

# Toivo Group

Laaja raportti

10.12.2022 20:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Iskunkestävyys punnitaan

Kesällä 2021 listautuneen Toivo Groupin kasvu on ollut viime vuosina vakuuttavaa. Kiinteistömarkkinoiden tilanne on korkojen nousun myötä vaikeutunut kuitenkin selvästi ja yhtiön liiketoiminta pääsee lähivuosina todelliseen happotestiin. Mielestämme osakkeen tuottopotentiaali on riskeihin suhteutettuna lyhyellä aikavälillä rajallinen. Siten toistamme aiemman vähennä-suosituksemme ja 1,5 euron tavoitehintamme.

## Suomen kasvukolmiossa operoiva kiinteistökehittäjä

Toivo Group on kiinteistökehitykseen ja kiinteistöjen pitkäaikaiseen omistamiseen keskittynyt yhtiö. Kiinteistökehityksessä ja kiinteistöjen omistamisessa yhtiön fokus on asunnoissa, jotka sijaitsevat pk-seudulla, Turussa ja Tampereella. Kiinteistökehitys käsittää asuntojen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Kiinteistökehityksen lisäksi Toivo omistaa rakennuttamansa asunnot, joita se hallinnoi ja vuokraa asiakkailleen. Toivon valmiiden sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa arviomme mukaan reilut 80 MEUR. Valmiiden kiinteistöjen lisäksi Toivolla on rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevista kohteista koostuva 1 877 asunnon hankesalkku, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina noin 410 MEUR.

## Kiinteistösijoitusmarkkinoiden heikentyneet näkymät asettavat yhtiön happotestiin

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesällä 2021 ja yhtiön liiketoiminta on jatkanut listautumisen jälkeen vahvaa kasvuaan. Kiinteistömarkkinoiden tilanne on kuluneena vuonna vaikeutunut kuitenkin korkojen nousun myötä selvästi, ja tämä on heijastunut myös Toivoon. Yhtiö joutuikin antamaan marraskuun lopussa [negatiivisen tulosvaroituksen](#) kiinteistöjen tuottovaatimusten nousun johdosta ja arvioi koko vuoden liikevoiton jäävän 10-18 MEUR:oon (aik. 22-28 MEUR, Inderes ennuste 14 MEUR). Näkemyksemme mukaan vaikeutunut toimintaympäristö ja noussut korkotaso tulevat heijastumaan ensi vuonna negatiivisesti kiinteistöjen arvonkehitykseen, yhtiön rahoituskustannuksiin, investointimahdollisuuksiin sekä rakennuttamisen kannattavuuteen ja tätä mukaillen odotamme tuloksen jäävän vuonna 2023 vaisuksi (2023e: EBIT 6,4 MEUR ja nettotulos 1,8 MEUR). Vuonna 2024 odotamme tulostasoon (EBIT: 20,2 MEUR ja nettotulos 12,1 MEUR) selvää parannusta, sillä H2'22-2023 välille osuva portfolion tuottovaatimuksen nousu on ennusteissamme kertaluontoinen. Lisäksi tulosta tukee rakennuttamisen parantuva kannattavuus ja kiinteistöportfolion nettotuottojen kasvu. Olemme tehneet laajan raportin yhteydessä ennusteisiimme pieniä positiivisia tarkennuksia, kun tarkistimme pitkien korkojen laskun seurauksena näkemystämme tuottovaatimusten noususta hieman aiempaa maltillisemmaksi.

## Varovaisuus on lyhyellä aikavälillä valttia

Annamme Toivon arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit. Osien summa indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,58 euroa (kaikki arvostusmenetelmät noin 1,0-1,6 euroa). Osien summa tarjoaa nykykurssiin nähden lievää nousuvaraa, mutta mielestämme tuottopotentiaali jää kohollaan oleviin riskeihin peilattuna matalaksi ja siksi toistamme aiemman varovaisen näkemyksemme osakkeesta. Näkemyksemme mukaan positiivisena ajurina osakkeelle voisi toimia korkojen selvempi kääntyminen laskuun ja/tai odotuksiamme maltillisempi kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu. Vastaavasti keskeisimmät riskit liittyvät mielestämme kiinteistöjen lyhyen aikavälin arvonkehitykseen, rakennuttamisen lähivuosien tulostasoon ja normaalioloissa (ilman kiinteistömyyntejä) liiketoiminnan rajalliseen kassavirtaan.

## Suositus

### Vähennä

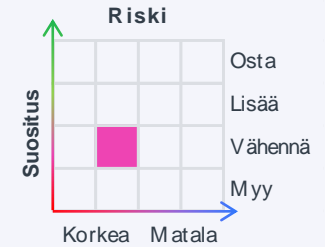
(aik. Vähennä)

### 1,50 EUR

(aik. 1,50 EUR)

### Osakekurssi:

1,41



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Bruttovuokratuotot</b>	2,7	4,0	9,7	10,1
<b>kasvu-%</b>	88 %	51 %	141 %	4 %
<b>Käyvän arvon muutokset</b>	13,3	9,2	-2,6	10,4
<b>Liikevoitto</b>	15,8	14,0	6,4	20,2
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,24	0,18	0,03	0,22
<b>FFO per osake</b>	0,03	0,05	0,08	0,07
<b>NAV per osake</b>	0,78	1,02	1,04	1,29
<b>P/E (raportoitu)</b>	12,2	7,8	42,2	6,4
<b>P/NAV</b>	3,8	1,4	1,4	1,1
<b>FFO-tuotto</b>	1,2 %	3,5 %	5,4 %	5,3 %

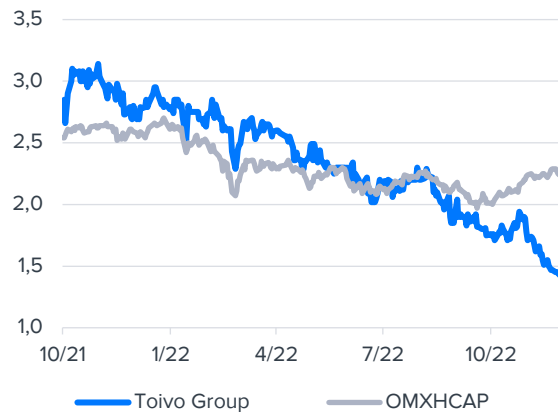
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

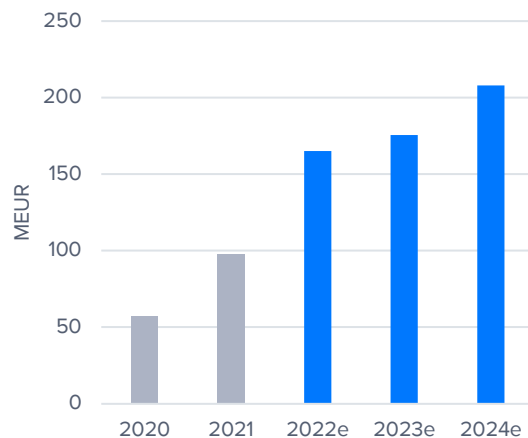
Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 10-18 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. - 31.12.2022. Yhtiö arvioi sijoituskiinteistöjen käyvän arvon olevan vuoden 2022 lopussa 160-170 (12/2021: 97,6) miljoonaa euroa.

## Osakekurssi

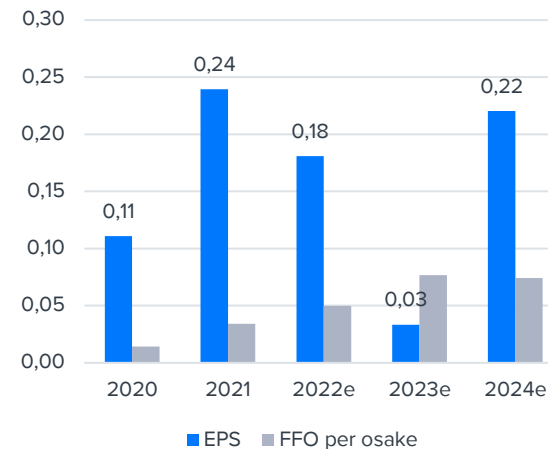


Lähde: Millistream Market Data AB

## Kiinteistöportfolion arvo



## Raportoitu EPS ja FFO per osake



### Arvoajurit

- Rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvukeskuksiin keskittyneen asuntoportfolion pitkän aikavälin positiiviset vuokra- ja arvonkehitysnäkymät
- Kulurakenteen skaalautuminen



### Riskitekijät

- Nykymuodossa suhteellisen lyhyt toimintahistoria
- Rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden kestävyys
- Avainhenkilöriskit
- Asuntomarkkinakehitykseen liittyvät riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten nousu
- Kassavirtaan liittyvät riskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,41	1,41	1,41
Markkina-arvo	78	78	78
EV	191	203	221
P/NAV	1,4	1,4	1,1
P/E	7,8	42	6,4
FFO-yield	4 %	5 %	5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-15</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>16</b>
Taloudellinen tilanne	<b>17</b>
Markkinakatsaus	<b>18-20</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>21-22</b>
Sijoitusprofiili	<b>23</b>
Ennusteet	<b>24-30</b>
Arvonmääritys	<b>31-35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>36</b>

# Toivo Group lyhyesti

Toivo on suomalainen kiinteistökehitykseen ja -omistukseen erikoistunut toimija, jonka missiona on muuttaa kiinteistöjen arvoketjuja ja muodostaa erottautuva liiketoimintamalli.

## 2018

Liiketoiminta alkoi nyky muodossaan

## 2021

Listautuminen First North-markkinapaikalle

## 161 MEUR

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q3'22:n lopussa

## 410 MEUR

Hankesalkun arvioitu käypä arvo valmiina Q3'22:n lopussa

## 23,9 MEUR

Liikevoitto, LTM Q4'21-Q3'22

## 1,4 MEUR

Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO), LTM Q4'21-Q3'22

## 55,5 %

LTV Q3'22:n lopussa

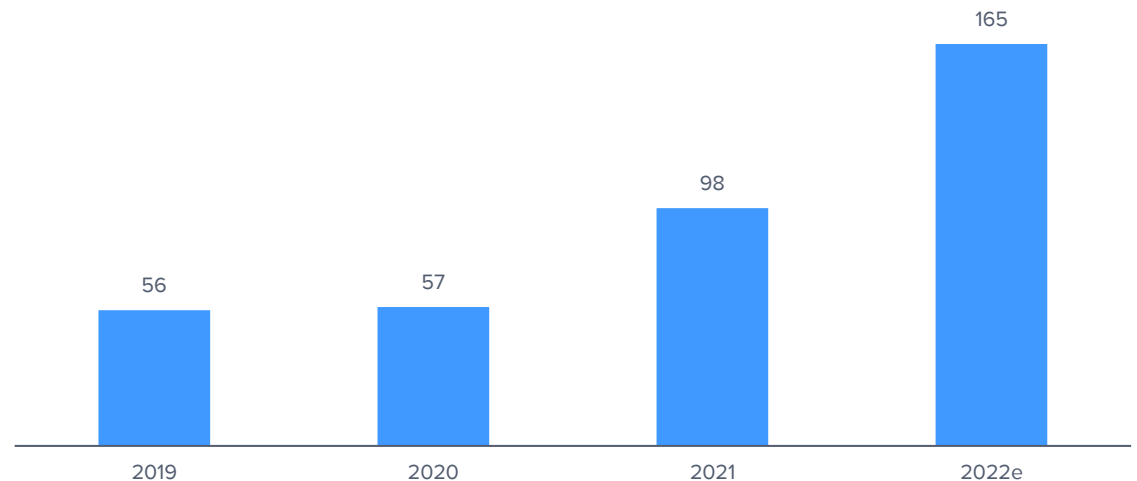
## 2018-2020

- Toivon liiketoiminta lähti nyky muodossa liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset kiinteistötransaktionsa ja aloitti ensimmäisten vuokra-asuntojen rakennuttamisen
- Yli 400 asunnon kehittäminen vuosien 2018-2020 aikana
- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo 57 MEUR vuoden 2021 lopussa
- Merkittävän hankesalkun rakentaminen, mikä luo perustan listautumisen jälkeiselle vahvalle kasvulle

## 2021-2022

- Listautuminen First North-markkinapaikalle 6/2021
- Liiketoimintamallia pilotoidaan Ruotsissa, mutta yhtiö tekee vetäytymispäätöksen 11/2021
- Yhtiö kertoo 2/2022 käynnistävänsä selvityksen Helsingin pörssin päälistalle siirtymisestä
- Liiketoiminta kasvaa kaikilla mittareilla voimakkaasti Q1'21-Q3'22 välillä
- Vuoden 2022 aikana kiinteistösijoitusmarkkinan tilanne vaikeutuu korkean inflaation, heikentyvän talouskehityksen ja voimakkaasti nousseen korkotason johdosta selvästi. Yhtiö antaa negatiivisen tulosvaroituksen 11/2022

Toivon kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus

### Asuntoihin keskittynyt kiinteistökehittäjä ja kiinteistösijoitusyhtiö

Toivo Group (myöhemmin Toivo) on kiinteistökehitykseen ja kiinteistöjen pitkäaikaiseen omistamiseen keskittynyt yhtiö.

Kiinteistökehityksessä ja kiinteistöjen omistamisessa yhtiön fokus on asunnoissa, jotka sijaitsevat pk-seudulla, Turussa ja Tampereella. Kiinteistökehitys käsittää asuntojen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Kiinteistökehityksen lisäksi Toivo omistaa rakennuttamansa asunnot, joita se hallinnoi ja vuokraa asiakkailleen.

Toivon valmiiden sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa arviomme mukaan reilut 80 MEUR. Valmiiden kiinteistöjen lisäksi Toivolla on rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevista kohteista koostuva 1 877 asunnon hankesalkku, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina noin 410 MEUR.

### Historia lyhyesti

Toivon nykymuotoinen liiketoiminta lähti liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset transaktionsa ja aloitti ensimmäisten asuntojen rakennuttamisen. Ensimmäisen toimintavuoden aikana yhtiö kehitti 265 asuntoa. Vuonna 2019 yhtiö laajensi liiketoimintaansa ja kehitti 65 uutta asuntoa. Samana vuonna yhtiö myös hankki enemmistöomistuksen Valokodit Oy:stä, jonka salkku käsitti 176 vuokra-asuntoa.

Toivon liiketoimintamallin kehittäminen jatkui vuonna 2020 ja yhtiö teki strategisen päätöksen keskittyä pk-seudulla, Tampereella ja Turussa

sijaitseviin asuntokohteisiin. Tämän lisäksi Toivo teki strategisen päätöksen siitä, että jatkossa kaikki hankkeet tullaan kehittämään, suunnittelemaan ja rakennuttamaan pääasiassa yhtiön sisäisillä malleilla. Vuonna 2020 Toivo teki sopimukset noin 200 MEUR:n arvoisista hankkeista, rakennutti 114 asuntoa ja myi Valokodit Oy:n asuntoportfolion.

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021 ja keräsi listautumisannissa 15 MEUR:n bruttovarat. Vuonna 2021 yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo kohosi 57 MEUR:sta 98 MEUR:oon ja liike-tulos yli kaksinkertaistui 15,8 MEUR:oon. Toivon kasvu jatkui alkuvuonna 2022 vahvana ja tammi-syyskuun tulokertymä oli noin 81 % vertailukautta edellä. Markkinatilanne on vaikeutunut korkojen nousun myötä vuoden edetessä kuitenkin selvästi ja yhtiö joutui alentamaan tulosohjeistustaan [marraskuussa](#). Yhtiö arvioi nyt koko vuoden liikevoiton olevan 10-18 MEUR (aik. 22-28 MEUR) ja sijoituskiinteistöjen käyvän arvon 160-170 MEUR (aik. 175 MEUR).

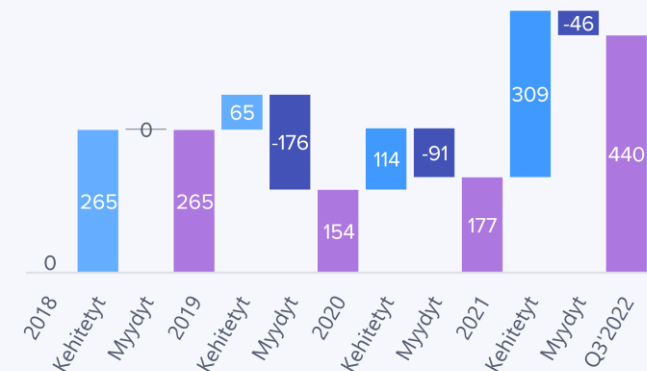
### Omistusrakenne ja johto

Toivon omistusrakenne on keskittynyt, sillä yhtiön pääomistaja Raatihuone Oy omistaa yhtiön osakekannasta 72 % ja johtoryhmän sekä hallituksen jäsenten omistuksessa on arviomme mukaan yli 10 % yhtiön osakkeista. Toivon 10 suurimman osakkeenomistajan joukkoon mahtuu myös kaksi rahastoa (Evli Suomi Pienyhtiöt ja Erikoissijoitusrahasto Aktia Mikro Markka), jotka tulivat yhtiön omistajiksi vuoden 2021 listautumisessa. Toivo toimitusjohtajana toimii Markus Myllymäki, joka on tehnyt aikaisemman työuransa Lehto Groupin kaupallisena johtajana.



- Vuonna 2015 perustettu kiinteistökehitysyhtiö, jonka liiketoiminta lähti nyky muodossa liikkeelle vuonna 2018.
- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q3:n lopussa 161 MEUR, omistuksessa 440 valmista asuntoa.
- Toivo on kehittänyt toimintahistoriansa aikana yli 700 asuntoa. Yhtiö on saavuttanut rakennuttamisessa johdon mukaan keskimäärin 28 % kehitysmarginaalin, mikä on toimialan kontekstissa erittäin vahva taso.
- Avainhenkilöillä keskimäärin 10 vuoden kokemus kiinteistöliiketoiminnasta ja he ovat kehittäneet yli 17 000 asuntoa.

Toivon asuntoportfolion kehitys (kpl)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## Liiketoimintamalli

Toivon liiketoiminta jakautuu asuinkiinteistöjen hankekehitykseen, rakennuttamiseen sekä rakennutettujen asuntojen omistamiseen. Yhtiön tärkeimmät ansaintalähteet muodostuvat kiinteistökehityshankkeiden laskennallisista, ei-kassavirtavaikutteisista kehitysvoroista, omistettujen kiinteistöjen nettovuokratuotoista sekä kiinteistöjen myyntivoitoista.

### Kiinteistökehitys

Kiinteistökehityksessä Toivon kolme keskeistä tavoitetta ovat matala omakustannehinta, aikataulu sekä laatu. Kiinteistökehittäminen käsittää asuntojen hankekehityksen, suunnittelun ja rakennuttamisen.

**Hankekehitys** pitää sisällään vaihtoehtoisten tonttien kartoittamisen, indikaatiiviset tarjoukset,

potentiaalisten tonttien yksityiskohtaisen analysoinnin ja lopullisen sitovan hanketta koskevan sopimuksen tekemisen. Lähtökohtana tonttihankinnassa on, että yhtiöllä on neuvottelu- ja tarjousvaiheeseen siirryttäessä useampi tonttivaihtoehto, jotta yhtiö ei ole riippuvainen yhdestä tontista ja esim. sen kaavoituksesta. Yhtiö käykin tyypillisesti läpi 20 tonttia, joista yksi täyttää sille asetetut taloudelliset kriteerit ja tavoitteet. Yhtiö hyödyntää tonttihankinnassa sisäisiä karttatyökaluja ja kontaktointirekistereitä sekä suhteitaan keskeisiin sidosryhmiin.

**Suunnittelun** Toivo toteuttaa yhdessä valittujen ulkopuolisten arkkitehtikumppaneiden kanssa. Yhtiön johdon mukaan kehitysmarginaali pystytään optimoimaan asettamalla kohteelle tavoitteet jo suunnitteluvaiheessa. Suunnittelussa keskeisimmät tavoitteet koskevat mm. kohteen kustannus- ja

nettotuottotavoitetta, huoneistojen kokoa, parkkipaikkajärjestelyitä, arkkitehtuurisia ratkaisuja ja kohteen brändiä.

**Rakennuttamisen** Toivo toteuttaa joko omalla projektijohtourakoinnilla, jaetulla urakoinnilla tai KVR-urakoinnilla. Päätös toteutustavasta tehdään jokaisessa hankkeessa erikseen ennen rakennusluvan myöntämistä. Omassa projektijohtourakoinnissa Toivo rakennuttaa kohteen käyttämällä useita (tavallisesti 10-15) urakoitsijoita. Jaetussa urakoinnissa Toivo jakaa hankkeen tyypillisesti noin 2-5 eri toimijalle. KVR-urakoinnissa Toivo tilaa hankkeen kokonaisvastuuarakkana yhdellä sopimuksella yhdeltä urakoitsijalta.

## Esimerkkejä Toivon kehittämistä kohteista



### Helsingin Viikin Loisto

Sijainti	Viikinmäki, Helsinki
Valmistuminen	3/2020
Asuntojen lkm	26
Kehitysmarginaali	73 %
Kehitysvoitto (MEUR)	2,1
Käypä arvo (MEUR)	5,0



### Järvenpään Garden

Sijainti	Pajala, Järvenpää
Valmistuminen	3/2021
Asuntojen lkm	79
Kehitysmarginaali	26 %
Kehitysvoitto (MEUR)	2,4
Käypä arvo (MEUR)	12,0



### Espoon Kartanonlehto ja -piha

Sijainti	Miilukorpi, Espoo
Valmistuminen	6/2023
Asuntojen lkm	127
Kehitysmarginaali	43 %
Kehitysvoitto (MEUR)	6,3
Käypä arvo (MEUR)	21,0

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Toivon liiketoimintamallin edut suhteessa ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen

Toivon koko arvoketjun käsittävä liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle selvästi korkeamman kannattavuuden ja laajemman ansaintapohjan perinteiseen ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen verrattuna, sillä liiketoimintamallin ansiosta Toivo kykenee ottamaan hankekehitys- ja rakennuttamisvaiheesta syntyvän lisäarvon itselleen.

Olemme havainnollistaneet asiaa alla esitetyn kuvitteellisen esimerkin kautta, jossa olemme tarkastelleet, kuinka suuren kiinteistöportfolion Toivo ja ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja pystyisivät rakentamaan 60 MEUR:n oman pääoman sijoituksella ja 60 % luototusasteella (LTV). ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja kykenee hankkimaan 60 MEUR:n omalla pääomalla ja 60 % luototusasteella suoraan markkinoilta ostettuna noin 150 MEUR:n suuruisen kiinteistöportfolion. Mikäli sovellamme esimerkissä Toivolle yhtiön historiassa saavuttamaa

keskimääräistä 28 % kehitysmarginaalia, kykenisi yhtiö rakentamaan samansuuruisella omalla pääomalla ja velkaantuneisuusasteella noin 333 MEUR:n portfolion, mikä on noin 2,2-kertainen suhteessa ”osta ja pidä”-sijoittajan kiinteistösalkkuun nähden. Huomionarvoista kuitenkin on, että esimerkissä esitetyn kokoluokan portfolion rakennuttaminen vie aikaa useita vuosia ja portfolio alkaa generoimaan nettotuottoja vasta, kun kohteet ovat valmiita ja vuokrattuja. Vastaavasti ns. ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja alkaa nauttimaan nettotuotoista heti ensimmäisestä päivästä lähtien. Lisäksi myös ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittajat pyrkivät myös luonnollisesti kehittämään eri tavoin omistamiaan kohteita.

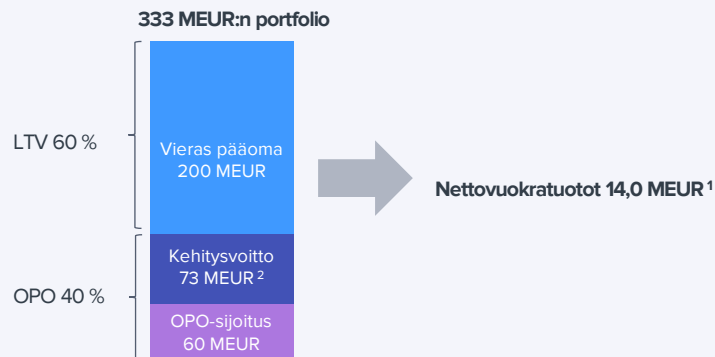
## Rakennuttamistoiminta suhteessa suuriin asuntosijoitusyhtiöihin ja rahastoihin

Näkemyksemme mukaan Toivon liiketoimintamalli ei ole kiinteistösijoitusosalalla täysin poikkeuksellisen ja esimerkiksi suurilla kotimaisilla asuntosijoitusyhtiöillä

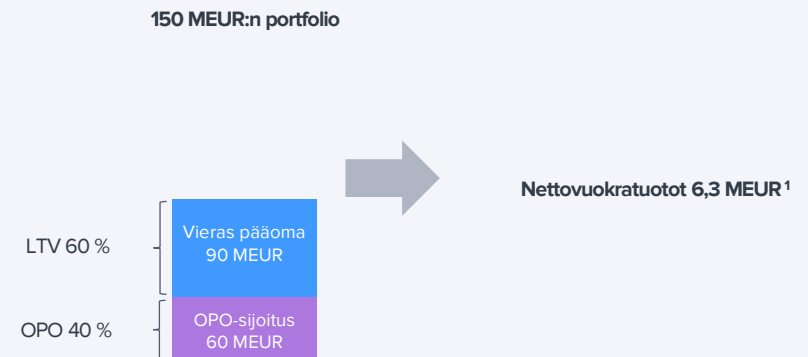
(Kojamo ja Sato) sekä rahastoilla on myös omaa rakennuttamistoimintaa. Näillä rakennuttamistoiminta tarkoittaa ymmärryksemme mukaan kuitenkin useimmiten käytännössä valmiiden, kiinteähintaisten KVR-hankkeiden ostamista suoraan rakennusliikkeiltä. Toivo sen sijaan kehittää hankkeensa alusta asti itse ja kohteiden rakennuttaminen toteutetaan valtaosin omalla projektinjohtourakoinnilla.

Koska Toivolla on hallussaan kaikki kiinteistökehitysprosessin keskeiset osa-alueet, on yhtiön rakennuttamistoiminta selvästi suuria asuntosijoittajia kannattavampaa. Esimerkiksi Kojamo on rakennuttanut viime aikoina kohteita noin +4 % nettotuottotasolla, kun taas Toivo on kyennyt historiassa saavuttamaan pk-seudulla keskimäärin yli 6 % nettotuoton investointiarvoille. Korkeamman kannattavuuden vastapainoksi yhtiö ottaa liiketoiminnassaan luonnollisesti selvästi edellä mainittuja toimijoita enemmän rakennuttamisriskiä.

## Havainnollistus Toivon ”Hankekehitä, rakennuta & pidä”-liiketoimintamallista



## Havainnollistus perinteisestä ”osta & pidä”-kiinteistösijoittamisesta



<sup>1</sup>Markkinoiden nettotuottotasoksi oletettu 4,2 %, <sup>2</sup>Laskettu Toivon historiallisella 28 % keskimääräisellä kehitysmarginaalilla



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

## Rakennuttamisen kannattavuus on pohjoismaisten asuntorakentajien kontekstissa korkea

Pohjoismaiset asuntorakentajat ovat yltäneet viime vuosina mediaanitasolla noin 8-13 %:n liikevoittomarginaaliin. Toivon kannattavuustaso on vertailuryhmän joukossa erittäin korkea, sillä yhtiön ilmoittama historiallinen 28 % kehitysmarginaali vastaa noin 22 % marginaalitasoa (28/100+28). Kannattavuudet eivät ole kuitenkaan suoraan vertailukelpoisia keskenään, sillä Toivon kohdalla 22 % marginaali vastaa käytännössä myyntikatetta ja verrokkien liikevoittomarginaaleissa on huomioitu operatiiviset kustannukset ja poistot. Toivon kustannusrakenne on kuitenkin hyvin ohut, sillä arviomme mukaan rakennuttamistoiminnan kiinteät kulut ovat noin 1 MEUR vuodessa. Arvioimamme kiinteät kulut huomioiden Toivon historiallinen 28 % kehitysmarginaali kääntyisi noin 21 % liikevoittomarginaaliksi.

Asuntorakentamisessa kannattavuus on tyypillisesti vahvasti sidoksissa siitä, missä rakentaminen tapahtuu ja arviomme mukaan esimerkiksi YIT:n kannattavuus on pääkaupunkiseudulla oletettavasti yhtiön Asuminen-segmentin yleistä tasoa korkeampi. Sijainnin merkitys heijastuu arviomme mukaan myös asuntorakentaja T2H Rakennus Oy:n kannattavuuteen. T2H on Toivon tapaan keskittynyt rakentamisessa pääkaupungin, Tampereen ja Turun seuduille ja yhtiö on yltänyt viime vuosina keskimäärin noin 18 % liikevoittomarginaaliin.

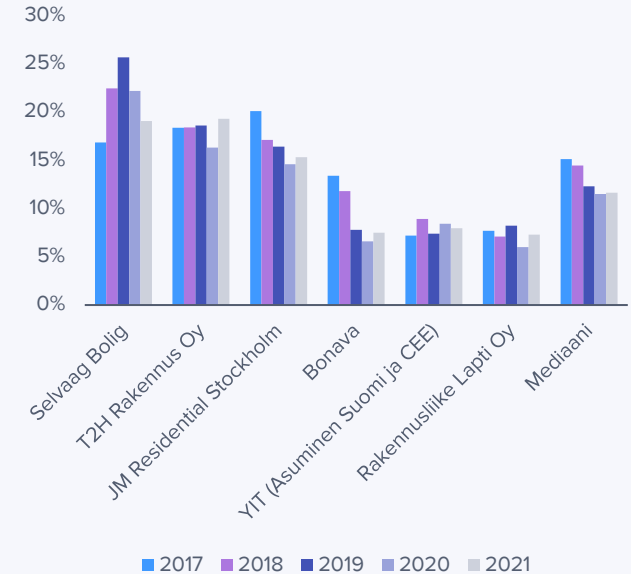
## Mahdollisia syitä Toivon rakennuttamistoiminnan korkealle kannattavuustasolle

Näkemyksemme mukaan Toivon rakennuttamistoiminnan vahvalle kannattavuudelle on löydettävissä muutamia selittäviä tekijöitä. Ensinnäkin, rakennusliikkeet pyrkivät tyypillisesti kasvattamaan volyymejaan ja kasvuhakuisuus voi johtaa heikkokatteisten projektien valintaan. Toivon liiketoimintaa ohjaa pitkän aikavälin kasvutavoite (sijoituskiinteistöjen käypä arvo 500 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä) ja tavoite on lähtökohtaisesti saavutettavissa tasasuuruksilla vuosittaisilla investointivolyyymeilla. Tämän lisäksi Toivon liiketoimintamalli ei vaadi kustannuksia tuovaa omaa sisäistä myyntiorganisaatiota, mikä on tyypillisesti olemassa kuluttajakohteita valmistavilla rakennusliikkeillä. Lisäksi Toivon korkea kannattavuutta selittää arviomme mukaan yhtiön verrattain pieni koko, mikä mahdollistaa sille ketteryyden ja hyvin selektiivisen projektivalinnan.

## Rakennuttamisen kannattavuus on herkkä asuntojen hintakehitykselle

Rakennuttaminen on luonteeltaan varsin syklistä ja kannattavuustasot ovat herkkiä asuntojen kiinteistöjen hintakehitykselle. Olemme havainnollistaneet tätä herkkyyttä seuraavan sivun kuvitteellisessa esimerkissä. Keskeiset kehitysmarginaaliin vaikuttavat tekijät ovat pitkällä aikavälillä asuntojen nettotuottovaatimusten ja pitkien valtiolainojen välinen tuottoero (ohjaa kiinteistöjen hintoja) sekä vuokratasojen ja rakennuskustannusten välinen suhde.

## Pohjoismaisten asuntorakentajien EBIT-marginaaleja



Lähde: Inderes, yhtiöt, Asiakastieto

# Havainnollistus kiinteistökehittämisen syklisyydestä

## Kiinteistökehittäminen on suhdanneherkkää

Kiinteistökehittämisen ja rakentamisen tuloskehitys on hyvin herkkä asuntojen ja muiden kiinteistöjen hinnanmuutoksille. Herkkyys johtuu siitä, että kiinteistökehittäjät ja rakentajat hankkivat itselleen tontteja, joille on tarkoitus rakentaa taloja vasta vuosien päästä (Toivolla hankkeiden läpimenoaika 3-5 vuotta). Tontti on siis käytännössä kiinteistön johdannainen, mikä tarkoittaa sitä, että jos kiinteistön hinta nousee rakennuskustannuksia enemmän tai vähemmän, heijastuu tämä – joko hyvässä tai pahassa – tontin arvoon ja kiinteistökehittäjän tulokseen.

## Kuvitteellinen esimerkki huonosta suhdanneajoituksesta

Kiinteistökehittäjä Kimmo hankkii vuonna 1990 tontin 2 miljoonalla markalla, jolle hän aikoo rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla markalla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. markkaa).



Kun tontille rakennettiin vuonna 1995 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 2,8 % (0,6 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 8,2 miljoonaa markkaa. Koska asuntojen hinnat olivat laskeneet laman seurauksena vuoden 1990 lopun tilanteesta 34 % (noin 8 % per vuosi), sai Kimmo kerrostalon myynnistä 6,6 miljoonaa markkaa. Kun 6,6 miljoonan markan myyntihinnasta vähennettiin 8,2 miljoonan markan rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. markkaa), jäi Kimmolle hankkeesta käteen 3,6 miljoonan markan tappiot (-55 % myyntihinnasta).



## Kuvitteellinen esimerkki paremmasta suhdanneajoituksesta

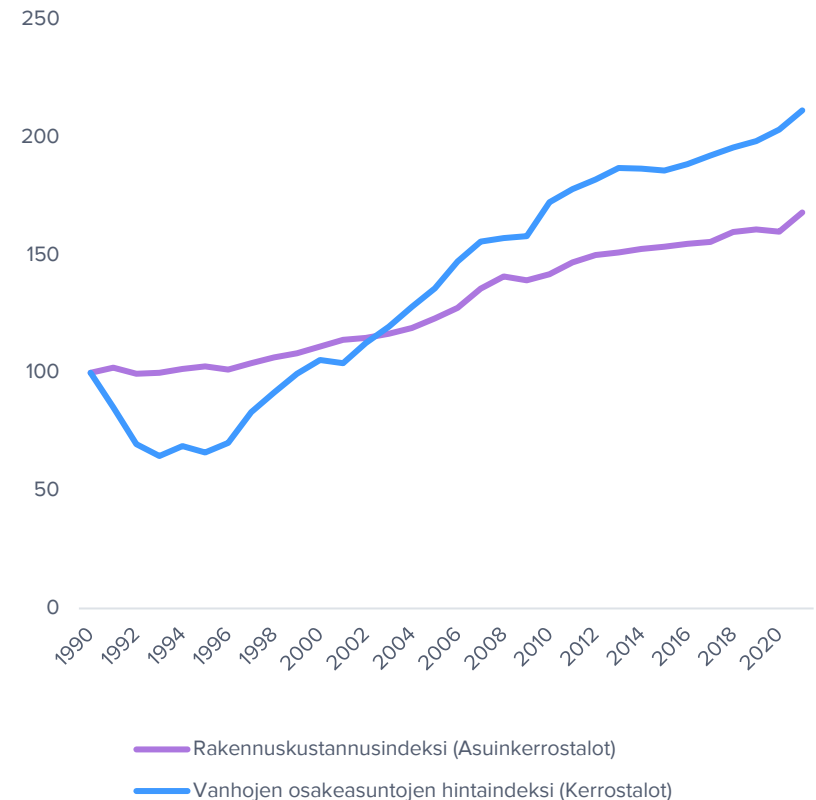
Vuonna 2002 markat olivat vaihtuneet euroiksi ja Kiinteistökehittäjä Kimmo oli unohtanut vuoden 1995 kokemukset. Hän hankkii vuonna 2002 tontin 2 miljoonalla eurolla, jolle hän aikoo rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla eurolla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. euroa).



Kun tontille rakennettiin vuonna 2007 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 18 % (3,4 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 9,5 miljoonaa euroa. Koska asuntojen hinnat olivat nousseet viiden vuoden aikana 38%, (6,7 % per vuosi) sai Kimmo kerrostalon myynnistä 13,8 miljoonaa euroa. Kun 13,8 miljoonan euron myyntihinnasta vähennettiin 9,5 miljoonan euron rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. euroa), syntyi Kimmolle hankkeesta voittoa 2,4 miljoonaa euroa (17 % myyntihinnasta).



## Kerrostaloasuntojen hintojen ja rakennuskustannusten kehitys (1990=100)



Lähde: Tilastokeskus

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

## Omistaminen ja vuokraus

Kiinteistöjen omistaminen käsittää Toivon rakennuttamien valmiiden asuntojen omistamisen, hallinnoinnin ja vuokrauksen. Kiinteistöjen omistamisessa Toivon tavoitteena on korkea käyttöaste sekä matala hoitokulutaso. Toivon taloudellinen vuokrausaste oli Q3:n lopussa 98,7 %, kun yhtiön tavoitteena on 99 %:n taso. Toivon vuokrausaste on selvästi isoja asuntovuokraajia korkeampi, sillä Kojamon ja Saton vuokrausasteet pyörivät tällä hetkellä 92-96 %:n haarukassa.

Toivon asuntojen keskimääräiset hoitovastikkeet ovat yhtiön mukaan 2,75 euroa per neliö/kk. Tilinpäätöksestä suoraan auki lasketut keskimääräiset hoitokulut ovat selvästi yhtiön raportoimaa vastiketason korkeammat (+4 euroa/m<sup>2</sup>/kk). Eroa selittää yhtiön mukaan se, että tilinpäätöksen hoitokulut pitävät sisällään maanvuokria ja liiketilojen hoitokuluja. Toivon raportoima 2,75 euron vastiketaso on matala, sillä asunto-osakeyhtiöiden hoitovastikkeet olivat Suomessa vuonna 2020 keskimäärin 3,7 euroa neliöltä. Matalaa vastiketason selittää arviomme mukaan kohteiden keski-ikä, suunnittelu- ja rakennuttamisvaiheessa tehdyt valinnat sekä tehokkaat huoltokonseptit. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että nykyisen ylläpitokulutason säilyttäminen pidemmällä aikavälillä haastavaksi ja esimerkiksi asuntojen normaalista kulumisesta johtuvia korjauksia on mahdoton välttää.

Toivon kiinteistöjen manageerauksesta ja vuokraustoiminnasta vastaavat yhtiön palkkalistoilla

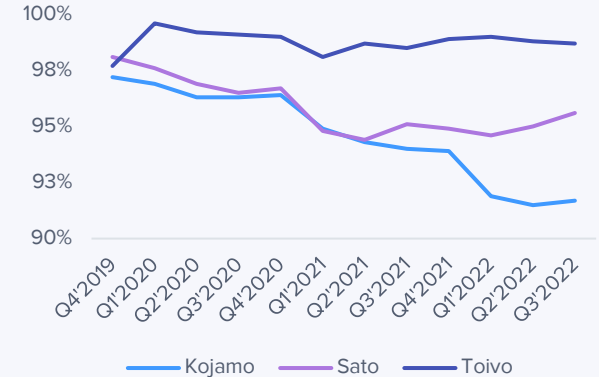
olevat Asuntomestarit. Yhden Asuntomestarin vastuulla on tyypillisesti 250-300 asuntoa. Asuntomestarien palkkauksessa on muuttuva komponentti, joka on sidoksissa vuokrausasteeseen, asiakastytyväisyyteen sekä vastiketasaan.

## Sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli syyskuun lopussa noin 161 MEUR

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa noin 161 MEUR. Sijoituskiinteistöt koostuvat valmiista ja rakenteilla olevista asuinkiinteistöistä, 52 vuokratusta tontista/määräalasta sekä kolmesta liiketilasta. Toivon valmiiden asuntojen lukumäärä oli Q3:n lopussa 440 kappaletta ja vuokrattava pinta-ala 17 937 m<sup>2</sup>. Toivon Asuntoportfolio on keskittynyt pk-seudun, Turun sekä Tampereen muodostamaan kasvukolmioon ja nämä muodostavat salkusta yhtiön mukaan 98 %. Arviomme mukaan asuntoportfolion keskimääräinen nettotuottovaatimus on noin 4,4 %.

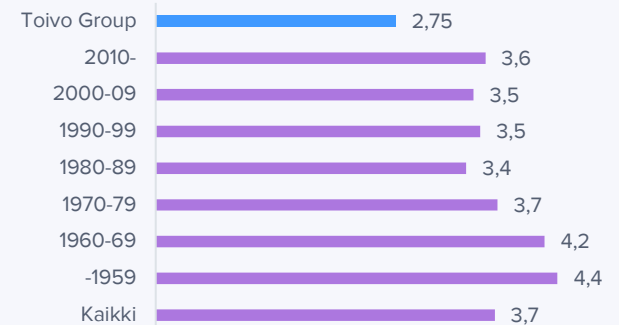
Toivon valmiit sijoituskiinteistöt arvostetaan alkuperäisen kirjaamisen jälkeen käypään arvoon tuottoarvomenetelmällä. Arvonmäärityksen tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija, joka on ollut vuosina 2019-2021 Catella. Rakenteilla olevien kohteiden osalta Toivo kirjaa tulosvaikutteisesti käyvän arvon muutoksena valmiusastetta vastaavan osuuden hankkeen arvioidusta kehitysvoitosta. Kehitysvaitto lasketaan vähentämällä arviokirjan mukaisesta valmiin kohteen käyvästä arvosta sen arvioidut rakennuskustannukset.

## Asuntovuokraajien taloudellisten vuokrausasteiden kehitys



Huom. Kojamon ja Toivon kohdalla luvut ovat kultakin neljännekseltä siihen astisen kalenterivuoden vuokrausasteita. Esim. Q3 on tammi-syyskuun vuokrausaste.

## Asuinkiinteistöjen keskimääräinen hoitovastike (EUR/m<sup>2</sup>/kk)



Lähde: Toivo Group, Tilastokeskus

Huom. Tilastokeskuksen tilasto vuodelta 2020 ja käsittää kaikki talotyypit. Graafi sisältää vain hoitovastikkeet, keskimääräiset hoitokulut kaikkien rakennusvuosien osalta 4,4 EUR/m<sup>2</sup>/kk

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Toivolla on yli 400 MEUR:n hankesalkku

Toivolla on valmiiden asuinkehteiden lisäksi merkittävä hankesalkku, mikä tukee yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä. Yhtiöllä oli syyskuun lopussa rakenteilla 631 asuntoa ja sopimusvaiheessa 1 246 asuntoa, ja näiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina noin 410 MEUR. Mikäli oletamme Toivon hankesalkun arvostuksen perustuvan noin 4 %:n keskimääräiseen nettotuottovaatimukseen, generoisi hankesalkku valmiina ja vuokrattuna yhtiölle noin 16 MEUR:n vuotuiset nettovuokratuotot.

Toivon hankekanta painottuu vahvasti vetovoimaiselle pääkaupunkiseudulle (yli 90 % salkusta) ja pk-seudun hankkeet sijaitsevat mielestämme pääosin hyvien liikenneyhteyksien varressa. Mielestämme kuitenkin osa sekä valmiista että hankesalkussa olevista kohteista jättävät mikrosijainniltaan toivomisen varaa, sillä ne sijaitsevat varsin kaukana vuokralaisen näkökulmasta tärkeistä raideyhteyksistä. Näkemyksemme mukaan heikot

mikrosijainnit voivat vaikeuttaa näiden kohteiden vuokrattavuutta ja vaikuttaa tulevaisuudessa negatiivisesti kiinteistöjen käyttöasteisiin ja arvostuksiin. Olemme esittäneet Toivon pk-seudun valmiiden ja hankesalkun kohteiden sijainnit raportin seuraavalla sivulla.

Hankesalkun osalta sijoittajan on syytä seurata yhtiön uutisvirtaa uusista sopimuksista, sillä uusien kehityshankkeiden löytäminen on pitkän aikavälin kasvunäkymien säilyttämisen kannalta kriittistä. Toivo on kommunikoinut laveasti, että sen vuotuinen asuntotuotanto tulee asettumaan lähivuosina noin 500-700 asuntoon. Näin ollen nykyinen reilun 1 900 asunnon hankekanta mahdollistaisi ilman uusia sopimuksia yhtiölle työkuorman seuraavaksi 3-4 vuodeksi.

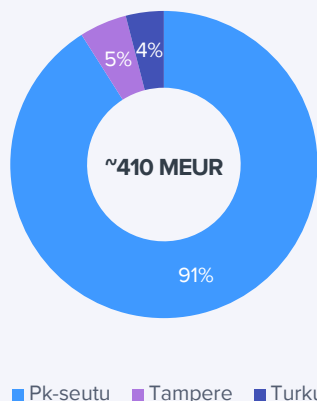
Toivo [tiedotti](#) marraskuussa tehneensä sopimuksen noin 28 hehtaarin maa-alueiden kehittämisestä Espoossa ja yhtiö arvioi, että alueelle voitaisiin saada rakennusoikeutta + 50 000 kem2, mikä

mahdollistaisi arvioilta yli 700 asunnon kehittämisen seuraavan vuosikymmenen aikana. Toivo kertoi, että se tulee raportoimaan maa-alueen osana hankekehityssalkkuaan siltä osin, kun alueen asemakaavoitusprosessit etenevät ja sopimusehdot lunastamisen toimeenpanosta täyttyvät. Kommenttimme uutisesta on luettavissa [täältä](#).

## Sopimuksella olevien hankkeiden toteutumisiin ja arvostuksiin liittyy riskejä

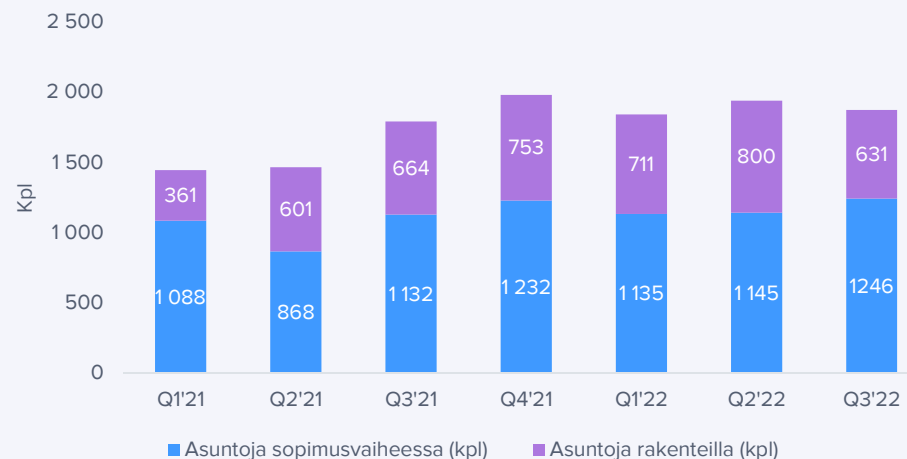
Sijoittajan on hyvä huomata, että Toivon hankekannan asunnoista huomattava osa on sopimuksella olevia kohteita, joiden hankkiminen sekä rakennuttaminen voivat peruuntua esimerkiksi sopimusvastapuolesta tai yleisestä markkinatilanteesta johtuen. Sopimusvaiheissa olevien kohteiden arvostus on myös epävarmaa ja subjektiivista ja arviot kohteiden käyvistä arvoista perustuvat Toivon johdon omiin arvioihin kohteiden sijaintialueiden tuottovaatimustasoista.

Toivon hankesalkku sijainneittain

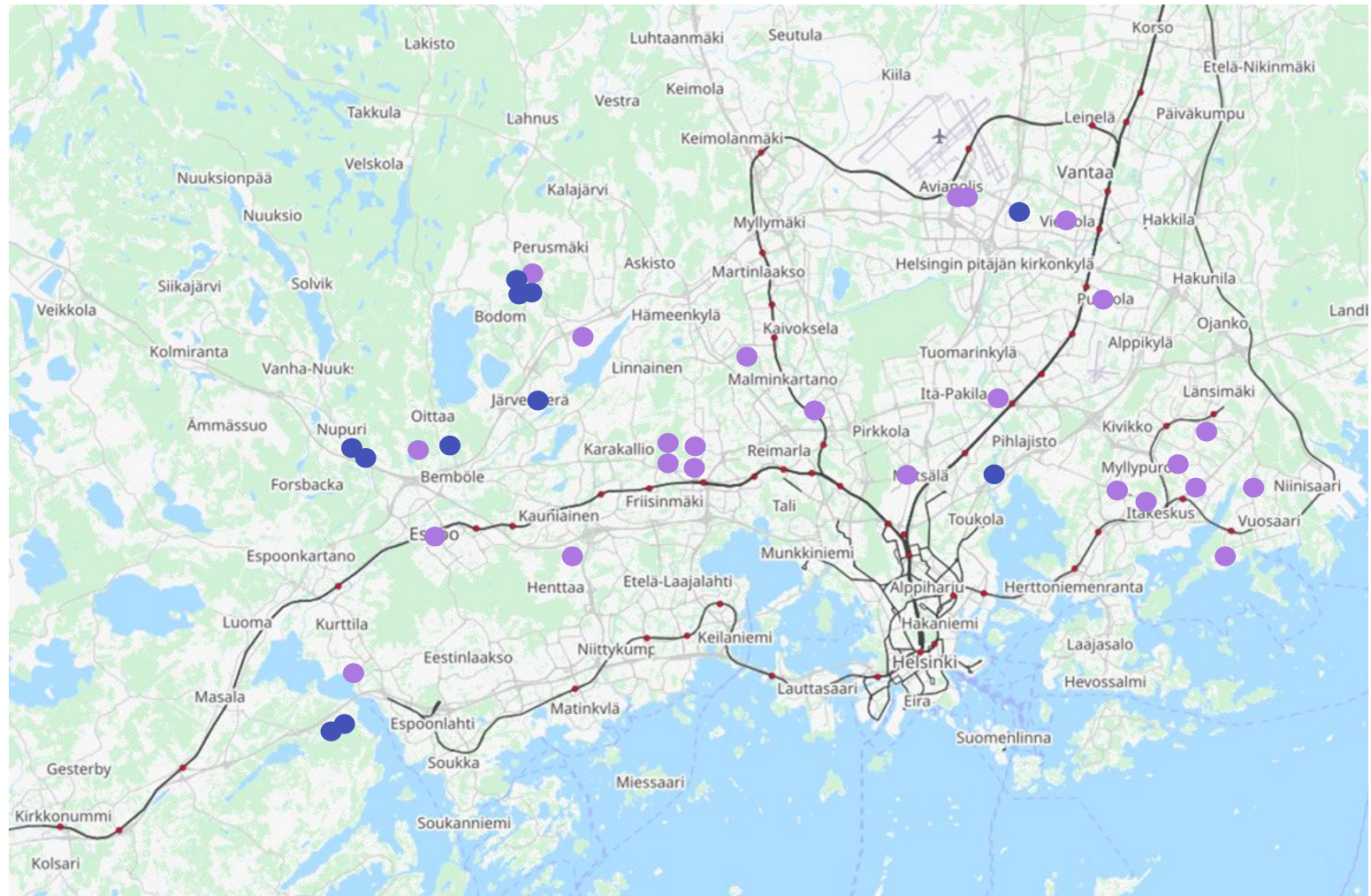


Lähde: Toivo Group

Toivon hankesalkun kehitys



# Toivon valmiit kohteet ja hankekanta pk-seudulla



● Valmis kohde   ● Rakenteilla/sopimusvaiheessa   — Raideyhteys

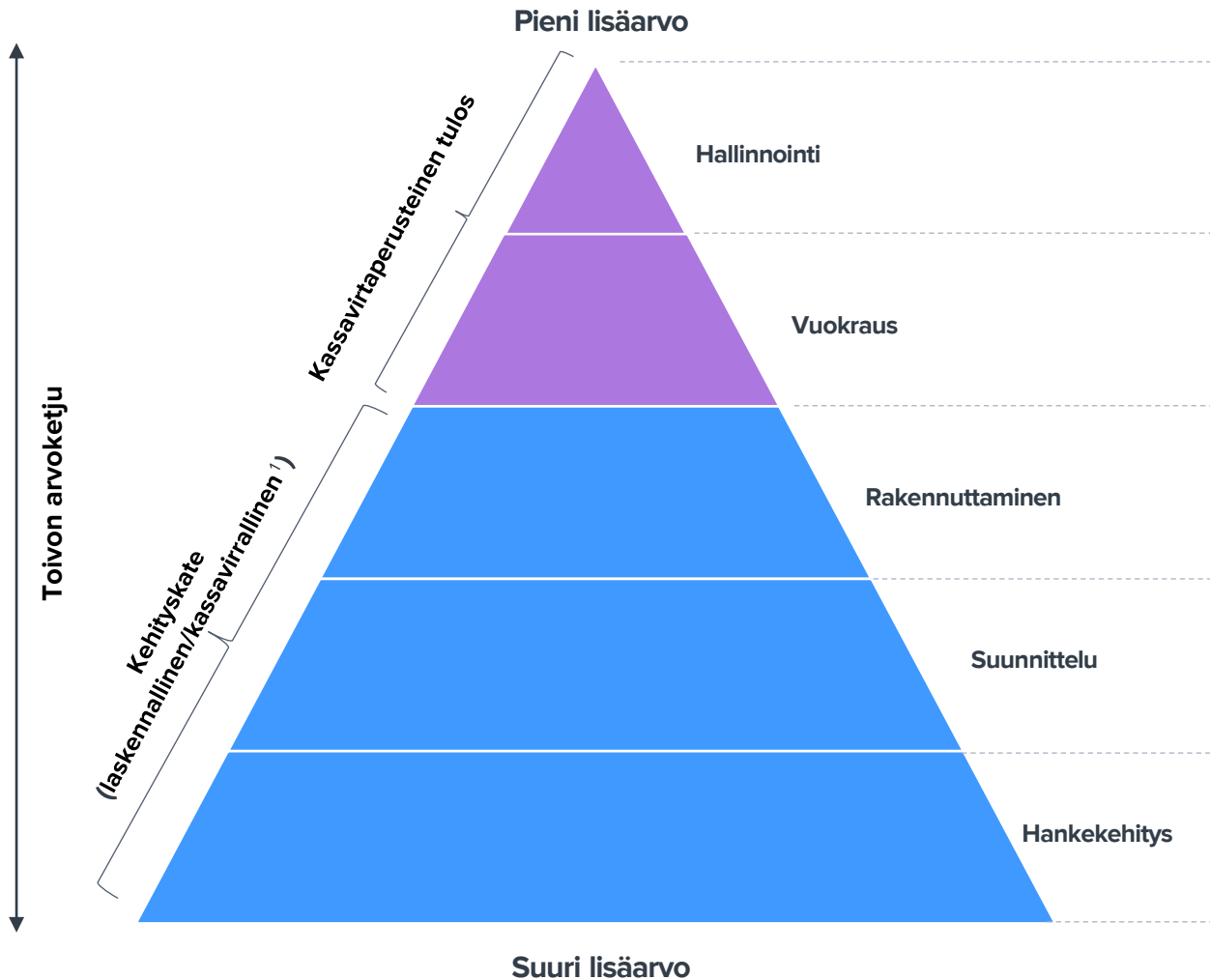
Lähde: OpenStreetMap, Toivo Group ja Inderes. Huom. Sijainnit eivät eksakteja, vaan Inderesin suurpiirteisiä arvioita.

# Toivo suhteessa relevantteihin kotimaisiin verrokkeihin

	 TOIVO	 kojamo	 gato	 Asuntosalkku	OP-Vuokratuotto	 ÅLANDSBANKEN Real Estate Fund A	 S-PANKKI ASUNTO
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	161	8 857	5 035	275	1 770	1 047	667
Valmiit asunnot (kpl)	440	38 983	24 947	2 009	5 950	3 552	2 826
Rakenteilla olevat asunnot (kpl)	631	2 012	1 387	164	641	n.a.	313
Valmiiden asuntojen keskipinta-ala (m <sup>2</sup> )	41	54	n.a.	38	n.a.	53	42
Pk-seudun, Turun ja Tampereen osuus portfoliosta	98 %	89 %	98 %	+80 %	82 %	82 %	85 %
Vuokrausaste	99 %	92 %	96 %	98 %	98 %	98 %	99 %
Keskineliövuookra (EUR/kk)	20,1	17,2	17,8	16,5	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion tuottovaatimus	4,4 %	3,6 %	4,2 %	4,6 %	n.a.	n.a.	n.a.

Lähde: Inderes, yhtiöt ja rahastot

# Toivon liiketoimintamalli ja arvoketju

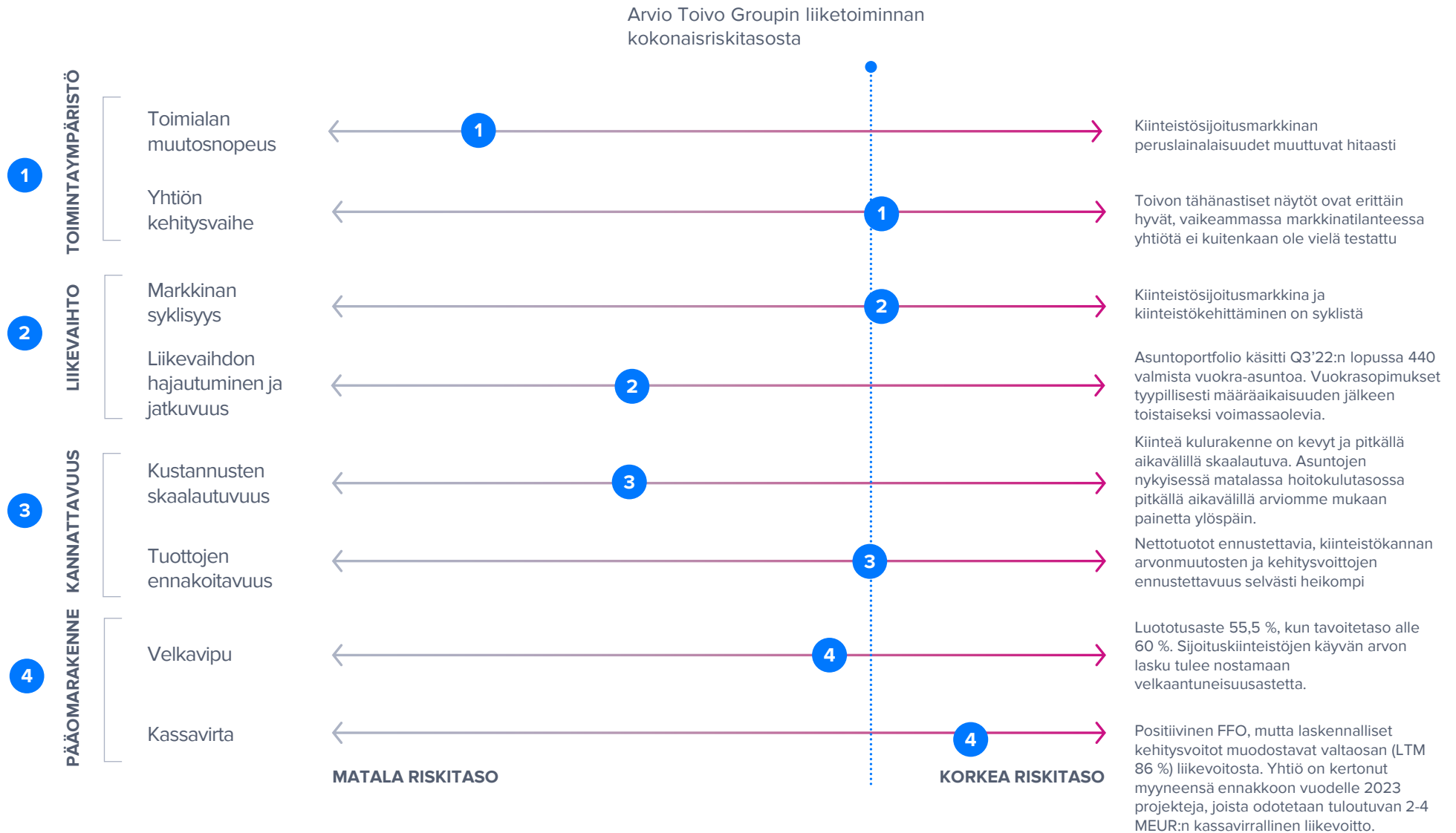


## Toivo käytännössä

- Kiinteistöjen hallinnointi tehdään Toivossa vuokraustoiminnan tapaan sisäisesti ja manageerauksesta vastaavat Asuntomestarit.
- Yhden Asuntomestarin vastuulla noin 250-300 asunnon manageeraus
- Vuokraustoiminta hoidetaan Toivossa sisäisesti omien Asuntomestareiden toimesta
- Asuntomestarien palkkamallissa on muuttuva komponentti, joka on sidoksissa vuokrausasteeseen, asiakastyytyvääisyyteen sekä vastiketason.
- Toivo toteuttaa rakennuttamisen joko omalla projektijohtourakoinnilla, jaetulla urakoinnilla tai KVR-urakoinnilla.
- Yhtiön mukaan hankkeista noin 50-60 % on yhtiön omaa projektijohtourakointia ja 25-35 % KVR-urakointia ja jaettua urakointia 0-20 %.
- Suunnittelu tapahtuu yhdessä arkkitehtikumppaneiden kanssa.
- Suunnittelussa tavoitteet koskevat mm. kohteen kustannus- ja nettotuottotavoitetta, huoneistojen keskikokoa, parkkipaikkajärjestelyitä sekä arkkitehtuurisia ratkaisuja ja kohteen brändiä.
- Tonttien hankinnassa lähtökohtana on, että Toivo käy läpi 20 potentiaalista maa-aluetta, joista yksi täyttää sille asetetut taloudelliset kriteerit.
- Tontinhankinnassa hyödynnetään sisäisiä karttatyökaluja ja kontaktointirekistereitä sekä suhteita keskeisiin sidosryhmiin (mm. maanomistajat, välittäjät, kunnat, rahoittajat).

<sup>1</sup> Kehityskatteet ovat kassavirallisia, mikäli kohteita rakennutetaan myytäväksi. Toivo on kertonut, että se on kuluneen vuoden aikana myynyt ennakkoon projekteja, joista arvioidaan tuloutuvan vuonna 2023 noin 2-4 MEUR:n liikevoitto.

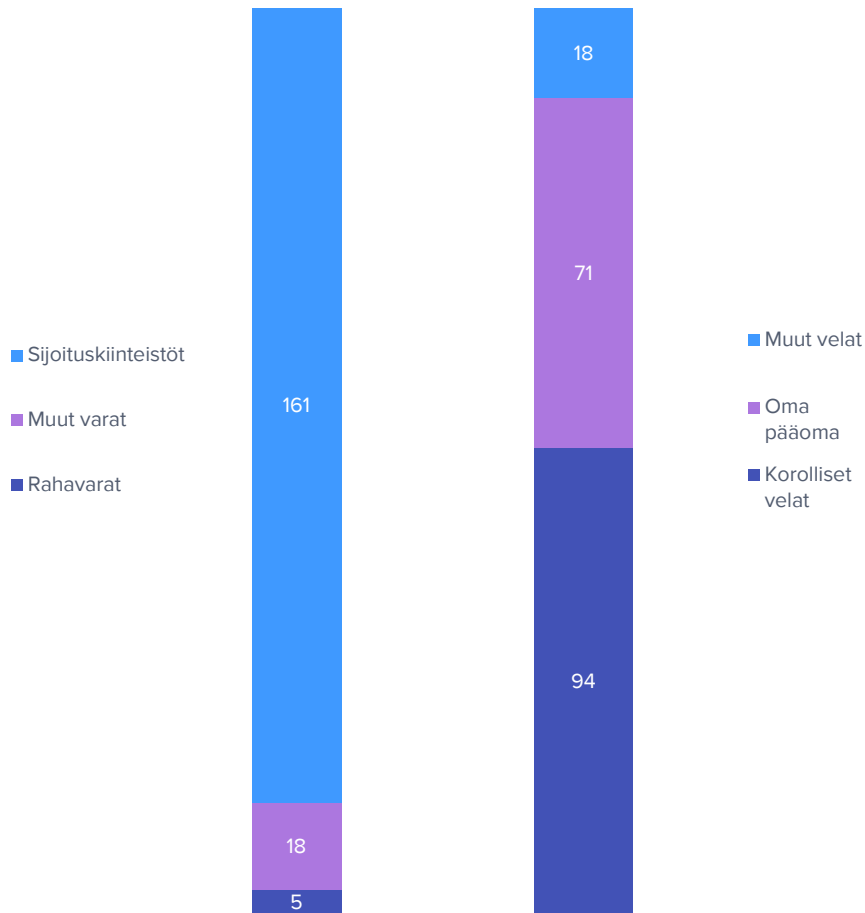
# Liiketoimintamallin riskiprofiili





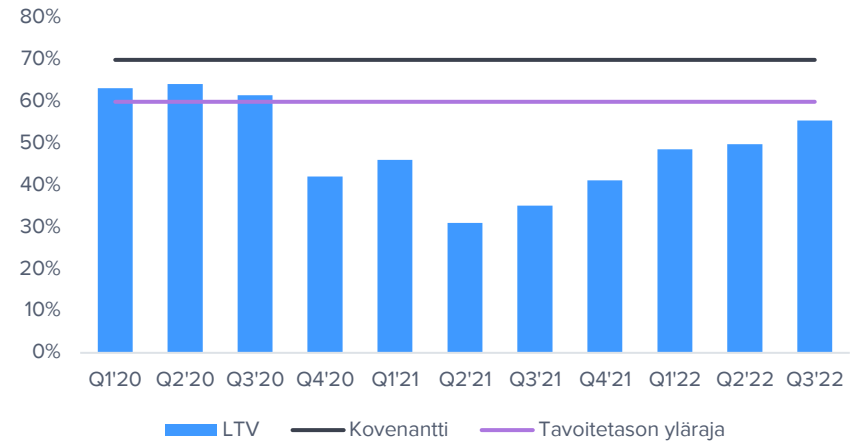
# Taloudellinen tilanne

Taserakenne Q3'22:n lopussa

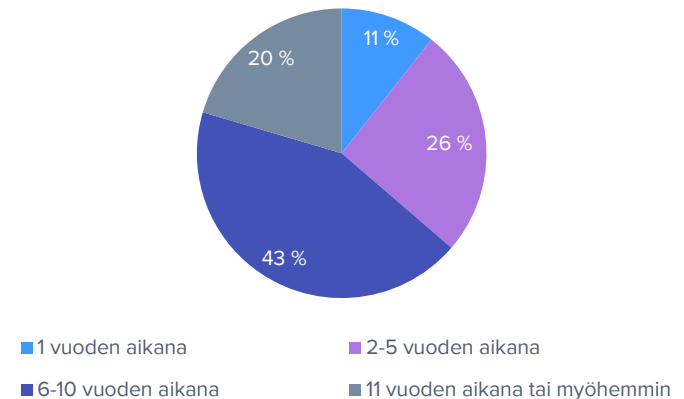


Huom. Oma pääoma pitää sisällään pääomalainoja 16,9 MEUR:n edestä.

Luototusasteen kehitys



Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma



Huom. Maturiteettijakauma vuoden 2021 lopussa

# Markkinakatsaus 1/3

## Talou näkymät heikentyneet selvästi

Suomen talous elpyi muun maailman tapaan viime vuonna vahvasti koronapandemiasta ja BKT kasvoi vuodesta 2020 noin 3,5 %. Kuluvana vuonna talou näkymät ovat kuitenkin heikentyneet merkittävästi muun muassa Ukrainan sodan sekä korkean inflaation myötä ja Finanssiala ry:n 10/2022 keräämien ennusteiden perusteella keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen kasvun hidastuvan tänä vuonna noin 2 %:iin. Vuoden 2023 kasvuennusteet ovat laskeneet viime kuukausina heikentyneen talousdatan johdosta selvästi ja nyt keskeiset ennustelaitokset odottavat BKT:n kasvun jäävän ensi vuonna nollassa.

Inflaatio on ollut sekä Euroopassa että USA:ssa viime kuukausina voimakasta ja sitä ovat kiihdyttäneet koronapandemiassa tehdyt elvytystoimet, tuotantoketjuongelmat sekä Euroopassa puhjennut sotatilanne. Suomessa kuluttajahintojen odotetaan nousevan tänä vuonna keskimäärin noin 6,8 % ja ensi vuonna inflaation odotetaan asettuvan 3,9 %:iin.

## Asuntorakentamisessa suunta alaspäin

Asuntorakentamisessa on ollut Suomessa viime vuosina hyvä vire ja vuonna 2021 uusia aloituksia käynnistettiin ennätysmäärä. Uudistuotanto on painottunut kysynnän ohjaamana vahvasti pk-seudulle ja suurempiin kasvukeskuksiin. Lupakehitys antoi jo viime syksynä viitteitä siitä, että asuinrakentaminen hiljenee ennätystasoiltaan ja Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen näkymät ovat synkentyneet entisestään. Näkymiä ovat heikentäneet etenkin voimakas inflaatio ja kotitalouksien heikentynyt ostovoima,

ennätysyönkäksi vajonnut kuluttajaluottamus sekä voimakkaasti noussut korkotas.

Rakennusteollisuus RT ennustaa asuntoaloitusten laskevan tänä vuonna kaikkiaan noin 41 000 asuntoon (2021: 47 000 kpl) ja ensi vuonna edelleen noin 36 000 asuntoon. Ennustettu tuotantomäärä on pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden hyvä, mutta RT näkee riskien olevan selvästi alaspäin etenkin ensi vuoden ennusteen osalta. RT:n asuntotuotantokyselyn mukaan omaperusteisen tuotannon odotetaan vähentyvän kuluvana vuonna noin kolmanneksella kotitalouksien ja piensijoittajien heikentyneen kysynnän johdosta. Vapaa-rahoitteiseen vuokra-asuntotuotantoon odotetaan merkittävää hidastumista vasta ensi vuonna, jolloin rakentaminen siirtyy selvemmin omaperusteisiin hankkeisiin.

## Koronapandemia ja kasvanut tarjonta ovat painaneet vuokra-asuntomarkkinaa

Asuntovuokrien kehitys on ollut viime vuosina nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat ovat nousseet 2015-2021 välillä keskimäärin noin 2,9 % vuodessa. Nousu on kuitenkin taittunut ja vapaa-rahoitteisten asuntojen neliövuokrat kääntyivät viime vuoden lopulla koko maan tasolla laskuun. Vuokramarkkinoiden tilanne on tällä hetkellä haastava suuremmissa kaupungeissa, joissa pandemian aikana yleistynyt etäopiskelu ja -työ ovat vähentäneet selvästi vuokratyöntä. Haasteet ovat korostuneet viime aikoina vilkkaan rakentamisen johdosta etenkin pääkaupunkiseudulla.

Suomen BKT:n kasvuennusteet	2022e	2023e	2024e
Nordea	2,5 %	0,0 %	1,5 %
OP	2,0 %	0,0 %	0,7 %
Handelsbanken	2,3 %	-0,2 %	1,0 %
Labore	1,8 %	0,7 %	2,1 %
Suomen Pankki	2,2 %	-0,3 %	1,1 %
VM	1,7 %	0,5 %	1,4 %
<b>Keskimäärin</b>	<b>2,1 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>1,3 %</b>

Lähde: Finanssiala ry, 10/2022

## Kerrostaloaloitukset ja -luvat (kpl, liukuva 12kk)



Lähde: Tilastokeskus

# Markkinakatsaus 2/3

## Sijoittajakysynnän vahvin vaihe takana päin, tuottovaateissa nousupainetta

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Suomessa viime vuodet vilkasta ja KTI:n mukaan suuria kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa viime vuonna 7,0 mrd. eurolla, josta ulkomaisten sijoittajien osuus oli noin 54 %. Kiinteistöjen kysyntää on tukenut viime vuosina historiallisen alhainen korkotasoa, minkä myötä kiinteistöistä on tullut aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja niiden hintoja. Tilanne on korostunut etenkin vakaisissa ja turvallisissa pidetyissä kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaateet ovat painuneet etenkin prime-sijainneissa mataliksi.

Korkotilanne on muuttunut kuluneen vuoden aikana kuitenkin merkittävästi ja Suomen valtion 10 vuoden obligaatiokorko on noussut vuoden alun 0,1 %:sta 2,5 %:iin (30.11. tilanne). Kehitys ei toistaiseksi ole heijastunut oleellisesti asuntojen tuottovaatimuksiin ja esimerkiksi JLL arvioi asuntojen prime-tuottovaatimuksen olevan Helsingissä 3,1 %. Tuottovaatimusten hidas sopeutuminen korkotason muutoksiin selittyy arviomme mukaan sillä, että kiinteistösisjoitusmarkkinoilla kauppaa käydään suhteellisen harvakseltaan ja arvonmäärityksissä sovellettavat tuottovaatimukset perustuvat osaltaan toteutuneisiin kauppoihin. Mielestämme tuottovaateisiin kohdistuva nousupaine on kuitenkin ilmeinen, ja odotamme tuottovaatimusten reagoivan muuttuneeseen korkotilanteeseen seuraavan 6-12 kk:n aikana.

Olemme piirtäneet sivupalkkiin alempaan graafiin aikasarjan asuntojen prime-tuottovaateen (oikea akseli) sekä Suomen 10 vuoden valtiolainan koron (vasen akseli) kehityksestä Q1'18-Q3'22:n välillä. Aikasarjan perusteella prime-asunnoilta on vaadittu viime vuosina keskimäärin 3,0 %-yksikön tuottolisää Suomen 10 vuoden velkakirjan korkotasoon nähden. KTI Kiinteistöindeksin aineiston perusteella vaadittu riskilissä on viimeisen 15 vuoden aikana ollut puolestaan keskimäärin 3,6 %-yksikköä ja matalimmillaan tuottoero Suomen 10 vuoden velkakirjakorkoon nähden on ollut 1,3 %-yksikköä.

Olemme sovittaneet graafiin myös Q3'23:lle ulottuvat odotukset Suomen 10 vuoden velkakirjan korkotasosta. SEB ennustaa Saksan 10v velkakirjakoron asettuvan Q3'23:n loppuun mennessä 2,3 %:n tasolle ja historiallisella 20 korkopisteen riskilissä Suomen 10v velkakirjan korko olisi tuolloin 2,5 %. Korko-odotusta ja vuosien 2018-2022 keskimääräistä 3,0 %-yksikön tuottoeroa soveltamalla on piirrettävissä kehityskulku (skenaario 1), jossa prime-tuottovaateet nousisivat 5,5 %:iin. Pidemmän aikavälin keskimääräisellä 3,6 %-yksikön tuottoerolla prime-tuottovaatimus nousisi korko-odotusten perusteella puolestaan 6,1 %:iin (skenaario 2).

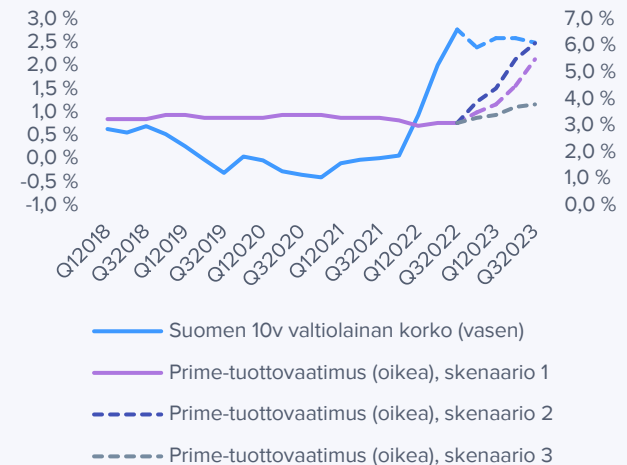
Skenaariossa 3 olemme soveltaneet viimeisen 15 vuoden matalinta riskilissä (1,3 %-yksikköä), jolloin korko-odotukset indikoisivat prime-tuottovaatimusten nousevan 3,8 %:iin. Tämä on skenaariomme, johon myös Toivoa koskevat ennusteemme pitkälti pohjautuvat.

Kiinteistökauppavolyymi Suomessa (mrd. €)



Lähde: KTI

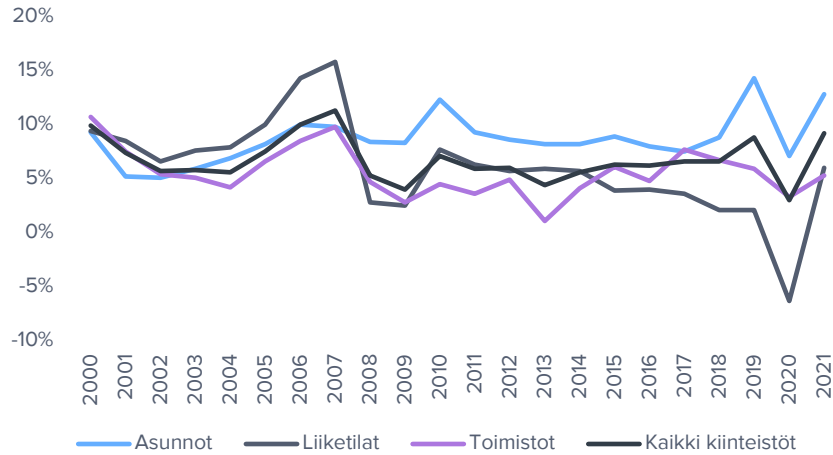
Asuntojen prime-tuottovaatimus ja Suomen 10v obligaatiokorko



Lähde: KTI, Catella, JLL, SEB, Suomen Pankki ja Inderes

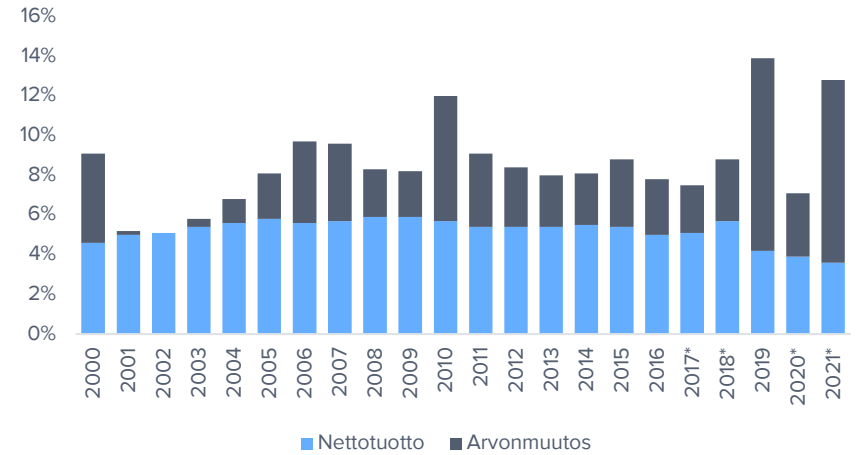
# Markkinakatsaus 3/3

### Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



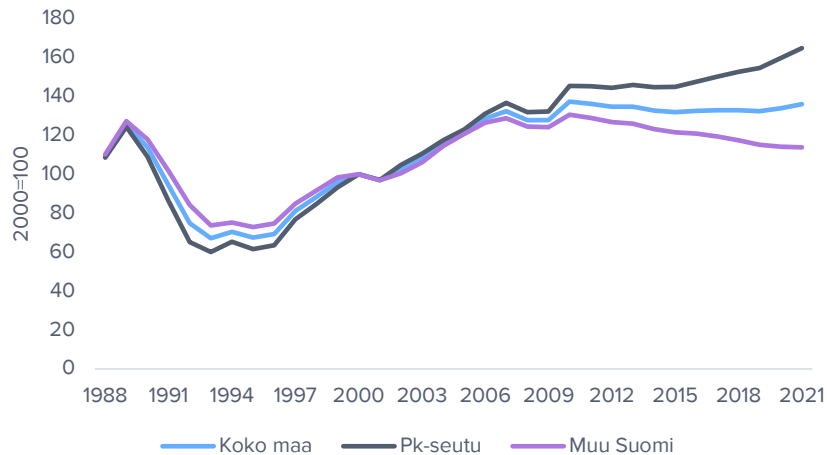
Lähde: KTI

### Asuntosijoitusten kokonaistuotto



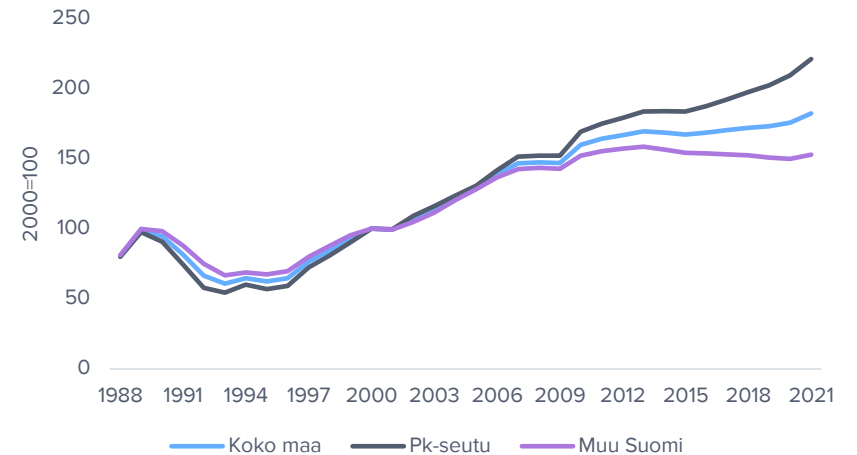
Lähde: KTI, 2017\*, 2018\*, 2020\* ja 2021\* jakaumat ovat Inderesin arvioita

### Vanhojen osakeasuntojen reaalihinnat



Lähde: Tilastokeskus

### Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Vakaa kehitysmarginaali sekä vakaa ja houkutteleva tuottotaso strategian keskiössä

Toivon strategiana on kehittää asuntomarkkinoiden trendeihin vastaavia ja yhtiön konseptien mukaisia kiinteistöjä, jotka mahdollistavat vahvan kehitysmarginaalin, vakaan ja houkuttelevan tuottotason, ja jotka sopivat pitkäaikaiseen omistukseen ja mahdollistavat korkeamman lisäarvon tuottamisen vuokralaisille. Strategian keskeisimmät painopistealueet koskevat näkemyksemme mukaan rakennuttamistoiminnan kannattavuutta, kiinteistöjen vakaata ja houkuttelevaa tuottotasoa, asuntomarkkinoiden isojen trendien huomiointia ja asiakaslisäärvä. Käsittelemme edellä mainittuja painopistealueita lyhyesti seuraavassa.

**Vakaa kehitysmarginaali.** Toivon tavoitteena on saavuttaa kiinteistökehityshankkeissa vahva kehitysmarginaali, joka pohjautuu itsenäisen kiinteistöarvioitsijan arvioon. Toivo on saavuttanut historiassa valmiina olevissa asuinkiinteistöissä keskimäärin 28 % kehitysmarginaalin ja kuten raportissa aiemmin totesimme, on taso toimialan viitekehityksessä erittäin vahva. Luottamuksemme Toivon rakennuttamistoiminnan kilpailukykyä kohtaan on yhtiön listalla oloaikana vahvistunut, mutta näemme, että yleisesti nousussa olevat tuottovaatimukset tulevat aiheuttamaan lähivuosina painetta rakennuttamisen kannattavuudelle. Näin ollen emme odota yhtiön yltävän lähiaikoina hankkeissa historiallisen tason mukaiseen kehitysmarginaaliin.

**Vakaa ja houkutteleva tuottotaso.** Toivon keskeisenä strategisena tavoitteena on, että sen

rakennuttamat asunnot tarjoavat houkuttelevan tuottotason ja vahvan mahdollisuuden pitkän aikavälin kannattavaan vuokraukseen. Yhtiö on historiansa aikana kyennyt saavuttamaan hankkeissaan keskimäärin yli 6 %:n nettotuottotason investointiarvoille, kun markkinoiden nettotuottovaatimukset ovat pyörineet samaan aikaan +4 %:n tasoilla. Hankkeissa saavutettaviin nettotuottoitasoihin ja pitkän aikavälin vuokrattavuuteen keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mm. hankekehitysvaiheessa tehtävät valinnat, rakentamisen tehokkuus sekä kohteiden mikro- ja makrosijainti.

## Hankekehityksessä huomioidaan pitkäaikainen omistajuus ja asuntomarkkinoiden isot trendit.

Toivo on lähtökohtaisesti valmis omistamaan kehittämänsä kiinteistöt jopa seuraavat 50 vuotta ja yhtiön mukaan hankekehitys tehdään näistä lähtökohdista yhtiön omaa Toivo-konseptia hyödyntäen. Hankekehityksessä korostuvat sijaintivalinnat ja asuntomarkkinoiden isot trendit kuten pienten kotitalouksien määrän kasvu, kaupungistuminen ja vapaa-ajan merkityksen kasvaminen. Hankekehityksessä Toivo huomioi nämä trendit keskittymällä strategiassaan uusiin, pieniin ja tehokkaisiin kohtuuhintaisiin asuntoihin Helsingin, Turun ja Tampereen seuduilla.

**Korkeampi lisäarvo asiakkaille.** Toivon mukaan vuokralaiset vertailevat vuokrapäätöksiä tehdessään mm. kohteen hintaa, sijaintia, toiminnallisuutta, tilaratkaisuja, käytettävyyttä sekä asunnosta saatavaa yleiskuvaa ja -tunnelmaa. Yhtiö pyrkii kokonaisvaltaisilla ratkaisuilla saamaan asiakkaansa viihtymään kohteissaan.



## Strategian painopistealueet

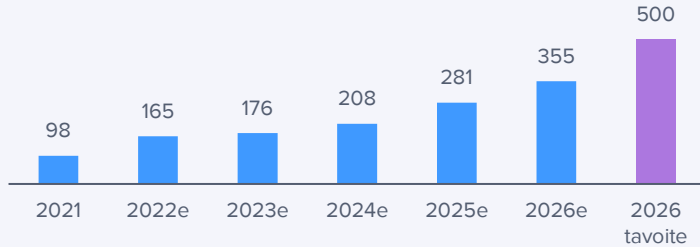
- Vakaa kehitysmarginaali
- Vakaa ja houkutteleva tuotto
- Pitkäaikainen omistajuus
- Kehitys, joissa painopiste megatrendeissä
- Toivo-konseptin mukainen hankekehitys
- Korkeampi lisäarvo asiakkaalle

Lähde: Listalleottoesite

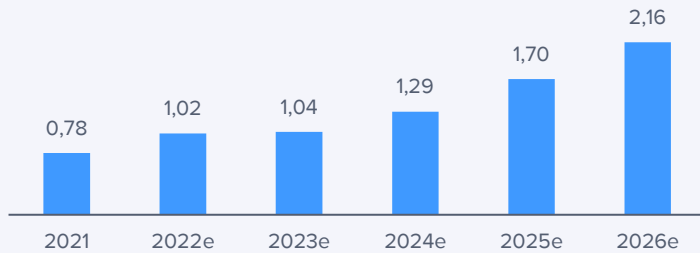
# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Taloudelliset tavoitteet

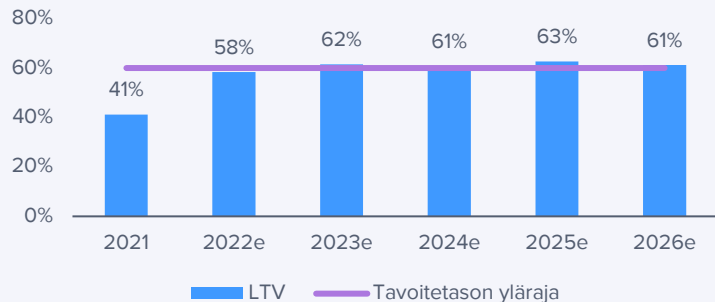
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)



Osakekohtainen NAV (EUR/osake)



Luototusaste (LTV)



## Inderesin kommentit

### Sijoituskiinteistöjen käypä arvo 500 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä

- Toivon tavoitteena on kasvattaa sijoituskiinteistöjen käypä arvo noin 500 MEUR:oon vuoden 2026 loppuun mennessä. Omat ennusteemme (2026e: 355 MEUR) ovat selvästi tavoitteen alapuolella.
- Poikkeama suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin selittyy odottamallamme kiinteistöjen negatiivisella käyvän arvon muutoksella (taustalla tuottovaatimusten nousu), nousevan LTV:n takia supistuvilla investoinneilla ja vastaavasti nousseilla kiinteistömyyntiennusteilla.
- Lisäksi kasvuun heijastuu negatiivisesti lyhyellä aikavälillä paineessa olevat kehitysvoitot.

### Yhtiön osakekohtaista pitkäaikaista NAV:ia kasvatetaan merkittävästi vuosittain

- Toivon tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista NAV:ia merkittävästi vuosittain.
- Ennustamme Toivon osakekohtaisen NAV:n kasvun jäävän vuonna 2023 noin 2 %:iin ja kiihtyvän tämän jälkeen noin 28 %:iin (CAGR).
- Huomautamme, että näkyvyys yhtiön vuosien 2025-2026 tulokuntoon on tässä vaiheessa heikko.

### Luototusaste on alle 60 %

- Toivon tavoitteena on pitää luototusaste alle 60 %:ssa.
- Toivon luototusaste asettuu ennusteissamme 2022-26 välillä 58-63 %:iin ja nousee yhtiön tavoitetason yläpuolelle.
- Emme kuitenkaan usko alle 60 %:n LTV-tavoitteen olevan kiveen hakattu ja ennusteillamme yhtiöllä säilyy yhä liikkumatilaa LTV-kovenantiin (maksimi 70 %) nähden.

# Sijoitusprofiili

1.

Asuntomarkkinoiden isoihin trendeihin erinomaisesti asemoitunut ja kasvukolmioon keskittynyt kiinteistösalkku sekä hankeputki

2.

Rakennuttamistoiminnan kannattavuus historiassa erittäin vahva

3.

Kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu tulee aiheuttamaan painetta kiinteistöportfolion käyväälle arvolle ja lähiajan kehitysvoitoille

4.

Ilman kiinteistömyyntejä liiketoiminta tuottaa vain rajallisesti kassavirtaa

5.

Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

## Potentiaali



- Hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Korkojen lasku hellittäisi tuottovaatimuksiin kohdistuvaa nousupainetta
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen
- Skaalautuva kulurakenne

## Riskit



- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Ilman kiinteistömyyntejä liiketoiminta tuottaa vain rajallisesti kassavirtaa
- Korkotason ja tuottovaatimusten nousu tulee aiheuttamaan painetta sijoituskiinteistöjen käyville arvoille, mikä nostaa yhtiön velkaantuneisuusastetta (LTV) ja heikentää kasvumahdollisuuksia
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

# Ennusteet 1/7

## Ennusteiden lähtökohdat

Keskeisimmät ennusteparametrit Toivon mallinnuksessa koskevat vuotuisia kehitysinvestointeja sekä myyntejä, ennustamaamme rakennuttamisen kehitysmarginaalia, asuntomäärän, vuokratuottojen, kiinteistöjen hoitokulujen sekä yhtiön kiinteän kulurakenteen kehitystä. Lisäksi huomioimme ennusteissamme näkemyksemme portfolion tuottovaatimuksen kehityksestä.

## Tuottovaatimuksissa nousupainetta

Toivo [antoi](#) marraskuun lopulla negatiivisen tulosvaroituksen. Ohjeistuksen laskun taustalla on kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu, joka tulee aiheuttamaan Q4:llä yhtiön kiinteistöportfolioon negatiivisen, ei-kassavirtavaikutteisen arvonmuutoksen. Yhtiö ohjeistaa nyt koko vuoden

2022 liikevoiton olevan 10-18 MEUR (aik. 22-28 MEUR) ja sijoituskiinteistöjen käyvän arvon vuoden lopussa 160-170 MEUR (aik. noin 175 MEUR). Annetut ohjeistushaarukat ovat hyvin leveät ja sijoituskiinteistöjen käypää arvoa koskeva ohjeistus indikoisi negatiivisten arvonmuutosten asettuvan 5-15 MEUR:n väliin. Tulos- ja taseohjeistuksen keskipisteiden muutoksen kautta laskettuna negatiivinen arvonmuutos olisi puolestaan 10-11 MEUR eli noin 6-7 % syyskuun lopun kiinteistömässasta. Negatiivinen tulosvaroitus ei tullut yllätyksenä, sillä [olimme pitäneet](#) tuottovaatimukseen kohdistuvaa nousupainetta ilmeisenä ja ennusteemme olivat jo ennen tulosvaroitusta aiemman ohjeistushaarukan alapuolella.

Odotamme Toivon kiinteistöportfolion tuottovaatimuksen nousevan seuraavan 6-12kk

aikana asteittain noin 5,15 %:iin (nyk. ~4,4 %), mikä yhdessä arvioimamme nettotuottojen 4 % kasvun kanssa tarkoittaisi arviomme mukaan sitä, että yhtiön kiinteistömässaan kohdistuisi kokonaisuudessaan noin 11 % arvonlasku (eli noin 18 MEUR Q3'22:n lopun sijoituskiinteistöjen käyvästä arvosta). [Markkinakommenttien](#) mukaan kiinteistökauppojen hinnoittelussa on kuluneen vuoden aikana nähty vähintään 10-15 % laskua ja alalta saatujen kommenttien mukaan asuntosektorilla tuottovaateissa on nähty jopa 1,0–1,5 %-yksikön nousuja. Näin ollen pidämme arvioitamme tuottovaatimusten noususta edelleen validina ja odotamme kiinteistöjen arvoihin kohdistuvan laskupainetta vielä ensi vuonna.

## Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos-% eri tuottovaatimuksilla ja nettotuottojen kasvulla (Inderes arvio)

		Nettotuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	<b>4,40 %</b>	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettotuoton kasvu-%	-10 %	-33 %	-30 %	-27 %	-23 %	-19 %	-15 %	-10 %	-5 %	2 %	8 %	16 %	26 %	37 %
	-8 %	-31 %	-28 %	-25 %	-21 %	-17 %	-13 %	-8 %	-2 %	4 %	11 %	19 %	29 %	40 %
	-6 %	-30 %	-27 %	-23 %	-20 %	-16 %	-11 %	-6 %	0 %	6 %	13 %	22 %	31 %	43 %
	-4 %	-28 %	-25 %	-22 %	-18 %	-14 %	-9 %	-4 %	2 %	8 %	16 %	24 %	34 %	46 %
	-2 %	-27 %	-24 %	-20 %	-16 %	-12 %	-7 %	-2 %	4 %	11 %	18 %	27 %	37 %	49 %
	0 %	-25 %	-22 %	-19 %	-15 %	-10 %	-5 %	<b>0 %</b>	6 %	13 %	21 %	29 %	40 %	52 %
	2 %	-24 %	-21 %	-17 %	-13 %	-8 %	-3 %	2 %	8 %	15 %	23 %	32 %	42 %	55 %
	4 %	-22 %	-19 %	-15 %	-11 %	-7 %	-2 %	4 %	10 %	17 %	25 %	35 %	45 %	58 %
	6 %	-21 %	-17 %	-14 %	-9 %	-5 %	0 %	6 %	12 %	20 %	28 %	37 %	48 %	61 %
	8 %	-19 %	-16 %	-12 %	-8 %	-3 %	2 %	8 %	15 %	22 %	30 %	40 %	51 %	64 %
	10 %	-18 %	-14 %	-10 %	-6 %	-1 %	4 %	10 %	17 %	24 %	33 %	42 %	54 %	67 %



# Ennusteet 2/7

## Kehitysinvestoinnit ja myynnit

Ennustamme Toivon kehitysinvestointien asettuvan koko vuoden 2022 osalta vajaaseen 60 MEUR:oon ja laskevan vuosina 2023-2024 noin 45-50 MEUR:oon. Pienentyvien investointien taustalla on sijoituskiinteistöjen käypien arvojen laskun johdosta nouseva velkaantuneisuusaste (LTV), joka tulee arviomme mukaan rajoittamaan lyhyellä tähtämellä yhtiön investointikapasiteettia. Vuosina 2025-2026 odotamme kehitysinvestointien nousevan lähemmäs normaalimpaa tasoa ja asettuvan noin 65 MEUR:oon.

Valmistuvien asuntomäärien odotamme nousevan kuluvana vuonna noin 570 kappaleeseen ja jäävän vuosina 2023-2024 noin 370-400 asuntoon. Vuosina 2024-2025 odotamme tuotantomäärien nousevan jälleen reiluun 500 asuntoon per vuosi.

Nousevan velkaantuneisuusasteen, rahoituskustannusten kasvun ja liiketoiminnan rajallisen kassavirran (LTM: käyvän arvon muutosten osuus liikevoitosta 86 %) myötä odotamme Toivolta lähivuosina myös viime vuosina nähtyä enemmän kiinteistömyyntejä. Ennustamme kiinteistömyyntien olevan vuosina 2023-2024 velattomin hinnoin noin 31-34 MEUR ja ennustamme niiden asettuvan tämän jälkeen noin 13 MEUR:oon per vuosi (2022e: noin 8 MEUR). Vuosien 2023-2024 kiinteistömyyntien osalta oletamme, että vuoden 2023 myynneistä noin 16 MEUR ja 2024 myynneistä noin 14 MEUR tapahtuu olemassa olevasta valmiista asuntoportfoliosta. Oletamme lisäksi, että nämä myynnit tapahtuvat

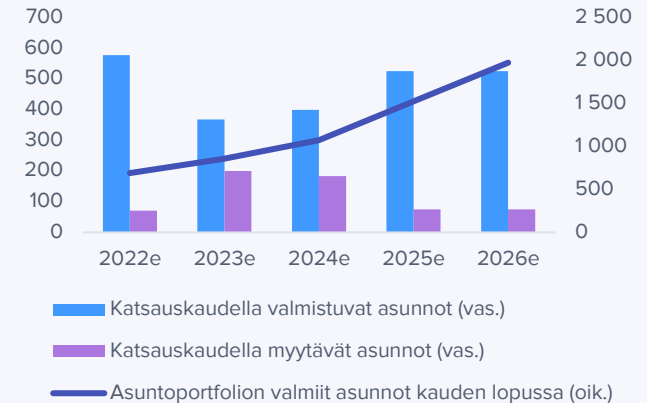
päivitettyillä tasearvoilla, joten myynneistä ei synny ennusteissamme luovutusvoittoja/-tappioita. Loppuosan myynneistä odotamme tapahtuvan vuosittain valmistuvasta tuotannosta ja näin ollen asuntomyynnit tuloutuvat lähtökohtaisesti liikevaihdon kautta.

Toivon rahoituskovenantteihin sisältyy omaisuuden luovutukseen liittyviä rajoitteita. Kovenanti rajoittaa Toivon kiinteistömyyntejä siten, ettei yhtiö voi tilikauden aikana myydä tai muutoin luovuttaa omaisuuttaan tasearvoltaan enempää kuin 15 % konsernin tilikauden päättämishetken taseen loppusummasta, johon on lisätty luovutetun omaisuuden tasearvo. Edellä lasketulla tavalla myynnit asettuvat vuosina 2023-2024 noin 11-14 % taseen loppusummasta ja jäävät sen jälkeen noin 3-4 % tasolle.

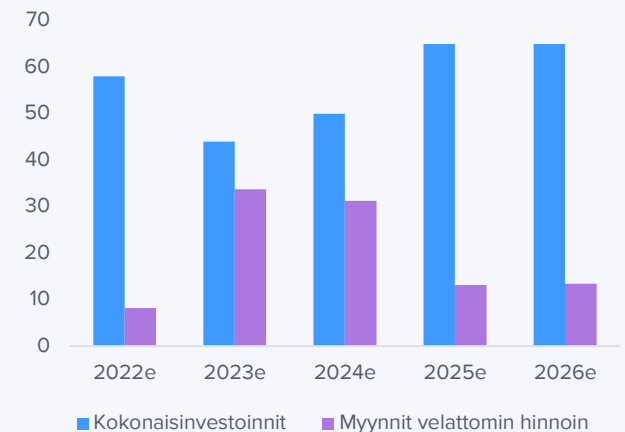
## Asuntoportfolion ja vuokratuottojen kehitys

Investointi- ja myyntiennusteillamme Toivon asuntoportfolion valmiiden asuntojen lukumäärä nousee ennusteissamme vuoteen 2024 mennessä noin 1075 asuntoon ja vuonna 2026 edelleen noin 1975 asuntoon (Q3'22: 440 asuntoa). Asuntomäärän kasvun ja asuntojen ennustetun neliövuokrakehityksen (2023-2024e: keskimäärin 2 % p.a.) johdosta Toivon kiinteistöportfolion vuokratuotot kasvavat ennusteissamme voimakkaasti. Ennustamme bruttovuokratuottojen kohoavan ennustejaksomme lopussa vuonna 2026 noin 18,8 MEUR:oon ja nettovuokratuottojen noin 15,2 MEUR:oon (2022e: 4,0 MEUR ja 2,8 MEUR).

Valmistumiset, myynnit ja asuntoportfolion asunnot (kpl)



Kehitysinvestoinnit ja myynnit (MEUR)



# Ennusteet 3/7

## Rakennuttamisen kannattavuutta koskevat ennusteet

Ennustamme Toivon rakennuttamisen kannattavuuden heikentyvän lyhyellä aikavälillä selvästi, kun tuottovaatimukset ovat nousseet, ja investointikustannukset eivät sopeudu tuottovaateiden muutokseen välittömästi. Vuonna 2023 odotamme Toivon kehitysmarginaalin laskevan noin 18 %:iin. Huomautamme, että kannattavuuteen vaikuttavien muuttujien (korkotaso ja tuottovaatimukset, vuokrien ja rakennuskustannusten kehitys) yhteisvaikutuksen arviointi on hyvin vaikeaa ja näin ollen rakennuttamisen kannattavuustasoon liittyy lyhyellä aikavälillä huomattavaa epävarmuutta. Pidämme kannattavuuden heikentymistä lyhyellä aikavälillä kuitenkin selviönä. Vuonna 2024 odotamme kehitysmarginaalin nousevan noin 24 %:iin ja vuosina 2025-2026 palautuvan historialliselle 28 % tasolle.

Rakennuttamistoiminnan tulostason (EBITDA) ennustamme asettuvan arvioimillamme kokonaisinvestoinneilla ja kannattavuusennusteillamme vuosina 2023-2024 keskimäärin noin 9 MEUR:oon ja parantuvan ennustejakson loppupäässä noin 17 MEUR:oon.

## Ennustamme sijoituskiinteistöjen käyvän arvon kohoavan 355 MEUR:oon 2026 mennessä

Toivon sijoituskiinteistöjen arvo kohoaa vuoden ennusteissamme 2026 lopussa noin 355 MEUR:oon ja taso on Toivon 500 MEUR:n tavoitteen alapuolella. Poikkeama suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin selittyy odottamallamme kiinteistöjen negatiivisella käyvän arvon muutoksella (taustalla aiemmin mainittu tuottovaatimusten nousu), nousevan LTV:n takia

sipistuvilla investoinneilla ja vastaavasti nousseilla kiinteistömyyntiennusteilla. Lisäksi kasvuun heijastuu negatiivisesti lyhyellä aikavälillä paineessa olevat kehitysvoitot. Toivon luototusaste asettuu ennusteissamme 2022-26 välillä 58-63 %:iin ja nousee yhtiön tavoitetason yläpuolelle (tavoite LTV alle 60 %). Emme kuitenkaan usko alle 60 % LTV-tavoitteen olevan kiveen hakattu ja ennusteillamme yhtiöllä säilyy yhä liikkumatilaa LTV-kovenanttiin (maks. 70 %) nähden.

## Kiinteän kulumurakenteen kehitys

Ennustamme Toivon kiinteiden kulujen kasvavan henkilöstömäärän maltillisen kasvun ja yleisen kulukasvun seurauksena vuoteen 2024 mennessä noin 2,0 MEUR:oon ja nousevan vuonna 2026 edelleen noin 2,4 MEUR:oon (2022e: 1,7 MEUR). Kiinteiden kulujen kasvu on ennusteissamme selvästi kiinteistöportfolion kasvua hitaampaa, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiön kustannusrakenne skaalautuu kasvun mukana. Ennustejakson loppupäässä kiinteät kulut asettuvat 0,7 %:iin sijoituskiinteistöjen keskimääräisestä käyvästä arvosta (2022e: 1,3 %). Kiinteät kulut sisältävät myös rakennuttamisen kulut ja näin ollen odotamme portfolion hallinnoinnin olevan hyvin kustannustehokasta. Vertailun vuoksi, Kojamolla ja Satolla hallintokulut olivat vuonna 2021 noin 0,5-0,8 % kiinteistöportfoliosta.

## Rahoituskulut

Toivo ei ole kertonut rahoitusvelkojen suojausastetta, vaan on todennut, että lainoja on suojattu riittäväksi katsottu määrä. Kommentin perusteella arvioimme korkosuojausten olevan vähäisiä. Toivon keskimääräinen rahoituskulu oli 2021-Q3'22:n välillä keskimäärin 1,7 % ja käytännössä yhtiö on aiemmin

maksanut lainoistaan pelkkää marginaalia. Nousseiden korkojen johdosta ennustamme yhtiön keskimääräisten rahoituskulujen nousevan lähivuosina noin 3,7 %:iin.

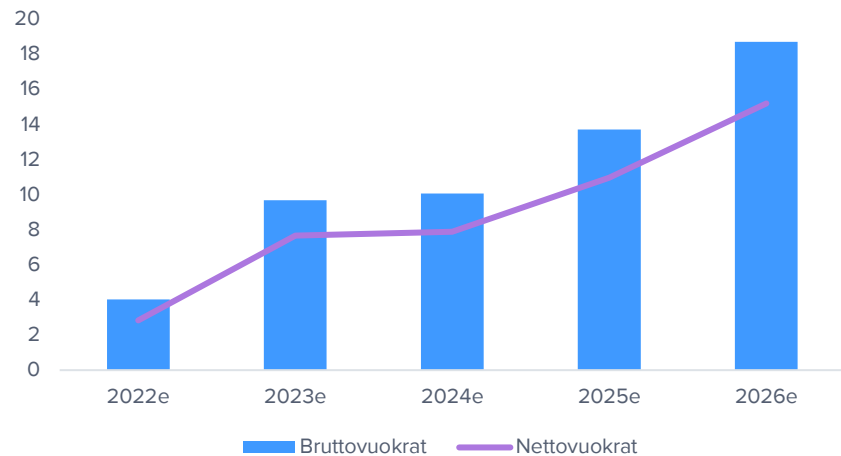
## Ennusteiden yhteenveto ja ennustemuutokset

Kokonaisuudessaan odotamme Toivon liikevoiton asettuvan kuluvana päivitetyn ohjeistushaarukan keskikohtaan 14,0 MEUR:oon. Vuonna 2024 raportoitu liikevoitto jää sijoituskiinteistöihin kohdistuvan arvonlaskun sekä rakennuttamistoiminnan heikentyvän kannattavuuden seurauksena 6,4 MEUR:oon ja nettotuloksen odotamme puolestaan asettuvan 1,8 MEUR:oon. Vuonna 2024 odotamme tulostasoon (EBIT: 20,2 MEUR ja nettotulos 12,1 MEUR) selvää parannusta, sillä H2'22-2023 välille osuva portfolion tuottovaatimuksen nousu on ennusteissamme kertaluontoinen. Lisäksi tulostasoa tukee rakentamisen parantuva kannattavuus sekä kiinteistöportfolion nettotuottojen kasvu. Vuosina 2025-2026 odotamme tulostasoon selvää parannusta kasvavien investointivolyymien, rakennuttamisen parantuvan kannattavuuden ja asuntoportfolion kokoluokan kasvun ajamana. Toivon osakekohtaisen NAV:n kasvun odotamme jäävän vuonna 2023 noin 2 %:iin ja kiihtyvän tämän jälkeen noin 28 %:iin (CAGR). Huomautamme, että näkyvyys yhtiön vuosien 2025-2026 tulostuntoon on tässä vaiheessa kuitenkin heikko.

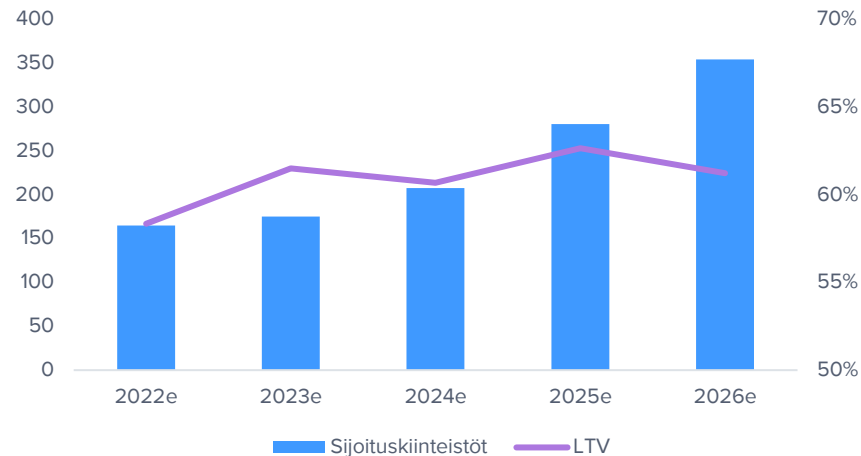
Vuosien 2023-2024 ennusteissamme on tapahtunut pieniä positiivisia muutoksia, kun tarkistimme näkemystämme tuottovaatimusten noususta hieman aiempaa maltillisemmaksi pitkien korkojen laskun seurauksena.

# Ennusteet 4/7

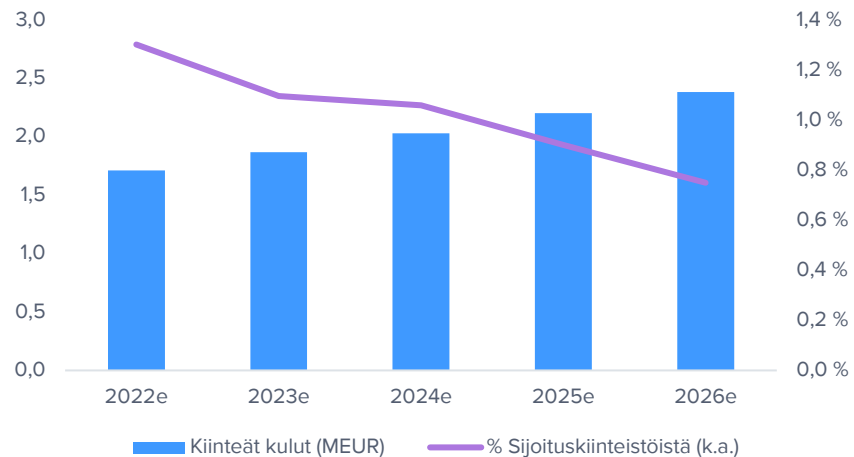
Brutto- ja nettovuokratuotot (MEUR)



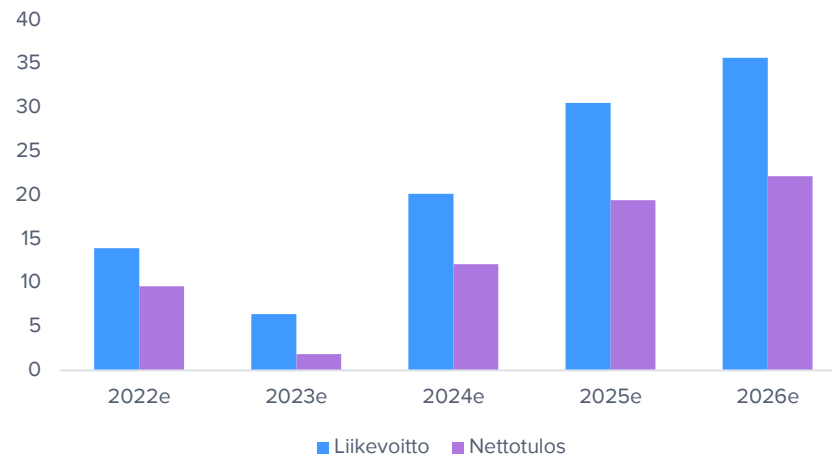
Sijoituskiinteistöt (MEUR) ja LTV-%



Kiinteän kulurakenteen kehitys



Tulosennusteet (MEUR)



# Ennusteet 5/7

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>13,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>21,2</b>	<b>33,3</b>	<b>33,2</b>	<b>32,8</b>
<b>Sijoituskiinteistöjen käyppien arvojen muutokset</b>	<b>5,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3</b>	<b>13,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>9,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>10,4</b>	<b>18,4</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,1	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	-0,9	-2,4	-2,7	-2,1	-1,4	-8,5	-2,2	-1,2	-5,1	-5,0	-13,5	-20,2	-19,0	-15,4
Henkilöstökulut	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
Poistot ja arvonalentumiset	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut	-1,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	-1,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-2,7	-2,9	-3,5
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>5,9</b>	<b>15,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>14,0</b>	<b>6,4</b>	<b>20,2</b>	<b>30,5</b>
Rahoitustuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-0,7	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-1,5	-4,0	-4,9	-6,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,7</b>	<b>15,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,7</b>	<b>12,5</b>	<b>2,4</b>	<b>15,3</b>	<b>24,4</b>
Tilikauden verot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-1,0	-1,0	-1,2
Laskennallisten verojen muutos	-0,9	-0,4	-0,5	-0,3	-1,1	-2,3	-1,3	-1,1	-0,8	1,2	-2,1	0,5	-2,1	-3,7
<b>Katsauskauden tulos</b>	<b>5,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>12,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>9,7</b>	<b>1,9</b>	<b>12,2</b>	<b>19,5</b>
Vähemmistöt	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille</b>	<b>5,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>11,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,6</b>	<b>1,8</b>	<b>12,1</b>	<b>19,4</b>
<b>EPS</b>	<b>0,11</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,24</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,18</b>	<b>0,03</b>	<b>0,22</b>	<b>0,35</b>
<b>FFO</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>
<b>FFO per osake</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	21,3	21,2	0 %	33,4	33,3	0 %	33,4	33,2	-1 %
<b>Vuokratuotot</b>	4,1	4,0	-3 %	9,8	9,7	-1 %	10,3	10,1	-2 %
<b>Käyvän arvon muutokset</b>	9,3	9,2	-1 %	-9,2	-2,6		9,0	10,4	16 %
<b>Liikevoitto</b>	14,0	14,0	0 %	0,0	6,4		19,2	20,2	5 %
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,18	0,18	0 %	-0,06	0,03		0,21	0,22	4 %
<b>NAV/osake</b>	1,02	1,02	0 %	0,93	1,04	12 %	1,17	1,29	11 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet 6/7

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Liikevaihto	3,1	4,3	13,6	21,2	33,3	33,2	32,8	38,0
Käyvän arvon muutokset	2,9	5,6	13,3	9,2	-2,6	10,4	18,4	19,5
Liikevoitto	4,2	7,2	15,8	14,0	6,4	20,2	30,5	35,7
FFO	0,7	0,6	1,7	2,7	4,2	4,1	5,1	7,0
EPS	0,07	0,11	0,24	0,18	0,03	0,22	0,35	0,40
FFO per osake	0,02	0,01	0,03	0,05	0,08	0,07	0,09	0,13
Osinko per oske	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Kiinteistöomaisuus	56	57	98	165	176	208	281	355
Nettovelat	35	24	40	96	108	126	176	217
LTV-%	63 %	42 %	41 %	58 %	62 %	61 %	63 %	61 %
Omavaraisuusaste	30 %	43 %	45 %	36 %	33 %	33 %	32 %	32 %
<b>Nettovarallisuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Pitkäaikainen nettovarallisuus (NAV)	8	13	41	56	57	71	94	119
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	45,0	45,0	53,1	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
NAV/osake	0,17	0,30	0,78	1,02	1,04	1,29	1,70	2,16
NAV/ osake kasvu	-	75 %	159 %	32 %	2 %	24 %	32 %	27 %
<b>Portfolio ja hankekehitys</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Kiinteistöportfolion arvo	56	57	98	165	176	208	281	355
Bruttovuokratuotot	1,7	3,2	2,7	4,0	9,7	10,1	13,7	18,8
Nettovuokratuotot	1,3	2,4	2,0	2,8	7,7	7,9	11,0	15,2
Investoinnit sijoituskiinteistöihin	14	18	34	58	44	50	65	65
Kehitysmarginaali	-	-	-	-	18 %	24 %	28 %	28 %

# Ennusteet 7/7

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>57,3</b>	<b>97,8</b>	<b>166</b>	<b>176</b>	<b>208</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	57,0	97,6	165	176	208
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>6,5</b>	<b>23,2</b>	<b>23,3</b>	<b>36,5</b>	<b>36,3</b>
Vaihto-omaisuus	0,5	4,8	6,2	9,7	9,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,9	3,1	7,5	11,8	11,7
Likvidit varat	3,2	15,3	9,6	15,0	14,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>64</b>	<b>121</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>245</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>27,3</b>	<b>54,4</b>	<b>67,3</b>	<b>69,1</b>	<b>81,2</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	10,5	21,7	31,1	32,9	45,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,7	31,4	35,0	35,0	35,0
Vähemmistöosuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>28,2</b>	<b>55,5</b>	<b>105</b>	<b>120</b>	<b>139</b>
Laskennalliset verovelat	2,0	4,0	6,2	5,7	7,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	26,2	51,5	98,3	114	131
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,4</b>	<b>11,2</b>	<b>17,0</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	4,0	7,6	8,9	10,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,4	7,0	9,2	14,4	14,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>64</b>	<b>121</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>245</b>

# Arvonmääritys 1/5

## Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Toivon arvotusta osien summa -laskelman, verrokkiarvostuksen sekä NAV:n ja arvioimamme hankesalkun kehityspotentiaalin kautta. Eri arvonmääritysmenetelmiä soveltamalla Toivon osakkeen arvo vaihtelee noin 1,0-1,6 euron välillä. Arvostusmenetelmien vaihteluväli on leveä ja se heijastelee osaltaan rakennuttamistoiminnan verrattain korkeaa riskiprofiilia, koholla olevaa lyhyen aikavälin epävarmuutta sekä liiketoiminnassa käytettävää velkavipua.

Annamme arvonmäärityksessämme pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä se huomioi mielestämme parhaiten yhtiön liiketoimintojen selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit. Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,58 euroa osakkeelta. Osien summa tarjoaa nykykurssiin peilattuna lievää nousuvaraa, mutta mielestämme osakkeen tuottopotentiaali jää lyhyellä aikavälillä koholla oleviin riskeihin nähden matalaksi. Tätä heijastellen toistamme aiemman 1,5 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

Näkemyksemme mukaan positiivisena ajurina Toivon osakkeelle voisi toimia korkojen kääntymisen laskuun ja/tai odotuksiamme maltillisempi kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu. Vastaavasti keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan kiinteistöjen lyhyen aikavälin arvonkehitykseen, rakennuttamisen lähivuosien tulostasoon ja liiketoiminnan rajalliseen kassavirtaan (ilman kiinteistömyyntejä).

## Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

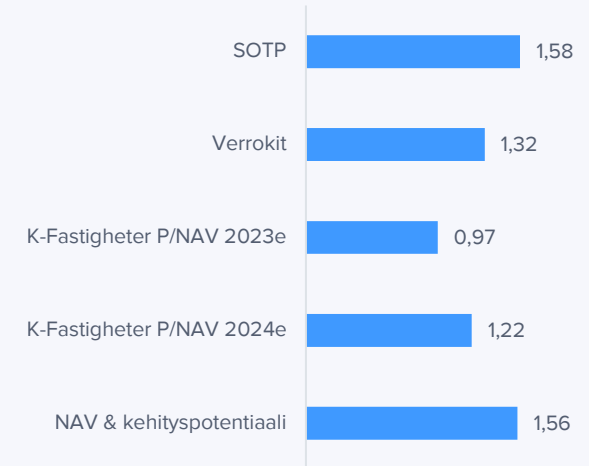
### Toivon osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Viime vuosien vahvat näytöt kannattavasta kasvusta
- Rakennuttamistoiminnan korkea historiallinen kannattavuus
- Moderni ja hyvillä sijainneille keskittynyt kiinteistösalkku sekä hankekanta
- Portfolion positiiviset pitkän aikavälin vuokra- ja arvonkehitysnäkymät
- Kevyt ja skaalautuva kulurakenne

### Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

- Korkeamman riskiprofiilin kiinteistökehitystoiminta nostaa vaadittavaa tuottovaatimusta ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Rakennuttamisen kannattavuus hyvin herkkä markkinatilanteelle
- Liiketoiminta nojaa vahvasti laskennallisiin kehitysvoittoihin ja tuottaa ilman kiinteistömyyntejä rajallisesti kassavirtaa
- Suuriin rakennusliikkeisiin nähden pieni koko ja ohut hankekanta
- Korkea riippuvuus avainhenkilöistä

## Arvostusmenetelmien yhteenveto (EUR/osake)



# Arvonmääritys 2/5

## Osien summa -laskelma

Annamme Toivon arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle. Vaikka laskelma on yhtiön tapauksessa tietyiltä osin keinotekoinen (mm. rakennuttamistoiminnan irrottaminen konsernista tuskin käytännössä mahdollista), havainnollistaa se mielestämme hyvin yhtiön arvon muodostumista ja tuo esiin liiketoimintojen erilaiset riskiprofiilit.

Jaamme osien summa -laskelmassa Toivon arvon seuraaviin komponentteihin: 1) sijoituskiinteistöt, 2) rakennuttaminen, 3) konsernikulut, 4) nettovelat sekä 5) pääomalainat.

Sijoituskiinteistöjen arvo perustuu Q3'22:n lopun tasearvoon (161 MEUR), josta olemme oikaisseet arvioimamme tuottovaatimuksen noususta seuraavan negatiivisen käyvän arvon muutoksen (-18 MEUR). Näin ollen sijoituskiinteistöjen käypä arvo on laskelmassamme 143 MEUR.

Toivon rakennuttamistoiminnan arvostamme osien summa -laskelmassa 63 MEUR:oon ja arvostus

perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x sekä rakennuttamistoiminnan ennustamaamme 2023-2024 keskimääräiseen tulostasoon (9 MEUR). Huomautamme, että rakennuttamisen arvo on vahvasti riippuvainen rakennuttamisen kannattavuustasosta sekä yhtiön investointikyvystä ja mielestämme näihin molempiin liittyy lyhyellä aikavälillä korostettua epävarmuutta.

Olemme hakeneet Toivon rakennuttamistoiminnan arvostukselle viitekehystä pohjoismaisista rakennusyhtiöistä, joita hinnoitellaan tällä hetkellä Bloombergin seuraavan 12 kk:n konsensusennusteilla EV/EBITDA-kertoimella 8,6x. Toivon arvostusta suhteessa verrokkiryhmään tukee näkemyksemme mukaan rakennuttamistoiminnan vahva historiallinen kannattavuus, mutta vastaavasti näemme yhtiön pienemmän koon ja selvästi ohuemman hankekannan (suurilla rakennusliikkeillä rakennusoikeutta tavanomaisesti 30 000-40 000 asunnon edestä vs. Toivon vajaan 1 900 asunnon hankekanta) painavan hyväksyttävää arvostusta.

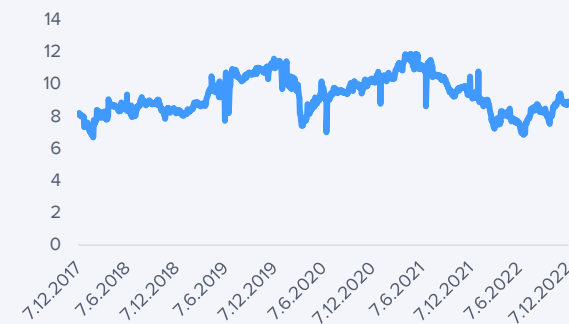
Lisäksi verrokkien korkeampaa arvostusta perustelee osaltaan niiden tuloksen kassavirtaperusteisuus. Kokonaisuudessaan soveltamamme EV/EBITDA-kerroin 7x vastaa noin 19 % alennusta verrokkiryhmän mediaanitasoon nähden.

Olemme käsitelleet Toivon rakennuttamistoiminnalle kohdistamattomat kiinteät kulut laskelmassamme konsernikuluina. Arvioimme näiden kulujen olevan noin 0,9 MEUR vuodessa ja olemme diskontanneet tämän kulumassan 8,6 %:n WACC:lla ja 2,0 %:n kasvuoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo on siten laskelmassamme noin -13 MEUR.

Toivon korolliset nettovelat olivat Q3:n lopussa 89 MEUR ja näiden lisäksi yhtiöllä oli pääomalainoja 17 MEUR:n edestä. Kun vähennämme nämä arvioimastamme 193 MEUR:n yritysarvosta (EV), muodostuu Toivon osakekannan arvoksi 87 MEUR eli 1,58 euroa osakkeelta.

SOTP	MEUR	EUR	Huomiot
Sijoituskiinteistöt	161	2,9	Q3'22:n lopun tilanne
Ennustettu käyvän arvon muutokset	-18	-0,3	Portfolion käyvän arvon lasku, perusteena tuottovaatimuksen nousu 5,15 %:iin ja nettotuottojen 4 % kasvu
Rakennuttaminen	63	1,2	Perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x ja arvioituu rakennuttamisen 2023-2024 keskimääräiseen tulostasoon
Konsernikulut	-13	-0,2	Nykyarvo
<b>EV</b>	<b>193</b>	<b>3,5</b>	
Nettovelka	-89	-1,6	Q3'22:n lopun tilanne
Pääomalainat	-17	-0,3	Q3'22:n lopun tilanne
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>87</b>	<b>1,58</b>	

Pohjoismaisten rakennusyhtiöiden EV/EBITDA 12kk fwd



Lähde: Bloomberg. Verrokkeissa JM, Bonava, Selvaag Bolig, YIT, Peab, Veidekke.



# Arvonmääritys 3/5

## Verrokkiryhmä

Olemme tarkastelleet Toivon arvostusta pohjoismaisista asuntosijoitusyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän kontekstissa. Pohjoismaisen listatun asuntosektorin yhteenlaskettu markkina-arvo on tällä hetkellä noin 8,0 mrd. euroa, NAV noin 12,1 mrd. euroa ja kiinteistömässä 21,0 mrd. euroa. Sektori hinnoitellaan tällä hetkellä noin 34 % alle NAV:in, mikä tarkoittaa implisiittisesti sitä, että sektorin kiinteistömässä arvostetaan noin 20 % raportoitujen tasearvojen alapuolelle.

Mikäli sovellamme sektorihinnoittelua osien summassamme sellaisenaan, asettuisi Toivon kiinteistömässä (Q3'22: 161 MEUR) arvo laskelmassamme noin 129 MEUR:oon. Pitämällä muut tekijät (rakennuttamisen arvo, konsernikulut ja nettovelka) laskelmassa ennallaan, Toivon osakekannan arvo asettuisi laskelmassa noin 72 MEUR:oon (1,32 euroa/osake). Huomautamme, että laskelma on todellisuutta yksinkertaistava, ja mikäli

Toivon kiinteistömässä arvo laskisi reaali maailmassa sektorihinnoittelun indikoiman tason mukaisesti, olisi tällä heikkenevän investointikyvyn kautta oletettavasti negatiivinen vaikutus myös rakennuttamistoiminnan arvoon.

## Arvostus lähimmän verrokin K-Fastigheterin valossa

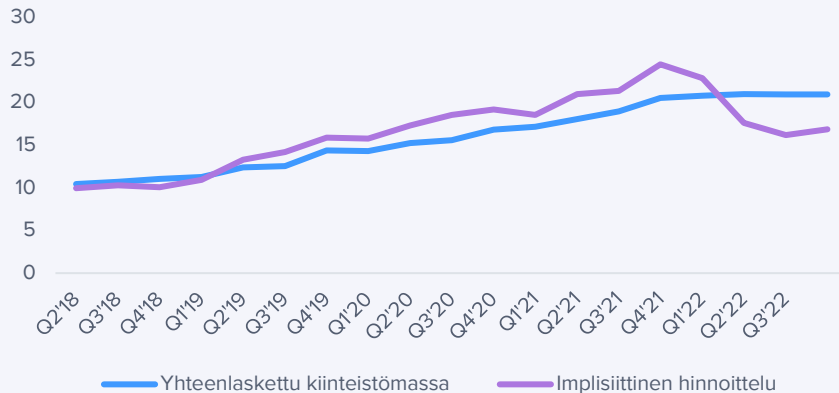
Pohjoismaisen listatun asuntosektorin kontekstissa Toivolle parhaaksi verrokiksi identifioituu mielestämme liiketoimintamallinsa puolesta ruotsalainen kiinteistökehitys- ja asuntosijoitusyhtiö K-Fastigheter. K-Fastigheterin portfolio pitää sisällään 3 452 valmista vuokra-asuntoa, jotka sijaitsevat valikoiduissa Etelä- ja Länsi-Ruotsin kaupungeissa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli syyskuun lopussa rakenteilla 1 976 asuntoa. K-Fastigheterin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa noin 1,1 mrd. euroa. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista NAV:ia yli suhdannesyklin 20 % vuosittain ja 2019-2021 välillä osakekohtainen NAV on kasvanut

keskimäärin 36 % vuodessa.

Vaikka Toivon ja K-Fastigheterin liiketoimintamallit ovat hyvin samankaltaisia, rajoittaa vertailukelpoisuutta erot yhtiöiden maantieteellisissä fokuksissa, mikä heijastuu osaltaan K-Fastigheterin portfolion matalampaan tuottovaatimustasoon (~3,8 %). Muita havaitsemiamme erottavia tekijöitä ovat K-Fastigheterin Toivoa suurempi kokoluokka ja rakennuttamistoiminnan korkeampi kannattavuus (K-Fastigheter yltänyt 2020-21 hankkeissa keskimäärin 40 % kehitysmarginaaliin). Eroavaisuuksista huolimatta näemme K-Fastigheterin arvostuksen toimivan kohtuullisena mittatikkuna myös Toivolle.

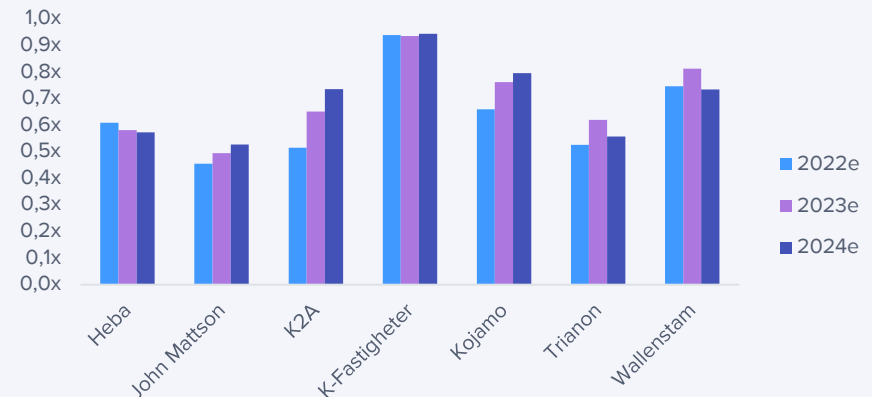
K-Fastigheter hinnoitellaan tällä hetkellä 2023-2024 konsensusennusteilla P/NAV-kertoimilla 0,93-0,94x. Soveltamalla K-Fastigheterin P/NAV-arvostusta Toivon vastaavan vuosien ennusteisiimme, olisi osakkeen arvo noin 1,0-1,2 euroa.

Pohjoismaisen listatun asuntosektorin hinnoittelu (mrd. €)



Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän P/NAV 2022-2024e



Lähde: Refinitiv, Vara Research

# Arvonmääritys 4/5

## Hankesalkun kehityspotentiaali

Toivon arvostusta on mahdollista haarukoida myös arvioimalla hankesalkun kehityspotentiaalia karkean nykyarvolaskelman kautta. Laskelman tekemistä vaikeuttaa osaltaan se, että Toivo tulouttaa hankkeet valmiusasteen mukaan ja tuloutuskäytännöstä johtuen yhtiö on kirjannut tulokseensa (ja NAV:iin) jo valmiusastetta vastaavan osan rakenteilla olevien kohteiden kehitysvaiheista. Laskelman tekemistä vaikeuttaa edelleen se, ettei yhtiö avaa sijoituskiinteistöjen tarkkaa jakaumaa valmiiden ja rakenteilla olevien kohteiden kesken. Yhtiö kertoi kuitenkin Q3-webcastissa, että syyskuun lopun taseessa olevat sijoituskiinteistöt (161 MEUR) jakautuivat karkeasti noin puoliksi valmiiden ja rakenteilla olevien kiinteistöjen kesken.

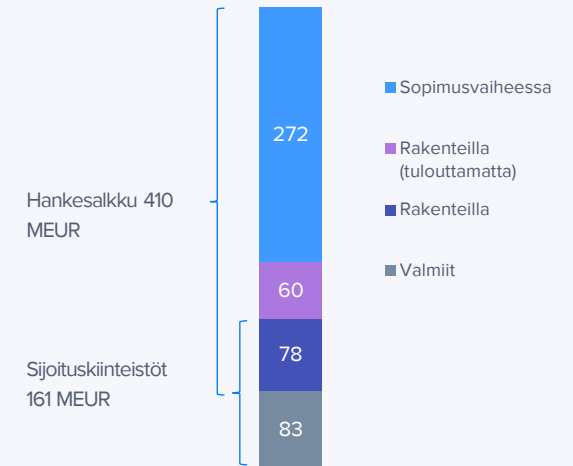
Toivo on antanut hankesalkun Q3-lopun tilanteesta seuraavat tiedot:

- Hankesalkun arvioitu käypä arvo 410 MEUR
- Rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevien asuntojen lukumäärä 1 877 kpl
- Sopimusvaiheessa 1 246 asuntoa
- Rakenteilla 631 asuntoa
- Vuokrattava pinta-ala yhteensä 86 000 m<sup>2</sup>
- Hankesalkun keskineliöhinta 4 767 euroa/m<sup>2</sup>
- Keskiarvostus noin 218 TEUR per asunto

Voimme hahmotella hankesalkun käyvän arvon jakautumista rakenteilla- ja sopimusvaiheessa olevien kohteiden välillä hankesalkun tiedossa olevan keskiarvostuksen (218 TEUR per asunto) kautta. Keskiarvostusta soveltamalla sopimusvaiheessa olevat kohteet muodostaisivat hankesalkun 410 MEUR:n arvosta (218 TEUR x 1246 asuntoa) noin 272 MEUR ja rakenteilla olevat kohteet noin 138 MEUR (218 TEUR x 631 asuntoa). Arviomme mukaan Toivon taseessa olevien sijoituskiinteistöjen käyvistä arvoista rakenteilla olevat kohteet edustivat Q3:n lopussa noin 78 MEUR (48 % sijoituskiinteistöjen käyvistä arvoista). Näin ollen tulokseen ja NAV:iin vielä heijastumattomia, rakenteilla olevia hankkeita olisi käyvin arvoin noin 60 MEUR:n edestä (138 MEUR - 78 MEUR).

Kun lisäämme rakenteilla ja tulouttamatta olevien hankkeiden arvioituun käypään arvoon (60 MEUR) arvioimamme sopimusvaiheessa olevien kohteiden käyvän arvon (272 MEUR), muodostuu nykyarvolaskelman kannalta relevantiksi hankekannan käyväksi arvoksi noin 332 MEUR. Edellä esitetyt hahmotelmat sisältävät lukuisia oletuksia, mutta niiden tekeminen on perusteltua, sillä muuten tulisimme huomioineeksi rakenteilla olevien kohteiden kehitysvaiheita laskelmissamme osittain kahteen kertaan.

## Kiinteistö- ja hankekannan arvioitu jakauma käyvin arvoin (MEUR)



Lähde: Toivo Group, Inderesin omat arviot

# Arvonmääritys 5/5

## Hankesalkun kehityspotentiaalilin teoreettinen nykyarvo 0,77 euroa per osake

Olemme pyrkineet hahmottelemaan Toivon hankesalkun kehityspotentiaalilin arvoa sijoittajille karkean nykyarvolaskeman kautta. Olemme laskelmissamme olettaneet, että hankesalkun vielä tulouttamatta oleva, ja taseeseen heijastumaton osa (332 MEUR) rakennutetaan tasaisesti seuraavan viiden vuoden aikana. Näin ollen vuotuiset valmistumiset olisivat käyvin arvoin noin 66 MEUR.

Olemme laskelmissamme olettaneet, että yhtiö kykenee rakennuttamaan nämä hankkeet historiallisella 28 % kehitysmarginaalilla. Rakennuttamisen kiinteiden kustannusten olemme olettaneet olevan noin 1 MEUR vuosittain. Vastaavasti rahoituskustannusten olemme olettaneet olevan noin 1,6 MEUR vuosittain. Rahoituskulut perustuvat oletukseen lainojen 4 % keskikorosta ja siitä, että

korollisen vieraan pääoman määrä on noin 60 % vuosittain valmistuvan tuotannon käyvästä arvosta.

Edellisiä oletuksia soveltamalla hankekannan kumulatiiviseksi vapaaksi kassavirraksi muodostuisi noin 60 MEUR. Kun sovellamme nykyarvolaskelmassa Toivolle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimusta (12,6 %), saamme hankekannan kehityspotentiaalilin nykyarvoksi noin 42 MEUR eli noin 0,77 euroa osakkeelta.

Kun sisällytämme Toivon hankesalkun kehityspotentiaalilin nykyarvon Toivon Q3'22:n lopun NAV:iin (1,11 euroa/osake) ja oikaisemme NAV:ia ennustamallamme negatiivisella käyvän arvon muutoksella (-0,33 euroa/osake), saamme osakkeen teoreettiseksi arvoksi noin 1,56 euroa osakkeelta. Laskelman perusteella tulevia kehityshankkeiden onnistumisia onkin hinnoiteltu jo selvästi osakkeeseen.

Huomautamme, että edellä esitetty nykyarvolaskelmamme rakentuu lukuisten olettamien varaan ja sen tarkoituksena on kuvata lähinnä tehtyjen oletusten kautta hankesalkun rakennusoikeuksien teoreettista arvoa Toivon osakkeenomistajille. Hankeputken tarkka mallintaminen on saatavissa olevilla tiedoilla mahdotonta, emmekä ole laskelmassa ottaneet kantaa esimerkiksi hankkeiden toteutumistodennäköisyyteen tai niiden rahoitettavuuteen. Lisäksi olemme ottaneet yhtiön historiallisen kehitysmarginaalin laskelmassa annettuna. Huomionarvoista myös on, ettei laskelma käsittele Toivon rakennuttamistoimintaa jatkuvana liiketoimintana, sillä laskelmassa rakennuttamisen arvo perustuu vain nykyisen hankesalkun kehityspotentiaalisiin (ei huomioi kehitystoimintaa vuoden 5. jälkeen).

Rakennusoikeuksien teoreettinen nykyarvo	1	2	3	4	5	Kumulat.
Valmistumiset velattomin hinnoin (MEUR)	66	66	66	66	66	332
Investointikustannus (MEUR)	-52	-52	-52	-52	-52	-260
Kehitysvoitto (MEUR)	15	15	15	15	15	73
Kehitysmarginaali	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	
Kiinteät kulut (MEUR)	-1	-1	-1	-1	-1	-5
Korkokulut (MEUR)	-2	-2	-2	-2	-2	-8
Vapaa kassavirta (MEUR)	12	12	12	12	12	60
<b>Nykyarvo</b>	<b>42</b>					
<b>Per osake</b>	<b>0,77</b>					

NAV & kehityspotentiaali	MEUR	EUR
NAV Q3'22	61	1,11
Ennustettu käyvän arvon muutos	-18	-0,33
Kehityspotentiaali (NPV)	42	0,77
<b>Yhteensä</b>	<b>85,6</b>	<b>1,56</b>

# 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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 arvion 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 sijoittavassa 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 sijoittavassa 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.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.6.2021	Myy	2,20 €	2,55 €
9.8.2021	Myy	2,30 €	3,25 €
13.8.2021	Myy	2,30 €	3,07 €
11.11.2021	Vähennä	2,90 €	3,10 €
16.2.2022	Vähennä	2,50 €	2,85 €
21.2.2022	Vähennä	2,90 €	2,81 €
12.5.2022	Vähennä	2,60 €	2,49 €
11.8.2022	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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes 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.**