

Toivo Group

Yhtiöraportti

7.11.2024 08:55



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Syklin pohjaa kolkutellaan

Toivon Q3-raportti oli kokonaisuutena odotustemme mukainen, mutta teimme pieniä ennustelaskuja pitkittyneen heikon yleisen talousnäkymän ajamana. Toivon nykyinen hankekanta antaa eväät ensi vuonna selkeälle tulosparannukselle ja näemme yhtiössä selvää tuloskasvupotentiaalia asuntorakentamisen syklin asteittain parantuessa. Nykykurssilla (2024-25e: P/NAV 1,10-0,95x) sijoittaja pääsee kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon lähes tasearvostuksin ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaaloin käytännössä kaupan päälle. Laskemme tavoitehintamme 1,25 euroon (aik. 1,30 €) ennustemuutoksia peilaten ja toistamme lisää-suosituksemme.

Tulos oli isossa kuvassa linjassa laskeneisiin odotuksiimme

Toivon Q3-tulos oli kokonaisuutena melko linjassa tulosvaroituksen jälkeen laskeneisiin odotuksiimme. Liikevaihto laski vertailukaudesta 4,2 MEUR:oon (Q3'23: 13,9 MEUR) ja jäi hieman odotuksistamme. Katsauskaudelle tuloutui arviomme mukaan vain muutamien asuntojen myynnit ja projektinjohtourakointihankkeiden liikevaihto jäi matalalle tasolle. Positiivisella puolella brutto- ja nettovuokratuotot kehittyivät odotuksiamme paremmin, vaikka vuokrausaste oli Q3:lla edelleen matalalla 91,2 %:n tasolla. Liiketulos asetui 1,1 MEUR:oon, joka ylitti hieman 0,9 MEUR:n odotuksemme, mutta hankkeille aktivoitujen henkilöstökulut huomioiden liiketulos oli käytännössä linjassa odotustemme kanssa. Kassavirta (FFO) jäi kuitenkin heikoksi tuloksen painoutuessa ei-kassavirtavaikutteisiin kehitysoittoihin. FFO ei tosin kuvaa yhtiön nykystrategiassa parhaiten enää kassavirtaa, kun Toivo realisoi omaan taseeseen tehtyjen kohteiden aiemmin tuloutettuja ei-kassavirtavaikutteisia kehityskatteita myös myyntien kautta (esim. [Niam](#)). Yhtiöllä on toki vielä todistettavaa, että se saa tämän koneiston tasaisesti pyörimään. Osakohtainen NAV nousi hieman edelliskvartaalista ja oli 0,95 euroa (Q2'24: 0,94 €).

Heikon syklin pohja on käsillä, mutta ripeää vahvistumista ei ole näköpiirissä

Toivo toisti hiljattain lasketun ohjeistuksensa ja arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 4-7 MEUR ja liikevoiton olevan 4-10 MEUR. Laskimme kuluvan vuoden oik. liikevoittoennustettamme hieman 5,4 MEUR:oon ja liikevoittoa hieman selkeämmin 5,8 MEUR:oon. Arvioimme arviointijoiden olevan edelleen varovaisia vuodenvaihteen käypien arvojen päivityksessä transaktiomarkkinan pysyttyä yhä hyvin alakuloisena. Lähivuosien ennusteemme ovat lähes ennallaan ja NAV/osake-ennusteemme laski 2 %. Arvioimme mukaan olemme nyt pääkaupunkiseudun vuokramarkkinan pohjatasolla, ja markkinavuokrausasteet ovat kääntyneet nousuun (Toivon vuokrausaste lokakuussa 95 %), jota tukee asuntorakentamisen romahdus. Lisäksi korkotason lasku tulee tukemaan ensi vuonna asuntokauppaa, mutta uudisasuntojen markkina tulee todennäköisesti edelleen säilymään nihkeänä. Toivon nykyinen hankekanta mahdollistaa lähivuosina selkeän tulosparannuksen ja arvioimme liikevoiton nousevan 14,3-16,3 MEUR:oon vuosina 2025-26 asteittain paranevassa markkinassa.

Tuotto-odotus on houkutteleva rakennussyklin kääntyessä lähivuosina

Olemme arvioineet Toivon osakkeen käyväksi arvoksi 0,98-1,37 euroa (aik. 0,98-1,46 e). Osien summa tarjoaa 26 %:n nousuvaraa, mikä kertoo yhtiön potentiaalista volyymin jälleen lähtiessä kasvuun ja epävarmuuden väistyessä. Toivo arvostetaan hieman yli sen osakekohtaisen nettovarallisuuden (2024-25e: P/NAV 1,10-0,95x). Nykykurssilla sijoittaja siis pääsee Toivossa kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon lähes tasearvostuksilla (portfolion nettotuottovaatimus ~5,05 %) ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaaloin kaupan päälle (NAV/osake kasvu 25e-27e 16 % p.a.). Lähivuosien investointinäkymän ja asuntomarkkinan kehitykseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta, mutta uudet sopimukset, laskenut korkotaso ja laskenut velkaantuneisuus ovat mielestämme laskeneet osakkeen riskiprofiilia. Toivon osake on mielestämme hyvä tapa ottaa näkemystä asuntorakentamisen elpymiseen nykyisiltä pohjatasoilta.

Suositus

Lisää

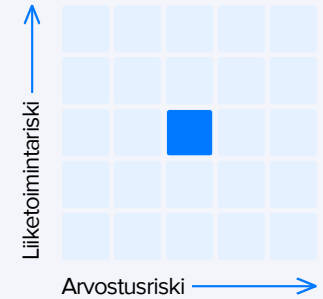
(aik. Lisää)

1,25 EUR

(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

1,085



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokratuotot	7,2	7,8	7,5	8,8
kasvu-%	84 %	8 %	-3 %	17 %
Käyvän arvon muutokset	-7,1	0,7	6,3	7,6
Liikevoitto	-0,3	5,8	14,3	16,3
EPS (raportoitu)	-0,08	0,02	0,15	0,17
FFO per osake	0,03	0,00	0,06	0,07
NAV per osake	0,98	0,98	1,14	1,33
P/E (raportoitu)	-13,5	45,6	7,5	6,3
P/NAV	1,10	1,10	0,95	0,82

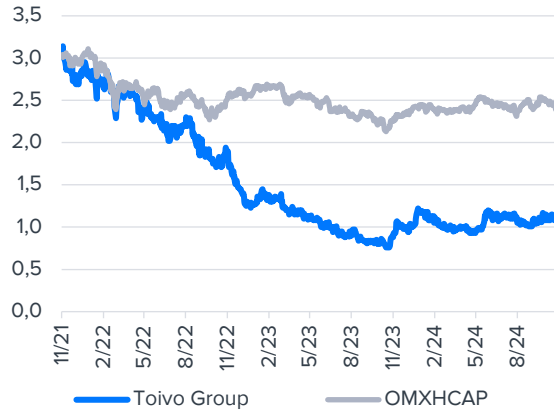
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

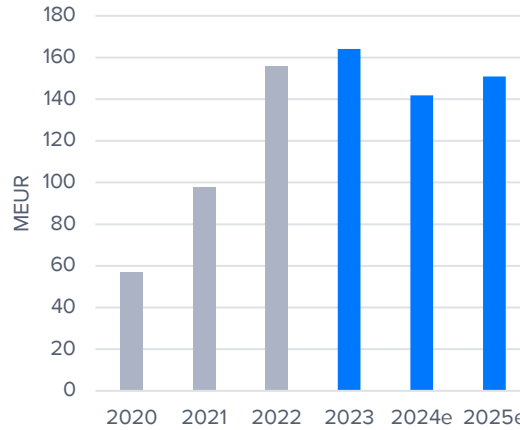
Yhtiö arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 4–7 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. – 31.12.2024. Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 4–10 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. – 31.12.2024

Osakekurssi

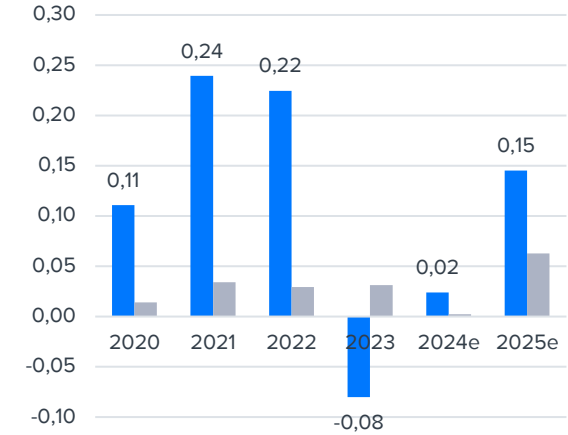


Lähde: Millstream Market Data AB

Kiinteistöportfolion arvo



Raportoitu EPS ja FFO per osake



Arvoajurit

- Kasvukeskuksiin keskittynyt hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Korkeiden korkojen lasku tukee sijoittajakysynnän vahvistumisen ja kiinteistöjen arvonnousun kautta
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen ja kuoriutuminen yhtenä vaikean markkinasyklin voittajina
- Skaalautuva kulurakenne
- Yleinen vuokrien kehitys jäänyt pääkaupunkiseudulla jälkeen inflaatiosta, jonka myötä vuokrissa nousuvaraa



Riskitekijät

- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Merkittävä osa liiketoiminnan tuotoista ei kassavirtaa ilman kiinteistömyyntejä (kehitysvoitot)
- Vahva herkkyys korkotason muutoksille
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä
- Projektiriskit rakentamisessa

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,09	1,09	1,09
Markkina-arvo	64	64	64
Nettovelat	78	78	75
Pääomalinat	18	18	18
EV	159	159	157
P/E	46	7,5	6,3
P/NAV	1,10	0,95	0,82
EV/EBIT	27,5	10,9	10,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	13,8 %	17,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,8 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Vaisu, mutta kokonaisuutena odotustemme mukainen tulostaso

Liikevaihto jäi odotuksiamme matalammalle tasolle

Toivon Q3-liikevaihto laski selvästi vertailukaudesta 4,2 MEUR:oon (Q3'23: 13,9 MEUR) ja jäi hieman odotuksistamme. Katsauskaudelle tuloutui arviomme mukaan vain muutamien asuntojen myynnit ja projektinjohtourakointihankkeiden liikevaihto jäi odotuksiamme matalammalle tasolle.

Vertailukaudella liikevaihtoa tuki projektinjohtourakointihankkeet sekä myös yhden isomman myyntikohteen valmistuminen. Huomautamme, että Toivon liikevaihdon kvartaalikohtainen ennustaminen on hyvin haastavaa ja heilunta voi olla merkittävää riippuen kohteiden etenemisen ja valmistumisen ajoituksesta.

Kiinteistöportfolion vuokratuotot kehittyivät odotuksiamme paremmin ja kasvoivat yhä 11 % vertailukaudesta asuntomyynneistä huolimatta. Nettotuotot kehittyivät niin ikään odotuksiamme paremmin vuokratuottojen kasvun mukana. Portfolion vuokratuottokyky vaikuttaakin aiempaa arviotamme paremmalta huomioiden, että vuokrausaste pysyi edelleen matalalla 91,2 %:n tasolla (Q3'23: 98 %). Vuokrausasteen lasku johtuu yhtiön tekemistä vuokrankorotuksista ja edelleen vaikeana

pysyneestä Pääkaupunkiseudun vuokramarkkinasta. Yhtiö kommentoi lokakuun vuokrausasteen nousseen 95 %:iin.

Tulos linjassa

Liiketulos asetui 1,1 MEUR:oon, joka ylitti hieman 0,9 MEUR:n odotuksemme, mutta hankkeille aktivoidut henkilöstökulut huomioiden liiketulos oli käytännössä linjassa odotustemme kanssa. Katsauskaudella Toivolta valmistui yksi kuluttajamyntikohde Furuborgin Aava (6 asuntoa), joista yhtiön nettisivujen mukaan puolet oli mennyt kaupaksi. Uusista tiedotetuista hankkeista liikkeelle lähti Q3:lla Kilon Asemamestari (vuokrakohde omaan taseeseen) ja Oulunkylän Urho (projektinjohtourakointi). Kehitysvoitot olivat selvästi odotuksiamme suuremmat (0,9 MEUR vs. 0,1 MEUR), joiden ansiosta tulos oli linjassa odotuksiimme.

Henkilöstökulut olivat selvästi odotuksiamme matalammat jo Q3:lla. Tämä johtuu siitä, että yhtiö on päässyt aloittamaan uusia hankkeita, joihin henkilöstökuluja allokoidaan. Muutoin kiinteissä kuluissa ei ollut yllätyksiä. Rahoituskulut olivat jonkin verran vielä odotuksiamme korkeammat (-1,2 vs. -1,0

MEUR). Korkojen noususta johtunut rahoituskulujen nousu on nyt arviomme mukaan tasoittunut. Yhtiö on pienentänyt nettovelkaansa, joka laskee kulutasoa jatkossa. Vastavoimana toimii kuitenkin uusien hankkeiden aloitukset, koska rakennusaikainen rahoitus on vuokraportfolion rahoitusta kalliimpaa. Kokonaisuutena Q3:n EPS oli linjassa odotuksemme kanssa 0,00 eurossa (Q3'23: 0,02 euroa).

Kassavirta jäi heikoksi Q3:lla

FFO-kassavirta oli -1,3 MEUR pakkasella. Taso jäi selvästi odotuksistamme, koska tulos koostui ei-kassavirtavaikutteista kehitysvoroista (0,9 MEUR vs. 0,1 MEUR ennuste) eikä myynti- ja projektinjohtohankkeiden kautta tuloutuvasta liikevaihdosta, josta tuloutuu kassavirtaa. Lisäksi rahoituskulut olivat ~0,2 MEUR odotuksia isommat. Rahavirtavaikutteiset maksetut verot olivat myös (-0,25 MEUR vs. +0,2 MEUR) tuloslaskelman kautta laskettuja veroja selvästi suuremmat. FFO ei kuvaa yhtiön nykystrategiassa parhaiten enää kassavirtaa, kun yhtiö tulouttaa aiemmin tuloutettuja kehitysvoroja myös myyntien (esim. Niam) kautta.

Ennustetaulukko	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto yhteensä	13,9	4,2	5,4				-23 %	39,8
Vuokratuotot	1,9	1,9	1,7				11 %	7,8
Nettovuokratuotot	1,5	1,4	1,1				24 %	5,4
Käyvän arvon muutokset	0,4	0,9	0,1				1297 %	0,7
Liikevoitto	2,1	1,1	0,9				14 %	5,8
FFO	0,4	-1,3	-0,1				-2509 %	0,1
EPS	0,02	0,00	0,00				-501 %	0,02
FFO per osake kasvu-%	-10 %	-70 %	neg.					-93 %

Lähde: Inderes

Q3'24 Toimitusjohtajan haastattelu



Teimme pieniä ennustelaskuja

Pieniä ennustelaskuja pitkittyneen vaikean taloustilanteen ajamana

Toivo toisti hiljattain lasketun ohjeistuksensa ja arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 4–7 MEUR ja liikevoiton olevan 4-10 MEUR. Laskimme kuluvaan vuoden oik.

liikevoittoennustettamme hieman 5,4 MEUR:oon ja liikevoittoa hieman selkeämmin 5,8 MEUR:oon. Arvioimme arviointijoiden olevan edelleen varovaisia vuodenvaihteen käypien arvojen päivityksessä transaktiomarkkinan pysyttyä yhä hyvin alakuloisena.

Lähivuosien ennusteemme ovat lähes ennallaan ja NAV/osake-ennusteemme laski 2 % seuraaville vuosille. Arviomme mukaan olemme nyt pääkaupunkiseudun vuokramarkkinan syklin pohjatasolla, ja markkinavuokrausasteet ovat kääntyneet nousuun (Toivon vuokrausaste lokakuussa 95 %), jota tukee asuntorakentamisen romahdus. Lisäksi korkotason lasku tulee tukemaan

ensi vuonna asuntokauppaa, mutta uudisasuntojen markkina tulee todennäköisesti edelleen säilymään nihkeänä. Toivon nykyinen hankekanta mahdollistaa lähivuosina selkeän tulosparannuksen ja arvioimme liikevoiton nousevan 14,3-16,3 MEUR:oon vuosina 2025-26 asteittain paranevassa markkinassa.

Asteittain kohti parempaa sykliä

Toivon sijoitustarinan keskiössä on lyhyellä aikavälillä tiedotettujen projektien käyntiin saaminen ja näiden hankkeiden toteutuva kannattavuustaso sekä tilaus- ja hankekannan vahvistaminen parantuvaa rakennus sykliä kohti mentäessä.

Toivo on ollut tarkka uusien hankkeiden käynnistämässä (erit. rahoituksen ja kustannusten varmistus) ja kommentoi varsin positiiviseen sävyyn rakennuskustannusten kehityksestä ja saatavilla olevista resursseista. Yhtiö kommentoi valmistautuvansa käynnistämään useita työmaita

vuoden 2024 loppuun mennessä. Toivon taloudellinen tilanne (omavaraisuusaste 42,8 % ja lainoitusaste 51,7 %) mahdollistaa hankkeiden käynnistämisiä, ja näkymän ensi vuoteen pitäisikin olla melko hyvä, kunhan hankkeet lähtevät liikkeelle. Arvioimme yhtiön myös edelleen pyrkivän myymään kiinteistöjä, jotta se pystyy hyödyntämään syklin käänteen paremmin sekä laskemaan riskitasoa volyymien kasvaessa.

Toivon keskeisillä markkinoilla on edelleen näkyvissä myös selkeitä negatiivisia ajureita, mutta asuntorakentamisen pohja on todennäköisesti käsillä, jota myös korkotason lasku tukee. Vahvana jatkunut väestönkasvu kasvukeskuksissa yhdistettynä erittäin mataliin rakennusvolyyymeihin tulee arviomme mukaan kääntämään Toivon toimintaympäristön suosiolliseksi lähivuosina.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	42,4	39,8	-6 %	61,5	62,0	1 %	58,5	59,1	1 %
Vuokratuotot	7,4	7,8	5 %	6,9	7,5	9 %	8,3	8,8	7 %
Nettovuokratuotot	5,0	5,4	8 %	4,5	5,2	15 %	5,8	6,5	11 %
Käyvän arvon muutokset	0,6	0,7	15 %	6,8	6,3	-7 %	7,6	7,6	0 %
Liikevoitto	6,6	5,8	-13 %	14,6	14,3	-2 %	16,1	16,3	1 %
FFO	1,0	0,1	-87 %	3,7	3,7	-2 %	4,3	4,2	-1 %
EPS (raportoitu)	0,04	0,02	-40 %	0,15	0,15	-5 %	0,17	0,17	0 %
NAV/osake	1,00	0,98	-2 %	1,17	1,14	-2 %	1,35	1,33	-2 %

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

Kohtuullinen arvostus pitää tuotto/riski-suhteen houkuttelevana

Olemme tarkastelleet Toivon arvostusta osien summa -laskelman, lähimmän verrokkiyhtiön K-Fastigheterin arvostuskertoimien, vuoden 2024 NAV-ennusteemme ja arvioimamme hankesalkun kehityspotentiaalin kautta. Edellä mainituilla menetelmillä Toivon osakkeen arvo liikkuu 0,98-1,37 euron (aik. 0,98-1,46 €) välillä. Arvostushaarukka on erittäin leveä, ja verrokkihinnotteluun painottuva matala alalaita vaatisi riskien realisoitumista. Nykykurssi ei jätä juuri arvoa yhtiön hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalille. Näin rakennuttamisen volyymin jälleen vahvemmin elpyessä arvioimme nykyisessä arvostuksessa olevan nousuvaraa. Nykyisessä epävarmuudessa emme kuitenkaan usko markkinan olevan vielä valmis hinnoittelemaan tätä potentiaalia lyhyellä aikavälillä.

Toistamme lisää-suosituksemme, mutta laskemme tavoitehintamme 1,25 euroon (aik. 1,30 €). Selkeimmät lyhyen tähtäimen positiiviset ajurit tavoitehintamme saavuttamiseksi ovat mielestämme korkotason lasku, uusien hankkeiden käynnistäminen ja kannattavuuspotentiaalini todistaminen.

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 ennusteemme mukaisesti 142 MEUR:oon. Rakennuttamistoiminnan arvostamme osien summa -laskelmassa 55 MEUR:oon ja arvostus perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x sekä rakennuttamistoiminnan ennustamaamme 2025-2026 keskimääräiseen tulostasoon (8,8 MEUR). Olemme diskontanneet arvoa vuodella. Huomautamme, että arvioimallamme normalisoidulla kannattavuustasolla ja yhtiön tavoittelemilla pidemmän aikavälin investointivolyymeillä arvo olisi merkittävästi nykyistä korkeampi.

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmassamme -21 MEUR. Nettovelat ja pääomallinat kuvaavat 2024e lopun tilannetta.

Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,37 euroa. Kokonaisuudessaan osien summan perusteella Toivon osakkeessa olisi selkeää nousuvaraa. Huomionarvoista kuitenkin on, että osien summa on hyvin herkkä käytetyille oletuksille.

Arvostus lähimmän verrokin K-Fastigheterin valossa

Pohjoismaisen listatun asuntosektorin kontekstissa Toivolle parhaaksi verrokiksi identifioituu mielestämme liiketoimintamallinsa puolesta ruotsalainen K-Fastigheter. K-Fastigheterin portfolio piti Q3:n lopussa sisällään noin 4 987 valmista vuokra-asuntoa, jotka sijaitsivat valikoiduissa Etelä- ja Länsi-Ruotsin kaupungeissa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli rakenteilla 1 745 asuntoa ja kehityssalkussa tuhansia asuntoja. K-Fastigheterin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa noin 1,29 mrd. euroa. Yhtiö on myös myynyt viimeaikoina kohteitaan vapauttaakseen pääomia ja laskeakseen velkaantuneisuuttaan. Yhtiön suurempi kokoluokka ja

hajautettu portfolio perustelisi preemion Toivon nähden.

K-Fastigheter arvostetaan tällä hetkellä noin 15 % alle osakekohtaisen NAV:in. K-Fastigheterin hinnoittelulla Toivon osakkeen arvoksi tulisi vuoden 2024 NAV-ennusteellamme 0,83 euroa. K-Fastigheterin arvostus on laskenut viime aikoina. Yhtiön velkaantuneisuus on korkea 66 % ja yhtiön ICR 1,5x on aivan kovenantin alarajalla, joka arviomme mukaan painaa arvostusta ja yhtiö on hyvin herkkä korkoliikkeille. Emme nojaa liikaa arvostuksessa K-Fastigheteriin, mutta yhtiön ja myös muiden verrokkien (Kojamo ja Asuntosalkku) matalat arvostukset rajaavat mielestämme Toivon osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä, emmekä näe verrokkiarvostusta houkuttelevana.

Arvostus 2024 NAV-ennusteen kautta tarkasteltuna

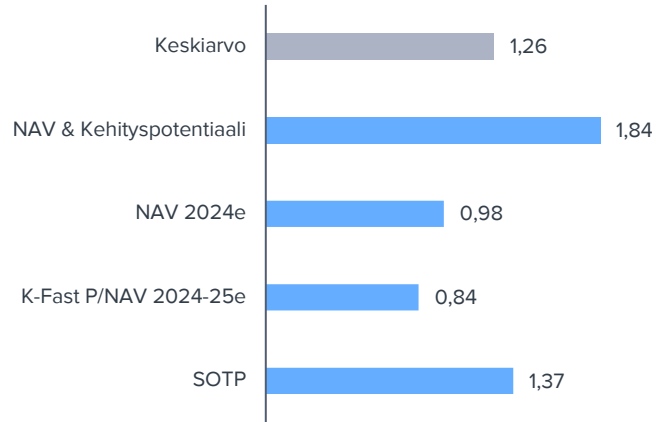
Ennustamme Toivon osakekohtaisen NAV:n asettuvan vuoden 2024 lopussa 0,98 euroon. Tämä on mielestämme osakkeelle hyvä ”pohjataso”, jonka päälle sijoittaja saa rakennuttamisen potentiaalin.

Hankesalkun kehityspotentiaalini teoreettinen nykyarvo 0,86 euroa per osake

Olemme pyrkineet hahmottelemaan Toivon hankesalkun kehityspotentiaalini arvoa sijoittajille karkean nykyarvolaskeman kautta. Laskelmassa oletamme, että hankesalkun vielä tulouttamatta oleva, ja taseeseen heijastumaton osa (653 MEUR) rakennutetaan tasaisesti seuraavan seitsemän vuoden aikana. Kun sovellamme nykyarvolaskelmassa Toivolle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimusta (12,4 %), saamme hankekannan kehityspotentiaalini nykyarvoksi noin 50 MEUR eli noin 0,86 euroa osakkeelta.

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

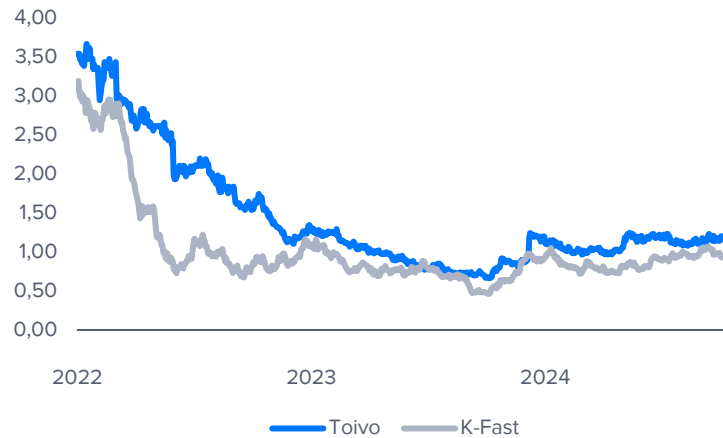
Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



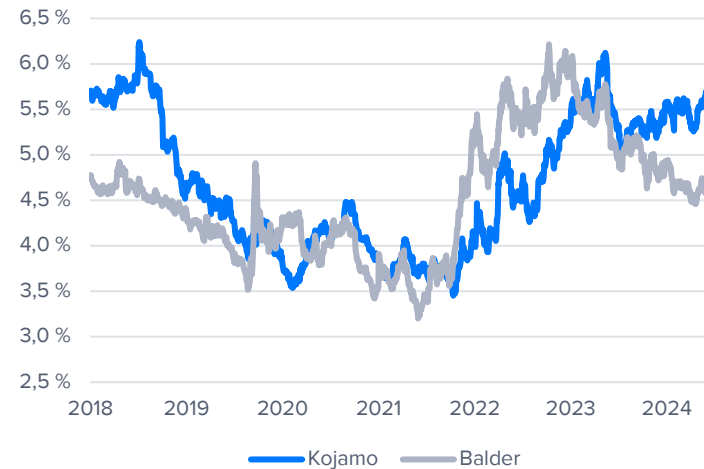
SOTP

Sijoituskiinteistöt 2024e	142
Rakentaminen	55
Konsernikulut	-21
EV	175
Nettovelka 2024e	-78
Pääomallainat 2024e	-17
Osakekannan arvo	80
Per osake	1,37

Toivo Groupin ja verrokkiyhtiö K-Fastigheterin P/NAV



Implisiittinen nettotuottovaatimus¹



Avainluvut

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	3,1	4,3	13,6	20,3	43,7	39,8	62,0	59,1	64,7
Käyvän arvon muutokset	2,9	5,6	13,3	12,4	-7,1	0,7	6,3	7,6	7,1
Liikevoitto	4,2	7,2	15,8	15,6	-0,3	5,8	14,3	16,3	16,8
Liikevoitto ilman käypien arvojen muutoksia	-	7,2	15,8	22,0	10,5	5,1	11,6	13,9	14,1
FFO	0,7	0,6	1,7	1,6	1,7	0,1	3,7	4,2	6,1
EPS	0,07	0,11	0,24	0,22	-0,08	0,02	0,15	0,17	0,18
FFO per osake	0,02	0,01	0,03	0,03	0,03	0,00	0,06	0,07	0,10
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04
Tase	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Kiinteistöomaisuus	56	57	98	156	164	142	151	169	174
Nettovelat	35	24	40	92	103	78	75	84	78
LTV-%	63 %	42 %	41 %	59 %	63 %	55 %	50 %	50 %	45 %
Omavaraisuusaste	30 %	43 %	45 %	38 %	36 %	44 %	45 %	45 %	47 %
Oman pääoman tuotto-%	36,3 %	22,2 %	29,2 %	19,4 %	-6,4 %	2,1 %	11,5 %	12,2 %	11,6 %
Kokonaistuotto NAV:lle		47,0 %	43,6 %	23,9 %	-7,6 %	2,4 %	13,7 %	14,0 %	12,7 %
Nettovarallisuus	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Emoyhtiön omistajien oma pääoma	18	27	54	70	69	70	78	89	99
- Pääomalainat	-11	-16	-17	-17	-17	-18	-18	-19	-20
+ Laskennallinen verovelka	1	2	4	7	6	5	6	8	9
- Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Pitkäaikainen nettovarallisuus (NAV)	8	13	41	59	57	58	67	78	89
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	45,0	45,0	53,1	55,0	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5
NAV/osake	0,17	0,30	0,78	1,07	0,98	0,98	1,14	1,33	1,52
NAV/ osake kasvu	-	75 %	159 %	39 %	-9 %	0 %	16 %	16 %	14 %
Portfolio ja hankekehitys	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Kiinteistöportfolion arvo	56	57	98	156	164	142	151	169	174
Bruttovuokratuotot	1,7	3,2	2,7	3,9	7,2	7,8	7,5	8,8	9,5
Nettovuokratuotot	1,3	2,4	2,0	3,0	5,4	5,4	5,2	6,5	7,0
Investoinnit sijoituskiinteistöihin	14	18	34	47	20	7	24	32	30
Kehittämisen ja rakentamisen volyyymi		32	64	100	56	39	82	88	90
Arvostus	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,92	1,30	1,08	1,09	1,09	1,09	1,09
Markkina-arvo	95	95	155	76	63	64	64	64	64
Nettovelat	35	24	40	92	103	78	75	84	78
Pääomalainat	11	16	17	17	17	18	18	19	20
EV	140	134	212	185	183	159	157	167	161
P/NAV	12,3	7,0	3,8	1,2	1,10	1,10	0,95	0,82	0,71
P/E	29,3	19,0	12,2	5,8	-13,5	45,6	7,5	6,3	6,0
EV/EBIT	33,6	18,7	13,4	11,8	-601	27,5	10,9	10,2	9,6
FFO-yield	0,8 %	0,7 %	1,2 %	2,3 %	2,9 %	0,2 %	5,8 %	6,7 %	9,6 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	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	4,2	7,2	39,8	62,0	59,1	64,7
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset	13,3	12,4	1,3	1,2	0,4	-9,9	-7,1	-0,1	-1,2	0,9	1,1	0,7	6,3	7,6	7,1
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	-3,0	-4,7	-29,0	-48,2	-44,2	-48,6
Henkilöstökulut	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-1,2	-0,7	-0,6	0,0	-0,4	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0
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	-0,1	-0,1	-0,1
Liiketoiminnan muut kulut	-1,4	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-3,0	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,3
Liikevoitto	15,8	15,6	2,8	2,9	2,1	-8,1	-0,3	1,2	1,2	1,1	2,4	5,8	14,3	16,3	16,8
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	-1,2	-1,0	-4,4	-3,6	-3,6	-3,5
Tulos ennen veroja	15,1	14,8	2,2	2,2	1,1	-9,7	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,4	1,4	10,7	12,8	13,3
Tilikauden verot	-0,8	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-1,3	0,0	-0,8	0,2	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2
Laskennallisten verojen muutos	-2,3	-2,6	-0,3	-0,4	-0,2	2,0	1,1	0,1	1,0	-0,2	-0,2	0,7	-1,3	-1,5	-1,4
Katsauskauden tulos	12,1	12,1	1,6	1,7	0,9	-8,5	-4,4	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,5	8,6	10,2	10,7
Vähemmistöt	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-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	-0,2	1,1	1,4	8,5	10,1	10,6
EPS	0,24	0,22	0,03	0,03	0,02	-0,15	-0,08	0,00	0,01	0,00	0,02	0,02	0,15	0,17	0,18
FFO	1,7	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,0	1,2	-1,3	0,3	0,1	3,7	4,2	6,1
FFO per osake	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,02	-0,02	0,00	0,00	0,06	0,07	0,10

Tase

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	157	165	142	151	170
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	156	164	142	151	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	21	28	28
Vaihto-omaisuus	15	13	7	6	7
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	7	6	10	9
Likvidit varat	6	9	8	12	12
Taseen loppusumma	188	194	163	179	198

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	70	69	70	78	87
Osakepääoma	1	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	33	29	31	39	48
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	84	87	98
Laskennalliset verovelat	7	6	5	6	8
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	94	103	79	81	90
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	16	16	9	14	13
Korolliset velat	4	4	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12	12	9	14	13
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	188	194	163	179	198

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, 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 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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>Analyytikko 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 €
01/10/2024	Lisää	1,30 €	1,07 €
27/10/2024	Lisää	1,30 €	1,11 €
07/11/2024	Lisää	1,25 €	1,09 €

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.**