnistämisen sekä ovat osoitus yhtiön taseen likvidiydestä. Q2:n positiivisinta antia oli yhtiön uutisvirta ja Toivo tiedotti yhteensä kvartaalin aikana noin 70 MEUR:n edestä uusista hankkeista.

Tulosohjeistukseen kohdistuu painetta, lähivuosien ennusteet uusien sopimusten myötä tukevammalla pohjalla

Toivo toisti ohjeistuksensa, joka indikoi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 MEUR 2024 ja liikevoiton 8–14 MEUR (H1: 2,3 MEUR). Ennustamme yhtiön kykenevän 6,4 MEUR ja 7,9 MEUR tasoihin, joten olemme aivan ohjeistuksien alarajalla. Uusia hankkeita erityisesti oman taseen hankkeet tukevat loppuvuoden tulospainetta ja yhtiö on päässyt aloittamaan useampia projektinjohtohankkeita. Yhtiö myös pyrkii käynnistämään uusia vuokra-asuntokohteita vielä loppuvuonna, joita emme ole juuri huomioineet ennusteissa. Kuluvan vuoden EPS-ennusteemme nousi rahoituskustannusennusteiden laskettua. 2025 tulosennusteemme on lähes ennallaan, mutta tukevammalla pohjalla uusien sopimusten myötä ja 2026 ennusteemme nousi noin 20 % (NAV/osake +5 %). Q2:n uutisvirta vahvisti näkemystämme siitä, että Toivolla on hyvät mahdollisuudet selviytyä nykyisestä erittäin vaikeasta rakennussektorin tilanteesta ulos yhtenä voittajista, mikä tulee arviomme mukaan vahvistamaan sen suhteellista asemaa. Arvioimme yhtiön kykenevän noin 14 MEUR oik. liikevoittoon vuonna 2026 (tavoite 2026 20 MEUR). Viimeaikainen korkotason lasku tukee myös näkemystä asteittain parempaan päin kääntyvästä markkinatilanteesta.

Tuotto-odotus on houkutteleva rakennusyhtiön kääntyessä lähivuosina

Arvonmäärittämismenetelmämme antavat Toivon osakkeen arvoksi 0,93-1,32 euroa (aik. 0,78-1,23 e). Osien summa tarjoaa 18 %:n nousuvaraa, mikä kertoo yhtiön potentiaalista volyymin jälleen käynnistyessä ja epävarmuuden väistyessä. Toivo arvostetaan 2024-25 ennusteillamme lähes linjassa osakekohtaisen nettovarallisuuden (P/NAV 2024e 1,10x-0,98x) kanssa. Nykykurssilla sijoittaja pääsee Toivossa kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon lähes tasearvostuksilla (Inderes arvio: nettotuottovaatimus ~5,15 %) ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin ilmaiseksi. Lähivuosien investointinäkömään ja asuntomarkkinan kehitykseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta, mutta uudet sopimukset ja laskenut velkaantuneisuus ovat mielestämme laskeneet yhtiön riskiprofilia. Toivon osake on mielestämme hyvä tapa ottaa näkemystä asuntorakentamisen elpymiseen nykyisiltä pohjatasoilta. Korkotason todennäköisempi lasku tukee myös mielestämme sektorin yhtiöiden arvostuksia.

Suositus

Lisää

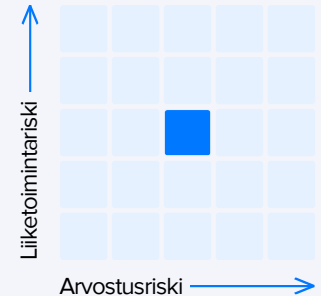
(aik. Lisää)

1,25 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,12



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokratuotot	7,2	7,5	7,6	9,2
kasvu-%	84 %	4 %	2 %	20 %
Käyvän arvon muutokset	-7,1	1,5	5,7	6,7
Liikevoitto	-0,3	7,9	12,4	16,4
EPS (raportoitu)	-0,08	0,06	0,12	0,17
FFO per osake	0,03	0,03	0,05	0,09
NAV per osake	0,98	1,02	1,15	1,33

P/E (raportoitu)	-13,5	18,9	9,5	6,6
P/NAV	1,1	1,1	1,0	0,8

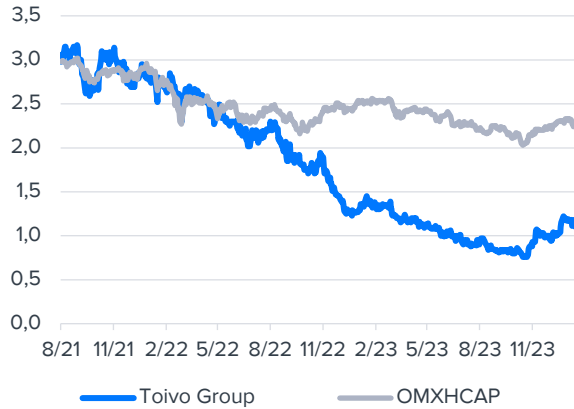
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

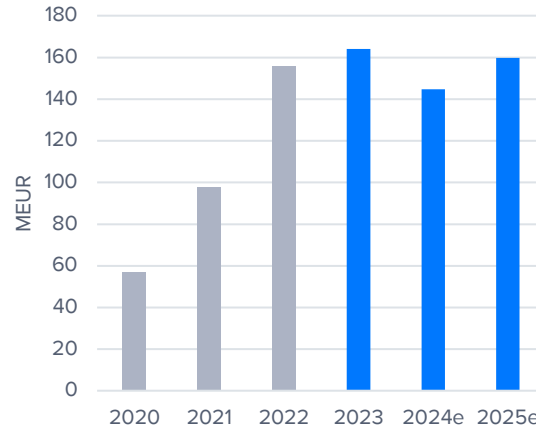
Yhtiö arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024. Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024

Osakekurssi

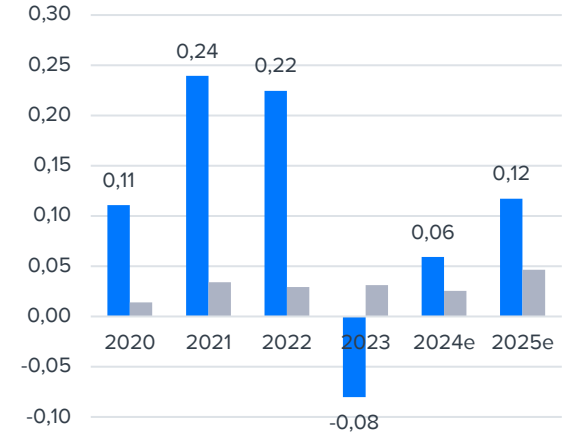


Lähde: Millistream Market Data AB

Kiinteistöportfolion arvo



Raportoitu EPS ja FFO per osake



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,12	1,12	1,12
Markkina-arvo	66	66	66
Nettovelat	103	73	84
Pääomalainat	17	18	18
EV	186	156	168
P/NAV	1,1	1,1	1,0
P/E	neg	19	9,5

Lähde: Inderes

Tulos jäi odotuksista, mutta tilauskanta kehittyi hyvin Q2:lla

Liikevaihto kasvoi vahvasti

Toivon liikevaihto kasvoi Q2:lla todella selvästi 18,1 MEUR:oon (Q1'23: 6,1 MEUR), mutta jäi hieman 18,9 MEUR:n odotuksestamme. Kasvun taustalla on erityisesti kuluttajakohteiden valmistumiset ja projektinjohtohankkeet. Katsauskaudella valmistui yhteensä kolme omistusasuntohanketta ja kolme projektinjohtourakointihanketta. Huomautamme, että Toivon liikevaihdon kvartaalikohtainen ennustaminen on hyvin haastavaa ja heilunta voi olla merkittävää riippuen kohteiden valmistumisen ajoituksesta. Kiinteistöportfolion vuokratuotot jatkoivat lähes odotetusti noin 12 % kasvussa suhteessa vertailukauteen asuntokannan kasvun sekä vuokrien korotusten tukemana. Nettotuotot jäivät sen sijaan ennusteistamme. Taustalla oli arviomme mukaan kylmä kevät sekä jonkin verran odotuksiamme matalampi vuokrausaste. Vuokrausaste jatkoi yhä laskutrendissä ja oli 92,1 % (Q2'23: 97,8 %, Q1'24: 92,9 %). Matalamman vuokrausasteen taustalla on

vaikeana jatkunut pääkaupunkiseudun vuokramarkkina ja vuokrankorotukset.

Tulos jäi ennusteista

Asuntogryndin ja projektinjohtourakoinnin myyntikate oli olosuhteisiin nähden hyvällä noin 14 %:n tasolla (Inderes ennuste 15 %). Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset sekä luovutusvoitot ja -tappiot erä oli odotuksiamme suuremmat -1,2 MEUR (Inderes ennuste -0,3 MEUR:oon). Olemassa olevien sijoituskiinteistöjen arvostuksiin ei tullut muutoksia, kun me olimme odottaneet inflaation ajamaa noin 0,5 MEUR positiivista muutosta. Mahdolliset olemassa olevien sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset vaikuttavatkin tulevan kokonaan Q4:lle (Ennuste +1,1 %). Toivo myi Q2:n aikana yhteensä asuntoja sijoituskiinteistöportfoliostaan noin 30 MEUR:lla ja kirjasi tästä arviomme mukaan noin -1,3-1,4 MEUR (~4 % arvosta) myyntitappion, mikä oli odotuksiamme (-0,8 MEUR) hieman suurempi. Myyntitappiosta huolimatta suhtaudumme

positiivisesti myynteihin, sillä ne laskivat Toivon velkaantuneisuutta ja riskitasoa huomattavasti ja mahdollistivat investointien käynnistämisen.

Kiinteät kulut olivat hieman odotuksiamme suuremmat. Edellisten erien summana Toivon liikevoitto asettui Q2:lla noin 1,2 MEUR:oon, joka jäi melko selvästi 2,8 MEUR:n ennusteestamme. Arviomme mukaan yhtiöllä oli muutamia enemmän myymätön asunto odotuksiamme nähden, joka myös painoi tulosta. Rahoituskulut sen sijaan olivat hieman ennusteitamme pienemmät (-1,0 vs 1,2 MEUR). Näin ollen Toivon Q2:n EPS oli 0,01 euroa (Inderes ennuste 0,02 €).

Eriteltynä tuloksen odotuksista jäämisen taustalla oli: asuntoportfolion luovutustappio (-1,4 MEUR vs -0,8 MEUR ennuste), odotuksia pienemmät käyvän arvon muutokset (0,2 vs 0,5 MEUR), kiinteistöjen hoitokulut (-0,7 vs. -0,5 MEUR) sekä asuntogryndin ja projektinjohtourakoinnin hieman odotuksia matalampi kate (2,2 vs. 2,6 MEUR).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto yhteensä	6,1	18,1	18,9				-4 %	47,0
Vuokratuotot	1,7	1,9	1,9				-2 %	7,5
Nettovuokratuotot	1,2	1,2	1,4				-20 %	5,0
Käyvän arvon muutokset	1,2	-1,2	-0,3				-354 %	1,5
Liikevoitto	2,9	1,2	2,8				-59 %	7,9
FFO	0,4	1,2	1,6				-25 %	1,3
EPS	0,03	0,01	0,02				-71 %	0,06
FFO per osake kasvu-%	-3 %	175 %	268 %				-92,7 %-yks.	-31 %

Lähde: Inderes

Q1'24 Toimitusjohtajan haastattelu



Posiivista uutisvirtaa Q2:lla

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q2:n lopussa 135,1 MEUR (Q1'24: 165,4 MEUR). Yhtiön LTV laski 51 %:iin (Q1: 63 %) ja omavaraisuusaste nousi 43 %:iin (Q1: 37 %) myyntien ajamana. Osakekohtainen NAV oli Q2:n lopussa 0,94 euroa (Q1'24: 0,96 euroa). Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO) oli 1,2 MEUR, kun me olimme odottaneet noin 1,6 MEUR:a.

Uusia rakennushankkeita noin 70 MEUR:n edestä

Positiivisesti Q2:lla edelleen erittäin vaikeassa markkinatilanteessa Toivo solmi katsauskaudella noin 100 MEUR edestä uusia sopimuksia, joista valmiiden kiinteistöjen myynti oli noin 30 MEUR ja rakennettavien kiinteistöjen myyntiä noin 70 MEUR. Uusista sopimuksista erityisen merkittävä on 42 MEUR:n [Nuveen](#) perheasuntokauppa. Tästä uusia rakennettavia kohteita on noin 37 MEUR.

Ohjeistukseen kohdistuu loppuvuonna painetta, vaikka uudet sopimukset tukevat jo loppuvuotta

Toivo toisti ohjeistuksensa ja ohjeistaa liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa ja liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa vuonna 2024. H1:n jälkeen yhtiöllä on kasassa liikevoittoa noin 2,3 MEUR, jonka myötä ohjeistukseen kohdistuu nähdäksemme painetta odotuksiamme heikomman H1:n jälkeen. H2:sta tukee yhtiön tiedottamat useat uudet projektit, joista erityisesti omaan taseeseen tulevat noin 17,5 MEUR:n yhteiskuntakiinteistöhankkeet ja Järvenpään 4 MEUR:n erikoistilannehanke. Toivolla oli Q2 lopussa 10 myymätöntä asuntoa.

Ennustetaulukko	Q2'23		Q2'24		Konsensus		Erotus (%)		2024e	
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto yhteensä		6,1	18,1	18,9				-4 %		47,0
Vuokratuotot		1,7	1,9	1,9				-2 %		7,5
Nettovuokratuotot		1,2	1,2	1,4				-20 %		5,0
Käyvän arvon muutokset		1,2	-1,2	-0,3				-354 %		1,5
Liikevoitto		2,9	1,2	2,8				-59 %		7,9
FFO		0,4	1,2	1,6				-25 %		1,3
EPS		0,03	0,01	0,02				-71 %		0,06
FFO per osake kasvu-%		-3 %	175 %	268 %				-92,7 %-yks.		-31 %

Lähde: Inderes

Q1'24 Webcast



Tulosohjeistukseen kohdistuu painetta, vuodet 2025-26e tukevammalla pohjalla

Odotuksistamme jäänyt alkuvuosi aiheuttaa ohjeistuksen pitävyyteen painetta

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja ohjeistaa liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa ja liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa vuonna 2024. Ennusteisiimme nähden H1-tulosalitus ja hyvin todennäköisesti loppuvuonna vaikeana säilyvä asuntomarkkinan tilanne aiheuttavat arviomme mukaan jossain määrin painetta yhtiön ohjeistukseen pitämiseen loppuvuonna. Ennustamme kuluvan vuoden liikevoiton olevan aivan ohjeistuksen alalaidalla 7,9 MEUR:ssa. Oik. liikevoiton ennustamme olevan ohjeistuksen sisällä 6,4 MEUR:ssa.

Odotamme kiinteistökantaan 1,1 %:n positiivista käyvän arvon muutosta (1,5 MEUR) vuoden lopussa, kun yhtiön ohjeistus indikoi noin 1,5 %:n käyvän arvon

muutosta. Käyvän arvon muutosta ajaa inflaatio ja odotamme tuottovaatimuksen pysyvän vielä ennallaan. Q2:lla tiedotetuista hankkeista loppuvuonna tulosta tukee erityisesti kehitysvoitoina tuloutuvat omaan taseeseen tehtävät yhteiskuntakiinteistöhankkeet sekä Järvenpään erikoistilannekohde.

Q2:n positiivinen uutisvirta tukee lähivuosien ennusteitamme

Kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme on lähes ennallaan, mutta EPS-ennusteemme nousi 20 %. EPS-ennustetta nosti rahoituskuluennusteiden lasku yhtiön velkaantuneisuuden laskettua selvästi.

Lähivuosien ennusteemme nousivat uusien sopimusten tuoman paremman näkyvyyden myötä. Arvioimme mukaan Toivon kilpailuasema on hyvä rakennusalan syklin kerätessä jälleen vauhtia

lähivuosina. Volyymiennusteissamme ei tapahtunut suurta muutosta, mutta nyt odotamme oman taseen investointien vastaavan aiempaa suurempaa osaa verrattuna gryndihankkeisiin. Odotamme yhtiön tekevän erityisesti yhteiskuntakiinteistöjä oman taseen kautta. Tämä laski kassavirtaennusteitamme, mutta odotamme yhtiön kierrättävän pääomia myymällä kohteita, joka vapauttaa pääomia.

Toivolla on mielestämme hyvät mahdollisuudet selviytyä nykyisestä erittäin vaikeasta rakennussektorin tilanteesta ulos yhtenä voittajista, mikä tulee arviomme mukaan vahvistamaan sen suhteellista asemaa. Arvioimme yhtiön kykenevän nykyisillä pääomillaan noin 14 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon vuonna 2026 (tavoite 2026 20 MEUR).

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	50,0	47,0	-6 %	51,7	50,8	-2 %	74,4	61,8	-17 %
Vuokratuotot	7,7	7,5	-2 %	7,7	7,6	-1 %	8,1	9,2	13 %
Nettovuokratuotot	5,6	5,0	-10 %	5,6	5,2	-8 %	6,0	6,6	10 %
Käyvän arvon muutokset	0,1	1,5	1805 %	2,2	5,7	155 %	2,0	6,7	237 %
Liikevoitto	8,0	7,9	-1 %	12,4	12,4	0 %	13,6	16,4	21 %
FFO	1,7	1,7	0 %	2,9	1,5	-48 %	5,6	2,7	-51 %
EPS (raportoitu)	0,05	0,06	20 %	0,12	0,12	-2 %	0,14	0,17	24 %
NAV/osake	1,02	1,02	0 %	1,14	1,15	1 %	1,27	1,33	5 %

Tuotto/riski-suhde markkinan elpyessä (1/2)

Kohtuullinen arvostus pitää tuotto/riski-suhteen houkuttelevana

Olemme tarkastelleet Toivon arvostusta osien summa -laskelman, lähimmän verrokkiyhtiö K-Fastigheterin arvostuskertoimien ja vuoden 2024 NAV-ennustemme nykyarvon kautta. Edellä mainituilla menetelmillä Toivon osakkeen arvo liikkuu 0,93-1,32 euron (aik. 0,78-1,23e) välillä. Arvostushaarukka on erittäin leveä, ja verrokkihinnoitteluun painottuva matala alalaita vaatisi lyhyen tähtäimen riskien realisoitumista. Nykykurssi ei jätä juuri arvoa yhtiön hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentialille. Näin rakennuttamisen volyymien jälleen vahvemmin elpyessä arvioimme nykyisessä arvostuksessa olevan nousuvaraa. Nykyisessä epävarmuudessa emme kuitenkaan usko markkinan olevan vielä valmis hinnoittelemaan tätä potentiaalia lyhyellä aikavälillä.

Näemmekin maltillisen arvostuksen, riskitason laskun ja korkojen laskuun kääntymisen pitävän osakkeen tuotto/riski-suhteen positiivisena. Nostamme tavoitehintamme 1,25 euroon ja toistamme lisää-suosituksemme. Selkeimmät lyhyen tähtäimen positiiviset ajurit tavoitehintamme saavuttamiseksi ovat mielestämme korkotason lasku, uusien hankkeiden käynnistäminen ja mahdollisesti odotuksiamme paremmat katteet myyntikohteista.

Osien summa tarjoaa nousuvaraa, laskelma kuitenkin herkkä käytetyille oletuksille

Osien summa -laskelma tarjoaa mielestämme hyödyllisen työkalun Toivon arvostuksen tarkasteluun, sillä se havainnollistaa yhtiön arvon

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

Olemme arvostaneet osien summa -laskelmassa Toivon sijoituskiinteistöt 2024 ennustemme mukaisesti 145 MEUR:oon. Toivon rakennuttamistoiminnan arvo laskelmassa on 53 MEUR:ssa (aik. 53 MEUR). Arvioimme kehitysinvestointien tason vuosien 2026-2027 keskiarvon perusteella. Olemme diskontanneet arvoa vuodella. Huomautamme, että arvioimallamme normalisoidulla kannattavuustasolla ja yhtiön tavoittelemilla pidemmän aikavälin investointivolyymeillä arvo olisi merkittävästi nykyistä korkeampi.

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmassamme 24 MEUR (aik. -26 MEUR). Nettovelat ja pääomalainat kuvaavat 2024e lopun tilannetta.

Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,32 euroa. Kokonaisuudessaan osien summan perusteella Toivon osakkeessa olisi nähtävissä nousuvaraa. Huomionarvoista kuitenkin on, että osien summa on hyvin herkkä käytetyille oletuksille.

Arvostus lähimmän verrokin K-Fastigheterin valossa

Pohjoismaisen listatun asuntosektorin kontekstissa Toivolle parhaaksi verrokkiksi identifioituu mielestämme liiketoimintamallinsa puolesta edelleen

ruotsalainen K-Fastigheter. K-Fastigheterin portfolio piti Q2:n lopussa sisällään noin 5 160 valmista vuokra-asuntoa, jotka sijaitsivat valikoiduissa Etelä- ja Länsi-Ruotsin kaupungeissa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli rakenteilla yli 1 700 asuntoa ja kehityssalkussa tuhansia asuntoja. K-Fastigheterin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q2:n lopussa noin 1,16 mrd. euroa. Yhtiö on myös myynyt viimeaikoina kohteitaan vapauttaakseen pääomia ja laskeakseen velkaantuneisuuttaan.

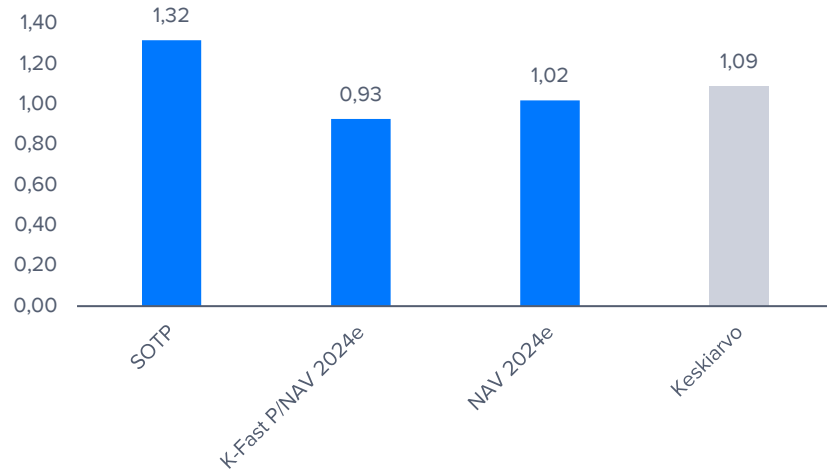
K-Fastigheter arvostetaan tällä hetkellä noin 9 % alle osakekohtaisen NAV:in. K-Fastigheterin hinnoittelulla Toivon osakkeen arvoksi tulisi vuosien 2024 NAV-ennusteellamme 0,93 euroa. Verrokkien arvostukset ovat paikoin hyvin matalia, eivätkä taseet ole nähdäksemme välttämättä vieläkään täysin korjanneet alaspäin. Tämän takia emme nojaa liikaa arvostuksessa K-Fastigheteriin, mutta yhtiön ja myös muiden verrokkien (Kojamo ja Balder) matalat arvostukset rajaavat mielestämme Toivon osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. Rakennussektorin verrokkien viime aikojen arvostustasojen nousu tukee mielestämme kuitenkin jossain määrin Toivon arvostusta.

Arvostus 2024 NAV-ennusteen kautta tarkasteltuna

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

Tuotto/riski-suhde markkinan elpymässä (2/2)

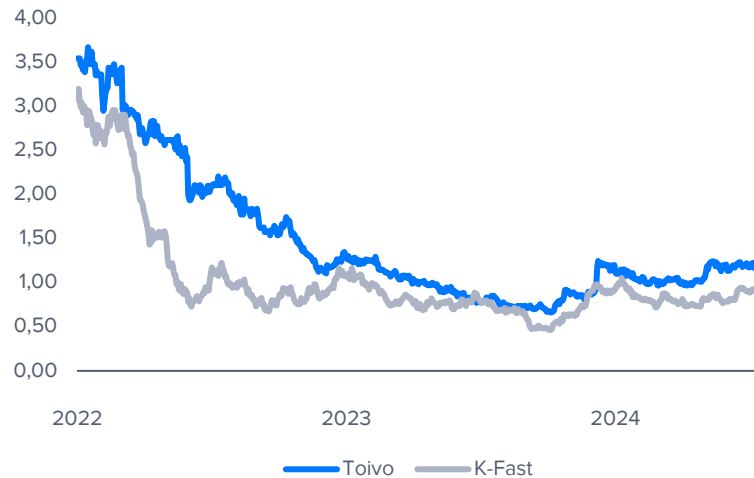
Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



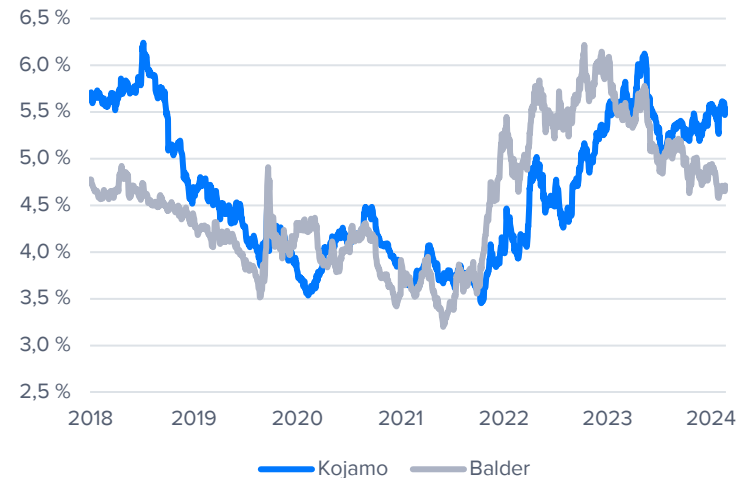
SOTP

Sijoituskiinteistöt 2024e	145
Rakentaminen	53
Konsernikulut	-24
EV	174
Nettovelka 2024e	-80
Pääomalainat 2024e	-17
Osakekannan arvo	77
Per osake	1,32

Toivo Groupin ja verrokkiyhtiö K-Fastigheterin P/NAV



Implisiittinen nettotuottovaatimus¹



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	13,6	20,3	13,6	6,1	13,9	10,1	43,7	10,3	18,1	8,9	9,7	47,0	50,8	61,8	69,7
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset	13,3	12,4	1,3	1,2	0,4	-9,9	-7,1	-0,1	-1,2	0,6	2,2	1,5	5,7	6,7	7,5
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-8,5	-13,7	-10,9	-3,5	-11,2	-6,9	-32,6	-7,3	-14,0	-6,3	-7,0	-34,5	-38,4	-46,0	-52,3
Henkilöstökulut	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-1,2	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-2,1	-1,4	-1,6	-1,8
Poistot ja arvonalentumiset	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut	-1,4	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-3,0	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9	-3,9	-3,9	-4,2	-4,4
Liikevoitto	15,8	15,6	2,8	2,9	2,1	-8,1	-0,3	1,2	1,2	1,9	3,7	7,9	12,4	16,4	18,5
Rahoitustuotot	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-0,7	-1,2	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-3,9	-1,2	-1,0	-0,9	-0,9	-4,0	-3,7	-3,8	-3,8
Tulos ennen veroja	15,1	14,8	2,2	2,2	1,1	-9,7	-4,2	0,0	0,1	1,0	2,8	3,9	8,7	12,6	14,7
Tilikauden verot	-0,8	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-1,3	0,0	-0,8	-0,1	-0,1	-1,0	-0,6	-1,2	-1,4
Laskennallisten verojen muutos	-2,3	-2,6	-0,3	-0,4	-0,2	2,0	1,1	0,1	1,0	-0,1	-0,4	0,6	-1,1	-1,3	-1,5
Katsauskauden tulos	12,1	12,1	1,6	1,7	0,9	-8,5	-4,4	0,1	0,4	0,8	2,3	3,5	7,0	10,1	11,7
Vähemmistöt	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	11,9	12,0	1,6	1,6	0,9	-8,5	-4,4	0,1	0,4	0,8	2,2	3,5	6,9	10,0	11,6
EPS	0,24	0,22	0,03	0,03	0,02	-0,15	-0,08	0,00	0,01	0,01	0,04	0,06	0,12	0,17	0,20
FFO	1,7	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,0	1,2	0,4	0,5	1,5	2,7	5,0	7,0
FFO per osake	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,02	0,01	0,01	0,03	0,05	0,09	0,12

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	157	165	145	160	170
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	156	164	145	160	169
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	31	29	25	31	37
Vaihto-omaisuus	15	13	8	13	15
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	7	8	8	10
Likvidit varat	6	9	9	10	12
Taseen loppusumma	188	194	170	191	207

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	70	69	72	79	89
Osakepääoma	1	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	33	29	33	39	49
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	35	35	35	35	35
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	101	109	88	101	105
Laskennalliset verovelat	7	6	5	6	8
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	94	103	82	94	97
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	16	16	10	11	14
Korolliset velat	4	4	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12	12	10	11	14
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	188	194	170	191	207

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**