

Investors House

Yhtiöraportti

3/2017

inde
res.

Asuntosijoitus- ja palveluyhtiö

Annamme Investors Houselle lisää-suosituksen ja 7,00 euron (aik. 7,00e) tavoitehinnan. Investors House tarjoaa sijoittajille pelkkää asuntojen vuokrausta korkeampaa tuottoa Management-liiketoimintansa ja kaupallisten kiinteistöjensä ansiosta. Osake arvostetaan pörssissä tällä hetkellä noin 16 % alle osakekohtaisen NAV:in, mitä pidämme houkuttelevana arvostustasona huomioiden osakkeen odotettu tuottotaso ja riskiprofiili.

Asuntoja painottava kiinteistösijoitusyhtiö

Investors House on alun perin vuonna 1988 perustettu asuntoja painottava kiinteistöyhtiö. Yhtiö toimii kiinteistöliiketoiminnassa kahdella konseptilla: omat suorat sijoitukset ja Management-palveluliiketoiminta. Yhtiön kiinteistöportfolion kohteet ovat pääosin uusia, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja tai peruskorjattuja kiinteistöjä, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja suurissa yliopistokaupungeissa. Investors Housen sijoitusten nettotuottoaste oli vuoden 2016 lopussa 6,0 % ja kiinteistöportfolion käypä arvo oli maaliskuussa 2017 noin 45 MEUR.

Etuina vahva kassavirtatuotto, skaalautuvuus ja kustannustehokkuus

Sijoittajan näkökulmasta Investors House tarjoaa asuntorahastoihin verrattuna kustannustehokkaan vaihtoehdon sijoittaa asuntoihin. Investors Housella ei ole erillistä hallinnointipalkkiota veloittavaa hallinnointiyhtiötä, vaan sen kulut ovat pääosin kiinteitä henkilöstökuluja, jotka skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Yhtiö ei myöskään veloita tulossidonnaista hallinnointipalkkiota, vaan sen voitot kuuluvat kokonaan osakkeenomistajille. Sijoittajan näkökulmasta Investors Housen vahvuutena on myös suhteellisen vahva kassavirtatuotto, minkä ansiosta osingon maksu ja operatiivinen tulos eivät arviomme mukaan ole riippuvaisia kiinteistöjen arvonnoususta. Yhtiön vuokraustoiminta on voitollista sekä kassavirtaposiitivista. Edelleen, Investors Housen johdolla on vahva kannustin kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa, sillä toimitusjohtaja Petri Roininen omistaa noin 12 % yhtiön osakkeista. Tämä arviomme mukaan turvaa osaltaan ulkopuolisten sijoittajien asemaa yhtiössä.

Osinko ja NAV kasvavat keskimäärin noin 10 % vuosittain lähivuosina

Investors Housen mielestämme hyvän tuotto/riski -suhteen, skaalautuvuuden, kevyen kulurakenteen sekä voimakkaasti kasvavan operatiivisen tuloksen, osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) ja osakekohtaisen osingon ansiosta pidämme osakkeen verrokkeja korkeampaa arvostustasoa tällä hetkellä perusteltuna. 10 % vuosivauhdilla kasvava osakekohtainen osinko ja NAV tukevat arvostusta, mutta osakkeen toistaiseksi heikko likviditeetti ja kiinteistöportfolion pienehkö koko lisäävät osaltaan yhtiön riskiprofiilia sijoittajan näkökulmasta. Näkemyksemme mukaan noin 5 %:n alennus suhteessa tämänhetkiseen arvioimaamme osakekohtaiseen NAV:iin on nykyisessä markkinatilanteessa hyväksyttävä arvostustaso Investors Houselle. Toistamme siten osakkeelle tavoitehinnan 7,00 euroa ja lisää -suosituksemme.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Lisää

7,00 EUR

Edellinen: 7,00 euroa



Osakekurssi: 6,18 EUR

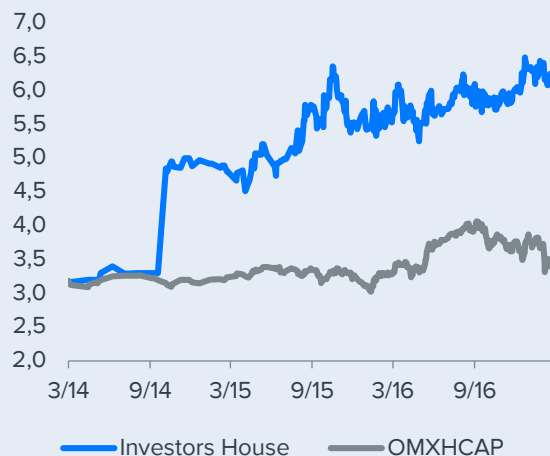
Potentiaali: +13,3 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	3,1	4,5	5,7
Nettotuotot	2,0	2,5	3,2
Käyvän arvon muutos	1,8	3,0	1,8
Nettotulos	3,7	3,7	3,0
Oper. Tulos (EPRA)	1,0	1,5	1,8
EPS	1,12	1,12	0,90
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,30	0,44	0,53
Osinko per osake	0,19	0,23	0,27
Portfolion käypä arvo	38,6	50,7	62,5
EPRA NAV per osake	7,0	8,1	8,9
Kokonaistuotto NAV:ille	16 %	14 %	10 %
Oman pääoman tuotto-%	19 %	16 %	12 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,8 %	4,3 %
Omavaraisuusaste-%	50 %	44 %	40 %

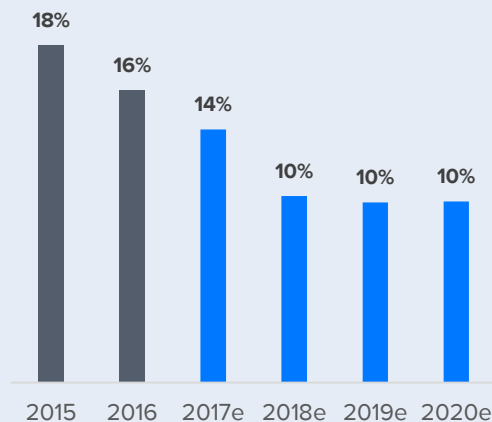
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



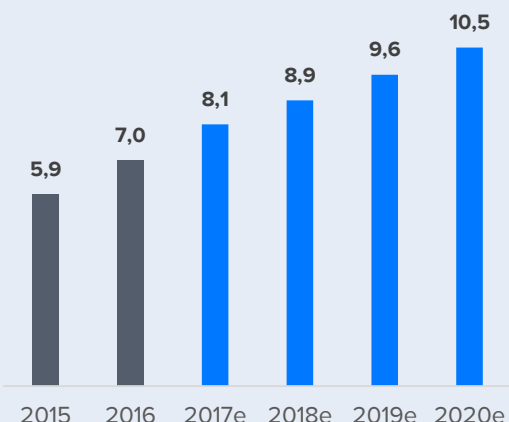
Lähde: Bloomberg

Osakkeen kokonaistuotto-%*



*Vuotuinen osinko + osakekohtaisen NAV:in muutos
Lähde: Investors House, ennusteet Inderes

NAV per osake (euroa)



Lähde: Investors House, ennusteet Inderes

P/NAV
0,88x
2016

Kokonais-
tuotto-%
14%
2017e

NAV/Osake
8,1
EUR
2017e

Osinko-%
3,8 %
2017e



Arvoajurit

- Asuntosijoitusyhtiöksi korkea tuottotaso kaupallisten kiinteistöjen ja Management-toiminnan ansiosta
- Management-liketoiminnassa kasvupotentiaalia
- Suhteellisesti matala ja edelleen skaalautuva kulurakenne



Riskitekijät

- Suomen talouden ja asuntomarkkinoiden riskit
- Kiinteistöportfolion hajautus ei ole vielä optimaalinen, kohdekohtainen riski
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen suhteellisen vähäistä



Arvostus

- Pidämme nykyisellä tuottotasolla noin 5 %:n alennusta tämänhetkiseen NAV:iin perusteltuna
- Yhtiön kasvu edelleen parantaa portfolion maantieteellistä sekä kohdekohtaista hajautusta ja laskee siten kokonaisriskiprofiilia

Sisällysluettelo

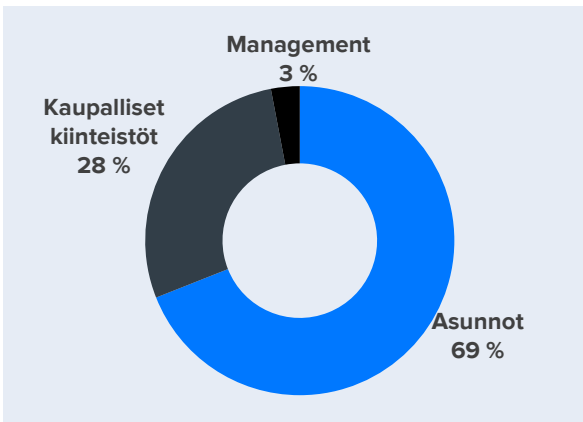
Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 5-12
Markkinakatsaus	s. 13-17
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 18-21
Historiallinen suorituskyky	s. 22-24
Ennusteet	s. 25-27
Arvonmääritys	s. 28-29
Taulukot	s. 30-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37

Yhtiökuvaus

Asuntoja painottava kiinteistöyhtiö

Investors House on alun perin vuonna 1988 perustettu asuntoja painottava kiinteistöyhtiö. Investors House toimii kiinteistöliiketoiminnassa kahdella konseptilla: omat suorat sijoitukset ja Management- palveluliiketoiminta. Yhtiön kiinteistöportfolion kohteet ovat pääosin uusia, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja tai peruskorjattuja kiinteistöjä, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja suurissa yliopistokaupungeissa. Investors Housen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2017 maaliskuussa Inderesin arvion mukaan noin 45 miljoonaa euroa ja yhtiön koko sijoitussalkun (sisältäen Management-liiketoiminnan) kassavirtaperusteinen nettotuottoprosentti oli 2016 joulukuussa vuositasolle skaalattuna 6,0 %.

Sijoitusten jakauma 31.12.2016



Lähde: Investors House

Kaupalliset kiinteistöt ja Management täydentävät yhtiön sijoitussalkkua

Vuoden 2016 lopussa Investors Housen sijoitussalkun varoista oli 69 % sidottu asuntoihin, 28 % kaupallisiin kiinteistöihin ja 3 % Management-palveluliiketoimintaan. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii sijoittamaan maksimissaan 40 % portfoliostaan kaupallisiin kiinteistöihin, jotka tarjoavat asuinkiinteistöjä korkeampaa vuokratuottoa. Management-palveluliiketoiminta puolestaan tarjoaa yhtiölle suhteellisen matalariskistä lisätuottoa ilman merkittäviä pääomapanostuksia ja lisäksi se mahdollistaa synergiaetujen saavuttamisen omien kiinteistöomistusten hallinnoinnin kanssa. Investors Housen Management-liiketoimintojen osuus yhtiön vuoden 2016 liikevaihdosta oli noin 17 %.

Yhtiön johto ja hallitus

Investors Housen toimitusjohtaja toimii DI Petri Roininen. Yhtiön palveluksessa on 13 henkilöä, minkä lisäksi ulkoistetussa organisaatiossa toimii noin 60 henkilöä. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Tapani Rautiainen (puheenjohtaja), Mikael Grönroos, Esa Haavisto, Timo Valjakka ja Taina Ahvenjärvi.

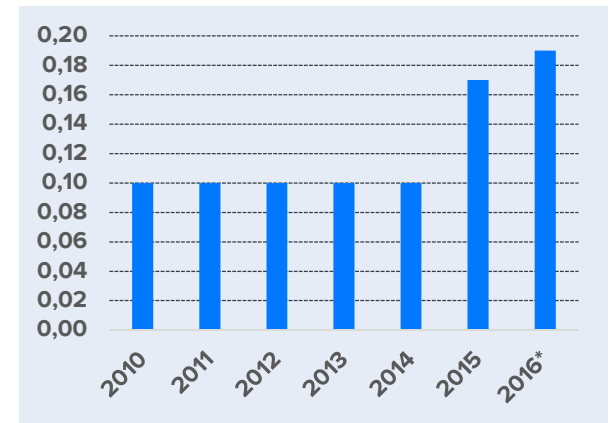
Omistajarakenne

Investors Housen pääomistajia ovat Rautiainen ja Valjakka, jotka omistavat osakkeita Maakunnan Asunnot Oy:n, AT-Rautiainen Oy:n, Royal House Oy:n ja Godoinvest Oy:n kautta. Toimitusjohtaja Petri Roininen omistaa Core Capitalin kautta suoraan ja Maakunnan Asuntojen kautta välillisesti yhteensä noin 12 % Investors Housen osakkeista.

Voitonjakopolitiikka

Investors Housen tavoitteena on jakaa osinkoa 50-90 % vuotuisesta operatiivisesta tuloksesta. Perinteisesti yhtiö on ollut tasainen osingonmaksaja. Vuosilta 2010-2014 yhtiö maksoi 0,10 euron ja vuodelta 2015 0,17 euron osakekohtaisen osingon. Vuodelta 2016 hallitus ehdottaa 0,19 euron osakekohtaista osinkoa, mikä tarkoittaa noin 3,2 prosentin osinkotuottoa nykyiselle osakekurssille ja vastaa noin 63 % EPRA:n mukaisesta vuoden 2016 operatiivisesta tuloksesta.

Osakekohtainen osinkohistoria, 2010-2016*

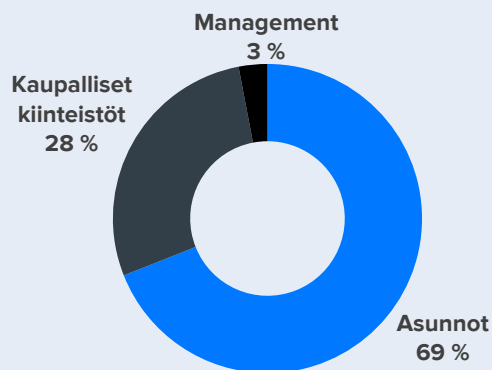


*Hallituksen ehdotus yhtiökokoukselle

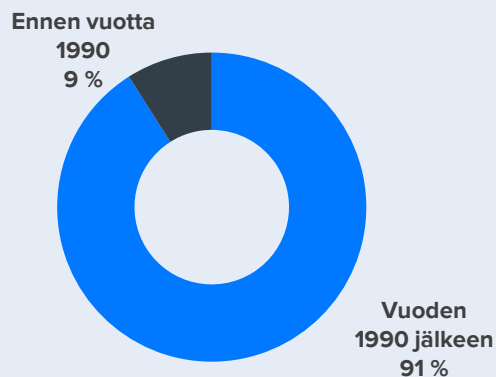
Lähde: Investors House

Investors House Oyj:n kiinteistöportfolio

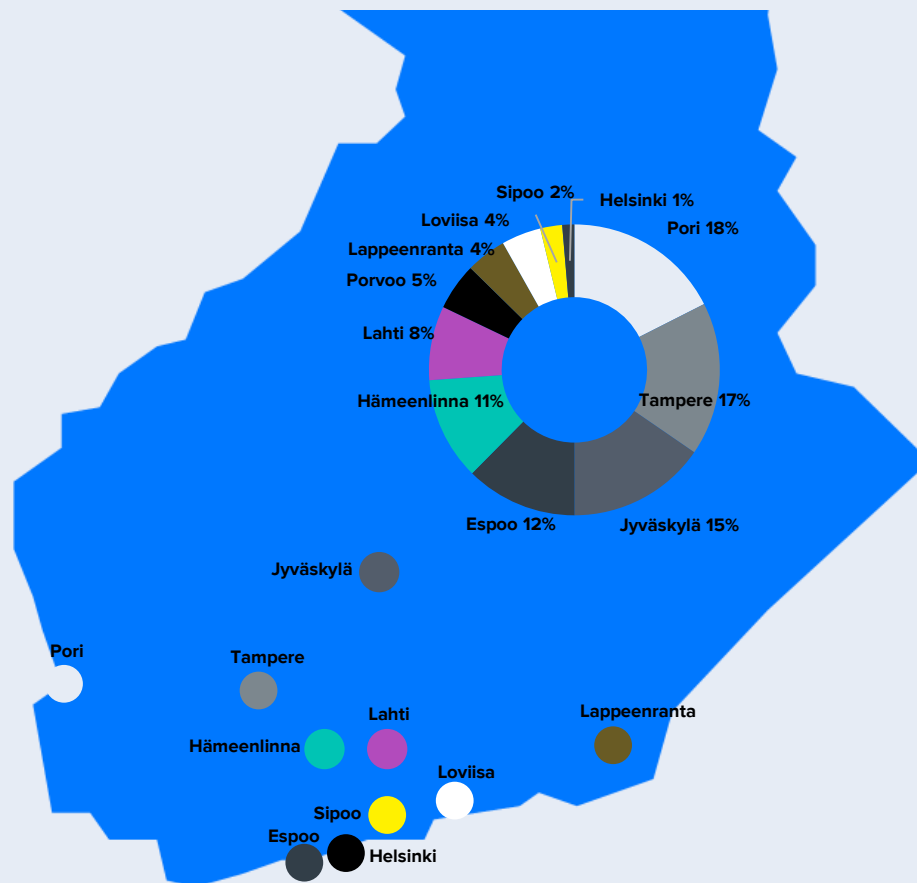
Kiinteistötyypeittäin



Kiinteistöjen ikäjakauma



Portfolion maantieteellinen jakauma 3/2017



Investors House Oy:n historia

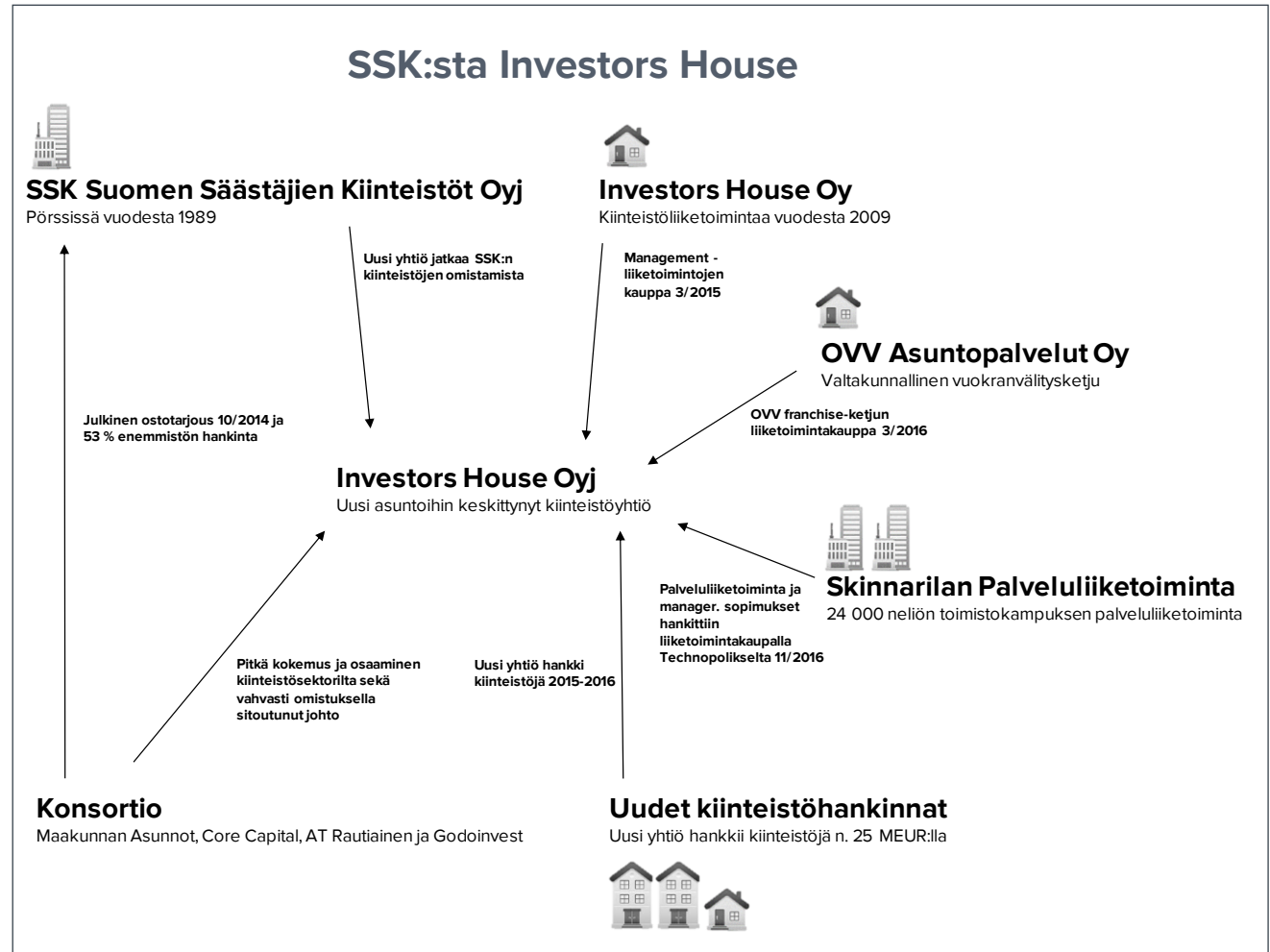
Investors House muodostui SSK:n ympärille

Investors Housen taustalta löytyy vuonna 1988 perustettu SSK Suomen Säästäjien Kiinteistöt Oy, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1989. SSK:n toimintahistoriassa ei tapahtunut merkittäviä tapahtumia koko 2000-luvulla ja yhtiön omistuksessa oli vain kaksi Porissa sijaitsevaa liikekiinteistöä.

Lokakuussa 2014 Maakunnan Asunnot Oy:n muodostama sijoittajakonsortio osti julkisella ostotarjouksen enemmistön SSK:n osakkeista ja konsortion suora omistus yhtiöstä nousi noin 53 prosenttiin. Tammikuussa 2015 SSK:n toimitusjohtajaksi valittiin yksi konsortion jäsenistä, Petri Roininen. Maaliskuussa 2015 SSK uusi strategiaansa siten, että yhtiö jatkaa kiinteistösijoitusyhtiönä ja painottaa jatkossa uudet investoinnit asumisen sektoriin. Yhtiö päätti pyrkiä merkittävästi parantamaan tulostaan ja kasvattamaan investointejaan. Uuden strategian mukaisesti yhtiö päätti toimia jatkossa kahdella konseptilla: omat suorat sijoitukset ja Management-palvelut. Strategiamuutoksen yhteydessä yhtiö osti maaliskuussa 2015 Investors House Oy:n asuntomanagement-toiminnot ja muutti samalla nimensä Investors House Oy:ksi.

Kasvu oli voimakasta vuodet 2015-2016

Uusi yhtiö hankki kiinteistöjä vuosina 2015-2016 noin 25 MEUR:lla. Tämän lisäksi yhtiö vahvisti Management-liiketoimintaansa ostamalla vuokranvälitysketjun OVV Asuntopalvelut Oy:n ja Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen palveluliiketoiminnan ja managerointisopimukset. 2017 maaliskuuhun mennessä Investors Housen kiinteistöportfolion arvo oli kasvanut 45 MEUR:oon.



Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Vahvan kasvun ja korkean tuoton kiinteistöyhtiö

Investors House profiloituu mielestämme vahvan kasvun ja korkean tuoton kiinteistö-sijoitusyhtiöksi. Yhtiö on viimeisen kahden vuoden aikana kasvattanut kiinteistöportfolionsa arvon 7 MEUR:sta 45 MEUR:oon ja luonut puitteet ja alustan tulevalle kasvulle. Samaan aikaan yhtiö on yltänyt suhteellisesti korkeaan noin 13 %:n kokonaistuottoon vuosina 2015 ja 2016.

Sijoittajien näkökulmasta yhtiö erottuu suorista verrokeistaan eli asuntorahastoista mm. kevyen kullurakenteen, skaalautuvuuden sekä korkean kassavirtatuoton avulla. Vuoden 2016 lopun Skinnarilan kaupan jälkeen Investors Housen tuotot ovat myös aikaisempaa tasapainoisempia ja yhtiön operatiivinen tulos jakautuu arviomme mukaan melko tasaisesti Management-palveluliiketoiminnan, asuntojen vuokratulojen ja kaupallisten kiinteistöjen vuokratulojen kesken, minkä takia yhtiön riskiprofiili on madaltunut.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Investors Housen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Korkea kassavirtatuotto.** Investors Housen kassavirtatuottoa heijastava nettotuottoaste oli vuoden 2016 lopussa 6,0 %, mikä on arviomme mukaan suhteellisesti korkea taso. Vertailun vuoksi, KTI:n mukaan Suomen institutionaalisten asuntosijoitusten vastaava nettotuottotaso oli viime vuonna 5,0 %. Investors Housen osingon maksu ja kassavirta eivät ole arviomme mukaan riippuvaisia kiinteistöjen arvonnoususta. Yhtiön vuokraustoiminta on voitollista sekä kassavirtapositiivista ja vuokraustoiminnalla

rahoitetaan osinkoja. Sijoittaja saa tämän tuoton lisäksi mahdollisen arvonnousun tuoton, mutta Investors Housen liiketoiminta ei ole riippuvaista tästä arvonnoususta.

- **Management-liiketoiminnassa edelleen huomattavaa kasvupotentiaalia.** Arviomme mukaan Investors Housen Management-palveluliiketoiminnassa on edelleen huomattavaa kasvupotentiaalia ja yhtiö pystyy suunnittelemillaan kasvuhankkeilla (Hankekehitys, joukkorahoitus) jopa moninkertaistamaan Management-liiketoiminnan liikevaihdon muutamassa vuodessa (2016 liikevaihto 0,5 MEUR). Tällä olisi toteutuessaan huomattava positiivinen vaikutus Investors Housen pääoman tuottoon.
- **Suhteellisesti matala ja skaalautuva kullurakenne.** Investors Housen etu erityisesti asuntorahastoihin verrattuna on näkemyksemme mukaan etenkin yhtiön kevyt ja skaalautuva kullurakenne. Asuntorahastoista poiketen Investors Housella ei ole erillistä hallinnointipalkkiota veloittavaa hallinnointiyhtiötä, vaan sen kulut ovat pääosin kiinteitä henkilöstökuluja. Nämä kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa asuntoportfolion kasvun kanssa, millä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus sijoittajan saamaan tuottoon pitkällä aikavälillä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Asuntomarkkinoihin ja yleistaloudelliseen suhdanteeseen liittyvät riskit** ovat näkemyksemme mukaan keskeisimpiä

Investors Houseen liittyviä riskejä. Esimerkiksi yleistaloudellisen suhdanteen aiheuttama asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi. Emme pidä asuntojen hintojen merkittävää laskua Investors Houselle tällä hetkellä kovin todennäköisenä, sillä asuntojen hinnat eivät arviomme mukaan ole Suomessa poikkeuksellisen korkeita suhteessa vuokratasoon tai kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Lisäksi Investors Housen kiinteistöt sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja kasvukeskuksissa, mikä osaltaan alentaa niiden hintakehitykseen liittyvää riskiä.

- **Kiinteistökohtaiset riskit.** Investors Housen kiinteistöportfolion koko (2017: 45 MEUR) ja hajautus eivät arviomme mukaan ole vielä optimaalisia, minkä takia yksittäisten kiinteistökohteiden osuus portfoliosta on vielä suhteellisen suuri. Tämä takia esimerkiksi odottamaton ongelma yksittäisessä kiinteistöissä voisi painaa koko yhtiön kannattavuutta. Tämä riski vähitellen pienenee yhtiön kasvaessa suuremmaksi. Osaltaan riskiä pienentää myös se, että yhtiön kiinteistöt ovat pääosin uusia, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja ja peruskorjattuja, minkä takia merkittävää korjausvelkaa ei ole.
- **Osakkeen heikko likviditeetti pörssissä** on mielestämme yhtiöön sijoittavalle riski etenkin lyhyellä aikavälillä. Investors Housen osakkeen vaihto pörssissä nousi vuonna 2016, mutta se on edelleen suhteellisen vähäistä yhtiön pienen koon ja heikon tunnettavuuden takia.

Sijoitusprofiili 2/2

Vaihtoehto asuntorahastoille

Investors House tarjoaa osaltaan sijoittajille vaihtoehdon asuntosijoittamiseen. Suomeen on viime vuosina perustettu useita avoimia asuntorahastoja (esimerkiksi Ålandsbanken Asuntorahasto ja S-Asuntorahasto), minkä lisäksi Helsingin pörssiin listautui syksyllä 2013 REIT-muotoinen Orava Asuntorahasto. Investors Housen etu asuntorahastoihin verrattuna on näkemysmme mukaan etenkin yhtiön kevyt ja skaalautuva kulurakenne. Asuntorahastoihin verrattuna Investors Housella ei ole erillistä hallinnointipalkkiota veloittavaa hallinnointiyhtiötä, vaan sen kulut ovat pääosin kiinteitä henkilöstökuluja. Nämä kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa asuntoportfolion kasvun kanssa, millä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus sijoittajan saamaan tuottoon pitkällä aikavälillä. Investors Housen ennustamamme kiinteät kulut ovat keskipitkällä aikavälillä noin 2,2 % NAV:ista, kun samaan aikaan piensijoittajille suunnatuissa merkittävässä asuntorahastoissa hallinnon kulut (juoksevat kulut) olivat yhteensä 2,3-2,9 % NAV:ista. Edelleen Investors House ei veloita erillistä tulossidonnaista hallinnointipalkkiota, vaan sen voitot kuuluvat kokonaisuudessaan osakkeenomistajille.

Seuraavalla sivulla olevassa herkkyyksianalysissä on havainnollistettu, miten sijoittajan saama vuotuinen kokonaistuotto eroaa piensijoittajille suunnattujen asuntorahastojen ja Investors Housen välillä, kun nettovarallisuuden (NAV) kokonaistuotto ennen kuluja ja palkkioita vaihtelee kaikissa 4-14 % välillä. Oletuksena on käytetty Investors Housen ennustamaamme keskipitkän aikavälin kulurakennetta sekä asuntorahastojen maaliskuussa 2017 voimassa

olevia hallinnointipalkkioita, merkintäpalkkioita, lunastuspalkkioita ja tulossidonnaisia palkkioita. Sijoittajan saama tuottoero Investors Housen hyväksi tässä vertailussa on merkittävä 1-3 prosenttiyksikköä vuodessa. Pörssiä kaupankäynnin kustannuksen oletuksena on käytetty Nordnetin maaliskuun 2017 hinnastoa ja rahasto-osuuksien omistusaika on oletettu 5-vuoteen.

Management ja kaupalliset kiinteistöt nostavat pääoman tuottoa

Investors Housen erottaa asuntorahastoista myös yhtiön Management-liiketoiminta sekä sijoitukset kaupallisiin kiinteistöihin. Näiden osuus yhtiön sijoituksista on strategian mukaisesti enintään 40 %. Sijoittajien näkökulmasta asunnot tarjoavat tasaista ja suhteellisen turvallisen kassavirtaa, mitä edelleen täydentävät yhtiön Management-palvelutuotot. Kaupalliset kiinteistöt puolestaan mahdollistavat asuntoja korkeamman tuoton saavuttamisen.

Avoimiin kiinteistörahastoihin verrattuna Investors House tarjoaa sijoittajille tiettyjä muitakin etuja. Yhtiöllä ei ole mm. asuntojen pakkorealisoinnin riskiä sijoittajien irtautuessa, sillä osakkeiden kaupankäynti tapahtuu pörssissä. Lisäksi yhtiön likviditeetti on pörssiä kaupankäynnin ansiosta periaatteessa hyvä, vaikka osakkeen vaihto pörssissä onkin ollut viime aikoina suhteellisen vähäistä.

Sijoittajan verohaitta 0,5 prosenttiyksikköä

Investors House on pörssiyhtiönä veloitettu maksamaan 20 % yhteisöveron, minkä lisäksi sijoittajalle kohdistuu osingoista pääomatuloveroa 85 % osuudesta eli vuoden

2016 verokannalla veroa 25,5-28,9 %. Sijoittajan kannalta suorissa verrokeissa eli avoimissa asuntorahastoissa ja Orava Asuntorahastossa ei ole yhteisöveroa ja sijoittajille kohdistuu vain pääomatulovero verokannalla 30 % tai 34 %. Investors Housen sijoittavan verohaitta ei kuitenkaan ole asuntorahastoihin verrattuna suuri, sillä yhtiön efektiivinen yhteisöveroprosentti on kiinteistöjen poistojen ja rahoitusvastikkeiden tulouttamisen takia huomattavasti 20 % pienempi. Vuonna 2016 efektiivinen veroprosentti oli arviomme mukaan alle 5 % ja verohaitta avoimiin asuntorahastoihin nähden oli osinkojen suhteen vain 0,5 %. Tämä verohaitta arviomme mukaan kompensoituu kokonaan yhtiön asuntorahastoja korkeammalla tuotolla ja pienemmällä kulurakenteella.

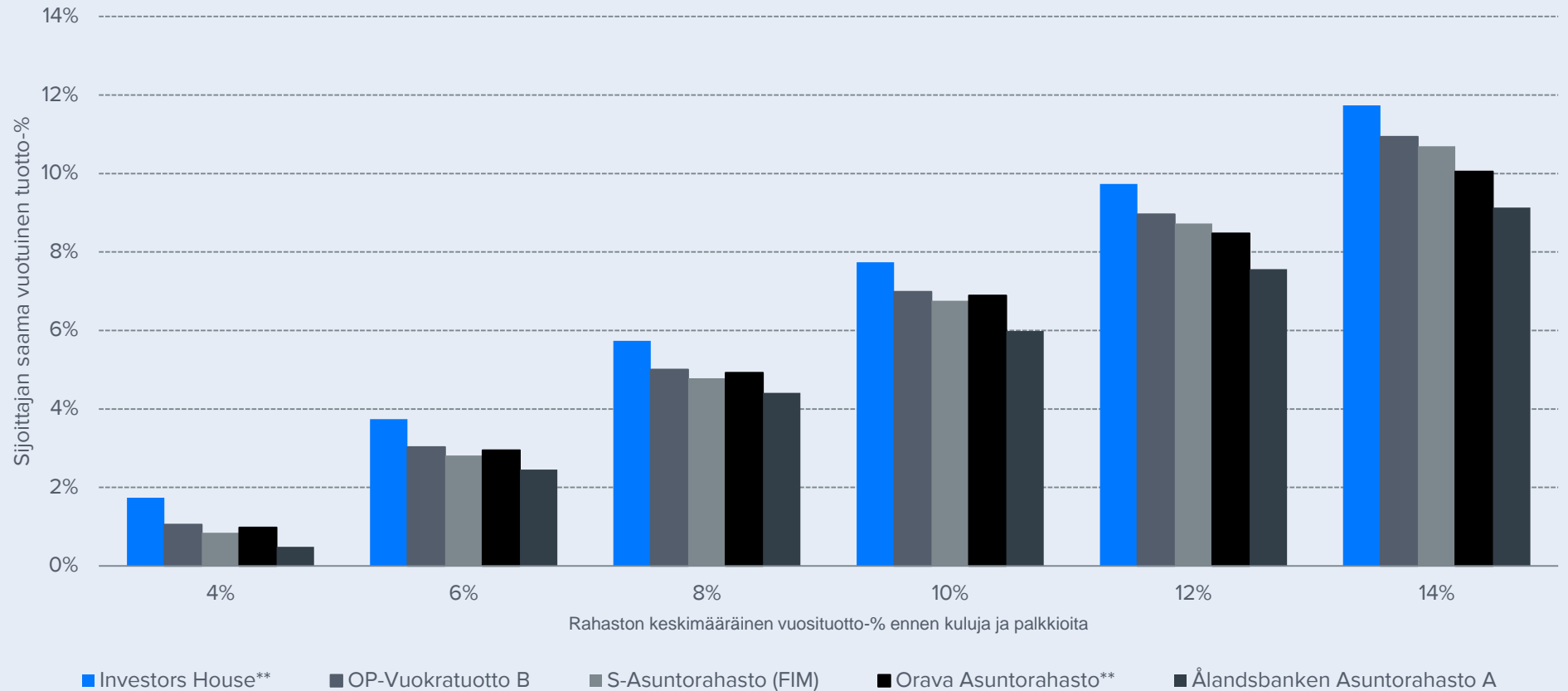
Riskiprofiili asuntosijoittajaksi matala

Investors Housen kiinteistöt ovat pääosin uudehkoja, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja tai peruskorjattuja kohteita, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja kasvukeskuksissa. Tämä osaltaan vähentää merkittävästi kalliiden peruskorjausten riskiä ja takaa vuokralaiskysynnän pitkällä aikavälillä. Kiinteistöportfolion koko 45 MEUR on myös riittävän suuri tiettyjen mittakaavaetujen saavuttamiseksi. Edelleen yhtiön kassavirtatuotto on vahva ja osingon maksu tai toiminta ei ole riippuvaista kiinteistöjen arvonnousuista.

Johdolla kannustin kasvattaa omistaja-arvoa

Investors Housen johdolla on vahva kannustin kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa, sillä yhtiön toimitusjohtaja Petri Roininen omistaa yhteensä noin 12 % Investors Housen osakkeista. Tämä arviomme mukaan turvaa osaltaan ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä.

Investors Housen tuotto verrattuna asuntorahastoihin*



*Keskimääräinen vuotuinen tuotto osakkeen/rahasto-osuuden 5-vuoden omistusajalta

**Pörssikaupankäynnin kustannukset Nordnetin 3/2017 hinnaston mukaan

Lähde: Inderes, asuntorahastojen tiedot kerätty 3/2017

Sijoitusprofiili

1. Korkea kassavirtatuotto

2. Yhtiö on vahvassa kasvussa

3. Skaalautuva kulurakenne

4. Kiinteistöt pääosin uusia

5. Johdolla merkittävä omistus

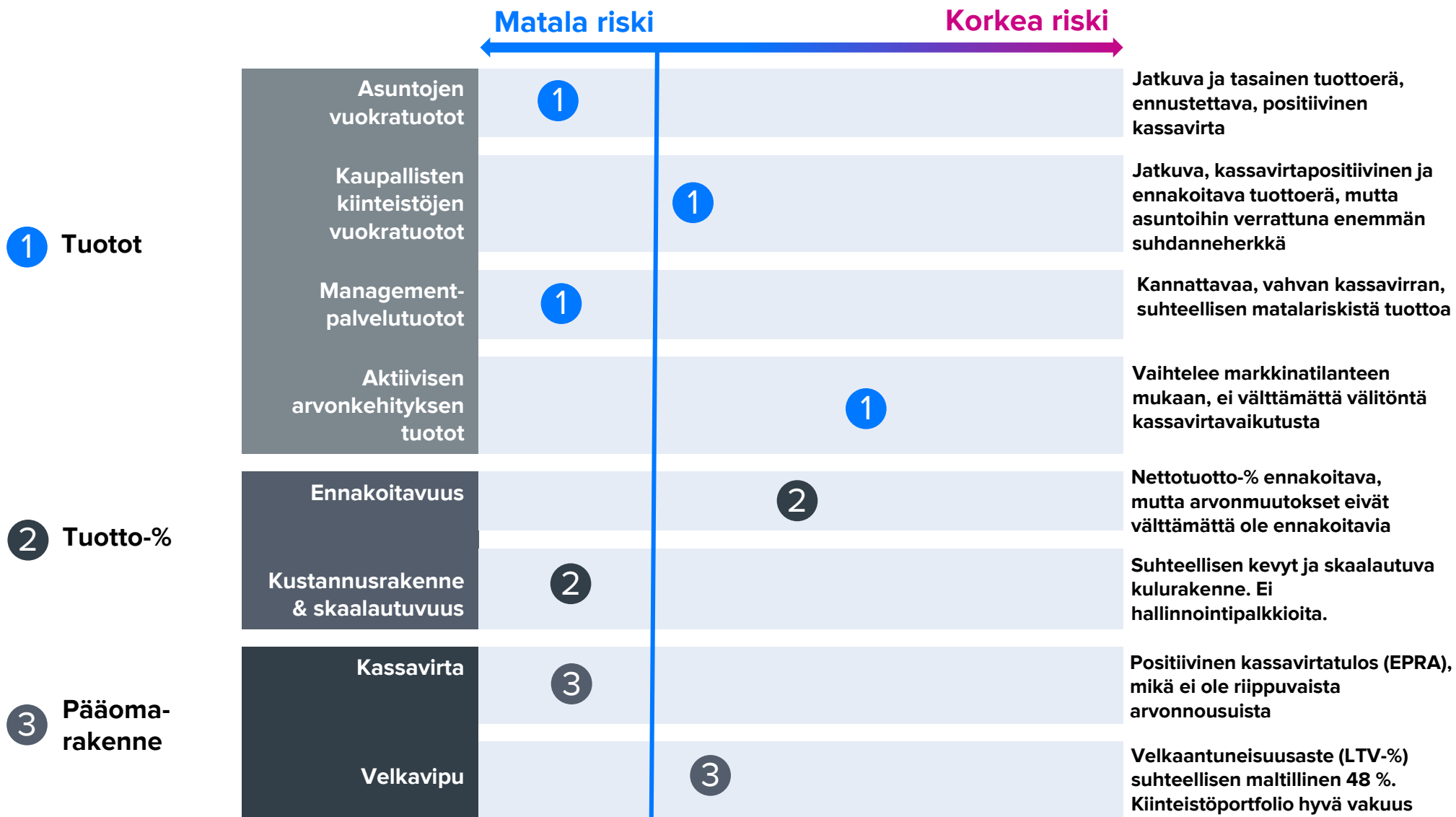
Potentiaali

- Korkea kassavirtatuotto kaupallisten kiinteistöjen ja Management-toiminnan ansiosta
- Management-liiketoiminnassa edelleen huomattavaa kasvupotentiaalia
- Suhteellisesti matala ja skaalautuva kulurakenne, ei hallinnointipalkkioita

Riskit

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja asuntomarkkinoihin liittyvät riskit
- Kiinteistöportfolion koko ja hajautus eivät ole vielä optimaalisia, kiinteistöjen kohdekohtainen riski
- Osakkeen likviditeetti pörssissä edelleen vähäistä

Liiketoiminnan riskiprofiili



Markkinakatsaus 1/4

Asuntomarkkinat elpyvät talouden mukana

Näkemyksemme mukaan Suomen taloudessa pitkään jatkunut taantuma on vihdoinkin takana, ja edessä on maltillisen kasvun aika. Suomen BKT kasvoi tilastokeskuksen ennakkotietojen perusteella 1,6 % vuonna 2016 ja myös vuoden 2015 kasvuennusteita tarkennettiin tammikuussa hieman ylöspäin. Talouskasvun ohella myös työttömyys on parantunut, sillä työttömyysaste oli vuonna 2016 tilastokeskuksen mukaan keskimäärin 8,8 %, kun se vuonna 2015 oli 9,4 %.

Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n odotetaan kasvavan kuluvana vuonna 1,0-1,8 %. Maltillisen talouskasvun ohella työttömyyden odotetaan edelleen vähentyvän. Nykyisten talousennusteiden valossa pidämme asuntomarkkinoiden näkymiä lievästi myönteisinä ja odotamme positiivisen toimintaympäristön tukevan hieman Investors Housen liiketoimintaa vuonna 2017.

BKT:n muutos	2016e	2017e
OP Ryhmä	1,7 %	1,8 %
Hypo	1,5 %	1,5 %
Danske Bank	1,6 %	1,3 %
POP Pankki -ryhmä	1,3 %	1,4 %
LähiTapiola -ryhmä	1,2 %	1,1 %
Nordea	1,5 %	1,0 %
Aktia	0,9 %	1,0 %
Handelsbanken	1,0 %	1,0 %

Lähde: Finanssialan keskusliitto

Matala korkotaso tukee asuntomarkkinain

Nykyinen historiallinen matala korkotaso tukee osaltaan kotitalouksien asunnonostoaikeita ja auttaa kotitalouksia selviämään

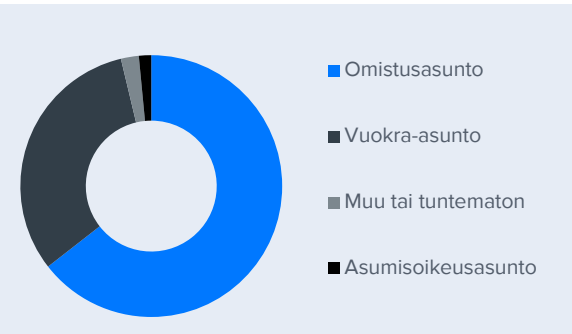
lainanhoitomenoistaan. Euroopan keskuspankki laski vuoden 2016 maaliskuussa ohjaukskorkonsa ennätysalhaalle 0,00 prosenttiin tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Samalla EKP nosti vuonna 2015 aloitettuja kuukausittaisia arvopaperiostojen määrän 60 miljardista eurosta 80 miljardiin euroon. Joulukuussa 2016 arvopapereiden ostohjelmaa pidennettiin ainakin joulukuuhun 2017 asti, mutta kuukausittaisia ostoja päätettiin vähennetään takaisin 60 miljardiin euroon huhtikuun alussa. Tuoreimpien ennusteiden valossa markkinoilla odotetaan EKP:n pitävän ohjaukskoron alhaalla vielä vuosia.

Suomen asuntomarkkinat

Erityispiirteet

Suomen asuntomarkkinoiden erityispiirteitä ovat muun muassa omistusasumisen tukeminen, kotitalouksien asuntolainojen sitominen vaihtuviin korkoihin ja asuntokuntien pienentyminen yhden tai kahden hengen talouksiin.

Suomen Asuntokunnat 2015



Lähde: Tilastokeskus

Suomessa oli vuoden 2015 lopussa 2,93 miljoonaa asuntoa ja 2,63 miljoonaa asuntokuntaa. Omistusasuminen on ollut Suomessa perinteisesti suosittua. Omistusasuntojen suhteellinen osuus asuntokannasta oli vuonna 2015 noin 64 % ja vuokra-asuntojen osuus noin kolmannes. Valtio on tukenut omistusasumista muun muassa asuntolainojen korkojen verovähennysoikeudella ja ensiasunnon ostajan varainsiirtoveron helpotuksilla. Valtio on kuitenkin alkanut rajoittaa asuntolainojen korkojen verovähennysoikeutta asteittain, mikä saattaa tulevaisuudessa vähentää omistusasumisen houkuttelevuutta.

Suomen asuntolainamarkkinoiden erityispiirre on kotitalouksien lainojen sitominen vaihtuviin korkoihin. Finanssialan keskusliiton mukaan uusista asuntolainoista noin 90 prosenttia sidotaan vaihtuvakorkoisiin lainoihin. Euroalueella vastaava lukema on 43 %. Vaihtuvien korkojen suosio tarkoittaa sitä, että markkinakorkojen muutoksilla on oleellinen vaikutus kotitalouksien lainanhoitokuluihin ja sitä kautta asuntomarkkinoiden kysyntään.

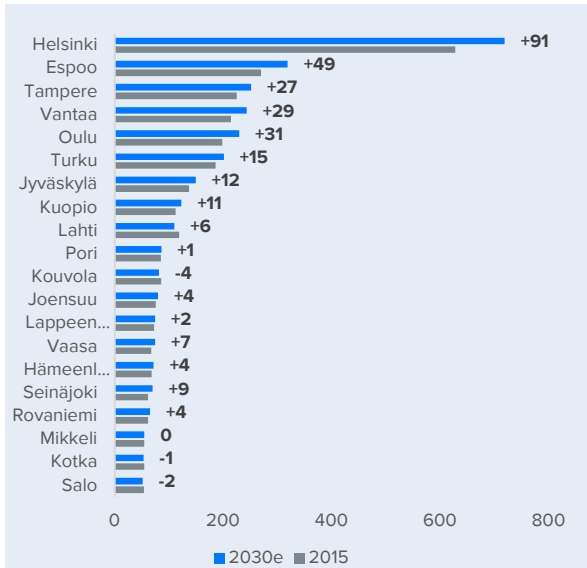
Markkinan trendit

Suomen nykyinen kaupungistumiskehitys, väestön keskittyminen sekä asuntokuntien pienentyminen tulevat arviomme mukaan lisäämään pienten asuntojen kysyntää merkittävästi kasvukeskuksissa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Tämä osaltaan tukee Investors Housen liiketoimintaa, sillä strategiansa mukaisesti yhtiön sijoitussalkku painottuu pääkaupunkiseudulle ja maakunnallisiin kasvukeskuksiin.

Markkinakatsaus 2/4

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärä kasvoi vuonna 2016 noin 17 000 asukkaalla eli noin 1,5 %. Taustalla on erityisesti ihmisten muuttaminen työpaikkojen perässä kasvukeskuksiin ja kaupunkiin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on arviomme mukaan selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä kaupungistumiskehityksen takia.

Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2015-2030e (tuhatta henkilöä)

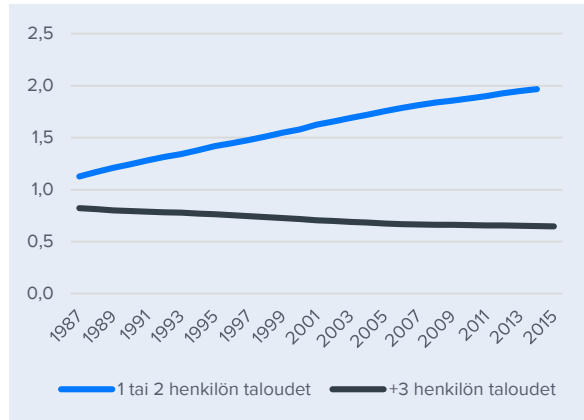


Lähde: Tilastokeskus

Asutokunnat ovat pienentyneet merkittävästi

Yhtenä merkittävänä trendinä suomalaisessa asumisessa on asutokuntien pienentyminen yhden tai kahden hengen talouksiin. Vuonna 2015 noin 75 % asutokunnista oli pieniä yhden tai kahden hengen talouksia, kun vuonna 1985 vastaava luku oli vain 55 %. Pienperheiden ja yksin asuvien määrä on lisääntynyt voimakkaasti ja tämän trendin odotetaan jatkuvan myös tulevaisuudessa. Kehityksen pitäisi osaltaan tukea pienten asuntojen kysyntää pitkällä aikavälillä. Investors House pyrkii strategiassaan osaltaan hyötymään tästä trendistä, sillä yhtiön sijoitusstrategian ensisijaisena kohteena ovat pienet asunnot.

Suomen Asutokunnat, 1985-2015



Lähde: Tilastokeskus

Markkinoiden polarisaatio jatkuu

Muuttoliikkeestä johtuen Suomen asuntomarkkinat ovat eriytyneet vahvasti

taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Uskomme tämän eriytymisen jatkuvan ja kehityksen korostuvan keskipitkällä aikavälillä erityisesti pääkaupunkiseudulla ja Helsingissä. Helsingissä nykyinen asuntotuotanto jää selvästi väestönkasvusta ja tämä saattaa aiheuttaa nousupaineita asuntojen hinnoille tulevaisuudessa. Muuttotappioalueilla saatetaan taas nähdä lähivuosina voimistuvaa hintojen laskua, kun kysyntää on hyvin vähän tarjontaan nähden.

Asuntomarkkinoiden kysyntä

Suomen asuntomarkkinoiden kysyntä vaikuttaa kokonaisuudessaan lisääntyneen vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä ja kysynnässä on mielestämme tällä hetkellä havaittavissa elpymisen merkkejä. Odotamme kysynnän edelleen elpyvän vuonna 2017 ja odotamme tämän heijastuvan myös asuntojen hintoihin positiivisesti. Kuluttajien luottamus on noussut korkeimmalle tasolle sitten vuoden 2010 ja kotitalouksien asunnonostoaiheet ovat selvästi vahvistuneet. Poikkeuksellisen alhainen korkotaso ja korkea sijoittajakysyntä tukevat osaltaan asuntojen kysyntää.

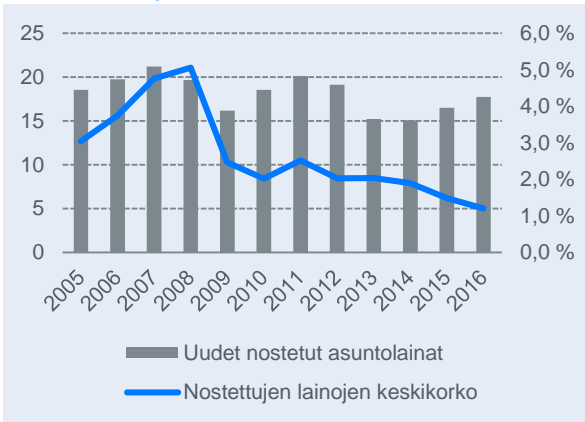
Poikkeuksellisen alhaiset markkinakorot ja pankkien kapenevat lainamarginaalit ovat laskeneet kotitalouksien uusien asuntolainojen keskiporkkoa vuoden 2015 tammikuun 1,66 prosentista vuoden 2017 tammikuun 1,15 prosenttiin. Samalla ajanjaksolla kotitalouksien asuntolainakanta on noussut 89,8 miljardista eurosta noin 94 miljardiin euroon.

Markkinakatsaus 3/4

Asuntolainojen kysyntä vaikuttaa viime vuosina kiihtyneen, sillä uusia asuntolainoja nostettiin vuonna 2016 noin 8 % enemmän kuin vuonna 2015 ja 18 % enemmän kuin vuonna 2014.

Lainakannan vahvaa kasvuvauhtia on tosin arviomme mukaan osittain ylläpitänyt asuntolainojen lyhennysvapaiden laaja käyttö ja ilman näitä kasvuvauhti olisi todennäköisesti ollut hieman hitaampaa.

Uudet nostetut asuntolainat ja nostettujen asuntolainojen keskipörssi



Lähde: Suomen Pankki

Asuntojen kysyntään vaikuttaa korkotason lisäksi myös merkittävässä määrin kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen määrä sekä kuluttajien yleinen luottamus talouteen. Kuluttajien luottamus on vahvistunut selvästi vuoden 2015 pohjalukemista ja oli helmikuussa 2017 tasolla 20,8, mikä on korkein taso kuuteen vuoteen. Kuluttajien luottamus selvästi pitkän aikavälin keskiarvon (11,8) yläpuolella. Kotitalouksien asunnonostoaiketeet ovat kuluttajien luottamuksen ohella myös viime

aikoina vahvistuneet. Kokonaisuudessaan kysynnässä on mielestämme havaittavissa selviä elpymisen merkkejä.

Kotitalouksien asunnonostoaiketeet ja kuluttajien luottamus



Lähde: Tilastokeskus

Odotamme asuntojen sijoittajakysynnän säilyvän hyvällä tasolla kuluva ja ensi vuoden aikana, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana ja riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen korkea. Vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä vapaarahoitteisten asuntojen keskimääräiset vuokrat nousivat koko maassa 2,4 % ja samanaikaisesti riskitöntä korkoa peilaavien valtionlainojen korot ovat painuneet ennätyskellisen matalalle tasolle.

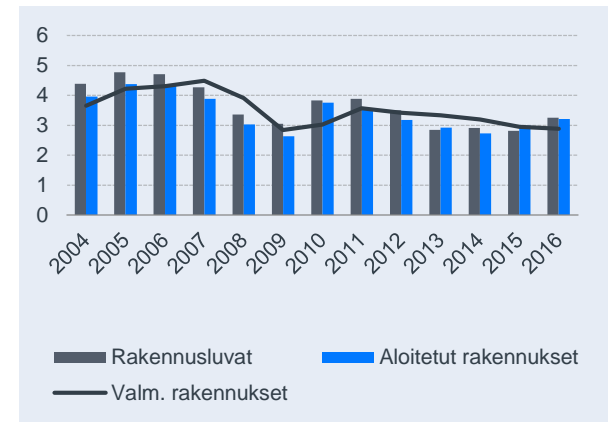
Asuntomarkkinoiden tarjonta

Asuntojen tarjontapuoleen vaikuttavat pääsääntöisesti asuntojen hinnat ja yleinen

taloustilanne. Tarjonta reagoi suhteellisen hitaasti kysynnän muutoksiin, koska tyypillisen rakennushankkeen läpivieminen suunnittelupöydältä muuttovalmiiksi voi kestää parikin vuotta. Esimerkiksi 90-luvun laman asuntohintojen pudotuksen yhteydessä rakennettiin aloitettujen projektien pääsääntöisesti loppuun, mikä kasvatti tarjontaa, voimisti edelleen hintojen laskua ja pitkitti markkinan elpymistä.

Asuntojen tarjonta kasvoi selvästi viime vuonna. Vuonna 2016 asuinrakennuksia aloitettiin rakentamaan neliömääräisesti 8 % enemmän kuin vuosi sitten ja rakennusluvut kasvoivat noin 16 % vuodentakaisesta. Odotamme lisääntyneen tarjonnan yhdessä varovaisen ostovoiman kehityksen kanssa hillitsevän osaltaan asuntojen hintojen nousua.

Asuntojen rakentaminen Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

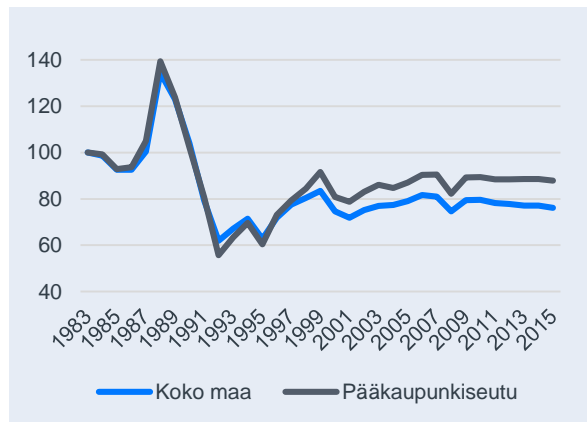
Markkinakatsaus 4/4

Asuntomarkkinoiden hinnat ja vuokrat

Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkeita suhteessa keskimääräiseen vuokratasoon ja kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Asuntojen nimelliset hinnat nousivat 0,9 % vuonna 2016. Nykyisten talousennusteiden valossa odotamme vuodelta 2017 noin 1,5 prosentin keskimääräistä asuntohintojen nousua.

Asuntojen nimelliset neliöhinnat ovat Suomessa nousseet vuodesta 1983 vuoteen 2016 keskimäärin 3,8 % vuosivauhdilla. Vuokrien nousu on keskimäärin ollut 4,9 % vuodessa. Inflaatio huomioiva asuntojen reaalihintojen nousu on kuitenkin ollut selvästi tätä maltillisempaa.

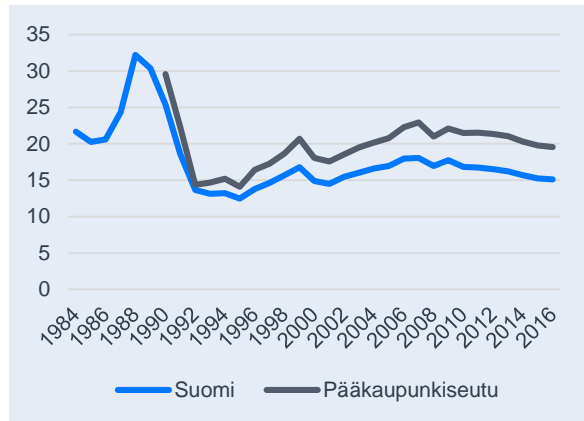
Asuntojen keskimääräiset hinnat suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin 1983-2015



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen arvostuksen mittarina käytetään tyypillisesti asuntojen hinnan ja vuotuisten vuokrien välistä suhdetta. Tunnusluku vastaa karkeasti ottaen osakemarkkinoilla yleisesti käytettävää P/E-lukua. Vuoden 2016 koko Suomen aineistosta laskettu asuntojen hintojen ja vuosivuokrien suhde oli 15,1. Pääkaupunkiseudun vastaava lukema oli 19,6. Lukemat ovat suhteellisen maltillisia, sillä koko Suomen 40-vuoden keskiarvo on 16,6. 1980-luvun asuntokuplan aikana suhde nousi yli 30. Yli 25:n arvoja pidetään merkinä markkinan ylikuumenemisesta.

Asuntojen keskimääräiset neliöhinnat suhteessa vuosivuokriin 1984-2016



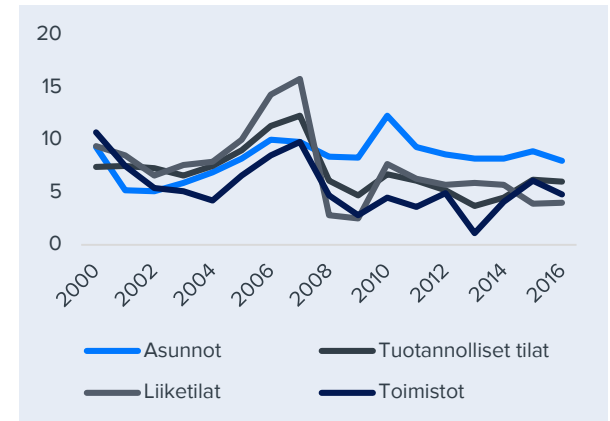
Lähde: Tilastokeskus

Asuntosijoitus kiinteistösijoituksena

Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten viimeisen kymmenen ja viiden vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut

keskimäärin 8,5 %. Kokonaistuotto muodostuu kiinteistön markkina-arvon arvonmuutoksesta sekä nettovuokratuotosta. Kokonaistuottoa on tukenut ennen kaikkea asuntojen positiivinen arvonmuutos, mikä oli KTI:n mukaan koko Suomessa viime vuonna 2,8 %. Nettovuokratuotto-prosentti oli puolestaan viime vuonna 5,0 %. Huomionarvoista on myös se, että asuntosijoitusten tuotto on tapahtunut alemmalla riskitasolla kuin muiden kiinteistösijoitusten. Asuntosijoitusten tuoton vuotuinen volatiliiteetti oli KTI:n tilastojen mukaan vuosina 2000-2016 vain 1,8 %, kun esimerkiksi liiketilakiinteistöillä se oli 3,6 %.

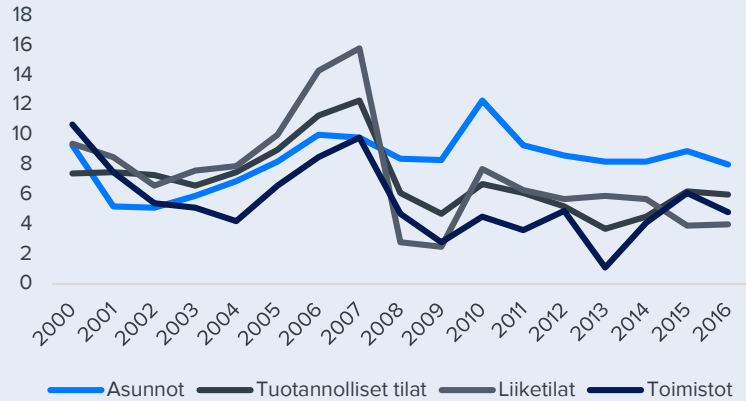
Kiinteistösijoitusten kokonaistuotot Suomessa



Lähde: KTI

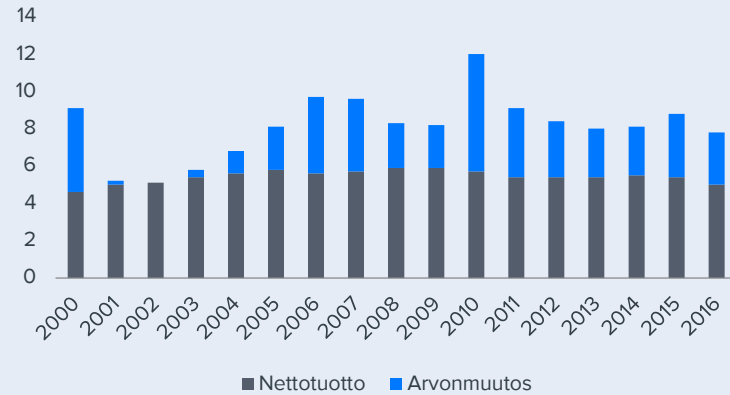
Markkinakatsaus yhteenveto

Kiinteistösjoitusten kokonaistuotot



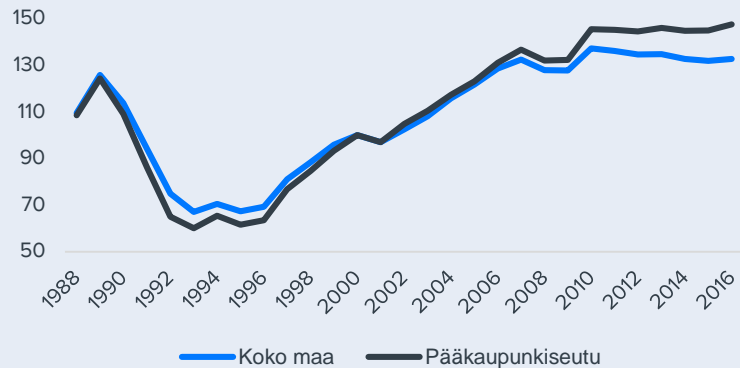
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotot



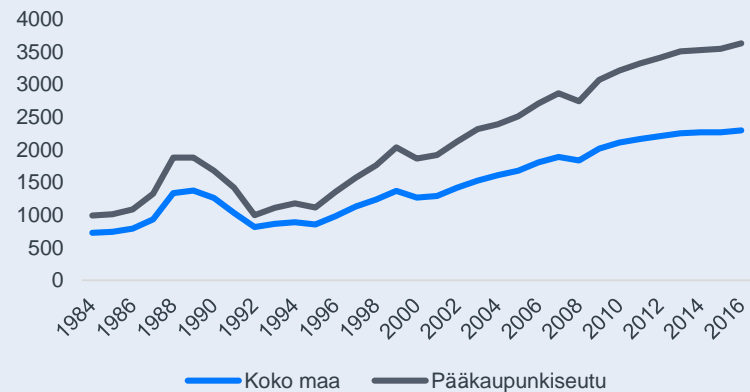
Lähde: KTI

Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen nimelliset hinnat 1983-2016



Lähde: Tilastokeskus

Liiketoimintamalli ja strategia

Liiketoiminta perustuu kasvavaan operatiiviseen tulokseen ja arvonnousuihin

Investors Housen tuotot koostuvat kahdesta lähteestä: nettotuotoista ja aktiivisen arvonkehityksen tuomista voitoista. Yhtiön nettotuotot ovat kassavirtaperusteisia tuotteita, mitkä koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, sekä Management-liiketoiminnan palvelumaksuista. Aktiivisen arvonkehityksen tuotot puolestaan muodostuvat kiinteistöjen osto ja myyntitoiminnasta sekä kiinteistöjen nettotuottojen kasvattamisesta.

Omistettujen kiinteistöjen vuokratuotot

Investors Housen vuokratuotot koostuvat käytännössä yhtiön omistamien kiinteistöjen bruttovuokratuotoista. Kiinteistöjen isännöinti ja kirjanpito on osittain ulkoistettu ja paikallinen kiinteistöväälittäjä tai OVV- ketju hoitavat tyhjiä asuntojen vuokrauksen. Yhtiö hoitaa muun hallinnoinnin ja kiinteistöjen manageerauksen omalla organisaatiolla. Oma hallinnointi osaltaan mahdollistaa liiketoiminnan skaalautuvuuden, sillä yhtiön kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Lisäksi oma hallinnointi mahdollistaa synergiaetujen saavuttamisen yhtiön Management-palveluliiketoiminnan kanssa.

Management -liiketoiminta

Investors Housen Management -liiketoiminta on luonteeltaan palveluliiketoimintaa ja se koostuu seuraavista elementeistä:

- **Kiinteistöjen hankekehitys ja hallinnointi.** Investors House on toimintahistoriansa aikana kehittänyt 7 liiketila- ja asuntosijoitushanketta ”avaimet käteen” -

periaatteella alkaen tontin hankinnasta, rahoituksen keräämisestä ja rakennuttamisesta päätyen täysin valmiiseen kiinteistöön ja sen vuokralaishallinnointiin asti. Asiakkaita ovat pääasiassa yksityishenkilöt ja sijoitusyhtiöt. Investors Housen tuotot näistä toiminnoista ovat hankekehittämisspalkkioita, rakennuttamispalkkioita, voitto-osuuspalkkioita ja hallinnointipalkkioita. Tyypillisesti yhtiö jää myös osaomistajaksi pienellä 5-10 % omistusosuudella kehitettäviin hankkeisiin.

- **OVV-Asuntopalvelut Oy.** Management-liiketoiminta sisältää vuonna 2016 hankitun Franchising-periaatteella toimivan OVV- ketjun, joka on valtakunnallinen asuntojen vuokravälitykseen keskittynyt ketju. OVV:lle on toimipiste 11 eri kaupungissa ja se solmi vuonna 2016 noin 3500 vuokrasopimusta. OVV- ketjun ansiosta Investors Housella on vahva paikallinen markkinatuntemus ja se pystyy hyödyntämään ketjua oman taseensa kiinteistöjen vuokraukseen. Näiden lisäksi Investors House pystyy tarjoamaan ketjun 10 000 asuntosijoittajasta koostuvalle asiakkaalle omia palveluitaan (mm. myymään näille oman taseensa sijoitusasuntoja).
- **Skinnarilan kampuksen palveluliiketoiminta.** Management sisältää myös myös vuoden 2016 lopussa hankitun 24 000 neliön Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen managerointisopimukset, sekä koko kampuksen palveluliiketoiminnan.

Management -liiketoiminta on ollut Investors Houselle hyvin kannattavaa. Sen liikevaihto oli vuonna 2016 noin 541 TEUR ja liikevoitto noin

321 TEUR eli EBIT-marginaali oli noin 59 %. Sijoittajien näkökulmasta Management-liiketoiminta tarjoaa lisätuottoja verrattuna pelkkään kiinteistöjen vuokraustoimintaan. Management-toiminta ei sido juurikaan yhtiön pääomia ja sitä voidaan kasvattaa ilman merkittäviä investointeja. Management-liiketoiminta on yhtiön mukaan pienessä mittakaavassa skaalautuvaa ja tarjoaa myös synergiaetuja, sillä Investors House pystyy samoilla henkilöresursseilla ylläpitämään sekä omien, että Management-asiakkaiden kiinteistöjen hallinnointia ja kehitystoimintaa.

Aktiivinen arvonkehitys

Investors Housen kiinteistöjen aktiivinen arvonkehitys tarkoittaa omistaja-arvon luomista aktiivisilla toimenpiteillä. Näitä ovat mm. kiinteistöjen ostaminen ja myyminen sekä erilaiset toimenpiteet nettotuottojen kasvattamiseksi. Yhtiö pyrkii ostamaan kerralla kokonaisia kohteista (esimerkiksi kokonaisia kerrostaloja) ja saavuttamaan näillä ostoilla tukkualennuksen, mikä on nykyisessä markkinatilanteessa yhtiön mukaan noin 10-15 %. Yhtiö on myös vuonna 2016 ostanut yksittäisiä asuntokohteita mm. Järvenpäästä ja Lahdesta myöhempää myyntiä varten.

Arvonkehityksen tuotot osittain laskennallisia ja osittain kassavirrallisia. Esimerkiksi yhtiö muutti Porissa sijaitsevan hotellirakennuksen vuokrasopimuksen liikevaihtosidonnaiseksi, mikä kasvatti sekä kohteen vuotuisia nettotuottoja, että kohteen arvoa. Investors House on myös kiinteistön hankinnan jälkeen uusinut vuokrasopimuksia ja myynyt kohteita tämän jälkeen pois ja saavuttanut tällä toiminnalla realisoituneita voittoja.

Investors Housen liiketoimintamalli

1 Omat kiinteistöt

- Asunnot
- Kaupalliset kiinteistöt

Synergiat tilojen hallinnoinnissa

2 Management

- Vuokranvälitys (OVV-ketju)
- Kiinteistöjen hallinnointi ja managerointi
- Kanssasiointaminen
- Muu kiinteistöjen palveluliiketoiminta
- Joukkorahoitus pohjaisten kiinteistösijoitusten tarjoaminen sijoittajille

Synergiat osaamisessa

3 Aktiivinen arvonkehitys

- Kiinteistöjen osto ja myynti
- Tilojen nettotuoton kasvattaminen
- Kiinteistöjen hankekehitys
- Sijoituskohteiden strukturointi

Nettotuotot + Käyvän arvon muutos

Tulos

Liiketoimintamalli ja strategia

Liiketoimintastrategia

Investors Housen helmikuussa 2016 täsmennetyt strategian mukaisesti yhtiön liiketoiminta painottuu asumiseen sekä yhdistää asumisen turvallisuuden ja pörssiosakkeen edut sijoituskohteena. Muut kiinteistötyypit ja Management-toiminta täydentävät liiketoiminnan kokonaisuutta ja parantavat operatiivista tulosta. Yhtiön liiketoimintamalli on monituotteinen ja -kanavainen ja sitä johdetaan yhtenä kokonaisuutena, mikä mahdollistaa resurssien tehokkaan käytön ja kustannustehokkuuden.

Keskipitkän aikavälin tuottotavoite 10 %

Investors House pyrkii keskipitkällä aikavälillä tuottamaan osakkeelle vähintään 10 prosentin vuotuisen kokonaistuoton muodostuen osingoista ja osakkeen arvonkehityksestä. Yhtiö pyrkii kasvattamaan operatiivista tulosta ja osakekohtaista NAV:ia sekä jakamaan osinkoina 50-90 % vuotuisesta operatiivisesta tuloksesta. Osinkotavoite on 3-5 %.

Vuosina 2015 ja 2016 yhtiö ylsi tavoitteisiinsa, sillä osakkeen kokonaistuotto oli osakkeen arvonnousun ja osingon kanssa yhteensä 13,3 % vuonna 2015 ja 13,1 % vuonna 2016. Myös operatiivinen tulos, osakekohtainen NAV ja osakekohtainen osinko ovat kasvaneet yhtiön strategian mukaisesti. Edelleen vuodelta 2016 maksettava hallituksen osinkoehdotus 0,19 euroa vastaa noin 3,2 prosentin osinkotuottoa osakkeen nykyiselle markkinahinnalle (6,18e).

Merkittävä kasvutavoite

Yhtiö tavoittelee nettovarallisuuden ja osakekohtaisen nettovarallisuuden kasvua.

Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on kasvattaa liiketoimintaa siten, että EPRA:n mukainen nettovarallisuus (NAV) on 100 MEUR. Kasvutavoite on merkittävä, sillä yhtiön nettovarallisuus oli vuoden 2016 lopussa noin 23 MEUR. Kasvu edellyttää merkittäviä investointeja ja yhtiö tarvitsee lähivuosina sekä vierasta, että omaa pääomaa yltääkseen siihen. Vuosina 2015-2016 Investors House teki asuntohankintoja suunnatuilla osakeanneilla. Käytännössä sijoittajat tekivät apporttisijoituksia yhtiöön antamalla kiinteistöjä Investors Houelle ja saivat siitä vastineeksi yhtiön osakkeita.

Arviomme mukaan Investors House tulee jatkamaan kasvun rahoittamista pääosin suunnatuilla aneilla ja apporttisijoituksilla. Käsityksemme mukaan yhtiö on kartoittanut useita sijoittajia valmiiksi, jotka ovat valmiita tekemään sijoituksia Investors Houseen ja/tai konsolidoimaan kiinteistöyhtiönsä Investors Housen kanssa. Arviomme mukaan yhtiön vieraan pääoman rahoittajat tukevat myös tätä strategiaa. Arviomme mukaan yhtiön rahoituksen edellytykset kasvustrategialle ovat hyvät.

Kasvu on Investors Houelle perusteltua, sillä yhtiön kulut ovat arviomme mukaan skaalautuvia, eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvuun kanssa. Edelleen kasvu parantaa Investors Housen kiinteistöportfolion maantieteellistä ja kohdekohtaista hajautusta ja laskee siten yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Sijoittajien näkökulmasta suunnatut annit ovat järkeviä, mikäli ne tapahtuvat järkevään hintaan ja parantavat yhtiön osakekohtaisia tunnuslukuja. Vuosina 2015-2016 Investors Housen kasvu suunnatuilla aneilla paransi osakekohtaista

nettovarallisuutta ja kasvu näillä aneilla oli siten mielestämme perusteltua.

Kohdestrategia

Investors Housen tavoitteena on, että asunnot muodostaisivat vähintään 60 % sijoitusvarallisuudesta ja muut omaisuserät eli kaupalliset kiinteistöt ja Management-toiminta maksimissaan 40 %. Kaupallisten kiinteistöjen ja Management-toiminnan tarkoitus on parantaa sijoitustoiminnan sitoman pääoman tuottoa sekä pienentää liiketoiminnan riskiä ja tätä kautta tukea osakkeen arvoa.

Yhtiön tavoite on, että kiinteistösalkku painottuu pääkaupunkiseudulle sekä maakunnallisiin kasvukeskuksiin, jotta voidaan varmistua niiden kysynnästä pidemmällä aikavälillä. Yhtiön kiinteistöt koostuvat pääosin uudehkoista kiinteistöistä, minkä tarkoituksena on välttää korjausvelkaa ja peruskorjaustarpeita. Sijoittajien näkökulmasta keskittyminen uusiin kiinteistöihin kasvukeskuksissa laskee arviomme mukaan Investors Housen kokonaisriskiprofiilia merkittävästi erityisesti pitkällä aikavälillä.

Rahoitus- ja suojausstrategia

Rahoitusriskien hallitsemiseksi Investors House pyrkii pitämään omavaraisuusasteen vähintään 45 prosentissa sekä suojaamaan lainat koronnousua vastaan 50-100 prosenttisesti. Yhtiöllä on arviomme mukaan rahoituksen suhteen liikkumavaraa, sillä sen omavaraisuusaste oli vuoden 2016 lopussa suhteellisen vahva noin 50 % ja lainojen suojausaste oli noin 63 %.

Investors Housen strategiset tavoitteet

Kasvava operatiivinen tulos ja osinko

Operatiivisesta tuloksesta jaetaan 50-90 % osinkoina ja osinkotuottotavoite on 3-5 %

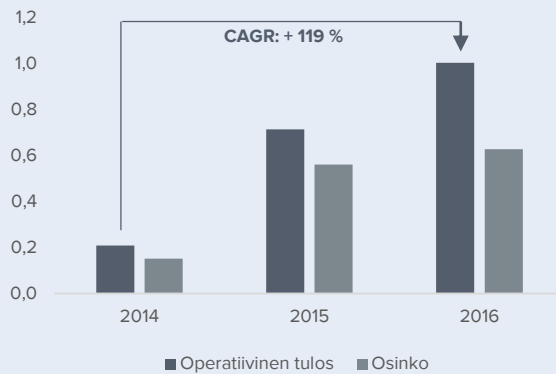
Omistaja-arvon kasvattaminen

Osakekohtaisen NAV:in kasvattaminen aktiivisella arvonkehityksellä

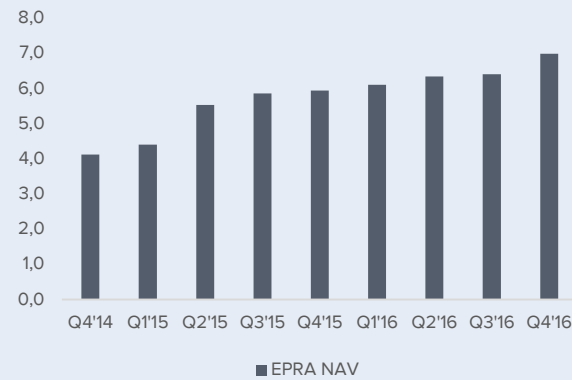
Sijoittajille 10%:n kokonaistuotto

Vähintään 10 %:n kokonaistuotto osingoista ja arvonnoususta

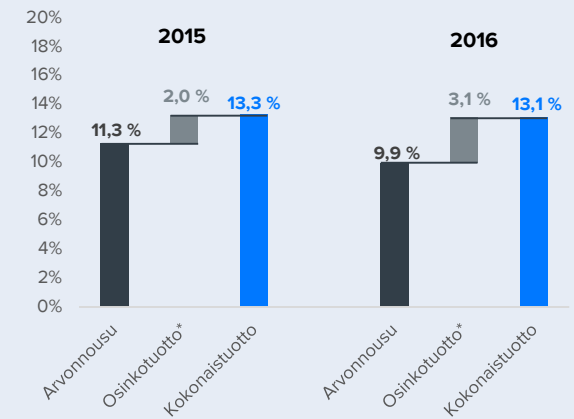
Operatiivinen tulos ja osinko (MEUR)



EPRA NAV per osake (euroa)



Osakkeen kokonaistuotto-%



*Osinkotuotto on laskettu vuoden lopun päättävälle osakekurssille ja vuoden aikana maksetulle osingolle

Historiallinen suorituskyky

Kahden vuoden vertailukelpoinen track-record

Vuodet 2015-2016 olivat Investors Houselle toiminnan uudelleensuuntaamisen ja ylösajon aikaa ja nykyinen Investors House on hyvin erilainen yhtiö kuin vanha SSK. Vuoden 2015 alussa yhtiö omisti vain kaksi Porissa sijaitsevaa liikekiinteistöä, joiden arvo oli noin 7 MEUR. Maaliskuussa 2017 kiinteistöportfolio oli kasvanut 14 kiinteistökokonaisuuteen, joiden yhteenlaskettu arvo oli noin 45 MEUR. Voimakas kasvu ja uudistunut liiketoimintamalli vaikeuttavat osaltaan yhtiön taloudellisen suorituskyvyn arviointia. Lisäksi yhtiö siirtyi IFRS-raportointiin vuonna 2015, minkä johdosta vanhemmat tilinpäätösluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia uusien tilinpäätösten kanssa.

Uusi toimitusjohtaja ja hallitus aloittivat työnsä tammikuussa 2015, joten heillä on nyt esittävä reilun kahden vuoden pituinen track-record. Arviomme mukaan tähänastiset näytöt ovat hyviä, sillä yhtiö on voimakkaasta kasvusta ja suunnatuista anneista huolimatta pystynyt kasvattamaan kassavirtaperusteista operatiivista tulosta ja osakekohtaista NAV:ia, mitkä ovat mielestämme tärkeimpiä osoituksia omistaja-arvon kasvattamisesta. Yhtiön tekemät hankinnat vuosina 2015-2016 olivat arviomme mukaan kiinteistösijoituksina taloudellisesti järkeviä kohteita, joiden tuottotaso on ollut hyvä. Edelleen yhtiö on aktiivisella omistajuudella kasvattanut kiinteistöjen arvoa. Näiden ohella Investors House on operoinut hyvin kannattavaa Management-liiketoimintaa.

Vuokraustoiminta ja Management

Arviomme mukaan Investors Housen sijoitussalkun tuottotaso on asuntosijoitusyhtiöksi keskimääräistä korkeampi

etenkin huomioiden yhtiön voimakas kasvu. Yhtiön sijoitussalkun nettotuottoaste oli vuoden 2016 lopussa 6,0 %, kun Suomen asuntosijoitusten keskimääräinen nettotuotto oli vuonna 2016 KTI:n mukaan 5,0 %. Korkean tuottotason taustalla ovat arviomme mukaan yhtiön Management-liiketoiminnot, sekä kaupalliset kiinteistöt, jotka tuottavat asuntoja korkeampaa tuottoa. Yhtiön taloudellinen vuokrausaste oli vuoden 2016 lopussa 93 %, mikä on arviomme mukaan kohtuullinen taso.

Aktiivinen arvonkehitys

Investors House teki useita hankintoja ja järjestelyjä vuosien 2015-2016 aikana, jotka arviomme mukaan tuottivat lisäarvoa osakkeenomistajille ja kasvattivat osakekohtaista NAV:ia. Yksittäiset järjestelyt olivat suhteellisen pieniä, mutta yhdessä ne muodostivat yhtiölle merkittävän tuoton. Lisäksi ne ovat mielestämme konkreettisia todisteita ja osoituksia Investors Housen kyvystä kasvattaa omistaja-arvoa aktiivisella omistajuudella. Vuonna 2016 järjestelyt olivat mm. seuraavia:

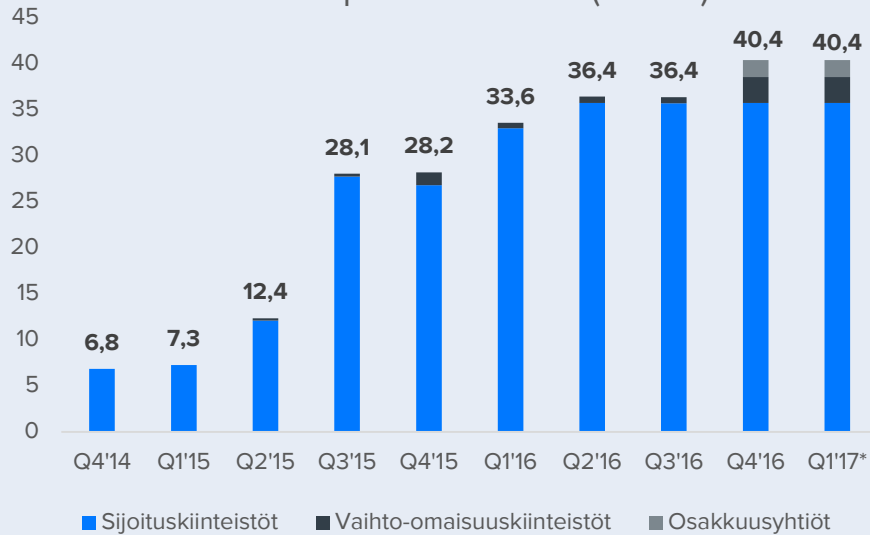
- **OVV Asuntopalvelut Oy:n hankinta.** Investors House hankki maaliskuussa 2016 liiketoimintakaupalla franchise -perusteisen asuntojen vuokravälittämiseen keskittyneen OVV Asuntopalvelut Oy:n enintään noin 0,4 MEUR:lla. Kauppa oli arviomme mukaan onnistunut, sillä se vastasi vain noin 4x EV/EBITDA -kerrointa, mikä oli arviomme mukaan maltillinen, minkä lisäksi hankinta mahdollistaa selviä synergiaetuja.
- **Järvenpään kohteen osto ja myynti.** Investors House hankki lokakuussa 2016 kerrostalon Järvenpäästä 2,0 MEUR:lla. Yhtiö vuokrasi tämän jälkeen tyhjänä olevat

huoneistot, yhtiöitti kiinteistön asunto-osakeyhtiöksi, myi tontin pois, neuvotteli asunto-osakeyhtiön rahoituksen ja myi tämän jälkeen kohteen pois vuonna 2017. Voittoa muodostui Inderesin arvion mukaan noin 220 TEUR eli noin 11 % kohteen hankintahinnasta.

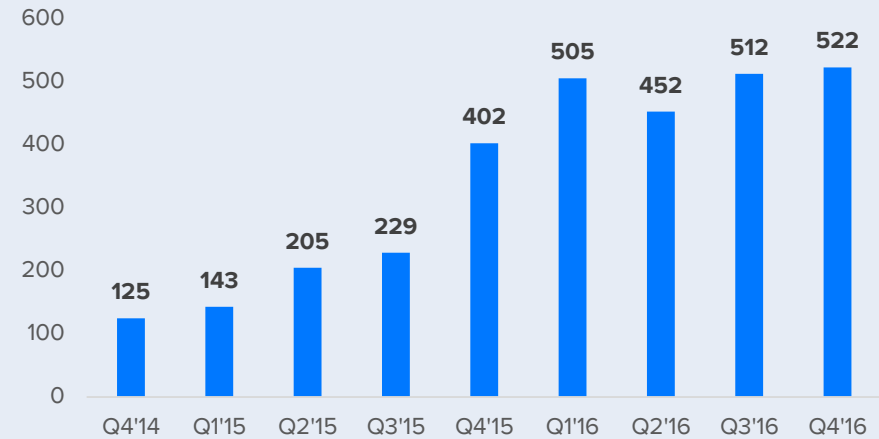
- **Lahden asuntojen hankinta.** Yhtiö kertoi hankkineensa marraskuussa 2016 yhteensä 15 asuntoa Lahden ydinkeskustasta noin 3,4 MEUR:n vellattomalla hinnalla, mikä vastaa noin 3571 euron keskineliöhintaa. Yhtiön tarkoituksena on pääosin myydä huoneistot omistusasunnoiksi ja yksityisille sijoittajille. Arviomme mukaan yhtiö sai hankittua huoneistot alihintaa ja arviomme niiden myyntihinnan asettuvan noin 4000 euroa per neliö pintaan, jolloin voitoksi muodostuisi noin 0,4 MEUR eli noin 12 %.
- **Skinnarin kampuksen ja sen palveluliiketoiminnan hankinta.** Investors House hankki marraskuussa 2016 Technopoliksen Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen 30 %:n osuuden, koko kampuksen palveluliiketoiminnan sekä kaikki kampuksen managerointisopimukset. Yhtiö ei ole kertonut kokonaisuuden hankintahintaa, mutta kiinteistön 30 %:n osuuden oman pääoman arvo Investors Housen 2016 taseessa 1,8 MEUR viittaa koko kampuksen arvon olevan noin 17-19 MEUR (olettaen 65-70 % LTV-%), mikä vastaa Inderesin arvion mukaan yli 11 %:n nettovuokratuottoa. Hankinta vaikuttaa onnistuneelta, sillä toimistokiinteistöjen keskimääräiset nettotuottotasot ovat tällä hetkellä yleisesti merkittävästi tätä alempia, usein 8-9 %:n tasolla pienissä yliopistokaupungeissa.

Historiallinen suorituskyky

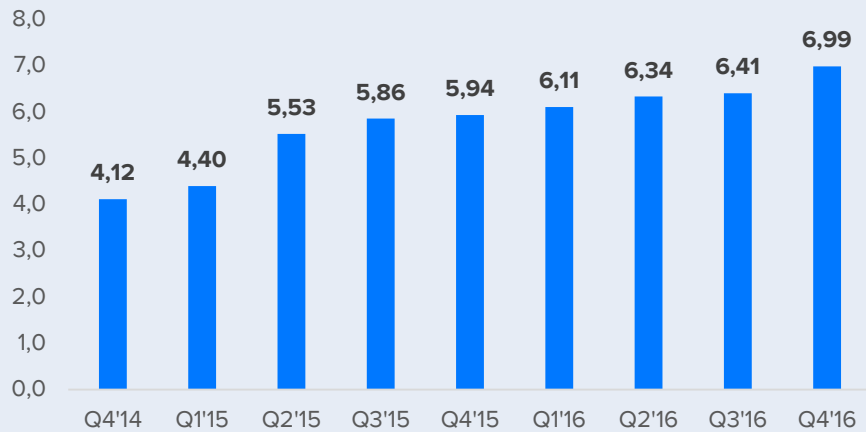
Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)



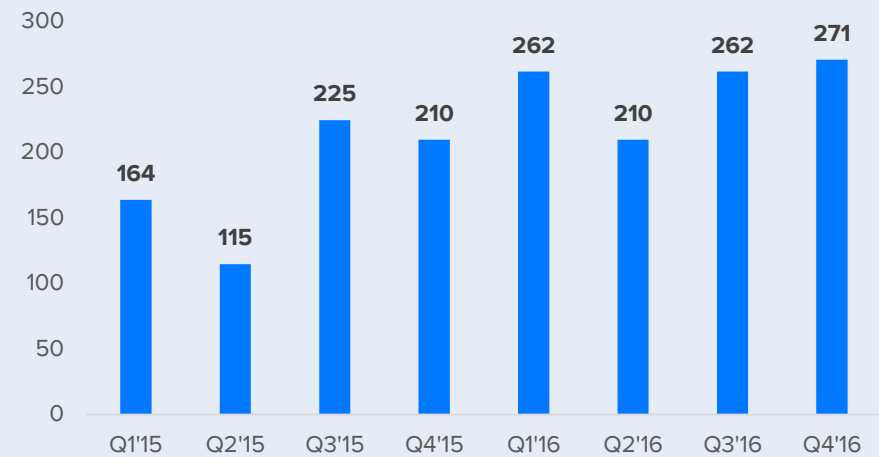
Nettotuotot (TEUR)



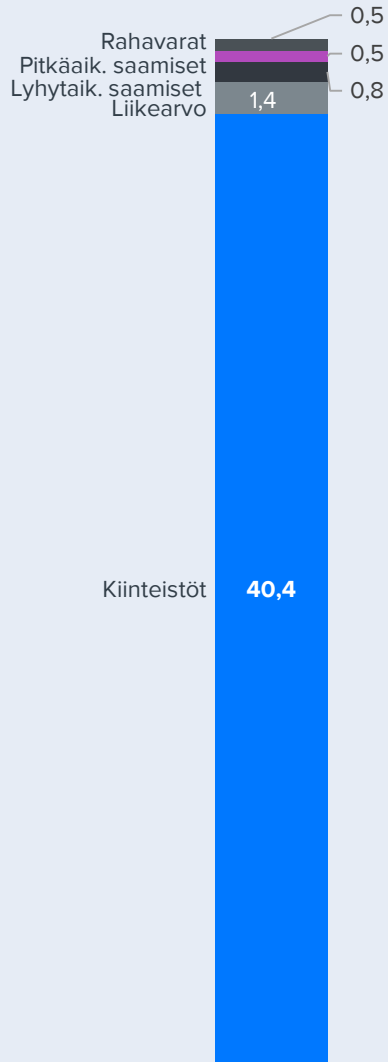
EPRA NAV per osake (euroa)



Operatiivinen tulos (TEUR)



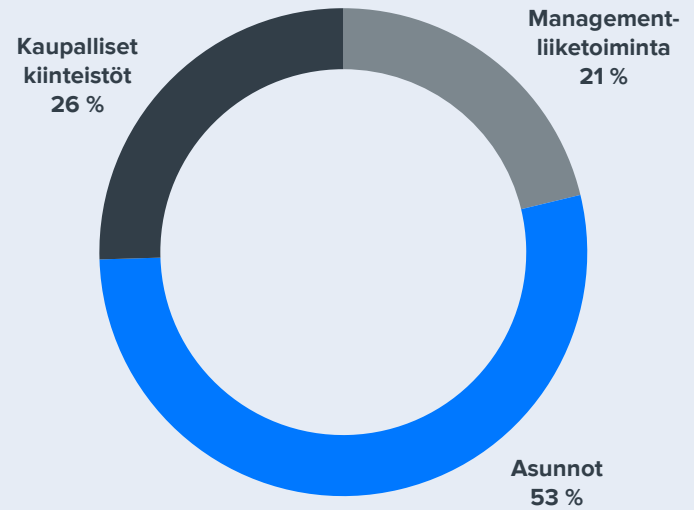
Taloudellinen tilanne



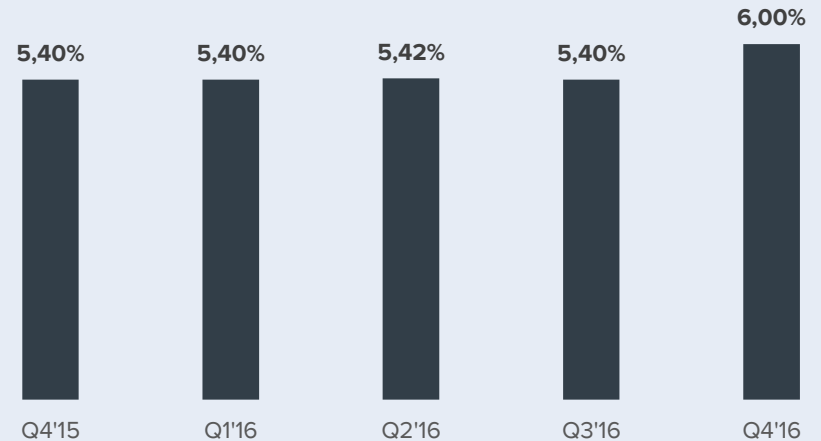
2016 tase (MEUR)



Inderesin arvio Q1'17 liikevaihdon jakaumasta



Sijoitussalkun nettotuotto-%

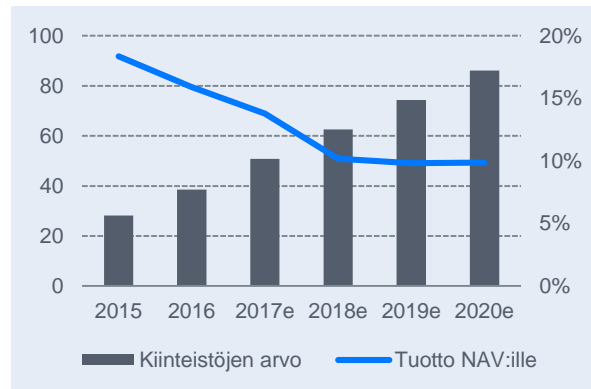


Ennusteet 1/2

Odotamme yhtiön yltävän 10 %:n kokonaistuottoon

Investors Housen ennusteemme perustuvat yhtiön kiinteistöportfolion strategian mukaiseen kasvuun, vakaisiin nettotuottoihin sekä lievästi skaalautuvaan kulurakenteeseen. Ennusteemme eivät lainkaan sisällä mahdollisia tulevia osakeanteja. Yhtiö tulee tulevaisuudessa todennäköisesti rahoittamaan kasvunsa suunnatuilla osakeanneilla, mutta näiden antien toteutumista ja hinnoittelua ei voi luotettavasti ennustaa, minkä lisäksi ne ovat luonteeltaan satunnaisia. Olemme jättäneet ne ennusteistamme kokonaan pois. Ennustamme yhtiön kiinteistöportfolion kasvavan vuoden 2017 noin 45 miljoonasta eurosta noin 86 miljoonaan euroon vuoteen 2020 mennessä. Arvioimme mukaan yhtiö yltää keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä noin 10 % NAV:in kokonaistuottoon.

Investors Housen ennusteet, 2017-2020e



Lähde: Inderes

Kiinteistöportfolion kasvu

Yhtiö tavoittelee NAV:in kasvattamista keskipitkällä aikavälillä noin 100 MEUR:oon vuoden 2016 noin 23 MEUR:sta. Kasvu aiotaan rahoittaa strategian mukaisesti suunnatuilla anneilla, konsolidoinneilla ja yritysjärjestelyillä. Ennustemallimme eivät kuitenkaan sisällä suunnattuja anteja, vaan ennusteissamme yhtiö rahoittaa kasvunsa kokonaan tulorahoituksella ja vieraalla pääomalla. Yhtiön liiketoiminta tai osingot eivät arviomme mukaan ole riippuvaista osakeanneista, sillä kassavirta on positiivista ja se riittää itsessään osingon maksuun ja maltilliseen kasvuun. Suuremmat kasvuloikat vaativat kuitenkin oman pääoman keräämistä tai apporttisijoituksina hankittuja kiinteistöjä.

Arvioimme Investors Housen pystyvän tekemään ilman oman pääoman keräämistä noin 10-11 MEUR:n vuotuiset bruttoinvestoinnit uusiin kiinteistöihin keskipitkällä aikavälillä. Ennustamme yhtiön saavuttavan näistä hankinnoista keskimäärin 15 %:n tukkualennuksen ennusteperiodin aikana.

Kiinteistöjen vuokratuotot

Arvioimme yhtiön bruttovuokratuotto-%:in ja nettovuokratuotto-%:in säilyvän keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä vakaana vuoden 2016 tasolla, sillä yhtiön liikekiinteistöjen vuokrasopimukset ovat pitkiä (noin 10 vuotta) ja kiinteistöt sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja kasvukeskuksissa eli niiden vuokrattavuus on hyvä. Odotamme myös taloudellisen vuokrausasteen säilyvän vakaana 93 prosentissa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Management-liiketoiminta

Odotamme Investors Housen Management-liiketoiminnan liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 noin 1,0 MEUR:oon vuoden 2016 marraskuun Skinnarilan kaupan myötä. Odotamme Managementin liikevaihdon kasvun asettuvan keskipitkällä aikavälillä noin 20 %:iin ja pitkällä aikavälillä noin 5 %:iin. Odotamme Management-liiketoiminnan kannattavuuden heikkenevän vuoden 2016 erinomaisesta 59 %:n EBIT-% tasosta noin 29 %:iin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Osakkuusyhtiöt

Ennustamme Investors Housen osaomistaman Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen vuotuisen nettotuloksen asettuvan noin 1,2 MEUR:n tasolle perustuen arvioimaamme kampuksen vuokratason ja käyttöasteeseen. Tällöin Investors Housen osuus (30%) tästä tuloksesta on noin 0,36 MEUR vuosittain. Odotamme tämän nettotuloksen kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2 % vuosittain yleisen inflaatiovauhdin ja toiminnan lievän tehostumisen myötä.

Kiinteät kulut

Investors Housen kiinteät kulut koostuvat myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kuluista. Nämä kulut olivat 0,6 MEUR vuonna 2016 eli noin 2,8 % vuoden lopun NAV:ista. Arvioimme mukaan merkittävimpiä kuluja ovat henkilöstökulut, jotka vastasivat vuonna 2016 noin kolmannesta kiinteistä kuluista. Odotamme kiinteiden kulujen olevan vuonna 2017 noin 0,7 MEUR ja odotamme niiden kasvavan noin 5 %:n vuosivauhdilla pitkällä aikavälillä.

Ennusteet 2/2

Yhtiön organisaatorakenne on osittain ulkoistettu ja yhtiö pystyy arviomme mukaan kasvattamaan nykyistä kiinteistöportfoliotaan ilman merkittäviä paineita kiinteisiin kuluihin. Sijoittajien näkökulmasta kiinteät kulut siis skaalautuvat eli eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen ja tuloksetekokykyyn pitkällä aikavälillä ja tämä erottaa yhtiön mm. asuntorahastoista, joiden hallinnon kulut veloitetaan tyypillisesti tietyllä prosenttiosuudella kiinteistöportfolion tai NAV:in euromääräisestä arvosta. Ennusteidemme mukaisesti odotamme Investors Housen kiinteiden kulujen suhteessa NAV:iin laskevan hieman nykyisestä ja asettuvan noin 2,2 %:n tasolle NAV:ista keskipitkällä aikavälillä.

Rahoituskulut

Investors Houselle oli korollista velkaa 31.12.2016 yhteensä noin 19,5 miljoonaa euroa, mikä vastasi vahvaa noin 49,8 %:n omavaraisuusastetta ja noin 48 %:n velkaantuneisuusastetta (Loan-To-Value, LTV-%). Yhtiöllä on taseensa puolesta arviomme mukaan kohtuullisen hyvin liikkumavaraa mahdollisia kiinteistöhankintoja varten. Vierias pääoma koostuu pääosin pankkilainoista ja taloyhtiöiden yhtiölainoista. Lainojen keskikorko on arviomme mukaan vuonna 2016 suhteellisen pieni noin 1,9 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii suojaamaan lainat koronnousua vastaan vähintään 50 prosenttisesti ja tämänhetkiset korkosuojaukset ulottuvat vuoteen 2019 asti. Lainojen maturiteetti on noin 10 vuotta. Ennustemallissa odotamme yhtiön vieraan pääoman korkojen säilyvän keskipitkällä

aikavälillä noin 3 %:n tasolla.

Verot

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että vaikka Investors House maksaa Suomen lainsäädännön mukaisesti normaalin yhteisöveron (20 %), sen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu kolmesta syystä. Ensinnäkin, kiinteistöjen käyvän arvon muutoksista syntyvä vero kertyy taseeseen laskennalliseksi verovelaksi, mitä ei tarvitse maksaa verovuonna, vaan se realisoituu vasta sitten, jos kiinteistö myydään. Jos yhtiö ei myy kiinteistöjä pois, tämä verovelka ei koskaan realisoidu. Toiseksi, yhtiön kiinteistöt tarjoavat verotukseen poistoja, mitkä laskevat verotettavaa tulosta ja siten maksettavia veroja. Asuin- ja toimistokiinteistöistä voi poistaa 4 % vuosittain ja tietyissä kaupallisissa kiinteistöistä 7 %. Näiden lisäksi rakennusten aineosia ja koneita voi poistaa tietyissä tilanteissa 25 % vuosittain. Nämä poistot eivät kokonaisuutena näy Investors Housen IFRS-tilinpäätöksissä, mutta yhtiö voi soveltaa niitä verotukseen.

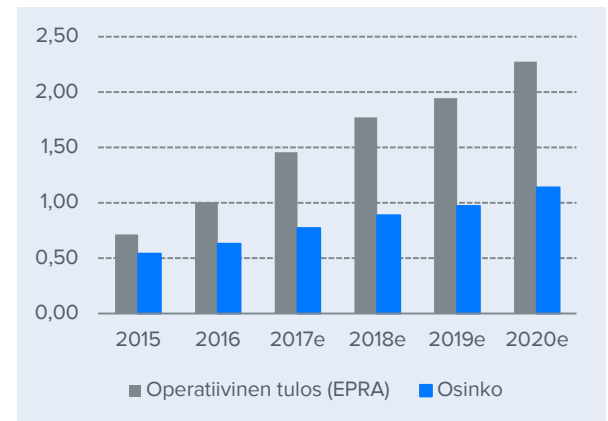
Lopuksi, yhtiö voi hyödyntää yhtiölainojen verovähennysoikeutta omistamiensa asunto-osakeyhtiöiden verotuksessa ja siten vähentää kokonaisverorasitetta. Poistojen, yhtiölainojen ja realisoitumattomien verojen ansiosta Investors Housen efektiivinen veroprosentti oli vuonna 2016 Inderesin arvion mukaan alle 5 %. Ennustemallissamme oletamme, ettei yhtiö myy kiinteistöjään lainkaan ja laskennallinen vero ei siten lainkaan realisoidu. Lisäksi oletamme, että yhtiö pystyy myös jatkossa hyödyntämään poistoja ja yhtiölainoja Suomen lainsäädännön puitteissa, jolloin efektiivinen veroprosentti on

pitkällä aikavälillä arviomme mukaan 10 %.

Kasvava operatiivinen tulos ja osinko

Edellisissä osioissa esitetyillä oletuksilla Investors Housen liikevaihto kasvaa vuoden 2016 3,1 MEUR:sta 8,0 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä. Yhtiön kassavirtapohjainen operatiivinen tulos on selvästi positiivinen ja nouseva. Edelleen yhtiö pystyy arviomme mukaan maksamaan 3-4 %:n osinkotuoton nettovarallisuudelle pitkällä aikavälillä maltillisella 50 %:n osingonjakosuhteella. Osinko on ennusteissamme nouseva vuodet 2017-2026.

Investors Housen ennusteet, 2017-2020e (MEUR)



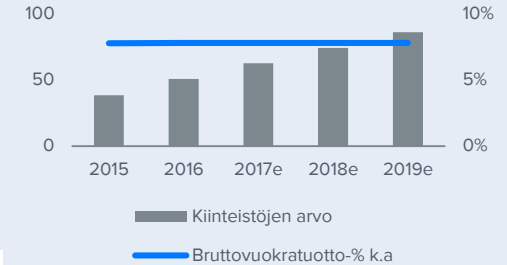
Lähde: Inderes

Ennusteemme ja niiden taustalla olevat oletukset on esitetty kokonaisuudessaan tarkemmin viereisellä sivulla.

Ennustemalli

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokratuotto-% k.a	-	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %
Nettovuokratuotto-% k.a	-	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Management-liikevaihdon kasvu-%	-	383 %	90,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Managementin liikevoitto-%	-	59 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	64,3 %	15,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Rahoituskulut	-	1,9 %	2,3 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Tukkualennus	-	23 %	20 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Investoinnit	-	10,8	12,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	11,0
Vero-%	-	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Efektiivinen vero-%	-	-	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Bruttovuokratuotot	1,3	2,6	3,5	4,4	5,3	6,3	7,2	8,1	9,0	9,9	10,8	11,3
Management-liikevaihto	0,1	0,5	1,0	1,2	1,5	1,8	2,1	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1
Liikevaihto yhteensä	1,4	3,1	4,5	5,7	6,8	8,0	9,3	10,6	11,7	12,7	13,8	14,4
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,5	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2	-2,6	-2,9	-3,2	-3,6	-3,9	-4,1
Managementin välittömät kulut	0,0	-0,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
Nettotuotto	1,0	2,0	2,5	3,2	3,8	4,5	5,2	5,9	6,6	7,2	7,8	8,2
Käyvän arvon muutos	3,5	1,8	3,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
Kiinteät kulut	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Muut tuotot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöistä	-	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Liikevoitto	4,3	4,5	5,1	4,5	5,2	5,8	6,5	7,1	7,7	8,3	8,9	9,4
Rahoituskulut	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,2	-1,5	-1,8	-2,0	-2,3	-2,6	-2,8	-2,9
Tulos ennen veroja	4,4	4,2	4,6	3,7	3,9	4,3	4,7	5,1	5,4	5,7	6,1	6,5
Verot	-0,9	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3
Muut erät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,5	3,7	3,7	3,0	3,1	3,4	3,7	4,1	4,3	4,6	4,9	5,2
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,7	1,0	1,5	1,8	1,9	2,3	2,6	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1
Tuotto NAV:ille	18 %	16 %	14 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
NAV per osake	5,9	7,0	8,1	8,9	9,6	10,5	11,4	12,3	13,3	14,3	15,3	16,4
EPS	1,09	1,12	1,12	0,90	0,95	1,03	1,13	1,23	1,31	1,39	1,47	1,56
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,37	0,30	0,44	0,53	0,59	0,68	0,79	0,90	0,99	1,08	1,17	1,23
Osinko per osake	0,17	0,19	0,23	0,27	0,29	0,34	0,40	0,45	0,50	0,54	0,58	0,62
Osinkotuotto NAV:ille	2,9 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %	3,7 %	3,7 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %

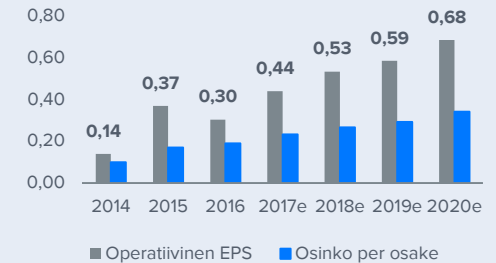
Kiinteistöportfolio



Management-liiketoiminta



Operatiivinen tulos ja osinko

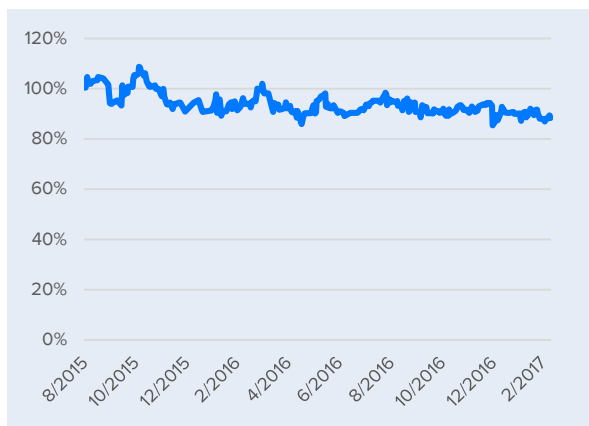


Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen lähtökohdat

Investors Housen osakkeen hinnoittelun lähtökohdana toimii näkemyksemme mukaan yhtiön nettovarallisuus (NAV). Sijoittajan tärkein arvostusmittari yhtiössä on siten osakkeen markkinahinta suhteutettuna osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (P/NAV-luku). Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskeisiä ohjaavia tekijöitä ovat arviomme mukaan nettotuotto-%, osinkotuotto-%, sekä kokonaistuotto-% NAV:lle.

Investors Housen arvostus suhteessa NAV:iin

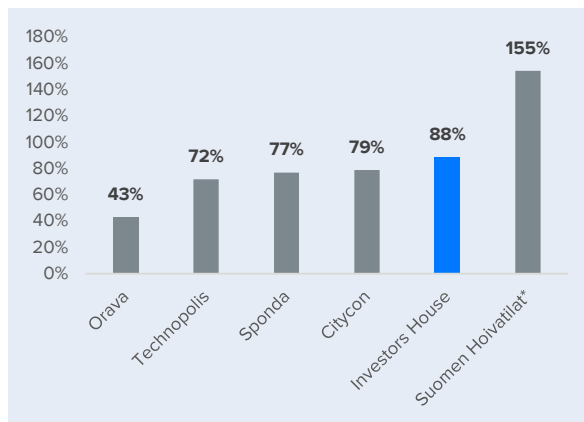


Lähde: Inderes ja Nasdaq OMXH

Investors House siirtyi IFRS:n mukaiseen kiinteistöjen käyvän arvon menetelmään Q2'15 tuloksensa yhteydessä, minkä se julkaisi 31.8.2015. Tätä ennen yhtiön markkinahintainen nettovarallisuus (NAV) ei ollut sijoittajien tiedossa eikä sillä siten näkemyksemme mukaan ollut vaikutusta osakkeen hinnoitteluun. Käyvän arvon menetelmään siirtymisen jälkeen osakkeen arvostustaso on vaihdellut pörssissä 9

%:n NAV-preemion ja 15 %:n NAV-alennuksen välillä. Maaliskuussa 2017 osake arvostettiin noin 12 % alle Q4'16 tason osakekohtaisen nettovarallisuuden.

Kiinteistöyhtiöiden arvostus suhteessa Q4'16 tason NAV:iin 10.3.2017



*Rakenteilla olevat kiinteistöt huomioitu
Lähde: Inderes

Arvostus suhteessa muihin kiinteistöyhtiöihin

Helsingin pörssin muut kiinteistöyhtiöt olivat arvostettu maaliskuussa 2017 0,43x-1,55x % suhteessa osakekohtaisen nettovarallisuuteen (EPRA NAV). Lähin verrokki Orava Asuntorahasto oli arvostettu 57 % alle NAV:in. Investors House eroaa Oravasta siinä, että sen tuottotaso on korkeampi ja riskiprofiili mielestämme tälle hetkellä matalampi. Investors Housen osakkeen kokonaistuotto oli vuonna 2016 13,1 %, kun Oravalle se oli -3,8 %. Oravan nettovuokratuotto oli Q4'16 aikana 3,7 %, kun Investors Housella nettotuottoprosentti oli vuoden 2016 lopussa 6,0 %. Toisin kun Oravan,

Investors Housen operatiivinen tulos on selvästi positiivinen ja toiminta on mielestämme vähemmän riippuvaista kiinteistöjen arvonnoususta. Edelleen Investors Housen kiinteistöjen maantieteellinen sijainti on mielestämme parempi. Näiden tekijöiden takia Oravaa korkeampi arvostustaso Investors Houselle on tällä hetkellä mielestämme perusteltua.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Investors Housen arvostustasoon positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat tällä hetkellä mielestämme suhteellisen hyvä tuotto/riski - suhde, kevyt kulurakenne, kasvava osinko, voimakas odotettu kasvu, sekä suhteellisen laadukas kiinteistöportfolio. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan yhtiön edelleen suhteellisen pieni koko ja siitä johtuva kiinteistöportfolion verrokkeja heikompi hajautus, yhtiön suhteellisen lyhyt (mutta mielestämme hyvä) track-record, sekä osakkeen toistaiseksi heikko likviditeetti pörssissä. Asunnot eivät ole sijoituksena merkittävän suhdanneherkkiä ja asuntosijoitukset ovat tällä hetkellä mielestämme suhteellisen turvallinen ja defensiivinen sijoitus muihin kiinteistötyyppeihin verrattuna. Sijoittajien näkökulmasta yhtiön osinkotuotto on useita muita Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöitä heikompi, mutta osinko suhteessa yhtiön riskiprofiiliin on mielestämme hyvä. Yhtiö maksaa osinkonsa kassavirtaperusteisesta operatiivisesta tuloksesta ja osinko on siten suhteellisen turvallinen eikä se ole riippuvainen asuntojen käyvän arvon muutoksista.

Arvonmääritys 2/2

Lisäksi useista verrokeista poiketen, Investors Housen osakekohtainen osinko on arviomme mukaan vuosittain voimakkaasti kasvava. Ennusteidemme mukaisesti yhtiön osakekohtainen osinko kasvaa 10 % vuosittain keskipitkällä aikavälillä ja tämä osingon kasvu tulisi mielestämme ottaa huomioon osaketta arvostettaessa.

Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Investors Housen osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee Investors Housen nykyisellä toimintamallilla olemaan noin 10 % keskipitkällä aikavälillä. Osinkotuotto on lähivuosina arviomme mukaan suhteellisen hyvä, noin 4-5 %:n, mutta merkittävien tuottokomponentti sijoittajille tulee olemaan NAV:in kasvu.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Investors Housen osakkeen NAV-preemion kasvaessa efektiivinen kokonaistuotto laskee ja preemion laskiessa efektiivinen tuotto nousee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:iin, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus. Olemme havainnollistaneet oikealla ylhäällä olevassa taulukossa osakkeen kokonaistuottoa, kun osaketta hinnoitellaan pörssissä -15-10 %:n preemiolla ja osakkeen kokonaistuotto olisi Inderesin arvion mukainen 8-11 %. Esimerkiksi mikäli Investors Housen vuotuinen kokonaistuotto (osinko + NAV:in kasvu) on 9 % ja osaketta hinnoiteltaisiin 10 %:n alennuksella suhteessa NAV:iin nähden, olisi sijoittajan saama

kokonaistuotto 10 %. Tuotto on 5 prosentin alennuksen tasolla arviomme mukaan suhteellisen vahva 10-12 %, mikä tukee näkemystämme osakkeen hinnoittelusta lievällä alennuksella suhteessa NAV:iin.

Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto-%

		Kokonaistuotto NAV:ille			
		8 %	9 %	10 %	11 %
Osakkeen preemio	-15 %	9,4 %	10,6 %	11,8 %	12,9 %
	-10 %	8,9 %	10,0 %	11,1 %	12,2 %
	-5 %	8,4 %	9,5 %	10,5 %	11,6 %
	0 %	8,0 %	9,0 %	10,0 %	11,0 %
	5 %	7,6 %	8,6 %	9,5 %	10,5 %
	10 %	7,3 %	8,2 %	9,1 %	10,0 %

Lähde: Inderes

DCF-arvonmääritys

Olemme havainnollistaneet Investors Housen arvonnäytystä diskontattujen kassavirtojen nykyarvomallin (DCF) avulla. Arvonmäärityksen on tarkoitus havainnollistaa rahavirtojen muodostumista vuosittain ja niihin liittyvää tuottovaatimusta. Ennusteidemme mukaisesti Investors Housen osakkeen hinnoittelu 7,10 euron tavoitehintamme tasolle tarkoittaa laskelmiemme perusteella noin 10,5 prosentin keskimääräistä oman pääoman tuottovaatimusta ja 7,9 prosentin koko pääoman tuottovaatimusta (WACC).

Painotamme sijoittajille, että Investors Housen vapaa kassavirta (Investointien ja rahoituksen jälkeen) tulee olemaan lähivuosina arviomme mukaan selvästi negatiivinen yhtiön investoidessa vuosittain kasvuhankkeisiin.

Ennustemallissamme yhtiön vuotuinen vapaa kassavirta kääntyy positiiviseksi vasta vuonna 2026. Mallissamme yhtiön liiketoiminnan operatiivinen kassavirta on kuitenkin positiivinen ja yhtiö pystyy maksamaan osinkoa koko kasvuvaiheen ajan ja myös rahoittamaan kaikki investointihankkeet tulorahoituksella ja vieraalla pääomalla ilman oman pääoman keräämistä markkinoilta. Mikäli yhtiö keräisi suunnatuilla anneilla lisää pääomaa tai saisi apporttisijoituksina lisää kiinteistöjä, pystyisi se arviomme mukaan saavuttamaan selvästi ennustettamme korkeampia kasvu- ja tuottolukuja.

Suositus ja tavoitehinta

Investors Housen mielestämme hyvän tuotto/riski -suhteen, skaalautuvuuden, kevyen kullurakenteen sekä voimakkaasti kasvavan operatiivisen tuloksen ja osingon ansiosta pidämme osakkeen suorina verrokkeja korkeampaa arvostustasoa tällä hetkellä perusteltuna. 10 % vuosivauhdilla kasvava osakekohtainen osinko ja NAV oikeuttavat mielestämme itsessään arvostuksen lähelle NAV:ia. Osakkeen toistaiseksi heikko likviditeetti pörssissä ja kiinteistöportfolion pienehkö koko lisäävät kuitenkin osaltaan sijoittajan kokonaisriskiä, minkä lisäksi ennustamaamme voimakkaaseen kasvun toteutumiseen liittyy luonnollisesti myös epävarmuutta. Näkemysemme mukaan näistä syistä johtuen noin 5 % alennus suhteessa tähänhetkiseen arvioimaamme osakekohtaiseen nettovarallisuuteen (7,36 euroa) on tässä markkinatilanteessa hyväksyttävä arvostustaso Investors Houselle. Asetamme siten tavoitehintamme 7,00 euroon ja annamme osakkeelle lisää -suosituksen.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,88	5,43	5,97	6,18	6,18	6,18
Markkina-arvo	7	17	20	20	20	20
Yritysarvo (EV)	9	27	37	47	56	65
P/E (oik.)	10,7	5,0	5,3	5,5	6,9	6,5
P/E	10,7	5,0	5,3	5,5	6,9	6,5
P/Kassavirta	23,5	-1,0	-2,2	-2,8	-2,6	-2,8
P/B	1,3	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	9,9	12,0	6,3	4,5	3,6	3,0
EV/Liikevaihto	11,6	18,6	11,9	10,3	9,9	9,5
EV/EBITDA	11,4	6,2	11,9	9,0	12,3	12,5
EV/EBIT	11,5	6,2	11,9	9,0	12,3	12,5
Osinko/tulos (%)	21,8 %	15,6 %	17,0 %	20,9 %	29,7 %	31,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,1 %	3,2 %	3,8 %	4,3 %	4,7 %
Lähde: Inderes						

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Orava Asuntotahasto	4,37	42	147	18,2	17,5	18,2	17,5	8,1	7,7	9,3	9,3	8,2	10,8	0,4
Home Invest	96,45	305	457	27,2	21,2	33,1		19,7	18,1	30,4	28,8	4,5	4,7	1,4
Empiric Student	110,75	637	624	12,9	11,2	15,1	12,4	9,0	7,8	19,4	17,0	0,1	0,1	
Aedifica	71,50	1028	1789	27,5	23,8	27,9	24,5	22,0	19,3	22,8	21,1	3,2	3,6	1,5
Gecina	116,75	7406	11002	27,2	25,4	27,3	25,6	22,3	21,2	23,0	21,8	4,4	4,5	0,9
Grivalia Property	7,86	796	786	12,6	10,4	13,5	11,7	12,0	11,1	21,8	15,5	2,9	4,4	1,4
Fonciere	76,38	5642	17462	35,7	34,4	35,1	33,8	29,1	28,0	14,7	14,1	5,8	6,0	1,0
Hambornet REIT	9,16	730	1120	30,6	23,8	18,3	16,8	15,0	13,7	38,7	33,9	4,8	5,1	1,3
NSI	3,80	544	1056	16,2	16,7	15,8	16,1	11,2	11,4	11,4	11,0	7,0	7,1	0,9
Investors House (Inderes)	6,18	20	47	9,0	12,3	9,0	12,3	10,3	9,9	5,5	6,9	3,8	4,3	0,8
Keskiarvo				23,1	20,5	22,7	19,8	16,5	15,4	21,3	19,2	4,6	5,1	1,1
Mediaani				27,2	21,2	18,3	17,1	15,0	13,7	21,8	17,0	4,5	4,7	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-67 %	-42 %	-51 %	-28 %	-31 %	-28 %	-75 %	-60 %	-16 %	-7 %	-27 %

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto (vuokratuotot ja management)	1,4	3,1	4,5	5,7	6,8
Käyvän arvon muutokset	3,5	1,8	3,0	1,8	1,8
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,5	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9
Management-kulut	0,0	-0,2	-0,7	-0,9	-1,1
Kiinteät kulut	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Muut tuotot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,3	3,1	5,1	4,5	5,2
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	4,3	3,1	5,1	4,5	5,2
Rahoituserät	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,2
Voitto ennen veroja	4,4	4,2	4,6	3,7	3,9
Muut erät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,9	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8
Nettotulos	3,5	3,7	3,7	3,0	3,1
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,7	1,0	1,5	1,8	1,9
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>1,09</i>	<i>1,12</i>	<i>1,12</i>	<i>0,90</i>	<i>0,95</i>
Oper. osakekohtainen tulos (EPRA)	0,37	0,30	0,44	0,53	0,59

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	27,3	39,4	54,4	66,2
Liikearvo	0,4	1,4	1,4	1,4
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Kiinteistöjen käypä arvo	26,8	35,7	50,7	62,5
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	1,8	1,8	1,8
Muut sijoitukset	0,0	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1,9	4,2	1,4	1,8
Varastot	1,4	2,8	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,3	0,8	1,2	1,5
Likvidit varat	0,2	0,5	0,2	0,3
Taseen loppusumma	29,3	43,6	55,8	68,0

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	17,9	21,7	24,8	27,0
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	3,1	5,3
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,3	19,1	19,1	19,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	9,0	19,7	28,4	37,5
Laskennalliset verovelat	1,1	1,5	2,1	2,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,9	18,3	26,3	35,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,3	2,2	2,7	3,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,8	1,3	1,4	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,5	0,9	1,3	1,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	29,3	43,6	55,8	68,0

Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1,4	0,7	0,7	0,8	0,9	3,1	1,0	1,0	1,2	1,3	4,5	5,7	6,8
Käyttökate	4,3	0,8	1,4	0,3	0,6	3,1	1,3	1,2	1,4	1,3	5,1	4,5	5,2
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,3	0,8	1,4	0,3	0,6	3,1	1,3	1,2	1,4	1,3	5,1	4,5	5,2
Liikevoitto	4,3	0,8	1,4	0,3	0,6	3,1	1,3	1,2	1,4	1,3	5,1	4,5	5,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,8	-1,2
Tulos ennen veroja	4,4	0,8	1,3	0,2	1,8	4,2	1,1	1,0	1,2	1,2	4,6	3,7	3,9
Verot	-0,9	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	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
Nettotulos	3,5	0,7	1,1	0,2	1,8	3,7	0,9	0,8	1,0	1,0	3,7	3,0	3,1
EPS (oikaistu)	1,09	0,20	0,33	0,06	0,53	1,12	0,28	0,25	0,30	0,29	1,12	0,90	0,95

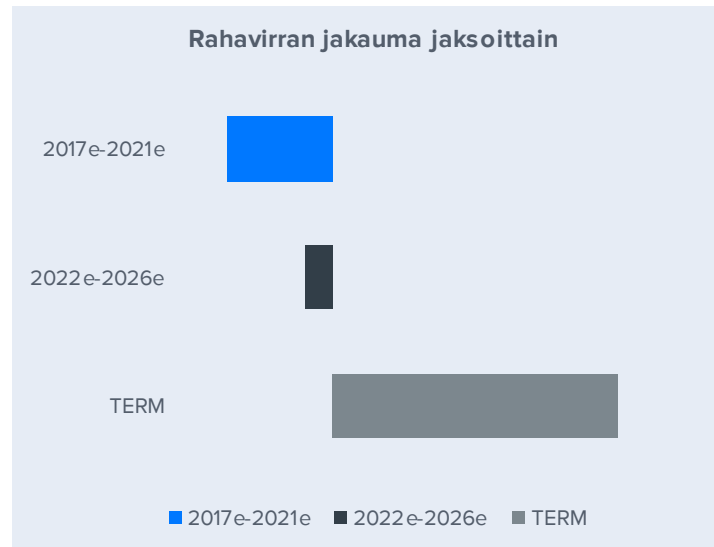
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	91 %	266 %	158 %	129 %	49 %	118 %	44 %	47 %	52 %	34 %	44 %	25 %	21 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	467 %	75 %	-18 %	-80 %	13 %	-27 %	52 %	-17 %	320 %	133 %	64 %	-12 %	14 %
<i>Käyttökate-%</i>	301 %	118 %	198 %	42 %	61 %	100 %	124 %	112 %	117 %	106 %	114 %	80 %	76 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	301 %	118 %	198 %	42 %	61 %	100 %	124 %	112 %	117 %	106 %	114 %	80 %	76 %
<i>Nettotulos-%</i>	241 %	91 %	153 %	26 %	186 %	118 %	89 %	79 %	84 %	76 %	82 %	53 %	46 %

Lähde: Inderes

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	3,1	5,1	4,5	5,2	5,8	6,5	7,1	7,7	8,3	8,9	9,4	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyvän arvon muutokset	0,0	0,0	-3,0	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	1,4	7,6	1,0	2,7	3,3	3,7	4,3	4,8	5,3	5,7	6,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,3	-15,0	-8,8	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,8	-7,4	-7,8	-7,3	-6,7	-6,3	-5,7	-5,2	-4,7	-4,3	7,7	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-8,9	-7,4	-7,8	-7,3	-6,7	-6,3	-5,7	-5,2	-4,7	-4,3	7,7	163,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-7,0	-6,8	-5,9	-5,0	-4,3	-3,7	-3,1	-2,6	-2,2	3,7	77,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		40,8	47,8	54,6	60,4	65,5	69,8	73,5	76,6	79,2	81,4	77,7
Velaton arvo DCF		40,8										
- Korolliset velat		-19,5										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautuksen oikaisu		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		23,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,00										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %



Investors House Oyj:n kiinteistöportfolio*

Kiinteistöportfolion kohteet	Sijainti	Tontti	Rakennus- vuosi	Asuntoja/ Liiketiloja	Omistus-%	Käypä Arvo (MEUR)
Sijoituskiinteistöt						
Asunto Oy Espoon Tallimestariranta	Espoo	Oma	1996	10	100 %	2,7
Asunto Oy Espoon Soukanpaiste	Espoo	Oma	1996	8	100 %	2,4
Asunto Oy Kirkkopuisto-Salpa	Sipoo	Oma	1995	7	100 %	1,0
Asunto Oy Tampereen Lampihongisto	Tampere	Oma	1997	53	100 %	7,0
Asunto Oy Hämeenlinnan Aroniitynkuja	Hämeenlinna	Oma	1991	61	99 %	4,7
Fastighets Ab Lovisa Ulrikaborg Kiinteistö Oy	Loviisa	Oma	1973	36	100 %	1,8
Asunto Oy Kallonsivu	Pori	Vuokra	1964	10	34 %	0,4
Kiinteistö Oy Antintori**	Pori	Oma	1989-1991	1	100 %	7,0
Kiinteistö Oy Jyväskylän Jokivarrenpuisto	Jyväskylä	Oma	2011	44	100 %	6,3
As Oy Porvoo Rinnatie 11-13	Porvoo	Oma	1976	32	72 %	2,2
Investors House CF 1 Oy (asunto-osakeyhtiön tontti)	Järvenpää	Oma	-	1	100 %	-
Rakenteilla olevat kiinteistöt						
IVH Asunnot -konserni	Helsinki	Oma	2017-2018	44	50 %	0,0
Vaihto-omaisuuskiinteistöt						
Asunto Oy Kortepohjan Pehtori	Jyväskylä	Oma	2014	1	n.a	0,1
As Oy Aurinkohalssi	Helsinki	n.a	2016	2	n.a	0,6
Lahden keskusta	Lahti	Oma	2017	15	n.a	3,4
Osakkuusyhtiöt						
Skinnarila***	Lappeenranta	Oma	1985-2002	4	30 %	5,6
Yhteensä kaikki			k.a 1994	329		45,0

*Inderesin arvio perustuen yhtiön julkisesti ilmoittamiin tietoihin ja julkisesti saatavilla oleviin lähteisiin

**Kohteen arvioitu arvo perustuen Inderesin omaan arvioon

***Perustuu Inderesin arvioon kampuksen kokonaisarvosta ja Investors Housen 30 %:n omistusosuuteen

Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraun 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarckkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.3.2016	Lisää	5,85 €	5,49 €
29.4.2016	Lisää	5,90 €	5,63 €
26.8.2016	Vähennä	6,10 €	6,20 €
22.9.2016	Lisää	6,10 €	5,76 €
3.11.2016	Lisää	6,10 €	5,80 €
23.11.2016	Lisää	6,30 €	5,99 €
10.1.2017	Lisää	6,70 €	6,34 €
13.2.2017	Lisää	7,00 €	6,44 €
13.3.2017	Lisää	7,00 €	6,18 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää lähes 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysia.**

www.inderes.fi