

Cibus

Laaja raportti

16.12.2021 20:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vauhti kiihtyy

Cibus on kasvattanut portfoliotaan viime vuosina vauhdilla ja yhtiö on tänä päivänä yksi Pohjoismaiden suurimpia ruoka- ja päivittäistavara-kauppakiinteistöjen omistajia. Vaikka yhtiön kasvunäkymät ovat lähivuosille edelleen hyvät, on osake mielestämme kallis. Nykykurssilla järkevä tuotto-odotus edellyttäisi näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö kykenisi kasvamaan tulevina vuosina osakeantivetoisesti ja että korkea arvostustaso osoittautuisi kestäväksi. Tarkistamme tavoitehinnan 250 SEK:iin (aik. 210 SEK) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Pohjoismaisiin päivittäistavara-kauppakiinteistöihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö

Cibus on Tukholman pörssin päälistalla noteerattu kiinteistösijoitusyhtiö, joka on keskittynyt pohjoismaisiin ruoka- ja päivittäistavara-kauppakiinteistöihin. Yhtiö omisti Q3'21:n lopussa 310 kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 1 336 MEUR. Kiinteistöistä valtaosa sijaitsee Suomessa (noin 84 % nettotuotosta) pääosin Etelä- ja Lounais-Suomen kasvukeskuksissa sekä Keski-Suomen alueella. Ruotsin osuus portfolion nettotuotosta oli Q3'21:n lopussa noin 16 % ja kohteet ovat keskittyneet Etelä- ja Keski-Ruotsin alueelle. Yhtiö teki [lokakuussa](#) päänavauksen myös Norjaan hankkimalla kahdeksan kiinteistön portfolion.

Yhtiöllä on kunnianhimoiset kasvutavoitteet

Cibus nosti [hiljattain](#) kasvutavoitteitaan vahvasta hankevirrasta johtuen ja yhtiön tavoitteena on nyt kasvattaa kiinteistöportfolio 2,5-3,0 mrd. euroon vuoden 2023 loppuun mennessä. Kasvutavoitteet ovat kunnianhimoiset ja ne tulevat näkemyksemme mukaan vaatimaan yhtiöltä huomattavan määrän (~400-600 MEUR) uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta. Suhtaudumme päivitettyihin tavoitteisiin lähtökohtaisesti myönteisesti, sillä yhtiö on viime vuosina osoittanut liiketoimintamallinsa toimivuuden ja yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edelleen rutkasti kasvutilaa omalla sektorillaan. Emme myöskään usko yhtiön tavoittelevan kasvua vain pelkästä kasvun ilosta, sillä johto on korostanut, että kaikissa hankinnoissa lähtökohtana on osakekohtaisten tunnuslukujen parantuminen.

Emme sisällytä tulevia osakeantirahoitteisia hankintoja ennusteisiimme

Ennusteemme ovat selvästi Cibuksen omien tavoitteiden alapuolella, sillä huomiomme ennusteissa vain nykyisen taseen mahdollistamat kiinteistöhankinnat. Odotamme yhtiön tekevän loppuvuoden aikana hiljattain toteutetun [suunnatun osakeannin](#) myötä vielä uusia hankintoja noin 120 MEUR:lla ja lähivuosina odotamme hankintoja noin 100 MEUR:lla per vuosi. Osakekohtainen EPRA-tulos kasvaa ennusteissamme lähivuosina noin 7 % vuosivauhtia ja osinko pysyy taloudellisten tavoitteiden mukaisella 5 % kasvu-uralla. Keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan ajankäytön investointien tasoon ja tiettyjen Suomen kiinteistöjen jäännösarvoihin.

Kalliita seiniä

Olemme tarkastelleet Cibuksen arvostusta verrokkiryhmän, kassavirtamallin ja skenaarioanalyysin avulla. Cibus hinnoitellaan tällä hetkellä huomattavalla preemiolla verrokkiryhmään nähden ja portfolion tuottotaso (~3,9 %) on painettu verrokkien alapuolelle, mitä emme pidä perusteltuna alla olevien kiinteistöjen selvästi heikompi likviditeetti huomioiden. Pidämmekin arvostusta haastavana ja osakkeen tuotto/riski-suhde jää mielestämme heikoksi. Nykykurssilla järkevä tuotto-odotus edellyttäisi näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö kykenisi kasvamaan tulevina vuosina osakeantivetoisesti ja että osakkeen korkea arvostustaso osoittautuisi kestäväksi.

Suositus

Vähennä

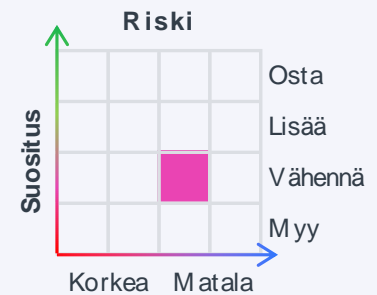
(aik. Vähennä)

250 SEK

(aik. 210 SEK)

Osakekurssi:

281 SEK



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Bruttovuokratuotot	65,0	80,9	99,3	107,2
kasvu-%	26 %	24 %	23 %	8 %
Nettovuokratuotot	61,4	76,1	92,4	98,8
EPRA-tulos	33,1	47,1	53,2	61,0
Nettotulos	34,6	52,9	75,9	85,5
EPS (oik.)	0,95	1,30	1,73	1,94
Osinko	0,94	0,99	1,04	1,09
EPRA NRVPS	12,1	13,0	13,9	14,9
Nettovelan LTV	61 %	61 %	62 %	62 %

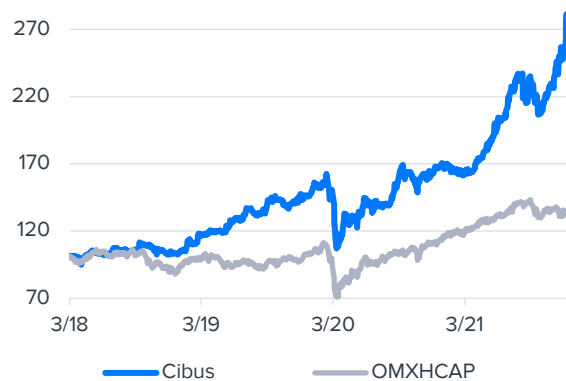
P/EPRA NRV	1,4	2,1	2,0	1,8
P/EPRA EPS	18,4	23,5	22,7	19,8
P/E (raportoitu)	17,6	21,0	15,9	14,1
NOI/EV	4,2 %	3,4 %	4,0 %	4,1 %
EBITDA/EV	3,8 %	3,1 %	3,7 %	3,8 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	3,6 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

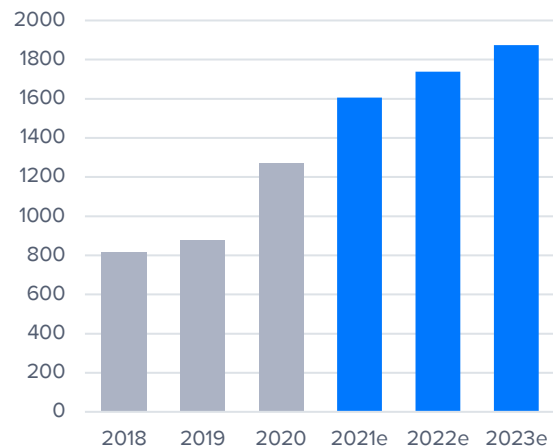
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi

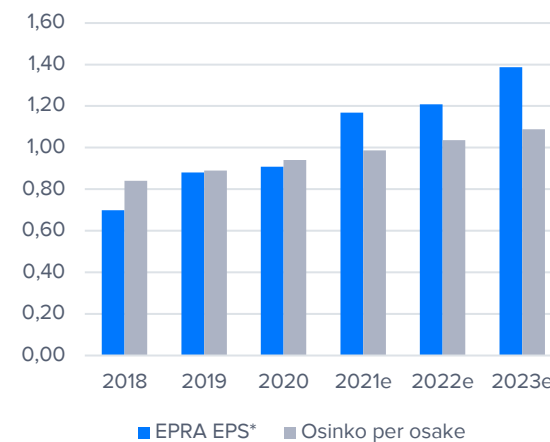


Lähde: Thomson Reuters

Portfolion käypä arvo (MEUR)



EPRA EPS ja osinko



Arvoajurit

- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat ja portfolion laajentaminen muihin Pohjoismaihin
- Lainojen uudelleenrahoitus ja rahoituskulujen laskeminen
- Tuottovaatimusten lasku
- Mahdolliset yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (2-4 % Suomen portfolion arvosta) liittyy korkea jäännösarvoriski
- Korkotason ja / tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi (SEK)	281,2	281,2	281,2
Osakemäärä, milj. kpl	44,0	44,0	44,0
Markkina-arvo (MEUR)	1208	1208	1208
Yritysarvo (MEUR)	2219	2309	2397
P/EPRA NRV	2,11	1,98	1,84
P/EPRA EPS	23,5	22,7	19,8
P/E (raportoitu)	21,0	15,9	14,1
NOI/EV	3,4 %	4,0 %	4,1 %
EBITDA/EV	3,1 %	3,7 %	3,8 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15
Sijoitusprofiili	16
Markkinakatsaus	17-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-31
Taulukot	32-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Cibus Nordic Real Estate lyhyesti

Cibus on Tukholman pörssiin listattu kiinteistösijoitusyhtiö, jonka liiketoimintana on hankkia, kehittää ja hallinnoida päivittäistavarakauppakiinteistöjä Pohjoismaissa, jotka on vuokrattu ruoka-, päivittäistavara- ja halpakauppaketjuille.

1 336 MEUR

Kiinteistöportfolion käypä arvo Q3'21:n lopussa

310 kappaletta

Kiinteistöjen lukumäärä Q3'21:n lopussa

94 %

Ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöjen osuus vuokrattavasta pinta-alasta

5,7 %

Seuraava 12 kk:n tuottokyvyn mukainen nettotuotto-%

94,2%

Taloudellinen vuokrausaste Q3'21:n lopussa

60,2 %

Nettovelan LTV-% Q3'21:n lopussa

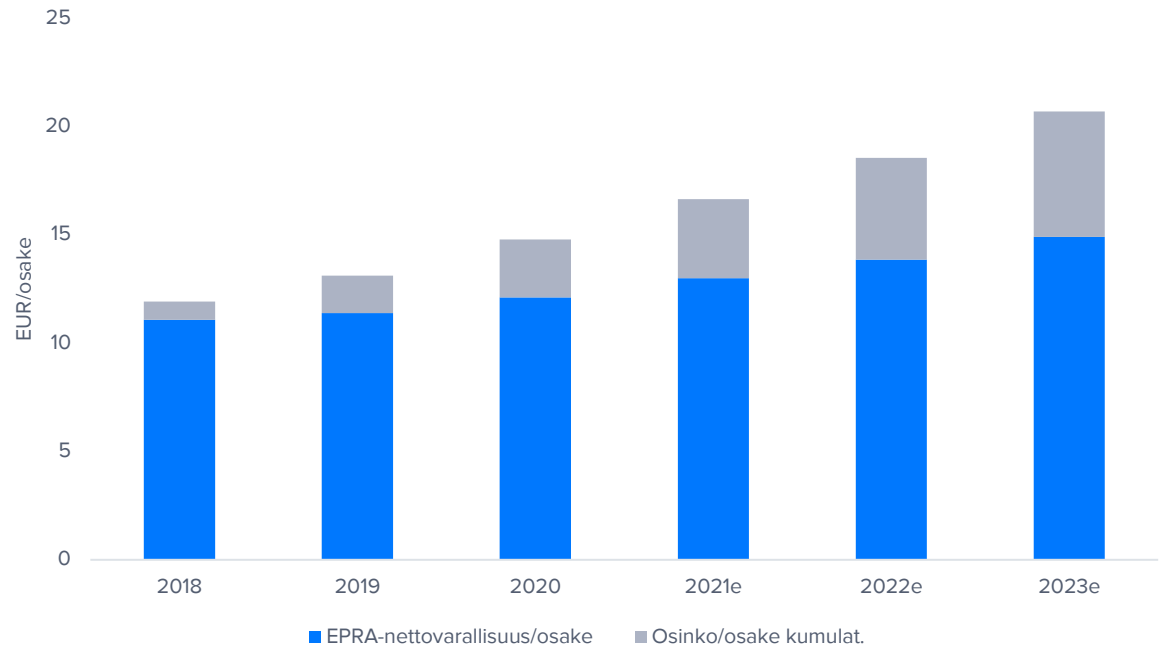
Lähde: Inderes, Cibus

2018-2020

- Cibuksen perustaminen, osakeanti ja listautuminen Tukholman First North -markkinapaikalle
- Suomen kiinteistöportfolion kasvattaminen kiinteistöhankinnoilla
- Lainojen uudelleenrahoitus
- Laajentuminen Ruotsiin Coop-portfoliokaupalla

2021-2023

- Tukholman pörssiin päälistalle siirtyminen 6/2021
- Laajentuminen Norjaan 9/2021
- Pohjoismaisen laajentumisen jatkaminen, tavoitteena kaksinkertaistaa portfolion koko vuoden 2023 loppuun mennessä
- Pääoman allokoinnissa ja kiinteistöhankinnoissa onnistuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Yhtiökuvaus

Ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö

Cibus Nordic Real Estate (Cibus) on vuonna 2017 perustettu ja kesäkuusta 2021 alkaen Tukholman pörssin päälistalla noteerattu kiinteistösijoitusyhtiö, joka on keskittynyt pohjoismaisiin ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöihin. Yhtiö omisti Q3'21:n lopussa 310 kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 1 336 MEUR. Yhtiön kiinteistöistä valtaosa sijaitsee Suomessa (noin 84 % nettotuotosta) pääosin Etelä- ja Lounais-Suomen kasvukeskuksissa sekä Keski-Suomen alueella. Ruotsin osuus portfolion nettotuotosta oli Q3'21:n lopussa noin 16 % ja Ruotsin kohteet ovat keskittyneet Etelä- ja Keski-Ruotsin alueelle.

Cibuksen vuokralaisportfolio koostuu pääosin vahvoista ja maksukukykyisistä ruoka- ja päivittäistavarakaupan vuokralaisista. Yhtiön ankkurivuokralaisia ovat Kesko (32 % vuokrapinta-alasta), Tokmanni (30 %), Coop (15 %) ja S-ryhmä (17 %). Lisäksi 16 % kiinteistöjen pinta-alasta on vuokrattuna muille päivittäistavara- ja vähittäiskauppatoimijoille, kuten Lidlille.

Cibuksen kiinteistöportfolion nettovuokratuotto oli Q3:n lopun tuottokyvystä laskettuna noin 5,7 % ja luototusaste (nettovelan LTV) 60,2%. Vuokrasopimuskannan painotettu keskimääräinen maturiteetti oli Q3:n lopussa 5,0 vuotta.

Pohjoismaiden suurimpia ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöjen omistaja

Cibuksen taustalla on kaksi suomalaisen Sirius Capital Partnersin hallinnoimaa suljettua rahastoa,

jotka perustettiin vuosina 2015-2016. Kun rahastojen toimikausi läheni päätöstä, niiden omistamat kiinteistöportfoliot myytiin Cibukselle, joka listautui Tukholman First North -markkinapaikalle vuonna 2018. Siriuksen rahastot jäivät listautumisen jälkeen Cibuksen omistajiksi SFC Holdingsin kautta ja SFC Holding irtaantui omistuksestaan vaiheittain toukokuussa 2019 ja toukokuussa 2020.

Cibus on kasvattanut portfoliotaan viime vuosina vauhdilla, sillä yhtiö on tehnyt listautumisen jälkeen uusia kiinteistöihankintoja yli 600 MEUR:lla ja Q4:llä maaliin menevien kiinteistöihankintojen myötä portfolion käypä arvo kohoaa noin 1,5 mrd. euroon. Yhtiö onkin tänä päivänä yksi Pohjoismaiden suurimpia ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöjen omistajia.

Tavoitteena korkea suhdanteista riippumaton osinko

Cibuksen tavoitteena on pitkällä aikavälillä kasvaa ja luoda omistaja-arvoa hankkimalla, kehittämällä ja hallinnoimalla päivittäistavarakauppakiinteistöjä Pohjoismaissa. Fokuksena ovat erityisesti ruokakauppa- ja päivittäistavaraketjuihin ankkuroidut kiinteistöt. Liiketoimintamallin päätavoitteena on varmistaa ja ylläpitää portfolion vakaa kassavirta, mikä mahdollistaa korkean ja suhdanteista riippumattoman osingon. Cibus tavoittelee korkeaa ja vakaata osinkotuottoa omistajilleen. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista osinkoa 5 % vuosittain. Yhtiö siirtyi syyskuussa 2020 ylimääräisen yhtiökokouksen päätöksellä aiemmasta kvartaalisoingosta kuukausittaiseen osingonjakoon.



- Pohjoismaisiin päivittäistavara-kiinteistöihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö
- Aktiivinen kiinteistöjen hallinnointi
- Tavoittelee vakaata ja korkeaa osinkoa
- Käsitksemme mukaan ainoa puhtaasti päivittäistavarakauppakiinteistöihin keskittynyt listattu eurooppalainen kiinteistösijoitusyhtiö

Suurimmat osakkeenomistajat	%
Fourth Swedish National Pension Fund	8,3 %
AB Sagax	4,8 %
Columbia Threadneedle	4,7 %
Dragfast AB	4,3 %
Marjan Dragicevic	4,0 %
Avanza Pension	3,5 %
BlackRock	2,5 %
Sensor Funds	2,4 %
Länsförsäkringar Funds	2,0 %
Nordnet Pension Insurance	1,4 %
10 suurinta	37,6 %
Muut	62,4 %

Lähde: Cibuksen omistajalista 10.12.2021

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Liiketoimintamalli

Kassavirrat ovat varsin hyvin ennustettavia

Cibuksen liiketoiminta on suhteellisen hyvin ennustettavaa ja yhtiö julkaisee osavuositarkastuksissaan arvion seuraavan 12 kk:n tuottokyvystä. Tuottokyky ei ole ennuste, vaan se kuvastaa tuottoja ja kuluja vuositason tietyllä hetkellä sen hetkellä kiinteistöporfoliolla ja vuokrasopimuksilla. Se olettaa, että muun muassa vajaakäyttöasteeseen, vuokratasoihin, kiinteistöjen kuluihin, korkotasoon ei tule muutoksia. Näin ollen todelliset tuotot ja kulut voivat lopulta poiketa tuottokyvyn indikoimasta tasosta.

Cibuksen portfolion tuottokyky kasvoi Q3'21:llä noin 7 % vertailukaudesta. Tuottokyvyn parantumisen taustalla oli Cibuksen viimeisen vuoden aikana tekemät huomattavat kiinteistöhankinnat sekä vuokrien indeksikorotukset. Yhtiö antoi Q3-osavuositarkastuksessaan myös arvion portfolion joulukuun lopun tuottokyvystä. Tuottokyky pitää

sisällään kesällä solmitun Sagax-salkkukaupan (71,6 MEUR), Norjasta lokakuun puoliväissä hankitun portfolion (27,6 MEUR) sekä syyskuussa tiedotetun viiden S-ryhmälle vuokratun kiinteistön hankinnan (5,2 MEUR). Hankintojen myötä Cibuksen seuraavan 12 kuukauden mukainen vuokraustoiminnan osakekohtainen tulos kasvaa vuodentakaisesta 8 %:lla ja Q3-tasosta 5 %:lla 1,24 euroon, mitä voidaan pitää mielestämme hyvänä suorituksena.

Liikevaihdon ennustettavuus on heikompi kuin nettovuokratuoton

Cibuksen liiketoiminnassa bruttovuokratuotot ja nettotuotot ovat hyvin ennustettavia, mutta liikevaihto ei. Tämä johtuu liikevaihtoon kirjattavista palvelutuotoista ja vuokralaisten hoitokulujen vaihteluista. Vuokralaisten hoitokulujen määrä vaihtelee ja Cibus edelleenlaskuttaa nämä erät suurilta osin vuokralaisilta, kirjaa nämä liikevaihtoon kuuluviksi palvelutuotoiksi ja kirjaa kulut omiin hoitokuluihin. Käytännössä liikevaihto siis vaihtelee tämän läpilaskutuksen takia, mutta nettotuottoon

tämä vaihtelu ei heijastu. Suosittelemme tästä syystä sijoittajia keskittymään Cibuksessa liikevaihdon sijaan brutto- ja nettotuottoihin.

Käyvän arvon muutoksilla voi olla huomattavia raportoituun tulokseen

Cibuksen julkaisema seuraavan 12 kk:n tuottokyky ei ota huomioon kiinteistöjen käyvän arvon muutoksia. Ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija määrittää Cibuksen kiinteistöjen käyvät arvot kvartaaleittain ja yhtiö kirjaa tämän perusteella arvonmuutokset tuloslaskelmaansa. Nämä erät ovat tyypillisesti laskennallisia, eikä niillä siten ole vaikutusta kassavirtaan. Käypien arvojen muutokset voivat sisältää myös realisoituneita arvonmuutoksia, mikäli yhtiö on myynyt katsauskaudella kiinteistöjä. Käyvän arvon muutoksiin vaikuttavat heikentävästi kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestoinnit ja nämä erät ovat luonteeltaan kassavirralisia. Kokonaisuutena Cibuksen liiketoimintamallissa kassavirrat ovat 12 kuukauden tähtäimellä varsin hyvin ennustettavia ja tämä osaltaan laskee yhtiön riskiprofilia.

Cibuksen raportoima seuraavan 12 kk:n tuottokyky

Seuraavan 12kk tuottokyky	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21
Bruttovuokratuotot	64,6	68,4	69,4	76,6	76,6	80,9	81,5	88,0
Hoitokulut	-3,6	-3,8	-3,8	-4,0	-4,0	-4,9	-5,2	-5,5
Nettovuokratuotot	61,0	64,5	65,6	72,6	72,6	76,0	76,3	82,5
Hallintokulut	-4,3	-4,3	-4,3	-4,9	-4,9	-5,3	-5,3	-5,7
Nettorahoituskulut	-17,2	-19,9	-20,4	-21,8	-21,8	-22,3	-22,4	-23,5
Vuokraustoiminnan tulos	39,6	40,3	41,0	45,9	45,9	48,4	48,5	53,3
Hybridin korkokulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-1,3
Vuokraustoiminnan tulos hybridi huomioiden	39,6	40,3	41,0	45,9	45,9	47,1	47,3	52,1
Vuokraustoiminnan tulos per osake	1,06	1,08	1,10	1,15	1,15	1,18	1,18	1,24

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Määräaikaisia sopimuksia

Cibuksen taloudellinen vuokrausaste oli Q3'21:n lopussa 94,2 %, ja vuokrasopimusten keskimääräinen maturiteetti (WAULT) 5,0 vuotta. Suurin osa Cibuksen vuokrasopimuksista on määräaikaisia vuokrasopimuksia, jotka päättyvät vuosina 2020-2057. Tavanomainen vuokrasopimus sisältää pidennysoption vuokralaiselle, jota käyttämällä vuokralainen voi pidentää vuokrasopimusta tyypillisesti 3-5 vuodella samoin ehdoin kuin nykyinen vuokrasopimus. Käsityksemme mukaan nämä optiot yleensä käytetään ja suurin piirtein sama määrä vuokrasopimuksia pidennetään joka vuosi.

Cibuksella on päättymässä vuosina 2022-2024 vuokrasopimuksia Suomessa vuokra-arvoltaan noin 6-8 MEUR:n (7-10 % vuotuisista vuokratuotoista) ja vuonna 2025 lähes 18 MEUR:n edestä (noin 22 % vuotuisista vuokratuotoista). Vuokrasopimusten uusimisen todennäköisyyttä ulkopuolisen on

mahdoton arvioida, sillä alla olevista kohteista ja vuokrasopimuksista ei ole tarkempaa tietoa. Yhtiön johto oli Q3'21-audiocastissa kuitenkin hyvin luottavainen tilojen uudelleenvuokrauksen suhteen.

Vuokratuotot ovat ennustettavia

Cibuksen mukaan lähes kaikki vuokrasopimukset on linkitetty kuluttajahintaindeksiin ja yhtiöllä ei käytännössä ole liikevaihtosidonnaisia vuokria. Näiden myötä yhtiön vuokratuotot ovat suhteellisen hyvin ennustettavia. Kiinteistöportfolion kohdekohtainen hajautus on hyvä, sillä Q3'21:n lopussa yhtiön mukaan yksikään kiinteistö ei tuo enempää kuin 2,5 % portfolion kokonaisnettovuokratuotosta ja vain yhden kiinteistön osuus on yli 2 % portfolion kokonaisvuokratuotoista.

Vuokralaiset vastaavat pääosin hoitokuluista

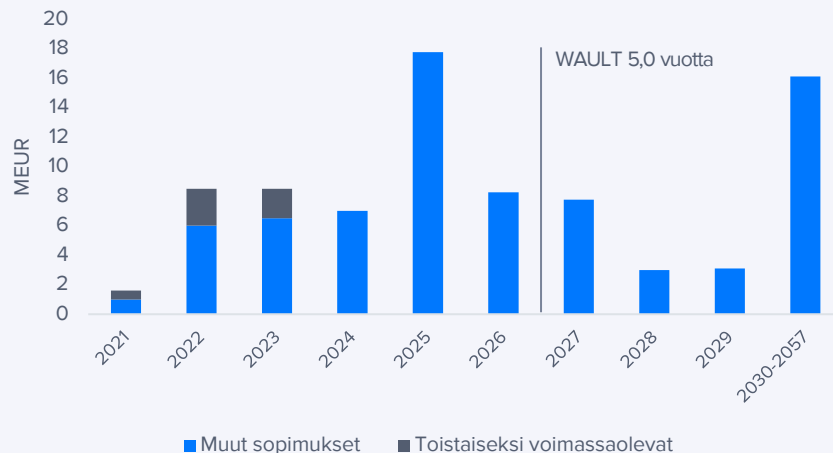
Cibuksen vuokralaiset vastaavat pääosin kiinteistöjen

hoitokuluista. Yhtiön mukaan sen vuokrasopimuskannasta yli 90 % on joko ns. triple-net-sopimuksia tai nettosopimuksia ja näin ollen bruttovuokrasopimusten (Cibus vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista) osuus on alle 10 %.

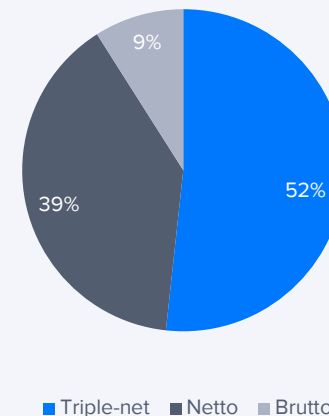
Triple-net-sopimuksissa vuokralainen vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista itse ja nettosopimuksissa vuokralaisen vastuulla ovat lähökohtaisesti kaikki kulut pois lukien pääoman erilliskustannukset (kiinteistövero ja -vakuutus) sekä peruskorjaukset. Nettosopimusten osalta on hyvä huomata, että kiinteistövakuutukset ja -verot voivat olla vuokrasopimuksesta sekä kohteesta riippuen myös vuokralaisen vastuulla.

Cibus ei avaa tarkemmin sopimusjakaumaa triple-net- ja nettosopimusten välillä, mutta arviomme mukaan koko kiinteistökannasta hieman yli 50 % on vuokrattu triple-net-sopimuksin ja vastaavasti nettosopimuksilla vuokratun pinta-alan osuus on hieman alle 40 %.

Vuokrasopimuskannan maturiteettijakauma



Vuokrattava pinta-ala sopimuskannan mukaan*



*Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Kiinteistöportfolio

Cibuksen kiinteistöportfolio käsitti syyskuun 2021 lopussa 310 kiinteistöä, joiden vuokrattava pinta-ala oli yhteensä lähes 789 tuhatta neliötä ja käypä arvo 1 336 MEUR. Cibuksen portfolion kohteista selkeä enemmistö sijaitsee Suomessa ja Suomen osuus koko portfolion käyvästä arvosta oli Q3:n lopussa noin 84 %. Portfolion taloudellinen vuokrausaste oli Q3:n lopussa 94,2 % ja yhtiön toimintahistorian aikana vuokrausaste on vaihdellut 94-96 % välillä.

Cibuksen ankkurivuokralaisia ovat Kesko (32 % nettovuokratuotosta), Tokmanni (30 %), Coop (15 %) ja S-ryhmä (7 %). Lisäksi osa kiinteistöistä on vuokrattuna muille päivittäistavara- ja vähittäiskauppatoimijoille ja näiden osuus nettovuokratuotosta on noin 16 %. Vuokralaisportfolion riskitaso on näkemyksemme mukaan matala, ovat näkemyksemme mukaan matala, sillä kiinteistöjen ankkurivuokralaiset ovat suuria, vakavaraisia ja vakiintuneita päivittäistavarakauppaan keskittyneitä yhtiöitä, joiden liiketoiminta on defensiivistä. Emme myöskään odota verkkokaupan yleistymisen heikentävän merkittävästi näiden vuokralaisten liiketoimintaa keskipitkällä aikavälillä.

Suomi

Cibus omisti Suomessa syyskuun 2021 lopussa arviomme mukaan 183 kiinteistöä joiden käypä arvo oli noin 1 118 MEUR ja vuokrattava pinta-ala noin 649 tuhatta neliötä. Suomen kiinteistösalkun kohteet sijaitsevat pääosin Etelä- ja Lounais-Suomen kasvukeskuksissa, mutta joukkoon mahtuu myös kohteita, jotka sijaitsevat pienillä

muuttotappiopaikkakunnilla.

Supermarket- ja halpakauppakiinteistöt ovat sekä vuokrattavalla pinta-alalla mitattuna Suomen portfolion suurimmat kiinteistötyypit ja nämä molemmat kiinteistötyypit vastaavat arviomme mukaan reilua kolmannesta Suomen portfolion vuokrattavasta pinta-alasta. Supermarket-kiinteistöissä Cibuksen keskeisiä ankkurivuokralaisia ovat Kesko, S-ryhmä ja Lidl. Halpakauppakiinteistöissä ankkurivuokralaisina toimivat puolestaan Tokmanni ja HalpaHalli.

Hypermarketit vastaavat arviomme mukaan noin 14 % Suomen portfolion vuokrattavasta pinta-alasta ja kaikissa hypermarketeissa ankkurivuokralaisena toimii Kesko.

Market-kokoluokan ruokakauppakiinteistöjen osuus vuokrattavasta pinta-alasta on arviomme mukaan noin 8 % ja tässä kiinteistötyypissä yhtiön ankkurivuokralaisia ovat Kesko ja S-ryhmä.

Muun päivittäis- ja vähittäiskaupan osuus Suomen portfolion vuokrattavasta pinta-alasta on arviomme mukaan noin 6 %. Ankkurivuokralaisina näissä kiinteistöissä ovat muun muassa Jysk ja Vepsäläinen.

Cibus [tiedotti](#) kesäkuussa 2021 solmineensa 72,6 MEUR:n portfoliokaupan. Sagaxilta hankittava portfolio käsittää 72 market-kokoluokan kiinteistöä, joiden vuokrattava pinta-ala on noin 42 000 neliötä. Portfolion vuotuinen nettovuokratuotto on noin 4,3 MEUR ja hankinta heijastuu Cibuksen joulukuun lopun tuottokykyyn. Kauppa meni maaliin [30.11.2021](#).

Cibuksen kiinteistöportfolio kartalla



Lähde: Cibus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Ruotsi

Cibuksen Ruotsissa sijaitsevien kiinteistöjen vuokrattava pinta-ala oli Q3:n lopussa noin 140 tuhatta neliötä ja niiden käypä arvo oli noin 218 MEUR. Ruotsin portfolio koostuu valtaosin supermarket-kokoluokan kiinteistöistä ja kohteiden keskikoko (~1 000 neliötä) on selvästi Suomea (keskimäärin 3 500 neliötä) pienempi.

Cibus laajentui Ruotsiin alunperin maaliskuussa 2020 toteutetulla Coop-portfoliokaupalla, kun yhtiö hankki 111 supermarket-kiinteistöä käsittävän salkun noin 180 MEUR:lla. Coop-portfolion kiinteistöt sijaitsevat Etelä- ja Keski-Ruotsissa pääosin kasvukeskuksissa ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Kohteet on vuokrattu pitkillä 10 vuoden triple-net-vuokrasopimuksilla, minkä lisäksi kiinteistöt ovat myös suhteellisen uusia, sillä yhtiön mukaan valtaosa kiinteistöistä on rakennettu tai remontoitu viimeisen 15 vuoden aikana.

Cibus on jatkanut Coop-portfoliokaupan jälkeen Ruotsissa pienempien hankintojen tekemistä ja keväällä 2020 hankitun Coop-portfolion lisäksi Ruotsin portfolio pitää sisällään noin 18 000 neliön edestä kiinteistöjä, jotka on vuokrattu pääasiassa ICA:lle. Cibuksen tavoitteena on tehdä Ruotsissa myös suurempia salkkukauppoja, mutta yhtiön mukaan markkinalla isompia portfolioita tulee harvemmin myyntiin, koska suuremmat salkut ovat tyypillisesti joko Cibuksen suorien kilpailijoiden tai instituutiosijoittajien omistuksessa.

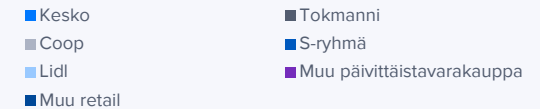
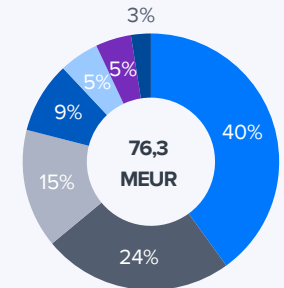
Norja

Cibus kertoi lokakuussa 2021 laajentuvansa Norjaan 27,6 MEUR:n porfoliokaupalla. Portfolion kohteet sijaitsevat Kaakkois-Norjassa ja salkku käsittää kahdeksan supermarket-kokoluokan kiinteistöä. Kohteiden vuokrattava pinta-ala on noin 8 700 neliötä ja kiinteistöjen vuokralaisina toimivat Kiwi, Spar ja Rema1000. Hankittavien kiinteistöjen vuokrasopimuskannan keskimääräinen maturiteetti on yli yhdeksän vuotta eli selvästi Cibuksen omaa sopimuskantaa pidempi (Q3'21: WAULT 5,0 vuotta).

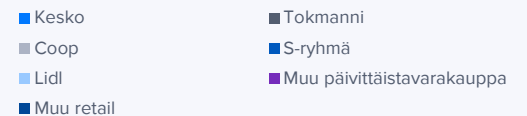
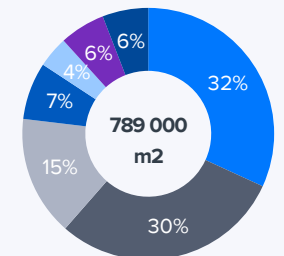
Cibuksen portfolioista maksama 27,6 MEUR:n kauppahinta vastaa lähes 3 200 euron neliöhintaa, mikä on selvästi yhtiön viime aikoina tekemiä hankintoja korkeampi. Norjassa vuokratasot ovat kuitenkin huomattavasti Suomea ja Ruotsia korkeammat, mikä selittää korkeampaa neliöhintaa. Käsityksemme mukaan ruoka- ja päivittäistavara-kauppakiinteistöjen nettotuottotasot ovat Norjan markkinalla kohtuullisen lähellä muita Pohjoismaita ja arviomme mukaan hankitun salkun nettotuottotaso on varsin hyvin linjassa muiden viimeaikaisten hankintojen kanssa.

Portfolio on Cibuksen mittakaavassa verrattain pieni (noin 2 % Q3'21:n lopun portfolioista), mutta se luo pohjan uusien hankintojen tekemiselle Norjan markkinalla. Portfolion manageeraus tapahtuu käsityksemme mukaan Cibuksen nykyisen organisaation voimin, mutta pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee toiminnan kokoluokan kasvaessa rakentamaan myös Norjaan oman paikallisen organisaation.

Nettotuoton jakautuminen vuokralaisittain



Vuokrattava pinta-ala vuokralaisittain



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Ajanmukaistamisinvestoinnit

Cibuksen kiinteistöt vaativat vuotuisia ajanmukaistamisinvestointeja, jotta ne pysyvät käytön kannalta hyvässä kunnossa ja kohteiden tuottokyky säilyy ennallaan. Yhtiö on laatinut kaikkiin kohteisiinsa 10 vuoden PTS-suunnitelman ja on arvioinut, että ajanmukaistamisinvestoinnit tulevat tänä aikana olemaan keskimäärin noin 2,5-3,0 MEUR vuosittain. Arvioon sisältyy osaltaan epävarmuutta, sillä esimerkiksi yllättävä peruskorjaustarve voi yksittäisenä vuotena nostaa ajanmukaistamisinvestointien tarvetta selvästi. Arvioimme myös, että vuokrasopimusten päättyessä kohteet saattavat vaatia uudistuksia, jotta ne saadaan uudelleenvuokrattua suotuisilla ehtoilla.

Näkemyksemme mukaan Cibuksen Suomen portfolion ajanmukaistamisinvestointien tasoon liittyy riskejä. Suomen kiinteistöportfoliosta arvioimme mukaan noin 42 % on 1960-90-luvuilla rakennettuja kohteita, jotka tulevat todennäköisesti vaatimaan myös suurempia peruskorjauksia lähivuosikymmeninä. Ajanmukaistamisinvestointeja arvioitaessa on olennaista tiedostaa, että arvioimme mukaan noin 35 % Suomen portfolion pinta-alasta on vuokrattu triplanetto-sopimuksilla, joissa vuokralainen vastaa itse kiinteistöjen peruskorjauksista.

Odotamme ajanmukaistamisinvestointien olevan tulevina vuosina selvästi yhtiön itsensä arvioimaa tasoa korkeammat. Suomen portfolion 649 000 neliön kiinteistöportfolion pinta-alan ylläpitoinvestoinneista karkeasti 65 %:sta eli noin 423 000 neliöstä vastaa arvioimme mukaan Cibus.

Arvioimme kiinteistöjen teknisen käyttöiän olevan karkeasti noin 30-40 vuotta, minkä jälkeen niihin on tehtävä noin 400-500 EUR/m² kustantava peruskorjaus. Näiden oletusten perusteella vuotuinen peruskorjaustarve niihin kiinteistöihin, joissa ei ole triple-net -sopimuksia olisi noin 4,2-7,0 MEUR per vuosi. Ennustammekin Cibuksen vuotuisen ajanmukaistamisinvestointien nousevan keskipitkällä aikavälillä noin 5,5 MEUR:n tasolle.

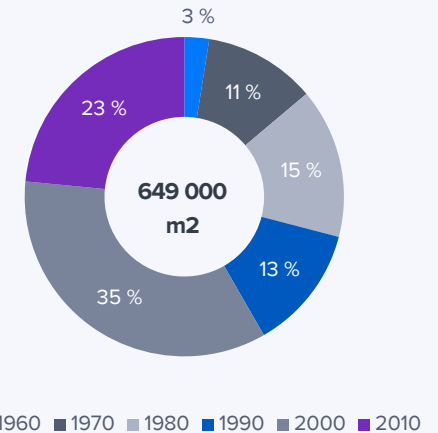
Korjaustarpeet voivat realisoitua yllättäen

Huomautamme, että kiinteistöjen korjaustarpeet voisivat realisoitua äkillisesti, mikäli yhtiön vuokralainen päättäisi olla uusimatta vuokrasopimusta sopimuksen päättyessä tai vuokralainen haluaisi tehdä uuden vuokrasopimuksen merkittävästi aiempaa pienemmällä neliömäärällä. Tällöin yhtiö voisi joutua investoimaan tiloihin ja/tai tekemään niihin huomattavia muutoksia uuden vuokralaisen löytämiseksi. Riski koskee arvioimme mukaan erityisesti yhtiön pienillä muuttotappiopaikkakunnilla sijaitsevia yksittäisiä kiinteistöjä ja myös suuria Hypermarket-kiinteistöjä, joissa vuokralainen voi haluta vuokrata aikaisempaa vähemmän neliötä itselleen.

Osassa kiinteistöissä jäännösarvoriskiä

Arvioimme mukaan tietyissä Cibuksen kiinteistöissä on jäännösarvoriski eli riski, että vuokralainen ei uusi vuokrasopimusta sopimuksen päättymisen jälkeen ja tilalle voi olla vaikea löytää uutta vuokralaista. Tällöin kiinteistön käypä arvo voi olla vuokrasopimuksen päättymisen jälkeen hyvin pieni tai nolla.

Suomen kiinteistöportfolion ikäjakauma*



* Inderes arvio

Ruokakauppakiinteistöjen peruskorjauskustannuksia

Peruskorjaus	MEUR	m ²	EUR/m ²
K-Supermarket Mustapekka (2007)	1,5	3 770	398
Vesannon S-market (2009)	1,5	1 500	1000
K-market Lohtaja (2014)	0,5	380	1316
S-Market Kuhmoinen (2014)	0,5	800	625
S-Market Pihtipudas (2021)	1,0	1 400	714
Prisma Linnanmaa (2021)	9,5	10 000	950
Keskimäärin			834
Mediaani			714

Lähde: Julkiset tietolähteet ja Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Jäänösarvoriski koskee pääasiassa tiettyjä Suomen portfolion kohteita, sillä Ruotsin kiinteistöt ovat iältään suhteellisen uusia ja ne sijaitsevat johdon kommenttien mukaan pääasiassa kasvukeskuksissa. Yhtiö ei ole eritellyt eri kiinteistöissä tehtyjä remonteja eikä tarkkoja kiinteistökohtaisia vuokrasopimuksia, joten jäänösarvoriskin tarkka arviointi on mahdotonta.

Arviomme, että neliömäärältään karkeasti ainakin noin 8 % Suomen kiinteistöportfoliosta eli noin 59 000 neliötä on tilaa, jossa kiinteistö sijaitsee muuttotappiopaikkakunnalla (esimerkiksi Keuruu, Savonlinna, Kuhmo, Kouvola) ja kohde on 30-50 vuotta vanha. Näiden kiinteistöjen käypä arvo on todennäköisesti luokkaa 300-700 euroa per neliö eli kokonaisuutena karkeasti 18-42 MEUR eli noin 2-4 % Suomen kiinteistöportfoliosta. Sijoittajille tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö voi joutua tulevaisuudessa alaskirjaamaan tämän osan kiinteistöportfoliostaan, kun niiden vuokrasopimukset päättyvät. Vaikka osa kohteista sijaitsee pienissä selvästi muuttotappioisissa kunnissa, on sijoittajan hyvä huomata, että kiinteistöissä harjoitettu liiketoiminta voi palvella myös lähikuntien laajempaa asiakaspeittoa ja oletettavasti myös kauppaketjut tekevät liiketoimintapäätöksiä tällä katsantokannalla.

Hallintokulut

Cibuksen organisaatio käsittää seitsemän työntekijää, joista neljä työskentelee Ruotsissa ja kolme Suomessa. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Tukholmassa ja sieltä käsin johdetaan yhtiön hallintoa ja rahoitustoimintoja. Cibuksen kiinteistöjen hallinnointi hoidetaan paikallisesti oman organisaation voimin ja Norjasta hiljattain

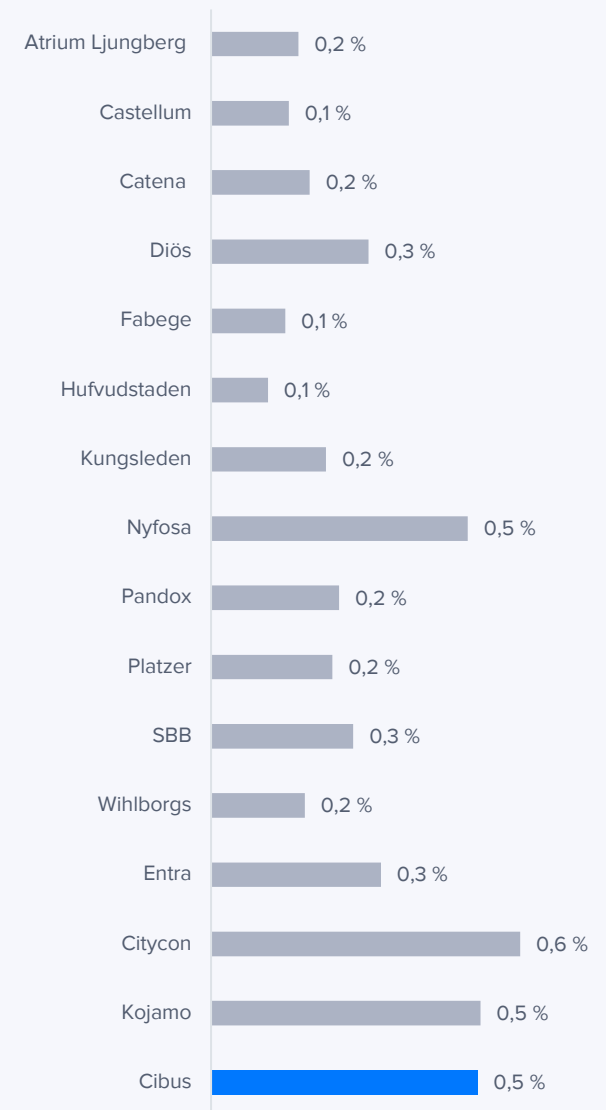
hankitun portfolion manageeraus tapahtuu tällä hetkellä toistaiseksi Ruotsista käsin. Cibuksen omistamien kiinteistöjen tilajohtaminen (mm.vuokraustoiminta, vuokrahallinto ja tekninen isännöinti) on osittain ulkoistettu ja osa tilajohtamisesta tehdään omin voimin.

Yhtiön hallinnon kulut olivat viimeisen 12 kuukauden aikana noin 1,6 MEUR eli noin 0,5 % kiinteistöportfolion käyvästä arvosta. Kiinteistösijoitusyhtiössä hallintokulut ovat verrannollisia esimerkiksi sijoitusrahaston veloittamaan hallinnointipalkkioon ja näin ollen ne voidaan tulkita suoraan kassavirtaa ja siten sijoittajien tuotto-odotusta heikentävinä tekijöinä.

Suhteellisesti Cibuksen hallintokulut ovat selvästi listattuja verrokkiyhtiöitä korkeammat, sillä pohjoismaisilla kiinteistösijoitusyhtiöillä hallintokulut ovat laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 0,3 % portfolion käyvästä arvosta. Ero selittyy näkemyksemme mukaan pitkälti sillä, että Cibuksen omistamat kiinteistöt ovat keskokooltaan (noin 4 MEUR) selvästi listattuja – pääasiassa suurempiin toimitilakiinteistöihin – keskittyneitä verrokkeja (keskikoko noin 50 MEUR) pienempiä. Kohteiden pienemmästä keskikoosta johtuen Cibuksen portfolion hallinnointi on näkemyksemme mukaan verrokkeja raskaampaa, mikä heijastuu hallintokulujen tasoon.

Näkemyksemme mukaan Cibuksen kulurakenteen tulisi skaalautua jossain määrin kasvun mukana, mutta emme kuitenkaan odota yhtiön yltävän kulutehokkuudessa listattujen verrokkien tasolle portolion rakenteesta ja kohteiden pienemmästä yksikkökoosta johtuen.

Hallintokulut % portfoliosta (LTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Korolliset velat

Cibuksella oli Q3'21:n lopussa noin 843 MEUR:n edestä korollista velkaa (sis. 3,3 MEUR:n pääomitetut lainakustannukset) ja noin 39 MEUR kassavaraja. Nettovelan LTV oli Q3'21:n lopussa 60,2 % ja omavaraisuusaste 34,7 %.

Korolliset rahoitusvelat koostuvat kuudesta pohjoismaisen rahoituslaitoksen myöntämästä pankkilainasta (648 MEUR) sekä kahdesta vakuudettomasta senior-velkakirjasta (600 MSEK:n vihreä jvk ja 135 MEUR:n jvk). Näiden lisäksi yhtiöllä on 30 MEUR:n hybridilaina, joka luetaan IFRS-kirjanpidossa omaksi pääomaksi.

Korollisten rahoitusvelkojen keskiporkko on laskelmiemme mukaan noin 2,7 % ja hybridilainan korko on kolmen kuukauden EURIBOR lisätynä 4,75 % marginaalilla. Pankkilainojen keskimääräinen maturiteetti on 2,8 vuotta ja lainoista ensimmäinen

erääntyy 1,7 vuoden kuluttua. Pankkilainoista noin 66 % on korkosuojustu. Kesällä 2021 liikkeeseenlaskettu hybridilaina on eräpäivätön ja ensimmäinen takaisinlunastusmahdollisuus on vuonna 2026.

Rahoitusstrategia

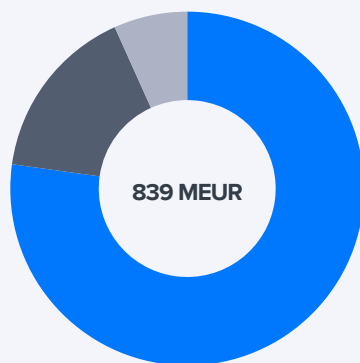
Rahoitusstrategian osalta Cibuksen tavoitteena on, että myös jatkossa yli 50 % ulkoisesta rahoituksesta on pankkilainaa. Yhtiöllä on olemassa MTN-ohjelma, jonka puitteissa se voi laskea liikkeelle vakuudettomia senior-velkakirjoja ja hybridilainoja. Cibus hyödyntää pienemmissä kiinteistöhankinnoissa kassavarajoja sekä pankkilainoja ja suuremmat portfoliokaupat rahoitetaan osittain hybridilainoilla ja/tai osakeanneilla. Cibuksen pidemmän aikavälin tavoitteena on saada Investment Grade -tason luottoluokitus ja tämä heijastuisi toteutuessaan laskevasti yhtiön rahoituskuluihin.

Odotamme velkakirjojen jälleenrahoitusta 2022

Cibus laski nykyiset vakuudettomat senior-velkakirjansa liikkeelle vuonna 2020. Liikkeeseenlasku tapahtui koronavaikeuksista johtuen haastavassa markkinassa ja lainojen lopullinen korkotasoli oli korkea (vihreä jvk: 3 kk STIBOR + 4,75 % ja 135 MEUR:n jvk: 3 kk EURIBOR + 4,5 %).

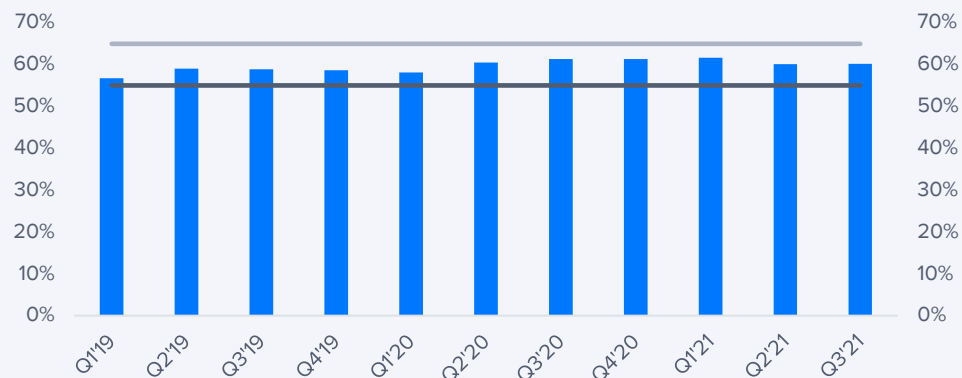
Cibuksella on mahdollisuus lunastaa lainat takaisin ensi vuonna ja tämänhetkisen hinnoittelun perusteella molemmat lainat voitaisiin uudelleenrahoittaa selvästi nykyistä matalammalla korkotasolla. Ennustamme yhtiön uudelleenrahoittavan lainat vuonna 2022 ja odotamme uudelleenrahoituksen vastaavan lainojen tämänhetkistä hinnoittelua (YTM 6.12.2021: vihreä jvk 2,8 % ja 135 MEUR jvk 2,1 %). Arvoimme tämän laskevan Cibuksen vuotuiset keskimääräiset rahoituskulut noin 2,2 %:iin ennen hybridilainan korkokustannuksia.

Lainasalkku Q3'21:n lopussa



■ Pankkilainat ■ EUR-määräinen vakuudeton jvk ■ Vihreä jvk

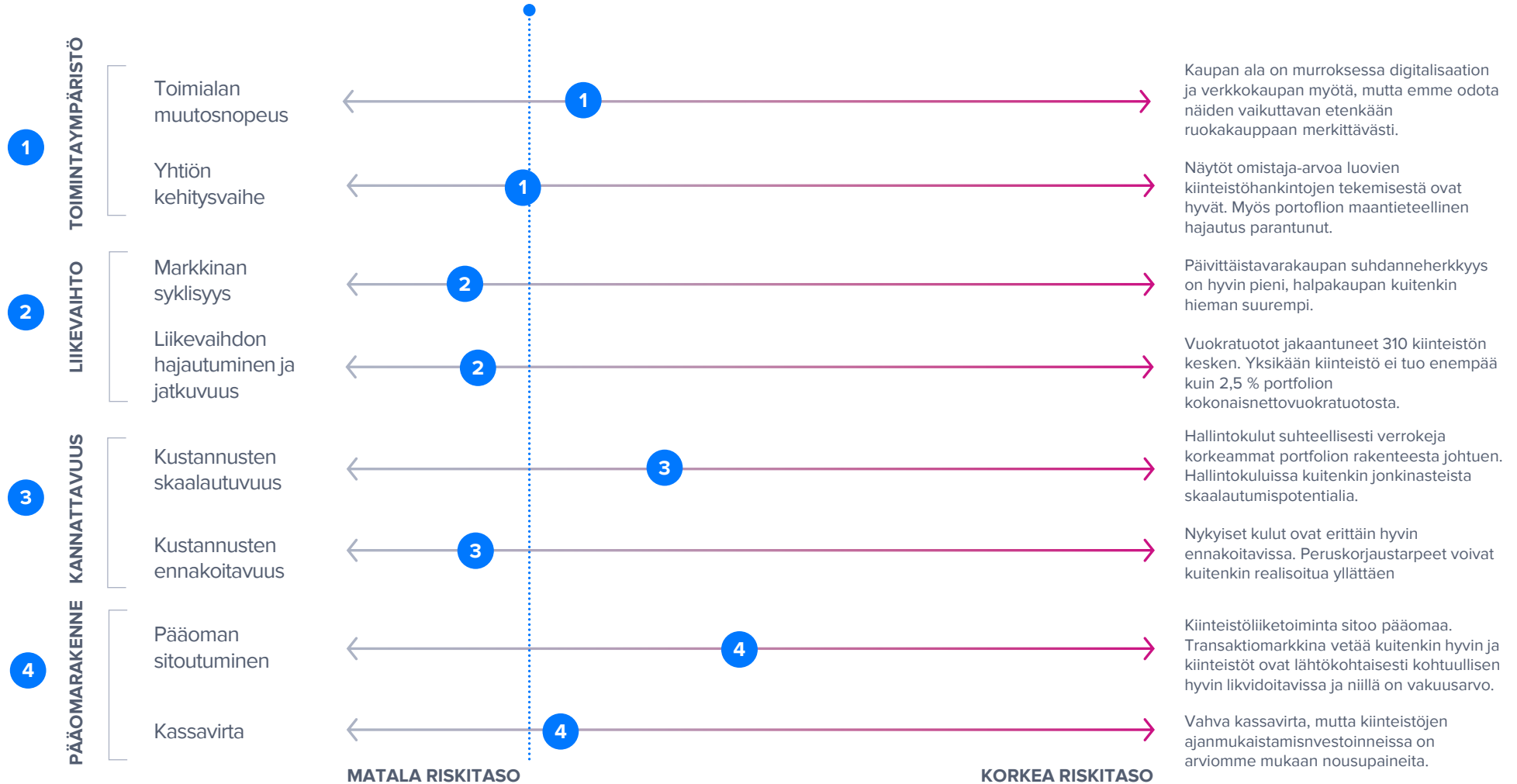
Nettovelan LTV-%



■ Nettovelan LTV-% — Tavoitetason alaraja — Tavoitetason yläraja

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Cibuksen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Osinko, omistaja-arvo ja pohjoismainen laajentuminen strategian keskiössä

Cibuksen strategiana on pitkällä aikavälillä kasvaa ja luoda omistaja-arvoa hankkimalla, kehittämällä ja hallinnoimalla päivittäistavarakauppiikiinteistöjä Pohjoismaissa. Kiinteistösijoitustoiminta keskittyy ruoka- ja päivittäistavarakauppiihin ankkuroituihin kiinteistöihin (94 % vuokrattavasta pinta-alasta) etenkin niiden defensiivisestä luonteesta ja vakaista vuokratassavirroista johtuen. Ruoka- ja päivittäistavarakauppiikiinteistöt ovat myös monia muita liikekiinteistöjä vähemmän alttiita verkkokaupan murrokselle, mikä puoltaa kyseiseen kiinteistötyypin fokuoimista.

Cibus pyrkii tarjoamaan osakkeenomistajille korkeaa ja ennakoitavaa osinkotuottoa. Yhtiö maksaa osinkoa kuukausittain ja osingon vuotuinen kasvutavoite on 5 %. Korkean osingon taustalla ovat yhtiön vahva kassavirta, liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys ja suhteellisen korkea velkavipu. Pääoman allokoimnin näkökulmasta maltillisempi voitonjakopolitiikka olisi yhtiön kasvunäkymät huomioiden mielestämme täysin perusteltua, mutta ymmärrämme osingon olevan keskeinen elementti Cibuksen sijoitustarinassa.

Taloudelliset tavoitteet

Cibuksen taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- 2,5-3,0 miljardin euron portfolio vuoden 2023 loppuun mennessä
- Osakekohtaisen osingon 5 % kasvu per vuosi
- Nettovelan LTV 55-65 % välillä

Cibus nosti joulukuussa 2021 lyhyen ja keskipitkän aikavälin kasvutavoitteitaan vahvasta hankevirrasta johtuen. Yhtiön tavoitteena on nyt karkeasti tuplat kiinteistöportfolion koko 2,5-3,0 miljardiin euroon vuoden 2023 loppuun mennessä (Q3'21: 1 336 MEUR). Portfolion tavoiteko on yhtiön mukaan edellytyksenä myös Investment Grade -tason luottoluokituksen saannille.

Cibuksen aiempänä tavoitteena oli tehdä uusia kiinteistöhankintoja vuosittain vähintään 50-100 MEUR:lla ja uusi tavoite alleviivaa yhtiön vahvoja kasvuambitioita. Cibuksen kasvuvauhti on ollut kuluvana vuonna selvästi yhtiön omaa vähimmäistavoitetta nopeampaa ja tämän vuoden aikana yhtiö on tiedottanut yli 200 MEUR:n kiinteistöhankinnoista. Kunnianhimoisten kasvutavoitteiden saavuttaminen tulee näkemyksemme mukaan vaatimaan yhtiöltä merkittävän määrän uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta (osakeannit ja/tai hybridilainat) ja arvioimme pääomatarpeen olevan karkeasti noin 400-600 MEUR:n haarukassa.

Suhtaudumme päivitettyihin kasvutavoitteisiin lähtökohtaisesti myönteisesti

Suhtaudumme Cibuksen päivitettyihin kasvutavoitteisiin lähtökohtaisesti myönteisesti, sillä yhtiö on viime vuosina osoittanut liiketoimintamallinsa toimivuuden ja yhtiöllä pitäisi näkemyksemme mukaan olla edelleen rutkasti kasvitilaa omalla sektorillaan Pohjoismaissa. Emme myöskään usko yhtiön tavoittelevan kasvua vain pelkästä kasvun ilosta, sillä johto on korostanut, että kaikissa hankinnoissa lähtökohtana on portfolion

tuottokyvyn ja osakekohtaisten tunnuslukujen parantuminen. Cibuksen osake arvostetaan tällä hetkellä myös merkittävällä preemiolla EPRA-nettovarallisuuteen nähden ja näin ollen uuden oman pääoman kerääminen on nykyisellä arvostustasolla lähtökohtaisesti kannattavaa oman pääoman kustannuksen ollessa alhainen.

Cibus keräsi hiljattain joulukuun alussa suunnatulla osakeannilla 48 MEUR:n bruttovarat ja odotamme yhtiön kykenevän tekemään annin jälkeen uusia hankintoja yhteensä reilun 400 MEUR:n edestä. Ennustemme nojaavat oletukseen portfolion tuottovaatimuksen 0,1%-yksikön vuotuisesta laskusta, mikä tukee yhtiön vakavaraisuutta ja velanottokykyä.

Odotamme Cibuksen osingon kasvavan lähivuosina taloudellisten tavoitteiden mukaisesti 5 % vuosivauhtia. Huomautamme kuitenkin, että osingon kasvunäkymiin liittyy mielestämme tiettyä epävarmuutta yhtiön voitonjakosuhteen ollessa ennusteissamme lähivuosina suhteellisen korkea (2021-2024e: noin 80-92 % EPRA-tuloksesta). Osingon kasvun kannalta keskeisimmät riskit liittyvät mielestämme kiinteistöjen vuotuisiin peruskorjaustarpeisiin ja jäännösarvoriskeihin, sillä yllättävät peruskorjausinvestoinnit tai vuokrasopimusten päättymisen myötä kasvava vajaakäyttö voisivat toteutuessaan heikentää yhtiön rahavirtaa ja osingonmaksukykyä.

Sijoitusprofiili

1.

Hyvin hajautettu vahvan kassavirran kiinteistöportfolio

2.

Liiketoiminta vakaata ja defensiivistä

3.

Vuokralaisportfolio koostuu vahvoista ja maksukykyisistä vuokralaisista

4.

Kasvutavoitteet vaativat huomattavan määrän uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta

5.

Ajanmukaistamisinvestointien tasoon ja tiettyjen kiinteistöjen jäännösarvoihin liittyy riskejä

Potentiaali



- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat ja portfolion laajentaminen muihin Pohjoismaihin
- Lainojen uudelleenrahoitus ja rahoituskulujen laskeminen
- Tuottovaatimusten lasku
- Mahdolliset yritysjärjestelyt

Riskit



- Kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (2-4 % Suomen portfolion arvosta) liittyy korkea jäännösarvoriski
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu

Markkinakatsaus 1/4

Ruoka- ja päivittäistavarakauppa

Defensiivinen markkina

Päivittäistavaroihin luetaan elintarvikkeet ja päivittäin käytettävät kulutustavarat, joita hankitaan ruokaostosten yhteydessä. Näitä ovat muun muassa kodin paperit, tupakkatuotteet, lehdet ja päivittäiskosmetiikka. Elintarvikkeiden osuus päivittäistavaramyynnistä on Pohjoismaissa arviomme mukaan noin 80 %.

Pohjoismaisen ruoka- ja päivittäistavarakauppamarkkinan koko oli Deloitte arvioiden mukaan vuonna 2020 noin 135,5 miljardia dollaria eli noin 123 miljardia euroa. Maittain tarkasteltuna suurin alue on Ruotsi, jonka osuus kokonaismarkkinasta on noin 29 %. Norja ja Tanska edustavat kummatkin noin neljännessä Suomen osuuden ollessa noin viidennes. Pohjoismaista ruoka- ja päivittäistavarakauppaa leimaa markkinan vahva keskittyneisyys, sillä kolmen paikallisesti suurimman toimijan yhteenlasketut markkinaosuudet vaihtelevat maittain 82-96 % välillä.

Ruoka- ja päivittäistavarakaupan kasvu on ollut historiassa hieman BKT:n kasvua nopeampaa ja taloudellisilla taantumilla on ollut suhteellinen vähäinen vaikutus markkinan kehitykseen. Kokonaisuutena pohjoismaista ruoka- ja päivittäistavarakauppaa voidaan mielestämme kuvata kasvavaksi ja defensiiviseksi markkinaksi.

Verkkokaupan osuus on pieni, mutta kasvava

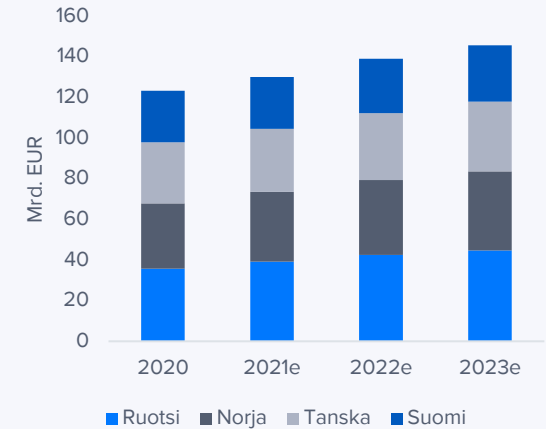
Verkkokauppa on saanut viime vuosina yhä vahvempaa jalansijaa päivittäistavarakaupassa ja kasvua on viimeisen kahden vuoden aikana vauhdittanut edelleen koronapandemia, jonka

myötä ruoan verkko-ostaminen on tullut yhä useammalle kuluttajalle tutuksi. Tätä heijastellen esimerkiksi Suomessa verkkokaupan osuus päivittäistavaramyynnistä yli kolminkertaistui vuonna 2020 ja Ruotsissa lähes kaksinkertaistui. Ruoka- ja päivittäistavarakauppaan on tullut kokonaan uusia ja puhtaasti digitaaliseen liiketoimintamalliin nojaavia toimijoita ja esimerkiksi Norjan ruoan verkkokaupan markkinajohtaja Oda on kertonut käynnistävänsä liiketoiminnan Suomessa vuosien 2021-2022 taitteessa.

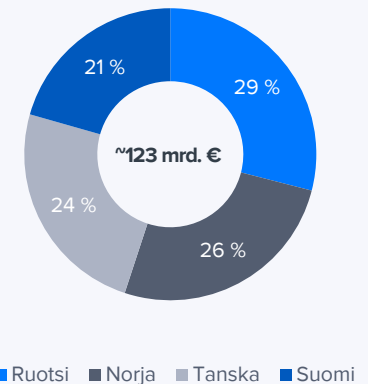
Vaikka verkkokauppa on kasvanut sekä Suomessa että Ruotsissa viime vuosina voimakkaasti, on sen absoluuttinen osuus yhä hyvin pieni. Ruoan verkkokaupan kasvussa on nähty viime kuukausina myös selvää tasaantumista koronapandemian aiheuttamasta piikistä. Emme kokonaisuudessaan odota ruoan verkkokaupan yleistyvän Suomessa tai Ruotsissa ainakaan koko maan mittakaavassa lähivuosina merkittävästi, sillä molemmat maat ovat suhteellisen harvaan asuttuja ja tästä syystä molemmissa maissa logistiikan järjestäminen ja jakelu muodostuvat ruoan verkkokaupalle keskeiseksi ongelmaksi. Pidämme todennäköisimpänä, että ruoan verkkokauppa tulee tulevaisuudessa kehittymään olemassa olevan fyysisen jakeluverkoston ympärille siten, että supermarketista tulee jakelupisteitä verkkokaupasta ostettaville tuotteille.

Kokonaisuutena emme odota verkkokaupalla olevan ainakaan keskipitkällä aikavälillä merkittävän negatiivista vaikutusta päivittäistavarakauppakiinteistöjen kysyntään. Poikkeuksena ovat mahdollisesti suurten kaupunkien ydinkeskustat joihin vaikutus voi olla negatiivinen.

Pohjoismainen ruoka- ja päivittäistavarakauppamarkkina

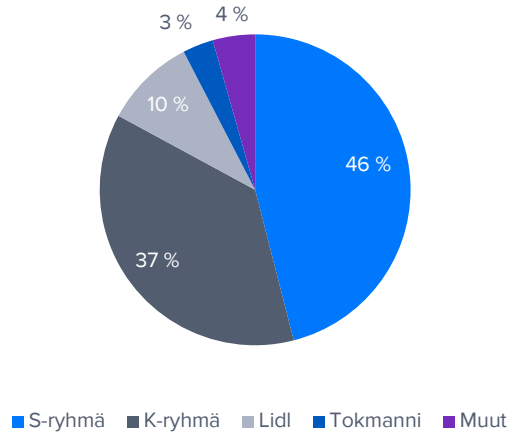


Pohjoismaisen ruoka- ja päivittäistavarakauppamarkkinan jakautuminen

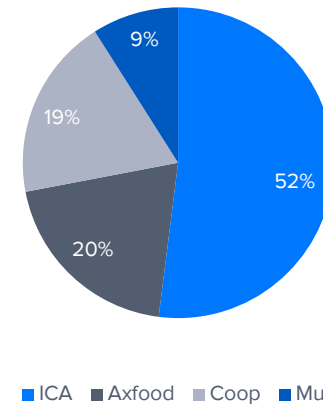


Markkinakatsaus 2/4

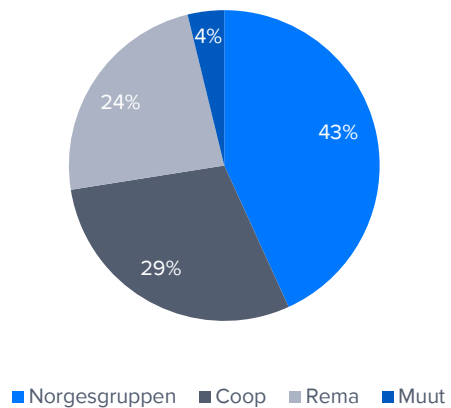
Ruokakaupan markkinaosuudet Suomessa



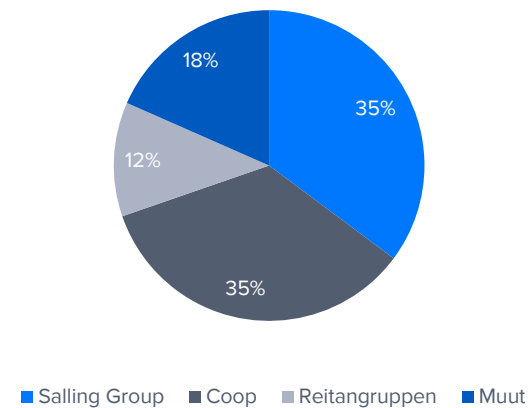
Ruokakaupan markkinaosuudet Ruotsissa



Ruokakaupan markkinaosuudet Norjassa



Ruokakaupan markkinaosuudet Tanskassa



Markkinakatsaus 3/4

Kiinteistösijoitusmarkkina

Sijoittajakysyntä on erittäin vahvaa

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Pohjoismaissa viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta. Kiinteistöjärjestelyaktiiviteetissa nähtiin Pohjoismaissa tähänastinen huippu vuonna 2019, jolloin transaktiovolyymit kohosivat noin 45 miljardiin euroon. Kauppaa on käyty myös kuluvana vuonna vilkkaasti ja esimerkiksi Pangea Property Partners odottaa transaktiovolyymien kohoavan tänä vuonna kaikkien aikojen ennätykseen yli 60 miljardiin euroon. Ennätyskorkeisiin transaktiovolyymeihin heijastuu osaltaan markkinalla nähdyt yksittäiset megaluokan transaktiot.

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

Päivittäistavarakauppa-kiinteistöt

Pohjoismaiset päivittäistavarakauppa-kiinteistöt ovat pääasiassa kauppatietojen ja eläkeyhtiömisteisten kiinteistösijoitusyhtiöiden

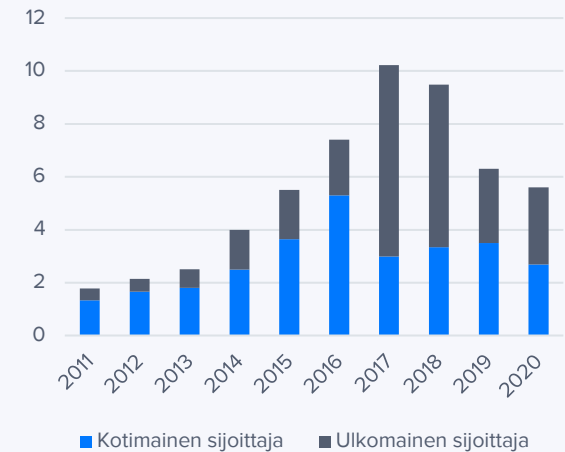
omistuksessa. Näiden lisäksi pienemmän osan kiinteistöistä omistavat suhteellisen hajautetusti muut tahot kuten erilaiset rahastot ja pienemmät instituutiosijoittajat. Cibusen keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat Mercada ja Trophi Fastighets. Ruotsissa yhtiö kilpailee Trophin lisäksi myös Svenska Handelsfastigheterin, Ancore ja Secore Fastigheterin kanssa.

Mercada on Keskon, Ilmarisen ja AMF Pensionsförsäkringin tasaosuuksin omistama kiinteistösijoitusyhtiö, joka omistaa, hallinnoi ja kehittää pääasiassa Keskon käytössä olevia kauppapaikkoja. Mercadan portfolio käsittää kolme kauppakeskusta (Veturi, Karisma, Merituuli) ja 32 muuta kauppapaikkaa Suomessa. Portfolion käypä arvo Q2'21:n lopussa noin 617 MEUR. Portfolion vuokrattava pinta-ala oli vuoden 2020 lopussa noin 311 tuhatta neliötä ja H1'21:n aikana yhtiö divestoi sen Ruotsissa sijainneet K-Rauta-kiinteistöt. Vuoden 2020 lopussa Mercadan portfolio oli arvostettu 6,0 % keskimääräisellä tuottovaatimuksella.

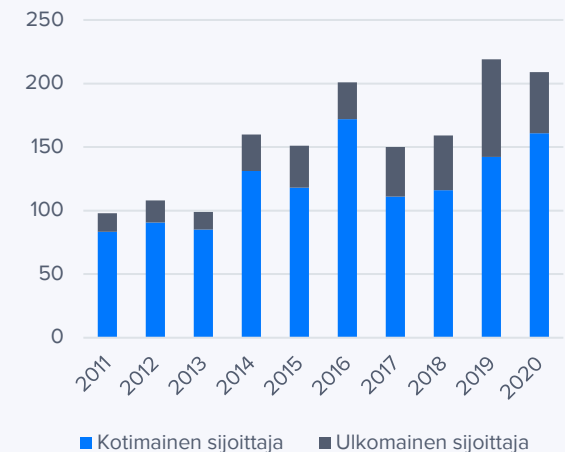
Trophi omistaa Suomesta ja Ruotsista yhteensä 276 kiinteistöä, joiden pinta-ala on noin 870 tuhatta neliötä ja kiinteistöjen käypä arvo noin 1,6 miljardia euroa. Yhtiön päävuokralaisia Suomessa ovat S-ryhmä sekä Kesko ja Ruotsissa puolestaan Coop, ICA ja Axfood. Trophin kiinteistöjen alkutuotto oli Q3:n lopussa 5,1%. Trophi on 100 % Ruotsin valtion AP3-eläkerahaston omistama.

Svenska Handelsfastigheterin portfolio käsitti Q3'21 lopussa 285 kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 1,4 mrd. euroa. SHF:n portfolio oli arvostettu Q3:n lopussa 5,3 % tuottovaatimuksella.

Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



Kiinteistötransaktiovolyymi Ruotsissa (mrd. SEK)



Markkinakatsaus 4/4

SHF:n mukaan sen päävuokralaisia ovat Axfood, Coop, ICA ja Bergendahl. Käsitksemme mukaan päivittäistavara-kauppakiinteistöjen osuus on yhtiön portfolioissa kuitenkin keskeisiä verrokkeja pienempi. SHF myi [lokakuussa 2021](#) Norjan kiinteistöomistuksensa kanadalaiselle Slate Asset Managementille ja divestoinnin jälkeen yhtiö omistaa kiinteistöjä vain Ruotsissa. SHF:n omistavat Ruotsin valtion AP4-eläkerahasto, eläkevakuuttaja Kåpan Pensioner ja henkivakuuttaja Länsförsäkringar Liv.

Ancore Fastigheter ja **Secore Fastigheterin** kiinteistöomistukset (yhteensä 73 kiinteistöä) koostuvat pääasiassa Ruotsissa sijaitsevista supermarket-kiinteistöistä, joissa päävuokralaisena toimii ICA. Ancore Fastigheter on Alectan ja ICA Groupin tasaosuuksin omistama yhteisyritys ja Secore on ollut [syyskuusta 2021](#) lähtien 100 % ICA

Real Estaten omistama, kun yhtiö lunasti itselleen 50 % omistuksen AP1-eläkerahastolta.

Serena Propertiesin portfolio koostuu julkisten tietojen perusteella 24 Suomessa ja Ruotsissa sijaitsevasta halpa- ja ruokakauppakiinteöstä. Yhtiön omistavat Balder, Redito ja Varma.

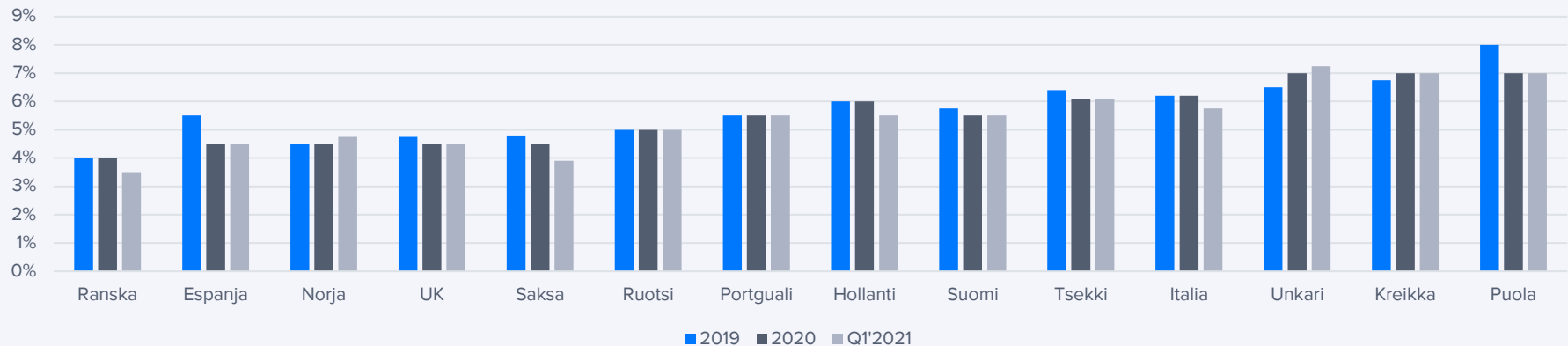
Odotamme voimistuvan sijoittajakysynnän painavan tuottovaateita

Edellä mainitut kilpailijat ovat viime vuosina kasvattaneet sektorilla Cibuksen tapaan kiinteistöomistuksiaan ja markkinoilla nähtiin myös hiljattain relevantti yrityskauppa, kun Svenska Handelsfastigheter osti [keväänä](#) Tukholman First North -markkinapaikalle listatun Tre Kronor Property Investmentin reilulla 300 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla.








Näemmekin alalla konsolidaatiopaineita ja pidämme hyvin mahdollisena, että Cibuksella on rooli tulevissa toimialajärjestelyissä. Suurempi kiinteistöportfolio tarkoittaa parempaa hajautusta ja siten matalampaa riskiprofilia. Lisäksi toiminnassa on arviomme mukaan mahdollista saavuttaa pieniä mittakaavaetuja rahoituksessa ja hallinnoinnissa.

Odotamme konsolidaatiokehityksen ja kasvavan sijoittajakysynnän heijastuvan lähivuosina laskevasti sektorin tuottovaatimuksiin. Tuottovaatimusten laskun myötä Cibuksen kasvu tulee kallistumaan, mutta tuottovaatimusten lasku heijastuu vastaavasti positiivisesti Cibuksen olemassa olevan portfolion käypään arvoon. Odotamme Cibuksen portfolion tuottovaatimuksen laskevan nykyisestä 5,7 %:sta 5,4 %:iin vuoteen 2024 mennessä.

Supermarket-kiinteistöjen prime-tuottovaateet Euroopassa



Cibus suhteessa listaamattomiin verrokkeihin

	 Cibus Converting food into yield	 MERCADA	 Trophi	 SVENSKA HANDELSFASTIGHETER ERFARENHET • LÅNGSIKTIGHET • SAMVERKAN	 ANCORE FASTIGHETER	 secore FASTIGHETER	 SERENA PROPERTIES
Portfolion käypä arvo (MEUR)	1 336	617	1 627	1 418	-	~300	-
Pinta-ala (tuhatta m ²)	789	-	870	797	282	117	-
Kiinteistöjen lkm	310	35	276	285	33	40	24
Vuokrausaste	94 %	99 %	97 %	93 %	-	-	-
Nettovelan LTV-%	60 %	53 %	45 %	59 %	-	-	-
Alkutuotto	5,7 %	6,0 %	5,1 %	5,3 %	-	-	-
Markkina-alue	Suomi, Ruotsi, Norja	Suomi	Suomi, Ruotsi	Ruotsi	Ruotsi	Ruotsi	Suomi, Ruotsi
Päävuokralaiset	Kesko, Tokmanni, Coop ja S-ryhmä	Kesko	Coop, ICA, Kesko, S-ryhmä	Axfood, Coop, ICA, Bergendahl	ICA	ICA	Kesko, S-ryhmä, Rusta
Omistajat	Listattu	Kesko, Ilmarinen ja AMF Pensionsförsäkring	AP 3	AP 4, Kåpan Pensioner ja Länsförsäkringar Liv	Alecta ja ICA Group	ICA Real Estate	Balder, Varma, Redito

Huomiot:

- Cibuksen avainluvut Q3'21:n tilanne.
- Mercadan kohteiden lkm, portfolion käypä arvo ja LTV H1'21 lopussa. Tuottovaatimus perustuu vuoden 2020 lopun tilanteeseen.
- Svenska Handelsfastighetersin portfolion käypä arvo ja LTV Q3'21 lopussa. Pinta-ala Inderesin arvio Q3'21 lopun tilanteesta. SHF myi lokakuussa Norjan kiinteistöomistukset (25 kiinteistöä) Slate Asset Managementille.

Sektorin toteutuneita kiinteistötransaktioita 1/2

Ajankohta	Kohde	Markkina	Sijainti	Ostaja	Myyjä	Kauppahinta (MEUR)	Pinta-ala (m ²)	Neliöhinta (EUR/m ²)	Alkutuotto
Q4'2021	Ideapark Oulu	Suomi	Oulu	UB Pohjoismaiset Liikekiinteistörahasto	Alma Property Partners	60	24 000	2 500	n.a.
Q4'2021	Charlottenbergin kauppapaikka	Ruotsi	Charlottenberg	Cibus	Concilia Retail Property AS ja Skips AS Tudor	28	14 000	2 021	n.a.
Q4'2021	Yksittäinen ruokakauppakiinteistö	Ruotsi	Alen kunta	Cibus	Yksityinen kiinteistökehittäjä	12	3 200	3 594	n.a.
Q4'2021	Yksittäinen ruokakauppakiinteistö	Suomi	Espoo	Cibus	Kotimainen instituutiosijoittaja	7	2 900	2 345	n.a.
Q4'2021	Päivittäistavaravetoinen Kauppakeskus Columbus	Suomi	Helsinki	NREP	Citycon	106	22 200	4 784	5,0 %
Q4'2021	25 kiinteistön portfolio	Norja	n.a.	Slate Asset Management	Svenska Handelsfastigheter	103	50 000	2 053	n.a.
Q3'2021	50 % Secore Fastigheterin osakekannasta	Ruotsi	n.a.	ICA Real Estate	API-rahasto	*140	n.a.	n.a.	n.a.
Q3'2021	8 ruokakauppakiinteistön portfolio	Norja	Luoteis-Norja	Cibus	n.a.	28	8 700	3 172	n.a.
Q3'2021	5 ruokakauppakiinteistön hankinta	Suomi	Isojoki, Jurva, Kauhava, Karjoki Vimpeli	Cibus	Yksityinen sijoittaja	5	5 000	1 040	n.a.
Q3'2021	3 kiinteistön portfolio	Ruotsi	Norrköping, Kisa, Boxholm	Cibus	Yksityinen sijoittaja	4	4 500	911	n.a.
Q2'2021	Tre Kronor Property Investment	Ruotsi	M&A	Svenska Handelsfastigheter	Tre Kronor Property Investment	*306	215 544	1 419	*5,6%
Q2'2021	72 ruokakauppakiinteistön portfolio	Suomi	n.a.	Cibus	Sagax	72	42 000	1 705	6,0 %
Q2'2021	Yksittäinen ruokakauppakiinteistö	Suomi	Helsinki	Cibus	n.a.	2	2 000	1 100	n.a.
Q2'2021	4 ruokakauppakiinteistön portfolio	Ruotsi	Karlskoga, Nora, Hudiksvall ja Örnköldsvik	Cibus	ICA Fastigheter	5	4 100	1 098	n.a.
Q2'2021	5 halpa- ja ruokakauppakiinteistön hankinta	Suomi	Lieksa, Nurmes, Outokumpu, Parikkala, Vantaa	Cibus	n.a.	16	10 700	1 486	n.a.
Q2'2021	5 halpakauppakiinteistöä	Suomi	Etelä-Suomi	Serena Properties	n.a.	n.a.	20 700	n.a.	n.a.
Q2'2021	3 kiinteistön portfolio	Suomi	Jyväskylän, Turun ja Mikkelin alue	Cibus	Trevian Suomi Kiinteistöt I - erikoissijoitusrahasto	26	16 000	1 594	n.a.
Q2'2021	Yksittäinen halpakauppakiinteistö	Suomi	Rauma	Cibus	Talous-markka oy	5	4 600	1 152	n.a.
Q2'2021	5 ruokakauppakiinteistön portfolio	Ruotsi	Lung, Ängelholm, Bjuv	Oscar Properties	Compactor Fastigheter	11	6 900	1 575	n.a.
Q2'2021	3 kiinteistön portfolio	Ruotsi	Katrineholm, Eskilstuna, Hällefors	Cibus	n.a.	3	2 800	1 214	n.a.

* Velaton kauppahinta

Sektorin toteutuneita kiinteistötransaktioita 2/2

Ajankohta	Kohde	Markkina	Sijainti	Ostaja	Myyjä	Kauppahinta (MEUR)	Pinta-ala (m ²)	Neliöhinta (EUR/m ²)	Alkutuotto
Q4'2020	3 ruokakauppakiinteistöä	Ruotsi	Botkyrka, Trelleborg, Motala	ABG Fastena	NREP	34	14 300	2 387	n.a.
Q4'2020	Bolltorpsin kauppapaikka	Ruotsi	Alingsås	Svenska Handelsfastigheter	Ekström Fastigheter	23	14 000	1 678	n.a.
Q4'2020	Bronsenin kauppapaikka	Ruotsi	Norrköping	Serena Properties	Eurocommercial Properties	22	12 800	1 750	n.a.
Q4'2020	Yksittäinen ruokakauppakiinteistö	Ruotsi	Jönköping	Cibus	n.a.	1	1 000	1 000	n.a.
Q4'2020	7 kiinteistön portfolio	Suomi	Helsingin, Tampereen, Turun ja Seinäjoen alue	Cibus	eQ Liikekiinteistöt-rahasto	102	58 000	1 759	n.a.
Q4'2020	2 ruokakauppakiinteistöä	Suomi	Helsinki ja Lahti	Cibus	n.a.	2	1 200	1 250	n.a.
Q4'2020	Kauppapaikka Rondellens	Ruotsi	Staffanstorp	Arwidsro	MIMS	30	29 100	1 044	n.a.
Q4'2020	Yksittäinen halpakauppakiinteistö	Suomi	Kalajoki	Cibus	n.a.	12	9 400	1 319	n.a.
Q4'2020	2 hypermarketkiinteistöä	Suomi	Kemi, Pieksämäki	Trophi	n.a.	n.a.	13 000	n.a.	n.a.
Q3'2020	3 liikekiinteistöä	Suomi	Helsinki, Lohja, Kokkola	Serena Properties	n.a.	24	25 200	948	n.a.
Q3'2020	Morabergin kauppapaikka	Ruotsi	Södertälje	Serena Properties	Eurocommercial Properties	41	18 800	2 186	n.a.
Q3'2020	9 päivittäistavarakauppakiinteistöä	Ruotsi	Etelä-Ruotsi	Svenska Handelsfastigheter	n.a.	n.a.	17 760	n.a.	n.a.
Q2'2020	5 kiinteistön portfolio	Suomi	Oulun alue	Cibus	n.a.	15	7 135	2 032	n.a.
Q2'2020	18 kiinteistön portfolio	Suomi	n.a.	Cibus	Trevian Asset Managementin kiinteistörahastot	n.a.	31 000	n.a.	n.a.
Q2'2020	2 päivittäistavarakauppakiinteistöä	Ruotsi	Linköping	Svenska Handelsfastigheter	n.a.	n.a.	18 350	n.a.	n.a.
Q1'2020	Farsta Centrumin ostoskeskus	Ruotsi	Tukholma	Stadsrum Fastigheter	Atrium Ljunberg	371	115 000	3 228	5,3 %
Q1'2020	Coop-portfolio (111 kiinteistöä)	Ruotsi	Etelä- ja Keski-Ruotsi	Cibus	Coop	180	118 000	1 525	5,9 %
Q1'2020	2 ruokakauppakiinteistöä	Suomi	Helsinki	Cibus	n.a.	na.	600	n.a.	n.a.
Q1'2020	3 kauppakeskuskiinteistöä	Ruotsi	Tukholman alue	Niami	Citycon	147	57 900	2 539	5,7 %
Q1'2020	Prisma Itäkeskus	Suomi	Helsinki	VTT Kiinteistösijoitus	Sponda	n.a.	20 000	n.a.	n.a.
Q1'2020	Yksittäinen ruokakauppakiinteistö	Ruotsi	Katrineholm	Svenska Handelsfastigheter	n.a.	7	5 950	1 149	n.a.

Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Mallinamme Cibuksen taloudellista kehitystä portfolion nykyisen tuottokyvyn ja ennustamiemme uusien kiinteistöhankintojen pohjalta. Cibus julkisti joulukuussa uudet kunnianhimoiset lyhyen ja keskipitkän aikavälin [kasvutavoitteensa](#) ja yhtiön tavoitteena on nyt kasvattaa kiinteistöportfolion arvo noin 2,5-3,0 miljardiin euroon vuoden 2023 loppuun mennessä. Koska hankinnat tulevat näkemysksemme mukaan vaatimaan yhtiöltä huomattavan määrän uutta pääomaa, sisällyttämme ennusteisiimme vain nykyisen taseen mahdollistamat kiinteistöhankinnat.

Lyhyen aikavälin ennusteet

Cibuksella ei ole virallista tulosohjeistusta, vaan yhtiö julkaisee osavuositarkastuksissaan arvion portfolion seuraavan 12 kuukauden tuottokyvystä. Lyhyen aikavälin ennusteemme pohjautuvat Q3-raportissa esitettyyn tuottokyvyn, minkä lisäksi olemme huomioineet ennusteissamme Q3-osavuositarkastuksen jälkeen maaliin menneet kiinteistöhankinnat. Cibuksella on menossa Q4:llä maaliin kiinteistöhankintoja noin 140 MEUR:n edestä. Yhtiö keräsi joulukuun alussa myös markkinoilta [suunnatulla osakeannilla](#) 48 MEUR:n bruttovarat, ja pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee tiedottamaan vielä joulukuun aikana suuremmasta portfoliokaupasta. Odotammekin yhtiön tekevän vielä Q4:n aikana noin 120 MEUR:n edestä uusia kiinteistöhankintoja ja näin ollen kiinteistöhankinnat nousevat Q4:n osalta 260 MEUR:oon ja koko vuoden 2021 osalta noin 321

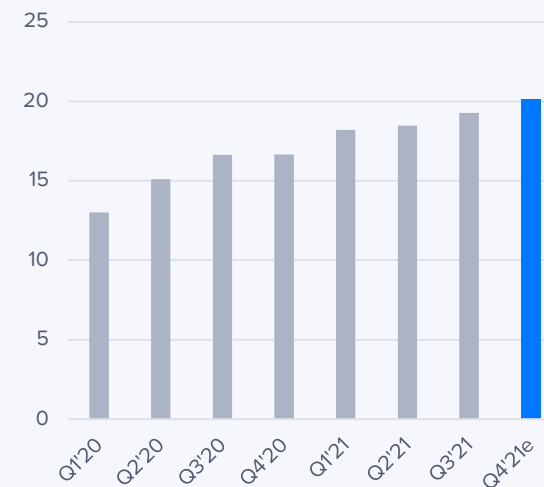
MEUR:oon.

Ennustamme Cibuksen portfolion nettovuokratuottojen kasvavan Q4:llä viimeisen vuoden aikana tehtyjen hankintojen johdosta vertailukaudesta 21 %:lla 20,1 MEUR:oon. Odotamme hallinto- ja rahoituskulujen olevan Q4:llä hieman yhtiön raportoiman tuottokyvyn mukaista tasoa korkeammat kiinteistöhankinnoista syntyvien kertakulujen sekä kasvavan velkatason johdosta. Kokonaisuudessaan odotamme vuokraustoiminnan tuloksen asettuvan hybridilainan korkokulujen jälkeen noin 12,2 MEUR:oon (Q4'20: 9,3 MEUR).

Ennustamme Cibuksen raportoidun tuloksen saavan Q4:llä huomattavaa tukea sijoituskiinteistöjen laskennallisista arvonmuutoksista (7,8 MEUR). Käyvän arvon muutosten taustalla on ennusteissamme etenkin kiinteistöhankinnoista kirjattavat merkittävät laskennalliset arvonmuutokset (8,9 MEUR) ja odotammamme tuottovaateiden hienoinen lasku. Ajanmukaistamisinvestointien odotamme olevan Q4:llä noin 1,5 MEUR. Huomattavien laskennallisten arvonmuutosten myötä odotamme raportoidun EPS:n kohoavan 0,44 euroon. EPRA NRV asettuu ennustamamme Q4-tuloksen ja suunnattujen osakeantien myötä 13,0 euroon (Q3'21: 12,4 euroa).

Kassavirtaperusteisen EPRA EPS:n odotamme asettuvan Q4:llä 0,29 euroon ja koko vuoden 2021 osalta 1,17 euroon. Osakekohtaisen osingon ennustamme kasvavan taloudellisten tavoitteiden mukaisesti 5 %:lla 0,99 euroon.

Nettovuokratuotot (MEUR)



EPS ja EPRA EPS



Ennusteet 2/4

Pidemmän aikavälin ennusteet

Cibuksen kiinteistöjen vuokrasopimukset ovat sidottu kuluttajahintaindeksiin. Kuluttajahintojen ennustetaan nousevan Pohjoismaissa lähivuosina noin 2,0 % vuosivauhtia ja odotammekin Cibuksen bruttoneliövuokrien ja hoitokulujen per neliö kasvavan tulevina vuosina tätä tahtia. Cibuksen portfolion taloudellinen vuokrausaste laski Q3:lla Q2-tasosta 0,6 %-yksiköllä 94,2 %:iin ja oli myös 1,5 %-yksikköä vertailukautta matalampi. Odotamme vuokrausasteen asettuvan vuoden 2021 lopussa 94,0 %:iin ja säilyvän tällä tasolla koko ennustejakson ajan.

Ennustamme Cibuksen hallintokulujen olevan vuonna 2021 noin 6,2 MEUR eli noin 8,2 % nettovuokratuotoista. Odotamme hallintokulujen skaalautuvan lähivuosina maltillisesti ja asettuvan noin 7,5 %:iin nettotuotoista vuoteen 2024 mennessä. Hallintokulujen osalta ennusteemme ovat selvästi Cibuksen raportoimaa Q4'21:n lopun tuottokyvyn mukaista tasoa (5,7 MEUR) korkeammat, sillä uskomme kiinteistötransaktioiden aiheuttavan myös jatkossa yhtiölle kertaluonteisia kuluja ja odotamme myös organisaation kasvavan portfolion kasvun ja pohjoismaisen laajentumisen mukana.

Rahoituskulujen osalta odotamme, että Cibus lunastaa ensi vuonna sen liikkeeseen laskemat vakuudettomat senior-velkakirjat takaisin ja lainojen uudelleenrahoitus vastaa velkakirjojen tämänhetkistä hinnoittelua. Tämän myötä odotamme yhtiön keskimääräisten rahoituskulujen laskevan H2'22:lta alkaen noin 2,2 %:iin ennen hybridilainan korkokustannuksia.

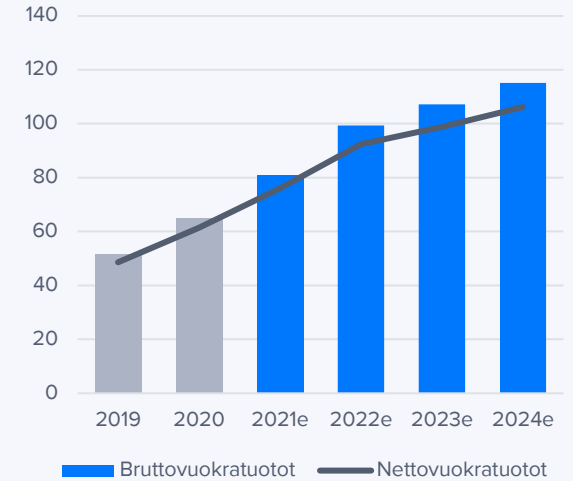
Odotamme tuottovaateisiin laskua

Cibuksen portfolion tuottovaatimus on säilynyt viime vuosina verrattain vaakana ja aviomme mukaan portfolio oli arvostettu Q3'21:n lopussa noin 5,7 % keskimääräisellä tuottovaatimuksella. Ruokakauppakiinteistöjen tuottovaateissa on markkinakomenttien perusteella nähty monessa Keski- ja Etelä-Euroopan maassa viime vuosina selvää laskua ja odotamme voimistuvan sijoittajakysynnän painavan sektorin tuottovaateita lähivuosina myös Pohjoismaissa. Tätä heijastellen ennustamme Cibuksen portfolion keskimääräisen tuottovaateen laskevan lähivuosina noin 0,1 %-yksikköä vuosittain ja asettuvan noin 5,4 %:iin vuoteen 2024 mennessä. Portfolion tuottovaatimuksen lasku nostaa yhtiön kiinteistökannan arvoa ja odotamme yhtiön yhtiön kirjaavan tämän johdosta vuosina 2022-2024 tulokseensa noin 29-35 MEUR:n ei-kassavirtavaikutteiset arvonmuutokset.

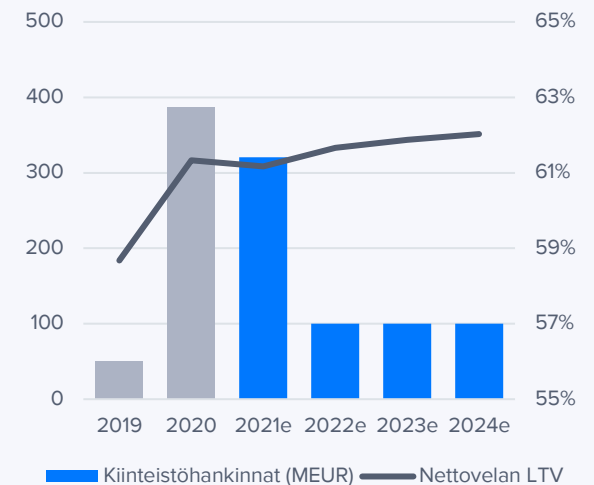
Uudet kiinteistöhankinnat

Ennustamme Cibuksen tekevän 2022-2024 uusia kiinteistöhankintoja noin 100 MEUR:lla per vuosi. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen tase ei mahdollista yhtiölle merkittävästi tätä suurempia hankintoja ja nykyisillä ennusteillamme nettovelan LTV asettuu ennustemallissamme lähivuosina noin 62 % tasolle. Cibus on tehnyt viime aikoina hankintoja noin 6,0 % nettovuokratuotolla, mutta odotamme kilpailun kohteista kiristyvän lähivuosina ja ennustamme uusien hankintojen nettotuottotason laskevan 2022-2024 välillä yleistä markkinakehitystä mukaillen vuosittain noin 0,1 %-yksiköllä.

Brutto- ja nettovuokratuotot (MEUR)



Kiinteistöhankinnat ja nettovelan LTV



Ennusteet 3/4

Ajanmukaistamisinvestoinnit

Cibus on viestinyt arvioivansa vuotuisten ajanmukaistamisinvestointien olevan keskimäärin 2,5-3,0 MEUR seuraavan kymmenen vuoden aikana. Pidämme itse tätä tasoa liian matalana huomioiden kiinteistöportfolion koko ja rakennusvuodet. Ennustamme Cibuksen portfolion ajanmukaistamisinvestointien olevan lähivuosina selvästi tätä suuremmat ja ennustamme niiden nousevan vuoteen 2024 mennessä noin 5,5 MEUR:oon. Tämän jälkeen ennustamme ajanmukaistamisinvestointien kasvavan keskimäärin noin 2 % vuosittain. Ennustemallissamme ajanmukaistamisinvestoinnit eivät heijastu kiinteistöjen käypiin arvoihin lainkaan, koska arvioimme, että vuokrasopimusten päätyttyä kiinteistöt vaativat investointeja, jotta ne saadaan vuokrattua aikaisemmillä ehdoilla.

Käyvän arvon muutokset

Kokonaisuudessaan odotamme Cibuksen kirjaavan vuosina 2022-2024 tuloslaskelmaansa noin 28-33 MEUR:n laskennalliset arvonmuutokset. Arvonmuutoksissa merkittävintä roolia näyttelee odottamamme portfolion tuottovaatimuksen lasku. Tämän lisäksi arvonmuutokset pitävät sisällään ennustamamme kassavirtavaikutteiset aajanmukaistamisinvestoinnit sekä uusista hankinnoista tehtävät laskennalliset arvonmuutokset.

Portfolion käypä arvo kohoaa ennusteissamme 2,0 miljardiin euroon vuoteen 2024 mennessä

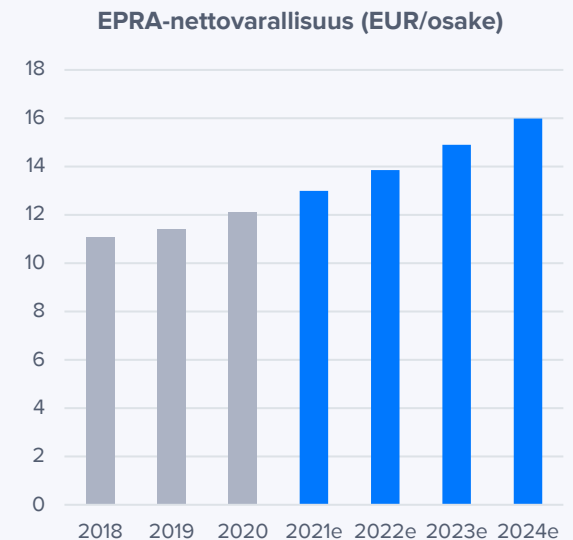
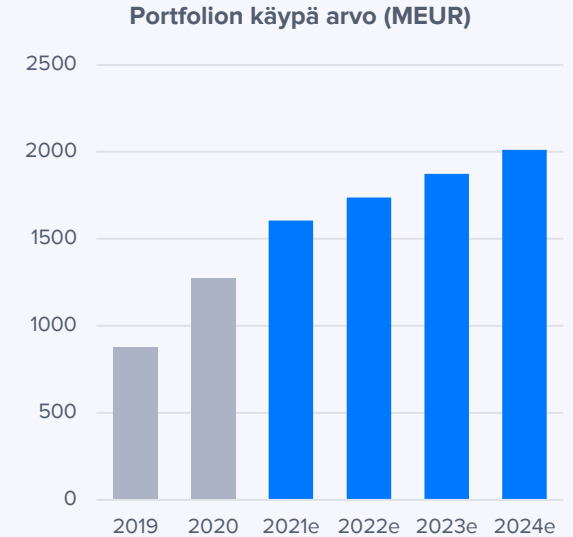
Uusien kiinteistöhankintojen ja kiinteistökannan

arvonnousun myötä ennustamme Cibuksen portfolion käyvän arvon kohovan noin 2,0 miljardiin euroon vuoteen 2024 mennessä (Q3'21: 1,3 miljardia euroa). Portfolion kasvuennusteemme ovat selvästi yhtiön päivitettyjen tavoitteiden (2023: 2,5-3,0 miljardia) alapuolella, sillä emme sisällytä ennusteisiin tulevia oman pääoman ehtoisia kiinteistöhankintoja.

Osinko kasvaa lähivuodet noin 5 % ja EPRA-nettovarallisuus noin 7 % vuosivauhtia

Ennustamme Cibuksen osakekohtaisen osingon kasvavan 2022-2024 välillä taloudellisten tavoitteiden mukaista 5 % vuosivauhtia. Osinkoennusteemme vastaavat operatiivisesta EPRA-tuloksesta laskettuna noin 78-86 % jakosuhdetta. Osingon kasvun kannalta merkittävimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön omistamien kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestointeihin ja ns. jäännösarvoriskiini, sillä yllättäen eteen tulevat kalliit kiinteistöjen peruskorjaukset ja/tai vuokrasopimusten päättymisen myötä kasvava vajaakäyttö voisivat heikentää yhtiön rahavirtaa ja osingonmaksukykyä.

Ennusteillamme Cibuksen osakekohtainen EPRA-nettovarallisuus (NRV) kasvaa lähivuosina välillä keskimäärin noin 7 % vuodessa ja asettuu vuoteen 2024 mennessä noin 16 euroon osakkeelta. Osakekohtaisen nettovarallisuuden kasvu on ennustamaamme raportoidun tuloksen kasvuun nähden verrattain vaisua ja tämän taustalla on yhtiön avokätinen voitonjakopolitiikka.



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Bruttovuokratuotot	51,5	14,0	16,4	17,0	17,6	65,0	19,4	19,8	20,2	21,4	80,9	99,3	107,2	115,2
Palvelutuotot	8,7	2,3	1,8	2,6	2,6	9,3	3,7	2,7	2,9	3,0	12,2	14,1	14,4	15,5
Hoitokulut	-9,0	-2,7	-2,3	-2,2	-2,9	-10,0	-4,0	-3,1	-3,0	-3,2	-13,3	-16,4	-17,7	-19,0
Kiinteistöverot	-2,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-3,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-3,8	-4,7	-5,1	-5,4
Nettovuokratuotot	48,6	13,0	15,1	16,6	16,7	61,4	18,2	18,5	19,3	20,1	76,1	92,4	98,8	106,2
Hallinnon kulut	-5,3	-1,5	-1,5	-1,7	-1,8	-6,5	-1,7	-1,8	-1,3	-1,5	-6,2	-7,1	-7,5	-8,0
Muut tuotot	0,2	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
EBITDA	43,5	11,5	13,6	14,9	14,8	54,9	16,5	16,7	18,0	18,6	69,8	85,3	91,3	98,2
Nettorahoituskulut	-14,8	-4,7	-5,8	-5,4	-5,5	-21,4	-4,9	-5,9	-5,4	-6,1	-22,3	-27,9	-25,7	-27,7
Vuokraustoiminnan tulos	28,7	6,8	7,8	9,5	9,3	33,5	11,6	10,8	12,5	12,6	47,5	57,4	65,6	70,5
Vuokraustoiminnan oikaistu tulos	28,7	6,8	7,8	9,5	9,3	33,5	11,6	10,8	12,2	12,2	46,9	56,1	64,3	69,2
Sijoituskiinteistöjen realisoitumattomat arvomuutokset	7,0	1,6	3,0	0,5	1,3	6,5	0,2	2,4	1,8	7,8	12,2	28,4	30,6	33,3
Sijoituskiinteistöjen realisoituneet arvomuutokset	0,4	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
Korkojohdannaisten realisoitumattomat arvomuutokset	-0,7	0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	35,4	8,5	10,6	10,1	10,4	39,6	12,0	13,3	14,6	20,4	60,3	85,7	96,2	103,8
Katsauskauden verot	-0,5	-0,3	-0,5	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-2,9	-3,3	-7,1
Laskennallisen verovelan muutos	-4,6	-1,2	-1,2	-0,8	-1,8	-5,0	-0,8	-1,6	-2,4	-1,6	-6,4	-5,7	-6,1	-6,7
Katsauskauden tulos	30,3	7,1	8,9	9,5	9,1	34,6	11,2	11,7	12,1	18,6	53,5	77,2	86,8	90,1
Hybridilainan korkokulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-1,3	-1,3	-1,3
Katsauskauden oikaistu tulos	30,3	7,1	8,9	9,5	9,1	34,6	11,2	11,7	11,8	18,3	52,9	75,9	85,5	88,8
EPRA-tulos	27,4	6,6	7,1	9,8	9,6	33,1	11,8	10,9	12,4	12,0	47,1	53,2	61,0	62,2
EPS	0,97	0,22	0,24	0,25	0,24	0,95	0,28	0,29	0,29	0,44	1,30	1,73	1,94	2,02
EPRA EPS	0,88	0,20	0,19	0,26	0,25	0,91	0,30	0,27	0,31	0,29	1,17	1,21	1,39	1,41
Osinko per osake	0,89					0,94					0,99	1,04	1,09	1,14

Huom. Cibus ei raportoi EPRA-tulosta vuosineljänneksittäin ja vuosineljännesten EPRA-tulokset Inderes arvio. Oikaistussa tuloksessa huomioitu hybridilainan korkokulut

Avainluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Bruttovuokra/neliö kasvu-%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3 %	2 %	2 %	2 %
Vuokrausaste	94,7 %	94,8 %	95,2 %	95,7 %	95,6 %	95,6 %	94,7 %	94,8 %	94,2 %	94,0 %	94,0 %	94,0 %	94,0 %	94,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Cibuksen arvostusta verrokkiryhmän, kassavirtamallin ja skenaarioanalyysin avulla. Cibus hinnoitellaan tällä hetkellä huomattavalla preemiolla verrokkiryhmään nähden ja portfolion tuottotaso on painettu listattujen verrokkien alapuolelle, mitä emme pidä perusteltuna alla olevien kiinteistöjen selvästi heikompi likviditeetti huomioiden. Pidämmekin osakkeen arvostusta haastavana ja osakkeen tuotto/riski-suhde jää mielestämme heikoksi. Nykykurssilla järkevä tuotto-odotus edellyttäisi näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö kykenisi kasvamaan tulevina vuosina osakeantivetoisesti ja että osakkeen korkea arvostustaso osoittautuisi kestäväksi. Tarkistamme tavoitehintamme 250 SEK:iin (aik. 210 SEK) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Nykyisellä arvostuksella uudet hankinnat luovat periaatteessa varsin tehokkaasti omistaja-arvoa

Cibuksen liiketoimintamallissa keskeistä roolia näyttölee se, että yhtiö kykenee ostamaan yksittäisiä ruoka- ja päivittäistavarakiinteistöjä suhteellisen korkealla tuottotasolla, ja näiden kohteiden riskitaso voidaan mieltää matalammaksi osana Cibuksen laajemmin hajautettua kiinteistöportfoliota. Yhtiö on tehnyt viime aikoina hankintoja keskimäärin noin 6,0 % alkutuotolla ja yhtiön portfolio on arvostettu puolestaan noin 5,7 % tuottovaateella. Osakemarkkinat hinnoittelevat Cibuksen portfolion tällä hetkellä puolestaan implisiittisesti noin 3,9 % tuottovaatimuksella ja nykyisellä arvostuksella yhtiön tekemät uudet kiinteistöhankinnat luovat periaatteessa varsin

tehokkaasti omistaja-arvoa.

Verrokkiryhmä

Olemme koonneet Cibukselle pohjoismaisista kaupallisiin kiinteistöihin (toimistot, liiketilat, logistiikka) keskittyneistä kiinteistösijoitusyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän. Verrokkiryhmä koostuu 14 yhtiöstä, joiden kiinteistömassan yhteenlaskettu käypä arvo on noin 74,5 miljardia euroa ja markkina-arvo noin 52,5 miljardia euroa. Cibuksen verrokkiryhmä hinnoitellaan tällä hetkellä noin 24 % preemiolla NAV:iin, mikä vastaa implisiittisesti noin 14 % preemiota portfolioiden tasearvoille.

Verrokkien kiinteistöportfolioiden tuottovaatimuksissa on huomattavaa vaihtelua yhtiöiden ja kiinteistötyyppien välillä, mutta keskimäärin yhtiöiden kiinteistösalkut on arvostettu ulkopuolisen arvonmäärittäjän toimesta taseessa 4,9 % tuottovaatimuksella. Nykyisellä osakemarkkinahinnoittelulla portfolioit arvostetaan implisiittisesti keskimäärin 4,3 % tuottovaatimuksella.

Cibuksen osakkeen arvostusta tulisi näkemyksemme mukaan lähestyä alla olevan kiinteistösektorin (ruoka- ja päivittäistavara- ja kiinteistö) hinnoittelun ja verrokkiryhmän muodostaman viitekehäyksen kautta. Cibus on tehnyt viime aikoina yksittäisiä kiinteistöhankintoja noin 6,0 % alkutuotolla ja näkemyksemme mukaan yhtiön kiinteistöportfoliolle voidaan perustellusti hyväksyä tätä matalampi tuottovaade portfolion tarjoamasta hajautushyödyistä ja yksittäisiä kohteita matalammasta riskitasosta johtuen.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi (SEK)	281,2	281,2	281,2
Osakemäärä, milj. kpl	44,0	44,0	44,0
Markkina-arvo (MEUR)	1208	1208	1208
Yritysarvo (MEUR)	2219	2309	2397
P/EPRA NRV	2,11	1,98	1,84
P/EPRA EPS	23,5	22,7	19,8
P/E (raportoitu)	21,0	15,9	14,1
NOI/EV	3,4 %	4,0 %	4,1 %
EBITDA/EV	3,1 %	3,7 %	3,8 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Cibuksen P/EPRA NAV



Arvonmääritys 2/4

Näkemyksemme mukaan portfolion tuottovaateelle alarajan asettaa puolestaan listattu verrokkiryhmä, sillä Cibuksen portfolion tuottovaateen tulisi mielestämme olla relevantteja verrokkeja korkeampi alla olevien kiinteistöjen selvästi heikommasta likviditeetistä johtuen. Nykyisellä arvostuksella Cibuksen tuottovaade (~3,9 %) on relevanttien verrokkien alapuolella ja pidämmekin osakkeen tämänhetkistä arvostustasoa kalliina.

Infrastruktuuria vai liikekiinteistöjä?

Cibuksen hyvin hajautettu ja defensiivinen kiinteistöportfolio sisältää tietystä mielessä infrastruktuurinomaisia piirteitä ja periaatteessa portfolion riskitason voitaisiin nähdä olevan verrannollinen esimerkiksi logistiikkakiinteistöihin. Logistiikkayhtiöiden kiinteistöportfoliot arvostetaan osakemarkkinoilla tällä hetkellä selvällä preemiolla tasearvoihin nähden ja verrokkiryhmään kuuluvan

kolmen logistiikkayhtiön (Catena, Sagax, Stendörren) portfoliot hinnoitellaan laskelmiemme mukaan markkinoilla tällä hetkellä keskimäärin alle 3,5 % tuottovaateilla.

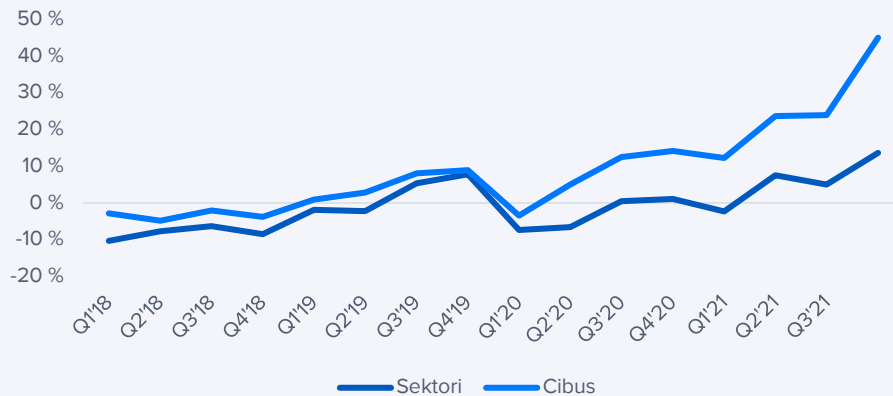
Vastaavasti Cibukselle verrannolliset pohjoismaisiin kauppakeskuksiin keskittyneet kiinteistösijoitusyhtiöt (Citycon, Olav Thon) hinnoitellaan keskimäärin yli 40 % NAV-alennuksella, mikä vastaa implisiittisesti yli 20 % alennusta portfolioiden tasearvoihin nähden ja lähes 7,0 % implisiittistä tuottovaadetta. Arviomme mukaan yhtiöiden hinnoittelussa näkyy etenkin verkkokaupan aiheuttama epävarmuus kauppakeskusten pidemmän aikavälin vuokranäkymiä kohtaan.

Vaikka Cibuksen omistamat ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöt toimivatkin kauppaketjun jakelukanavana, ei yhtiön kiinteistösalkkua voida mielestämme rinnastaa

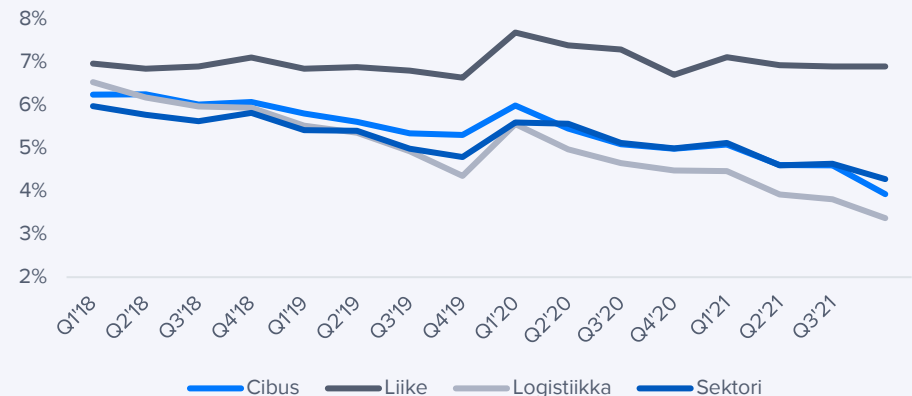
logistiikkaan kiinteistötyyppien toisistaan poikkeavista tuotto/riski-profiileista johtuen. Ensinnäkin, suuret logistiikkakeskukset ovat kauppaketjuilta lähtökohtaisesti pitkän aikavälin strategisia sijoituksia ja sijainnin merkitys on korostetun tärkeä (Cibuksella osa kohteista heikommalla sijainnilla ja tiettyihin kohteisiin liittyy jäännösarvoriskejä). Logistiikassa myös verkkokaupan kasvu tukee tilakysyntää, kun liikekiinteistöissä vaikutus on pitkällä aikavälillä todennäköisesti negatiivinen.

Vaikka Cibuksen ruoka- ja päivittäistavarakauppakiinteistöistä koostuva kiinteistöportfolio onkin defensiivinen ja riskitasoltaan matala, on narratiivi infrastruktuuriin rinnastamisesta mielestämme ontuva. Näemmekin Cibuksen kiinteistösalkun ennen kaikkea matalan riskitason liikekiinteistöportfoliona.

Preemio tasearvostukseen



Implied yield



Arvonmääritys 3/4

DCF

DCF-mallimme (s. 33) indkoi Cibuksen käyväksi arvoksi noin 26,2 euroa eli noin 268 SEK osakkeelta. DCF-laskelma tukee muiden arvonmääritysmenetelemiemme tapaan näkemystämme osakkeen haastavasta hinnoittelusta, mutta emme anna sille merkittävää painoarvoa jäännösjakson kassavirtojen korkeasta painoarvosta (92 %) johtuen. DCF-mallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 8,0 % ja WACC noin 5,4 %. Terminaalijakson kasvuoletuksemme on 2,0 %.

Tuottopotentiali vuoden 2023 lopun tavoitteiden valossa

Cibuksen hiljattain päivitettyinä tavoitteena on kasvattaa kiinteistöportfolion koko noin 2,5-3,0 miljardiin euroon vuoden 2023 lopussa. Nykyiset ennusteemme ovat selvästi tavoitteen alapuolella, sillä emme sisällytä ennusteisiin ennalta mahdollisia osakeantirahoitteisia kiinteistöhankintoja. Olemme kuitenkin hahmotelleet kolme vaihtoehtoista skenaariota osakkeen mahdollisesta tuottopotentialista, mikäli yhtiön asettamat kasvutavoitteet saavutetaan.

Skenaariotarkastelussa oletamme Cibuksen tekevän vuosien 2022-2023 aikana uusia kiinteistöhankintoja yhteensä noin 1,3 miljardin euron edestä ja odotamme yhtiön rahoittavan hankinnoista noin 400 MEUR uudella omalla pääomalla. Osakkeen tuottopotentiali on vahvasti riippuvainen siitä, millaisella NAV-perusteisella arvostustasolla yhtiö kykenee osakeanteja

tekemään ja olemmekin keskittyneet tarkastelussa siihen. Korostamme, että laskelma on hyvin karkea ja että sen tarkoitus on lähinnä hahmottaa tuottopotentialin suuruusluokkaa eri skenaarioissa. Kaikissa rakentamissamme skenaarioissa pohjalla olevat keskeiset parametrit, kuten hankintojen tuottotasot ja kiinteän kulurakenteen kehitys, vastaavat nykyisiä ennusteitamme.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme, että Cibus toteuttaa vuosina 2022-2023 osakeannit arvostustasolla, joka vastaa noin 22 % preemiota EPRA NRV:hen. Premio on linjassa yhtiön pörssihistorian keskimääräisen arvostustason kanssa. Skenaariossa portfolion käypä arvo kasvaa vuoteen 2023 mennessä 3,0 miljardiin euroon, EPRA NRV noin 1,1 miljardiin euroon ja osakeantien myötä ulkona olevien osakkeiden lukumäärä 54 %:lla 67,7 miljoonaan osakkeeseen. Näin ollen osakekohtainen EPRA NRV olisi vuoden 2023 lopussa noin 16,7 euroa. Mikäli pidämme osakkeelle hyväksyttävänä arvostustasona tuolloin edellä mainittua tasoa (~22 % premio EPRA NRV:hen), voisi osakekurssi olla vuoden 2023 lopussa noin 209 SEK. Tämä vastaisi osingot huomioiden vuositasolle käännettynä karkeasti noin -10 % tuotto-odotusta.

Perusskenaariossa oletamme, että Cibus toteuttaa vuosina 2022-2023 osakeannit arvostustasolla, joka vastaa noin 50 % preemiota EPRA NRV:hen. Premio on linjassa yhtiön aiempien suunnattujen osakeantien keskimääräisen arvostustason kanssa. Skenaariossa portfolion käypä arvo kasvaa vuoteen

2023 mennessä 3,0 miljardiin euroon, EPRA NRV noin 1,1 miljardiin euroon ja osakeantien myötä ulkona olevien osakkeiden lukumäärä 43 %:lla 62,7 miljoonaan osakkeeseen. Näin ollen osakekohtainen EPRA NRV olisi vuoden 2023 lopussa noin 18,1 euroa. Mikäli pidämme osakkeelle hyväksyttävänä arvostustasona tuolloin edellä mainittua tasoa (~50 % premio EPRA NRV:hen), voisi osakekurssi olla vuoden 2023 lopussa noin 280 SEK. Tämä vastaisi osingot huomioiden vuositasolle käännettynä karkeasti noin 3 % tuotto-odotusta, mikä jää yhtiölle soveltamaamme 8 % oman pääoman tuottovaadetta matalammaksi.

Positiivisessä skenaariossa oletamme, että Cibus toteuttaa vuosina 2022-2023 osakeannit arvostustasolla, joka vastaa noin 93 % preemiota EPRA NRV:hen. Premio on linjassa yhtiön joukkueessa 2021 tekemän suunnatun osakeannin arvostustason kanssa. Skenaariossa portfolion käypä arvo kasvaa vuoteen 2023 mennessä 3,0 miljardiin euroon, EPRA NRV noin 1,1 miljardiin euroon ja osakeantien myötä ulkona olevien osakkeiden lukumäärä 33 %:lla 58,4 miljoonaan osakkeeseen. Näin ollen osakekohtainen EPRA NRV olisi vuoden 2023 lopussa noin 19,4 euroa. Mikäli pidämme osakkeelle hyväksyttävänä arvostustasona tuolloin edellä mainittua tasoa (~93 % premio EPRA NRV:hen), voisi osakekurssi olla vuoden 2023 lopussa noin 386 SEK. Tämä vastaisi osingot huomioiden vuositasolle käännettynä karkeasti noin 20 % tuotto-odotusta, mikä on selvästi oman pääoman tuottovaadetta korkeampi.

Arvonmääritys 4/4

Pessimistinen skenaario	2022e	2023e
Sijoituskiinteistöt (MEUR)	2296	3000
Nettovelka (MEUR)	1396	1798
Nettovelan LTV	61 %	60 %
Uudet kiinteistöhankinnat (MEUR)	636	636
Osakeannit (MEUR)	200	200
EPRA NRV (MEUR)	839	1130
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	56,6	67,7
EPRA NRV per osake (EUR)	14,8	16,7
Hyväksyttävä P/EPRA NRV	1,2x	1,2x
Osakekurssi (EUR)		20,4
EUR/SEK		10,2
Osakekurssi 2023 (SEK)		209
Tuotto-odotus p.a. (sis. osingot)		-10 %

Perusskenaario	2022e	2023e
Sijoituskiinteistöt (MEUR)	2296	3000
Nettovelka (MEUR)	1396	1796
Nettovelan LTV	61 %	60 %
Uudet kiinteistöhankinnat (MEUR)	636	636
Osakeannit (MEUR)	200	200
EPRA NRV (MEUR)	839	1133
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	54,2	62,7
EPRA NRV per osake (EUR)	15,5	18,1
Hyväksyttävä P/EPRA NRV	1,5x	1,5x
Osakekurssi (EUR)		27,3
EUR/SEK		10,2
Osakekurssi 2023 (SEK)		279
Tuotto-odotus p.a. (sis. osingot)		3 %

Optimistinen skenaario	2022e	2023e
Sijoituskiinteistöt (MEUR)	2296	3000
Nettovelka (MEUR)	1396	1793
Nettovelan LTV	61 %	60 %
Uudet kiinteistöhankinnat (MEUR)	636	636
Osakeannit (MEUR)	200	200
EPRA NRV (MEUR)	839	1135
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	52,0	58,4
EPRA NRV per osake (EUR)	16,1	19,4
Hyväksyttävä P/EPRA NRV	1,9x	1,9x
Osakekurssi (EUR)		37,5
EUR/SEK		10,2
Osakekurssi 2023 (SEK)		384
Tuotto-odotus p.a. (sis. osingot)		21 %

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/CEPS		EBITDA/EV-%		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Atrium Ljunberg	190,30	2378	4397	22,1	22,3	3,3	3,4	21,4	23,5	2,7	2,8	1,00
Balder	648,00	10961	22738	24,5	22,5	2,6	2,9	27,5	23,9			1,63
Castellum	241,80	6629	11255	15,8	17,8	3,5	4,3	22,1	18,8	2,9	3,0	1,19
Catena	551,00	2195	3202	27,9	25,8	3,9	4,2	29,0	26,3	1,6	1,7	2,00
Citycon	6,72	1128	3212	11,6		5,5	5,7	11,3	11,5	7,2	7,2	0,59
Dios	115,50	1509	2898	16,4	14,8	4,0	4,2	16,7	16,0	3,1	3,3	1,46
Fabege	146,70	4687	7561	31,7	31,0	2,6	2,8	32,4	30,5	2,7	2,8	1,03
Hufvustaden	130,90	2571	3446	25,4	23,3	3,6	3,9	26,2	24,1	2,5	2,7	0,82
Nyfosa	149,80	2756	4702	21,8	19,2	3,4	3,7	24,4	21,7	2,2	2,5	1,78
Olav Thon	190,00	1896	3958			6,4	6,5	13,4	13,4	2,7	3,2	0,66
Platzer	132,20	1279	2436			3,5	3,8	25,4	20,3	1,8	1,9	1,36
Sagax	316,00	9689	11948			2,2	2,5	40,4	34,7	0,6	0,6	3,80
Stendörren	297,50	735	1241	40,9	34,6	3,1	3,6	10,0	13,7			1,94
Wihlborgs	195,40	2905	5165	17,2	11,5	4,0	4,1	18,4	17,7	2,7	2,8	1,39
Cibus (Inderes)	281,20	1208	2219	23,5	22,7	3,1	3,7	21,0	15,9	3,6	3,8	2,21
Keskiarvo				23,2	22,3	3,7	4,0	22,8	21,2	2,7	2,9	1,48
Mediaani				22,1	22,4	3,5	3,9	23,3	21,0	2,7	2,8	1,38
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				6 %	1 %	-10 %	-5 %	-10 %	-24 %	35 %	35 %	60 %

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

DCF-laskelma

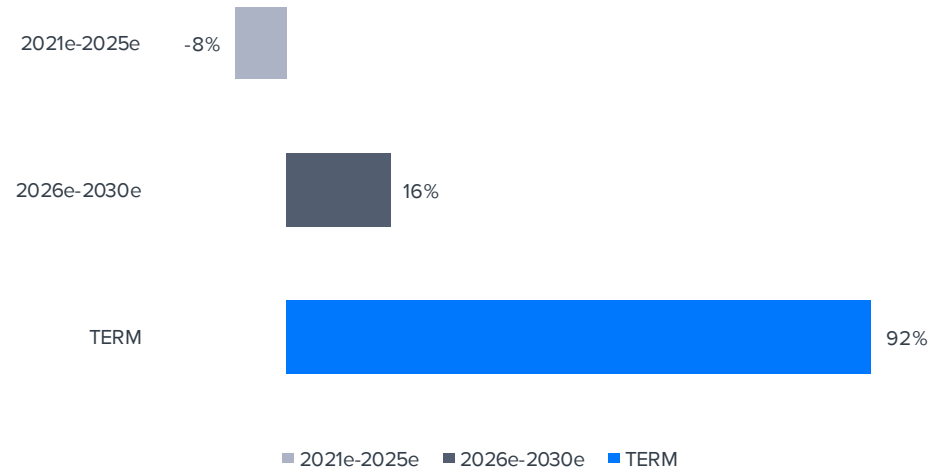
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Käyttökate	54,9	69,8	85,3	91,3	98,2	102,6	104,5	106,4	108,3	110,3	112,3	
- Ajanmukaistamisinvestoinnit	-4,3	-2,7	-4,3	-5,0	-5,5	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,2	-6,4	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-2,9	-3,3	-7,1	-7,4	-7,6	-7,8	-8,0	-8,2	-8,5	
- verot rahoituskuluista	-3,2	-3,2	-4,2	-3,7	-5,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	1,5	4,5	4,8	1,9	2,2	1,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
Operatiivinen kassavirta	48,9	68,1	78,8	81,2	82,4	88,4	89,2	90,8	92,4	94,1	95,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Kiinteistöhankeinnot	-386	-321	-100	-100	-100	0	0	0	0	0	0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-335,6	-252,5	-21,2	-18,8	-17,6	88,4	89,2	90,8	92,4	94,1	95,5	
+/- Muut	121	73,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-214,5	-178,8	-21,2	-18,8	-17,6	88,4	89,2	90,8	92,4	94,1	95,5	2900
Diskontattu vapaa kassavirta		-178,4	-20,1	-16,9	-15,0	71,6	68,5	66,2	64,0	61,8	59,6	1809
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta		1970	2148	2168	2185	2200	2129	2060	1994	1930	1868	1809
Velaton arvo DCF		1970										
- Korolliset velat		-817,2										
+ Rahavarat		36,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-37,6										
Oman pääoman arvo DCF		1152										
Oman pääoman arvo DCF per osake (EUR)		26,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake (SEK)		268,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	55,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	5,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	882	1284	1617	1750	1885
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	875	1273	1605	1738	1874
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	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	6,1	8,3	8,3	8,3	8,3
Laskennalliset verosaamiset	1,3	3,6	3,6	3,6	3,6
Vaihtuvat vastaavat	30,5	39,5	45,0	54,5	58,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	5,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Myyntisaamiset	0,4	0,7	0,8	1,0	1,1
Likvidit varat	24,7	36,8	42,2	51,4	55,1
Taseen loppusumma	913	1324	1662	1804	1944

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	333	458	577	609	649
Osakepääoma	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Kertyneet voittovarot	31,8	30,9	46,2	78,7	119
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	30,0	30,0	30,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	301	427	500	500	500
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	557	841	1052	1156	1252
Laskennalliset verovelat	13,6	20,3	28,1	33,8	39,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	535	810	1014	1112	1202
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	8,3	10,0	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset velat	22,8	25,4	33,2	39,3	42,2
Lainat rahoituslaitoksilta	2,8	7,0	10,2	11,2	12,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,0	18,4	23,0	28,0	30,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	913	1324	1662	1804	1944

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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.4.2019	Lisää	129 SEK	119,5 SEK
16.5.2019	Lisää	129 SEK	119 SEK
2.9.2019	Vähennä	130 SEK	135 SEK
18.11.2019	Myy	130 SEK	140,5 SEK
28.2.2020	Vähennä	140 SEK	148,0 SEK
6.3.2020	Vähennä	145 SEK	150,5 SEK
27.3.2020	Lisää	120 SEK	114,0 SEK
17.5.2020	Lisää	140 SEK	127 SEK
30.6.2020	Lisää	145 SEK	135 SEK
21.8.2020	Lisää	145 SEK	144 SEK
17.9.2020	Vähennä	160 SEK	167,8 SEK
13.10.2020	Vähennä	160 SEK	161,2 SEK
13.11.2020	Vähennä	160 SEK	161 SEK
11.12.2020	Vähennä	165 SEK	163,8 SEK
26.2.2021	Vähennä	165 SEK	165,4 SEK
9.4.2021	Lisää	175 SEK	170,2 SEK
14.5.2021	Vähennä	180 SEK	184 SEK
23.7.2021	Vähennä	200 SEK	224 SEK
19.8.2021	Vähennä	200 SEK	221 SEK
12.11.2021	Vähennä	210 SEK	236 SEK
17.12.2021	Vähennä	250 SEK	281 SEK

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**