

Toivo Group

Seurannan aloitus

11.6.2021 22:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ketterä ja nopeasti kasvava kiinteistökehittäjä

Toivo Group on mielenkiintoinen piristysruiske kotimaiselle asuntosektorille ja yhtiön kasvunäkymät ovat lähivuosille vahvat. Arvostuksessa on otettu kuitenkin voimakas etukeno ja kurssinousun jälkeen osakkeen riski/tuotto-suhde painuu mielestämme heikoksi. Aloitammekin Toivon seurannan 2,2 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella.

Asuntoihin keskittynyt kiinteistökehittäjä ja kiinteistösijoitusyhtiö

Toivo Group on kiinteistökehitykseen ja kiinteistöjen pitkäaikaiseen omistamiseen keskittynyt yhtiö. Kiinteistökehityksessä ja kiinteistöjen omistamisessa yhtiön pääfokus on asunnoissa, jotka sijaitsevat pk-seudulla, Turussa ja Tampereella. Kiinteistökehitys käsittää hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Kiinteistökehityksen lisäksi Toivo omistaa rakennuttamansa asunnot, joita se hallinnoi ja vuokraa asiakkailleen. Yhtiön valmiiden asuntokohteiden käypä arvo oli Q1'21 lopussa 37,0 MEUR.

Merkittävä hankesalkku luo pohjaa kunnianhimoisille kasvatavoitteille

Toivo on rakentanut itselleen viime vuosina merkittävän hankesalkun ja yhtiöllä oli Q1'21 lopussa rakennus- ja sopimusvaiheessa lähes 1500 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmistuneena noin 294 MEUR. Hankekanta luo pohjaa Toivon kunnianhimoisille kasvatavoitteille, sillä yhtiön tavoitteena on saavuttaa 500 MEUR:n kiinteistöportfolion käypä arvo 2026 mennessä yhdessä osakekohtaisen NAV:n merkittävän vuotuisen kasvun kanssa. Pidämme tavoitteita lähtökohtaisesti saavutettavissa olevina, mutta ne vaativat yhtiöltä erinomaista operatiivista suorittamista ja markkinatilanteen säilymistä suotuisana.

Ennustamme voimakasta kasvua lähivuosille

Odotamme Toivolta lähivuosina voimakasta kasvua merkittävän hankekannan johdosta ja ennustamme kiinteistöportfolion käyvän arvon nousevan 336 MEUR:oon ja nettovarallisuuden 100 MEUR:oon 2024 mennessä. Ennustamme tuloksen kasvavan lähivuosina ripeästi, minkä myötä odotamme liikevoiton asettuvan 2021-2024 välillä 15,3-24,0 MEUR:oon (2020: 7,2 MEUR). Keskeiset ajurit ennustamamme tuloskasvun taustalla ovat kiinteistökehityshankkeiden merkittävät kehitysvoitot, olemassa olevan kiinteistökannan positiiviset arvonmuutokset sekä valmistuvien kohteiden ja skaalatuvan kulurakenteen johdosta kasvava vuokraustoiminnan tulos. Pidämme todennäköisenä, että toiminnan kasvaessa yhtiön rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden ylläpitäminen vaikeutuu ja ennustamme yhtiön kehitysmarginaalin laskevan vuoteen 2024 mennessä noin 20 %:n tasolle.

Tuotto-odotus liiaksi toivon varassa

Olemme tarkastelleet arvotusta osien summan, verrokkien ja kokonaistuottoon pohjautuvan arvostuksen kautta. Annamme arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä se huomioi mielestämme parhaiten kiinteistökehitys- ja vuokraustoiminnan selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit. Näkemyksemme osien summasta on noin 2,2 euroa osakkeelta ja mielestämme markkinat antavat yhtiön rakennuttamistoiminnalle tällä hetkellä liian korkean arvon. Nykyistä korkeampi arvostus vaatisi mielestämme taakseen pidempiaikaisia näyttöjä yhtiön rakennuttamiskyvyydestä sekä erinomaisen kehitysmarginaalin ylläpitämisestä ja tämän myötä myös selvästi nykyisiä ennusteitamme voimakkaampaa NAV:n kasvua.

Suositus

Myy

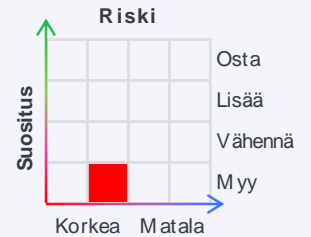
(aik. -)

2,20 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

2,55



Avainluvut

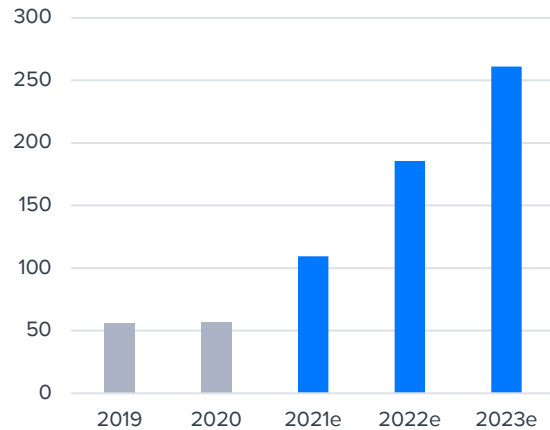
	2020	2021e	2022e	2023e
Bruttovuokratuotot	3,3	2,8	6,5	9,8
kasvu-%	144 %	-17 %	136 %	51 %
Käyvän arvon muutokset	5,6	14,1	16,1	15,7
Liikevoitto	7,2	15,3	20,8	22,8
EPS (raportoitu)	0,11	0,22	0,30	0,31
FFO per osake	0,01	0,01	0,05	0,07
NAV per osake	0,30	0,78	1,18	1,55
P/E (raportoitu)	19,0	11,5	8,6	8,2
P/NAV	7,0	3,3	2,2	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

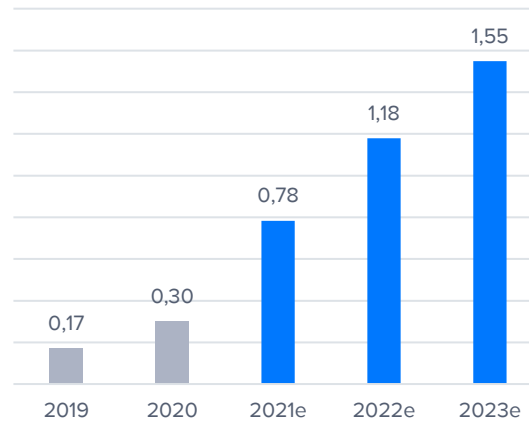
Ohjeistus

Toivo arvioi sen liikevoiton olevan 13–16 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2021.

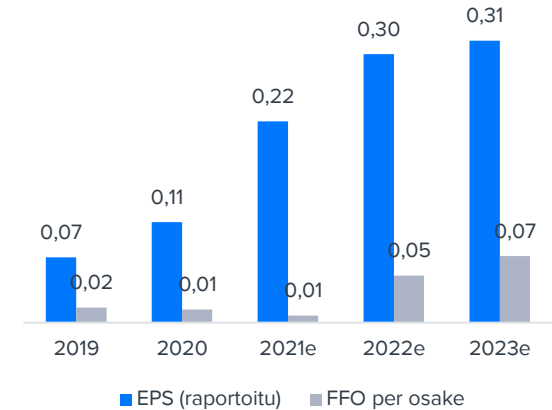
Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)



NAV per osake (EUR)



Raportoitu EPS ja FFO per osake



MCAP
133
MEUR

EV
188
MEUR

P/NAV
3,3
2021e

P/E
12
2021e

Arvoajurit

- Rakennuttamistoiminnan vahvan kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvukeskuksiin keskittyneen asuntoportfolion positiiviset vuokran- ja arvonkehitysnäkymät
- Kulurakenteen skaalautuminen
- Mahdollinen kansainvälistyminen

Riskitekijät

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

Arvostus

- Annamme arvonmäärityksessä pääpainon osien summa - laskelmalle, sillä se huomioi mielestämme parhaiten kiinteistökehitys- ja vuokraustoiminnan selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit
- Näkemyksemme osien summasta on noin 2,2 euroa osakkeelta ja mielestämme markkinat antavat rakennuttamistoiminnalle tällä hetkellä liian korkean arvon
- Nykyinen arvostus vaatisi taakseen selvästi odotuksiamme voimakkaampaa NAV:n kasvua

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-15
Taloudellinen tilanne	16
Markkinakatsaus	17-19
Sijoitusprofiili	20-21
Ennusteet	22-27
Arvonmääritys	28-31
Taulukot	32-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Toivo Group lyhyesti

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

2018

Liiketoiminta alkoi nyky muodossaan

2021

Listautuminen First North-markkinapaikalle

66,9 MEUR

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q1'21 lopussa

7,2 MEUR

Liikevoitto 2020

0,6 MEUR

Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO) 2020

46,1 %

LTV Q1'21 lopussa

20

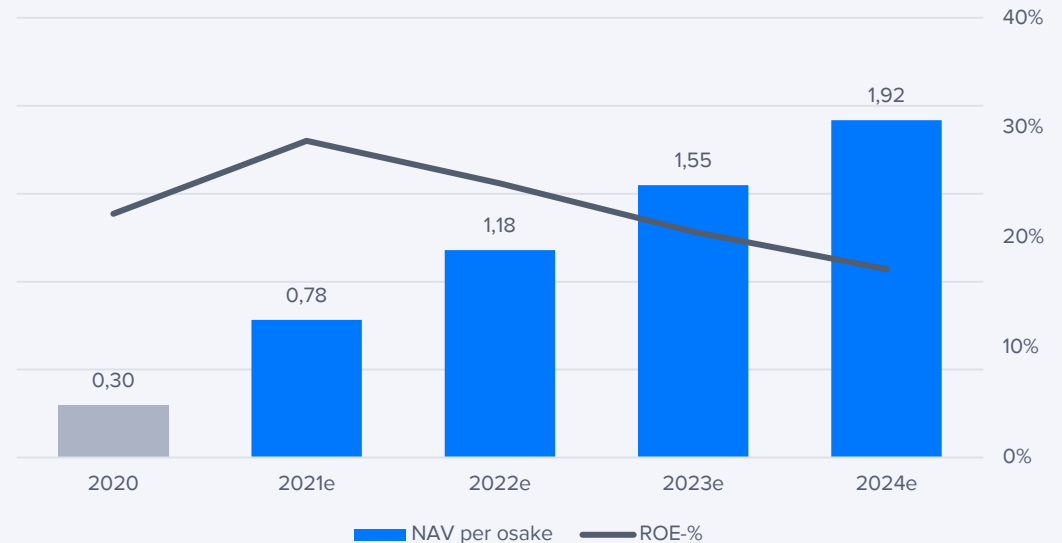
Henkilöstömäärä Q1'21 lopussa

2018-2020

- Toivon liiketoiminta lähti nyky muodossa liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset kiinteistötransaktionsa ja aloitti ensimmäisten vuokra-asuntojen rakennuttamisen
- 425 asunnon kehittäminen 2018-Q1'21 välillä
- Merkittävän hankesalkun rakentaminen, mikä luo pohjaa tulevien vuosien vahvalle kasvulle
- Taloudellinen kehitys on ollut lyhyen toimintahistorian aikana erittäin vahvaa ja yhtiö on yltänyt rakennuttamisessa erinomaiseen 28 % keskimääräiseen kehityskatteeseen

2021-

- Listautuminen First North-markkinapaikalle 6/21
- Merkittävän hankesalkun onnistunut kehitys ja portfolion voimakas kasvu
- Vahvalla tasolla olevan kehitysmarginaalin ylläpitäminen
- Vuokraustoiminnassa onnistuminen ja korkeiden käyttöasteiden ylläpitäminen
- Mahdollinen laajentuminen Tukholman markkinoille
- Tavoitteena 500 MEUR:n kiinteistöportfolio vuoteen 2026 mennessä ja osakekohtaisen NAV:n merkittävä vuotuinen kasvu



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Asuntoihin keskittynyt kiinteistökehittäjä ja kiinteistösijoitusyhtiö

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

Toivon valmiina olevien asuinkiinteistöjen käypä arvo oli Q1'21 lopussa 37,0 MEUR. Valmiiden kohteiden lisäksi Toivolla on merkittävä hankesalkku, sillä yhtiöllä oli toukokuussa rakenteilla ja sopimusvaiheessa yhteensä 1 449 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan niiden valmistumisen jälkeen 294,4 MEUR.

Historia on lyhyt, mutta menestyksekkäs

Toivon toimintahistoria on suhteellisen lyhyt, sillä nykymuotoinen liiketoiminta lähti liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset transaktionsa (maasalkun hankinta Skanskalta ja toimistokiinteistön hankinta Oulusta) ja aloitti ensimmäisten asuntojen rakennuttamisen. Ensimmäisen toimintavuoden aikana yhtiö kehitti 265 asuntoa.

Vuonna 2019 Toivon liiketoimintaa laajennettiin. Alkuvaiheessa yhtiön strategisena tavoitteena oli hankekehittää, rakennuttaa ja vuokrata asuntoja, liiketiloja sekä tontteja, mutta yhtiö teki strategisen päätöksen keskittyä asuntoihin ja niiden alla oleviin tontteihin. Toisena toimintavuonna Toivo kehitti 65 uutta asuntoa, minkä lisäksi yhtiö hankki

enemmistöomistuksen Valokodit Oy:stä, jonka salkussa oli 176 vuokra-asuntoa.

Toivon liiketoimintamallin kehittäminen jatkui 2020 ja yhtiö teki strategisen päätöksen keskittyä asuntoihin ja ARA-kohteisiin pääasiassa pk-seudulla, Tampereella ja Turussa. Tämän lisäksi Toivo teki strategisen päätöksen siitä, että jatkossa kaikki hankkeet tullaan kehittämään, suunnittelemaan ja rakennuttamaan pääasiassa yhtiön sisäisillä malleilla. Viime vuonna Toivo teki sopimukset 16 hankkeesta, jotka olivat yhteisarvoltaan noin 200 MEUR. Vuonna 2020 yhtiö rakennutti 95 uutta asuntoa, minkä lisäksi yhtiö myös myi Valokodit Oy:n asuntoportfolion.

Kokonaisuudessaan Toivo on kehittänyt toimintahistoriansa aikana 425 asuntoa, minkä lisäksi yhtiöllä oli Q1'21 lopussa rakenteilla 361 asuntoa. Yhtiön taloudellinen kehitys on ollut erittäin vahvaa ja yhtiö on yltänyt rakennuttamisliiketoiminnassa asuinkiinteistöjen osalta erinomaiseen 28 % keskimääräiseen kehityskatteeseen. Toivon avainhenkilöillä on keskimäärin yli 10 vuoden kokemus kiinteistöliiketoiminnasta ja avainhenkilöt ovat kehittäneet aiemmissa tehtävissään yli 12 000 asuntoa.

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021 ja listautumisannissa yhtiö keräsi noin 13 MEUR:n bruttovarat (ennen lisäosakeoptiota). Listautumisella Toivo pyrkii edistämään kasvustrategiansa toteuttamista sekä lisäämään taloudellista joustavuutta toiminnan kehittämiseen ja laajentamiseen.



Toivo Group lyhyesti

- Vuonna 2015 perustettu yhtiö, jonka liiketoimintaan kuuluvat kiinteistökehitys ja kiinteistöjen omistaminen.
- Nykymuodossaan liiketoiminta lähti liikkeelle vuonna 2018.
- Yhtiön avainhenkilöillä keskimäärin yli 10 vuoden kokemus kiinteistöliiketoiminnasta ja avainhenkilöt ovat kehittäneet aiemmissa tehtävissään yli 12 000 asuntoa.
- Yhtiö on historiansa aikana saavuttanut rakennuttamistoiminnassa valmiiden asuinkiinteistöjen osalta erinomaisen 28 % keskimääräisen kehityskatteen.
- Valmiiden sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q1'21 lopussa 37 MEUR.
- Toivo on rakentanut viime vuosina merkittävän hankesalkun, sillä yhtiöllä oli maaliskuun lopussa rakenteilla ja sopimusvaiheessa lähes 1 500 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan niiden valmistumisen jälkeen 294,4 MEUR.
- Yhtiö listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli lyhyesti

Toivon liiketoiminta jakautuu asuinkiinteistöjen kehitykseen sekä niiden pitkäaikaiseen omistamiseen. Toivon päänsaintalähteet muodostuvat kiinteistöjen vuokratuotoista, kiinteistökehitysvoitoista sekä ulkopuolisille asiakkaille tarjottavista projektinjohtourakointihankkeista ja rakennuttamispalveluiden myynnistä.

Toivon koko arvoketjun käsittävä eli kiinteistökehityksestä kiinteistöjen omistamiseen ulottuva liiketoiminta mahdollistaa laajan ansaintapohjan perinteiseen ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen verrattuna. Tehokkaan kiinteistösalkun kehittämisen sekä omistamisen ansiosta yhtiö kykenee allokoimaan vuokraustoiminnasta saatavat kassavirrat sekä mahdolliset arvonnousut takaisin kiinteistökehitykseen.

Näkemyksemme mukaan liiketoimintamalli ei ole alalla täysin poikkeuksellisen ja suurista asentosijoittajista esimerkiksi Kojamolla ja Satolla on käsityksemme mukaan myös omaa rakennuttamistoimintaa. Toivolla rakennuttamisen suhteellinen koko on selvästi esim. Kojamoa ja Satoa suurempi ja pienemmän kokoluokan ansiosta yhtiö kykenee näkemyksemme mukaan hyödyntämään ketterämmin markkinoilla avautuvia mahdollisuuksia (ns. poimimaan rusinat pullasta). Näemme yhtiön toiminnan kokoluokan kasvaessa kilpailutilanteen kiristymisen kuitenkin uhkana ja pidämme mahdollisena, että historiaa vastaavien kehityskatteiden saavuttaminen voi vaikeutua.

Kiinteistökehitystoiminta

Kiinteistökehityksessä Toivon kolme keskeistä tavoitetta ovat matala omakustannehinta, aikataulu

sekä laatu. Kiinteistökehitystoiminta käsittää hankekehityksen, suunnittelun ja kohteen rakennuttamisen.

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

Suunnittelun Toivo toteuttaa yhdessä valittujen ulkopuolisten arkkitehtikumppaneiden kanssa. Yhtiön johdon mukaan kehitysmarginaali pystytään optimoimaan asettamalla kohteelle tavoitteet jo suunnitteluvaiheessa. Suunnittelussa keskeisimmät tavoitteet koskevat mm. kohteen kustannus- ja nettotuotottavoitetta, huoneistojen kokoa, parkkipaikkajärjestelyitä, arkkitehtuurisia ratkaisuja ja kohteen brändiä.

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

Esimerkkejä Toivon kehittämistä kohteista



Helsingin Viikin Loisto

Sijainti	Viikinmäki, Helsinki
Kohteen valmistuminen	3/2020
Asuntojen lkm	26
Kehityskate	73 % (2,1 MEUR)
Käypä arvo	~5 MEUR



Järvenpään Garden

Sijainti	Pajala, Järvenpää
Kohteen valmistuminen	3/2021
Asuntojen lkm	79
Kehityskate	26 % (2,4 MEUR)
Käypä arvo	~12 MEUR

Lähde: Toivo Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Toivo on historiassa saavuttanut historiassa asuntojen rakennuttamisessa keskimäärin 28 % kehitysmarginaalin. Katetaso on toimialan viitekehitykseen peilattuna erinomainen, sillä käsityksemme mukaan rakennuttamisen kehityskatteet liikkuvat alalla tyypillisesti 10-20 % välillä. Sijoittajien on hyvä huomata, että kehityskate on laskennallinen ja se realisoituu mahdollisten kiinteistöjen myynnin yhteydessä. Myynnit eivät kuitenkaan lähtökohtaisesti ole osa Toivon strategiaa vaan liiketoimintaa nojaa ns. Hankekehittäjä ja pidä-malliin. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että yhtiö tulee tulevina vuosina myymään vuosittain tietyn määrän valmistuvia kiinteistöjä ja rahoittamaan myynneistä saatavilla pääomilla kasvuaan. Toivo on historiassa myynyt 5 strategiaan sopimatonta kohdetta ja nämä myynnit ovat tapahtuneet 0-26 % yli hankinta-arvon.

Omistaminen ja vuokraus

Kiinteistöjen omistaminen käsittää Toivon rakennuttamien asuin- ja kiinteistöjen omistamisen, hallinnoinnin ja vuokrauksen. Kiinteistöjen omistamisessa Toivon tavoitteena on korkea käyttöaste sekä optimoidut hoitokulut. Toivon vuokrausaste oli maaliskuun 2021 lopussa 98,1 %, kun yhtiön tavoitteena on 99 % taso luottotappioiden jälkeen.

Asuntojen keskimääräiset hoitokulut ovat yhtiön mukaan 2,1 euroa neliöltä. Tilinpäätöksestä suoraan laskettu keskimääräinen hoitokulu on selvästi yhtiön raportoimaa tasoa korkeampi (4,4e/m²). Eroa selittää yhtiön mukaan muuttuneet tilioientikäytännöt ja tilinpäätöksessä raportoidut hoitokulut pitävät sisällään tonttien ja liiketilöiden hoitokuluja.

Yhtiön raportoima hoitokulutaso on matala, sillä asunto-osakeyhtiöiden hoitokulut olivat Suomessa

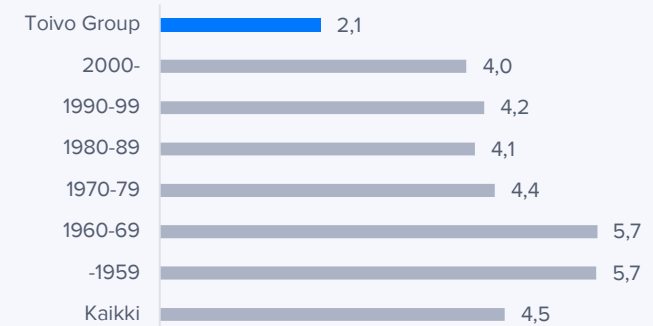
vuonna 2019 keskimäärin 4,5 euroa neliöltä. Matalaa hoitokulutasoa selittää arviomme mukaan kohteiden keski-ikä, suunnittelu- ja rakennuttamisvaiheessa tehdyt valinnat (mm. tilatehokuus, energia- ja lämmitysratkaisut) sekä tehokkaat huoltokonseptit. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että nykyisen hoitokulutason (2,1 euroa/m²) ylläpitäminen käy pidemmällä aikavälillä haastavaksi ja esimerkiksi väistämättä eteen tulevia ylläpitokorjauksia on mahdoton välttää. Näemmekin nykyisessä neliömetripeusteisessa hoitokulutasossa pidemmällä aikavälillä painetta ylöspäin.

Toivon kiinteistöjen manageerauksesta ja vuokraustoiminnasta vastaavat yhtiön palkkalistoilla olevat Asuntomestarit. Yhden Asuntomestarin vastuulla on tyypillisesti 250-300 asuntoa. Asuntomestarien palkkamallissa on muuttuva komponentti, joka on sidoksissa vuokrausasteeseen, asiakastytyväisyyteen sekä vastiketason.

Kiinteistöportfolio

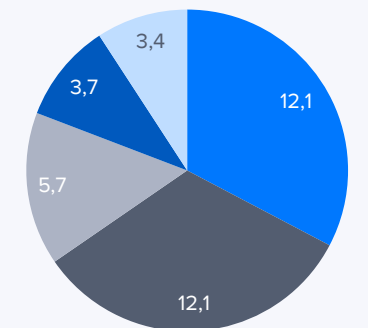
Toivon asuntoportfolio käsitti Q1'21 lopussa 9 valmista kohdetta, joiden käypä arvo oli 37,0 MEUR. Valmiit asuin- ja kiinteistökohteet sijaitsevat sijaitsevat Espoossa, Järvenpäässä, Helsingissä, Kirkkonummella ja Hämeenlinnassa. Kokonaisuudessaan Toivon portfolio käsitti Q1'21 lopussa 213 valmista vuokra-asuntoa, joiden vuokrattava pinta-ala on 9 391 neliötä. Kohteiden keskimääräinen ikä oli yhtiön mukaan toukokuussa alle vuoden ja keskimääräinen nettovuokratuotto investointikustannukselle on 6,4 % ja käyville arvioille laskelmiemme mukaan noin 4,7 %. Kiinteistösalkku sisältää myös kaksi liiketilaa, joiden vuokrattava pinta-ala on 7360 m².

Asuin- ja kiinteistöjen keskimääräiset hoitokulut (EUR/m²/kk)



Lähde: Toivo Group, Tilastokeskus
Huom. Tilastokeskuksen tilasto vuodelta 2019 ja käsittää kaikki talotyypit

Asuntoportfolio Q1'21 lopussa (MEUR)*



■ Espoo ■ Järvenpää ■ Helsinki
■ Kirkkonummi ■ Hämeenlinna

*Valmiit kohteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Merkittävä hankesalkku luo pohjaa lähivuosien kasvulle

Toivolla on valmiiden asuinkiinteistöjen lisäksi merkittävä hankesalkku, mikä tarjoaa selvää näkyvyyttä lähivuosien kasvulle. Toivolla oli maaliskuussa rakenteilla ja sopimusvaiheessa yhteensä 1 449 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan niiden valmistumisen jälkeen 294,4 MEUR.

Maaliskuussa Toivolla oli rakenteilla 361 asuntoa, joiden käyvän arvon arvioidaan olevan kohteiden valmistuttua 62 MEUR. Arvio perustuu ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan näkemykseen. Rakenteilla olevista asunnoista 211 sijaitsee pk-seudulla, 49 Tampereella ja 101 Turun seudulla. Kohteet valmistuvat vuosina 2021-22 ja niiden arvioidaan tuottavan bruttovuokratuottoa vuosittain 3,4 MEUR.

Toivolla oli maaliskuussa sopimusvaiheessa (kaava-

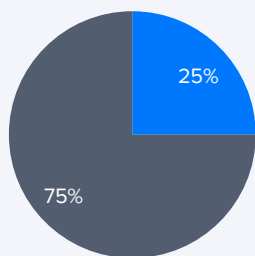
tai lupavaihe) 1088 asuntoa. Sopimusvaiheessa olevista asunnoista valtaosa (1023 kpl) sijaitsee pk-seudulla ja loput Tampereen alueella. Sopimusvaiheessa olevien kohteiden käyvän arvon arvioidaan olevan niiden valmistuttua 232,4 MEUR, mikä perustuu yhtiön omiin arvioihin. Sopimusvaiheessa olevat kohteet tulevat valmistumaan arviomme mukaan valtaosin vuosina 2022-2024 ja Toivo arvioi näiden kohteiden tuottavan valmistumisen jälkeen vuokratuottoa vuosittain 11,0 MEUR. Sijoittajan on hyvä huomata, että sopimusvaiheessa olevien kohteiden valmistuminen ei ole varmaa, ja niiden hankkiminen ja rakennuttaminen voi peruuntua esimerkiksi sopimusvastapuolesta tai yleisestä markkinatilanteesta johtuen.

Asuntosalkku ja hankekanta keskittyvät kasvukeskuksiin, mikrolokaatiot jättävät paikoin toivomisen varaa

Toivon nykyinen kiinteistöportfolio ja olemassa oleva hankekanta keskittyvät kokonaisuudessaan Suomen asuntomarkkinoiden terveisiin osiin, joissa väestön ja vuokrakehityksen odotetaan jatkuvan pidemmällä aikavälillä positiivisena. Vaikka asuntosalkku ja hankekanta keskittyvät muuttovoittoisille pk-seudun, Turun ja Tampereen talousalueille, ovat osa valmiista asuinkiinteistöistä sekä rakenteilla olevista kohteista ja tonteista mielestämme heikolla mikrosijainnilla, sillä monet kohteet ovat kaukana raideliikenteestä ja tietyillä asuinalueilla myös palveluita on tarjolla niukasti. Näkemyksemme mukaan heikot mikrolokaatiot voivat vaikeuttaa näiden kohteiden vuokrattavuutta ja näin ollen vaikuttaa tulevaisuudessa negatiivisesti yhtiön käyttöasteisiin.

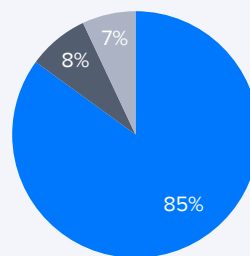
Toivon hankesalkun jakautuminen

Jakauma statuksella mitattuna



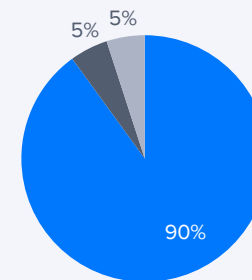
■ Rakenteilla ■ Sopimuksissa

Jakauma asuntojen määrällä mitattuna



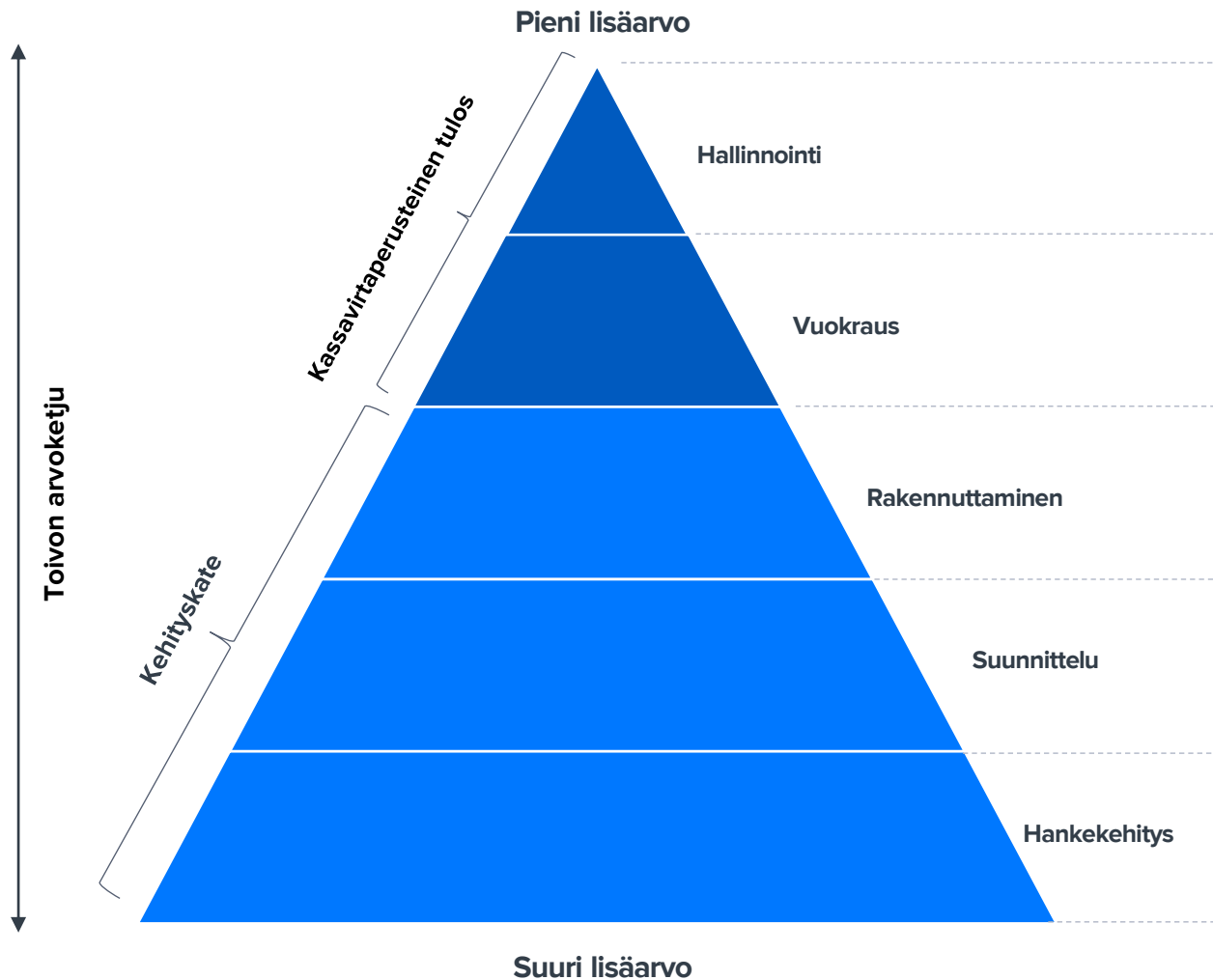
■ Pk-seutu ■ Tampere ■ Turku

Jakauma käyväällä arvolla mitattuna



■ Pk-seutu ■ Tampere ■ Turku

Toivon liiketoimintamalli ja arvoketju



Toivo käytännössä

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

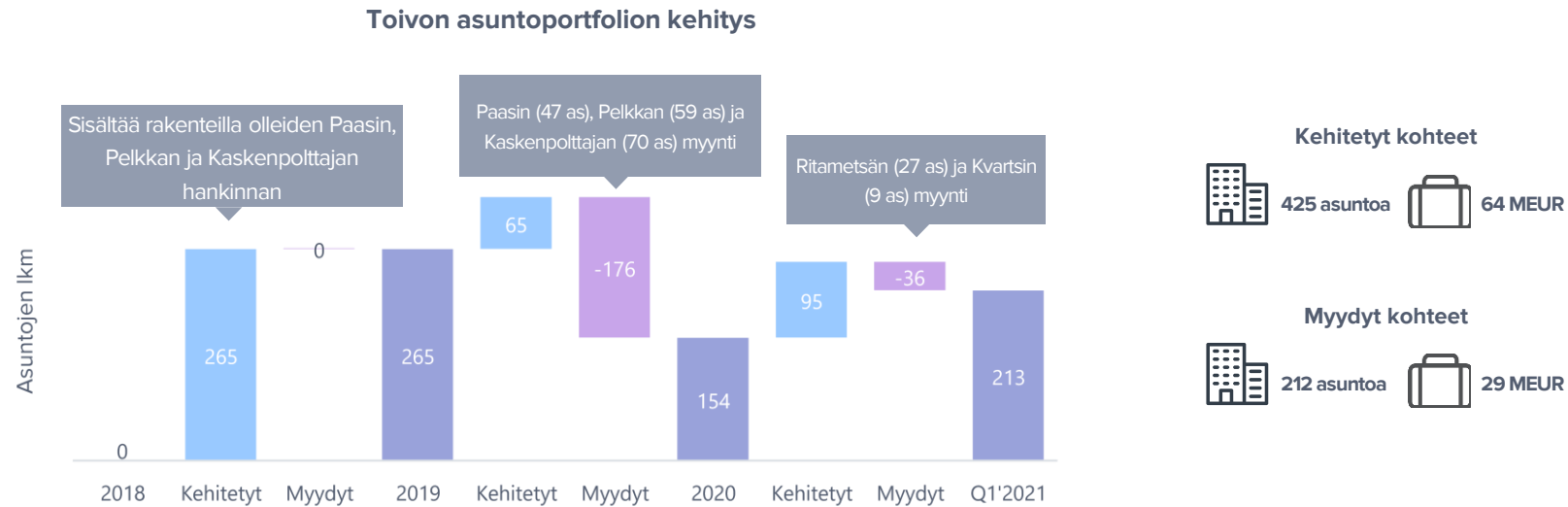
Toivon asuntoportfolio suhteessa keskeisiin verrokkeihin

Kategoria	 TOIVO	 x kojamo	 gato	 ÅLANDSBANKEN Real Estate Fund A
Asuntojen lkm	213	35 802	27 325	3 753
Rakenteilla olevat asunnot	361	2624	314	145
Kohteiden keski-ikä (vuotta)	Alle vuosi	31	n.a.	~10
Keskikoko (m ²)	43	55	54	53
Pk-seudun, Turun ja Tampereen osuus porfoliosta	98 %	88 %	96 %	73 %
Keskivuokra (EUR/kk)	825	906	949	866
Nettotuotto*	5,0 %	3,8 %	4,6 %	4,7 %

Lähde: Toivo Group

* Yhtiön valmistuneista asunnoista toimintahistoriansa aikana saama nettovuokratuotto

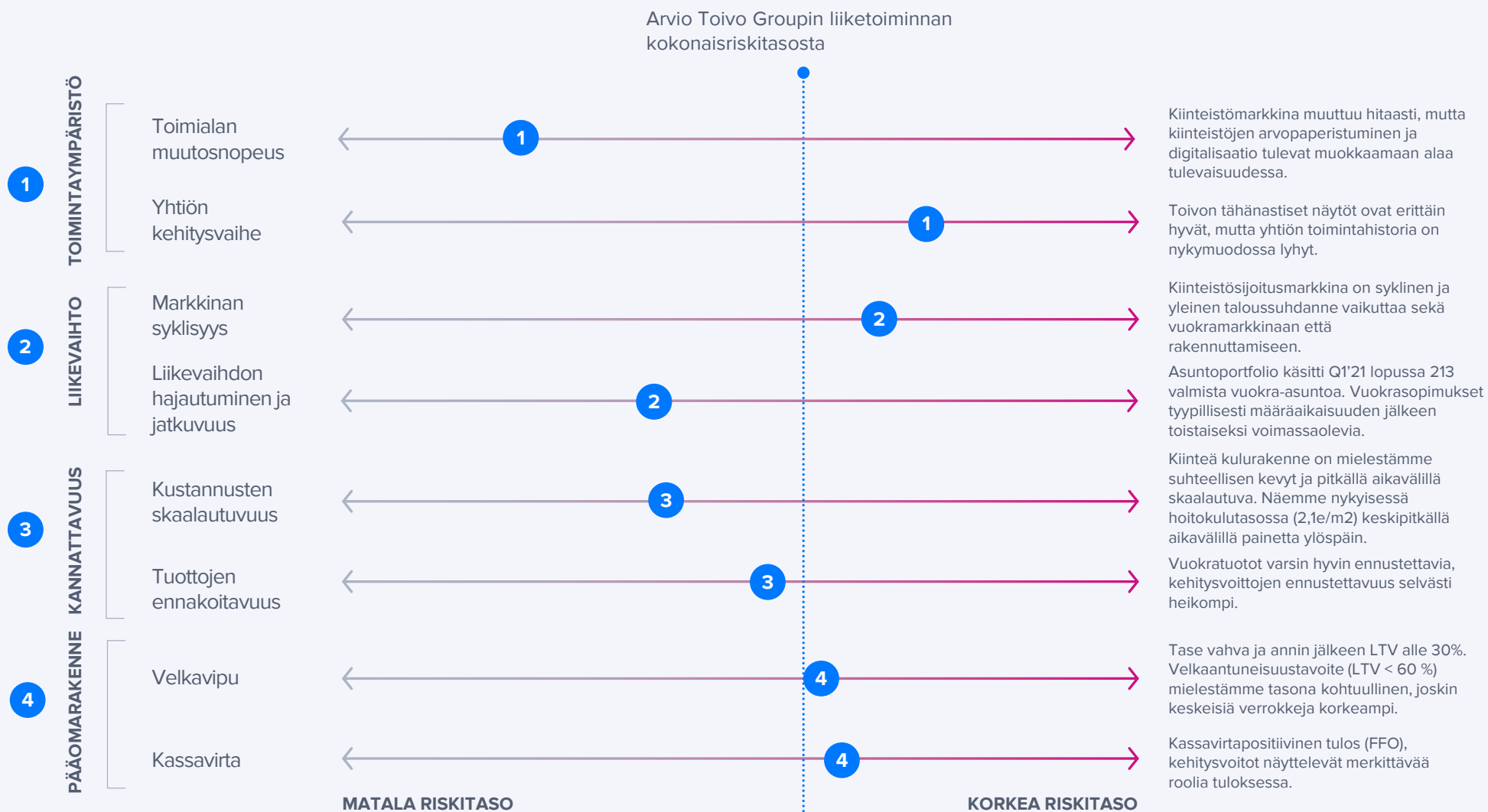
Toivon asuntoportfolion historia



Myydyt kohteet	Asuntojen lkm	Vuokrattava pinta-ala (m ²)	Käypä arvo (MEUR)	Myyntivoitto*	Syy myynnille
Paasi (2020)	47	1 951	7,1	+10 %	Korkea LTV
Pelkka (2020)	59	2 119	7,4	+10 %	Korkea LTV
Kaskenpolttaja (2020)	70	2 594	10,1	+10 %	Korkea LTV
Ritametsä (2021)	27	734	2,6	0 %	Sijainti Oulussa, fokusalueen ulkopuolella
Kvartsi (2021)	9	570	2	+26 %	Huoneistojen suuri keskikoko (55m ²)
Yhteensä	212	7 968	29,2		

* Suhteessa investointiarvoon

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Vakaa kehitysmarginaali sekä vakaa ja houkutteleva tuottotaso strategian keskiössä

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

Vakaa kehitysmarginaali. Toivon tavoitteena on saavuttaa kiinteistökehityshankkeissa vahva kehitysvoitto, joka pohjautuu itsenäisen kiinteistöarvioitsijan arvioon. Toivo on saavuttanut historiassa valmiina olevissa asuinkiinteistöissä keskimäärin 28 % kehityskatteen, mikä on toimialan viitekehityksessä erittäin vahva. Näkemyksemme mukaan nykyisen tasoisten kehityskatteiden ylläpitäminen voi osoittautua yhtiölle pidemmällä aikavälillä haastavaksi, sillä pidämme mahdollisena, että toiminnan kasvaessa tietyt kustannustekijät kuten kilpailukykyisten alihankkijoiden löytäminen voi vaikeutua. Näkemyksemme mukaan myös markkina tulee asettamaan toiminnan kasvaessa tiettyjä haasteita ja esimerkiksi kilpailu tonteista tulee todennäköisesti kiristymään. Kehitysmarginaalille painetta voi aiheuttaa myös viime aikoina selvästi

nousseet rakentamiskustannukset ja kasvukeskuksissa voimakkaasti kasvanut uudistuotanto. Odotammekin Toivon kehitysmarginaalin laskevan tulevina vuosina nykyiseltä erinomaiselta tasoltaan lähemmäs kohti alan keskiarvoa.

Vakaa ja houkutteleva tuottotaso. Toivon keskeisenä strategisena tavoitteena on, että sen rakennuttamat asunnot tarjoavat houkuttelevan tuottotason ja vahvan mahdollisuuden pitkän aikavälin kannattavaan vuokraukseen. Yhtiön valmiiden asuntokohteiden keskimääräinen nettovuokratuotto oli maaliskuun 2021 lopussa rakentamiskustannuksille laskettuna vahva 6,4 %. Tuottotasoon keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mm. kohteiden makro- ja mikrosijainti, rakentamisen tehokkuus, asuinhuoneistojen keskikoko sekä paikallinen kysyntä/tarjontatilanne.

Hankekehityksessä huomioidaan pitkäaikainen omistajuus ja asuntomarkkinoiden isot trendit.

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



Strategian painopistealueet

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Toivon asettamat taloudelliset tavoitteet ovat:

- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo 500 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä
- Osakekohtaisen pitkäaikaisen nettovarallisuuden (NAV/osake) merkittävä kasvu vuosittain
- Luototusaste (LTV) alle 60 %

Kiinteistöportfolion kasvutavoite on kunnianhimoinen ja se tarkoittaisi toteutuessaan portfolion arvon yhdeksänkertaistumista vuoden 2020 tasosta (57 MEUR). Kasvutavoitteelle selvää näkyvyyttä antaa merkittävä hankesalkku, sillä yhtiöltä valmistuu tulevina vuosina yli 1400 asuntoa, joiden käyvän arvon arvioidaan olevan lähes 300 MEUR. Nykyisen hankekannan lisäksi salkkutavoitteen saavuttaminen vaatii Toivolta myös uusia hankkeita ja tonttihankinnassa onnistumista.

Vaikka Toivon asettama salkkutavoite onkin hyvin kunnianhimoinen, on sen saavuttaminen arviomme mukaan kuitenkin lähtökohtaisesti mahdollista yhtiön nykyisen taseen turvin. Tavoitteeseen yltäminen edellyttää yhtiöltä kuitenkin tulevina vuosina erittäin hyvää operatiivista kehitystä ja markkinatilanteen säilymistä suotuisana. Laskelmiemme mukaan tavoitteen saavuttaminen voi vaatia yhtiöltä myös joustamista nykyisestä LTV-tavoitteestaan. Nykyisillä ennusteillamme odotamme kiinteistöportfolion käyvän arvon nousevan vuoteen 2024 ulottuvalla ennustejaksollamme noin 336 MEUR:oon.

Osakekohtaisen NAV:n kasvutavoite on mielestämme hyvä ja se osaltaan varmistaa, ettei yhtiön fokus ole ainoastaan portfolion kokoluokan absoluuttisessa kasvattamisessa omistaja-arvon kustannuksella. Yhtiö on onnistunut kasvattamaan osakekohtaista nettovarallisuutta lyhyen toimintahistoriansa aikana vahvasti ja odotamme osakekohtaisen NAV:n vahvan kasvun jatkuvan myös tulevina vuosina.

Luototusastetta koskeva alle 60 % tavoite on mielestämme tasona kohtuullinen ja se luo edellytykset korkeaan oman pääoman tuottoon yltämiselle. Toivon rahoituskovenantit asettavat luototusasteen maksimitason 70 %:iin ja näin ollen yhtiön oman tavoitteen ja kovenantitason välillä on selvää liikkumatilaa. Kovenantit mahdollistavat yhtiölle myös kiinteistömyynnit, jotka voivat olla vuosittain enintään 15 % taseesta. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee tulevina vuosina myymään tietyn määrän valmistuvia kiinteistöjä ja rahoittamaan tällä rakennuttamistoimintaansa.

Tulorahoitus investoidaan takaisin kasvuun

Toivo on kertonut, ettei se tule maksamaan lähivuosina osinkoa tai mahdollisesti maksettavien osinkojen määrä tulee olemaan matala, sillä yhtiö tulee investoimaan voittovarot takaisin liiketoimintaan. Suhtaudumme Toivon voitonjakopolitiikkaan myönteisesti, sillä yhtiö kykenee näkemyksemme mukaan investoimaan lähivuosina pääomat takaisin liiketoimintaan selvästi pääoman kustannusta korkeammalla tuottoasteella, eikä voitonjako ole lähivuosien investointinäkyvät huomioiden mielestämme perusteltua.

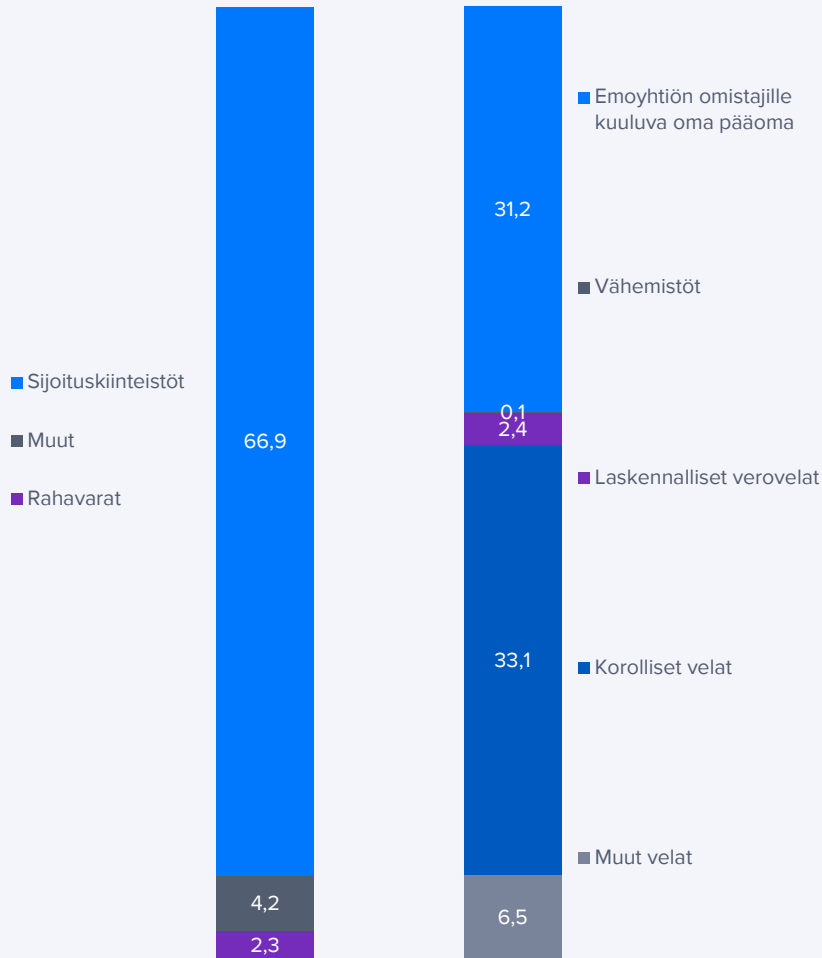


Taloudelliset tavoitteet

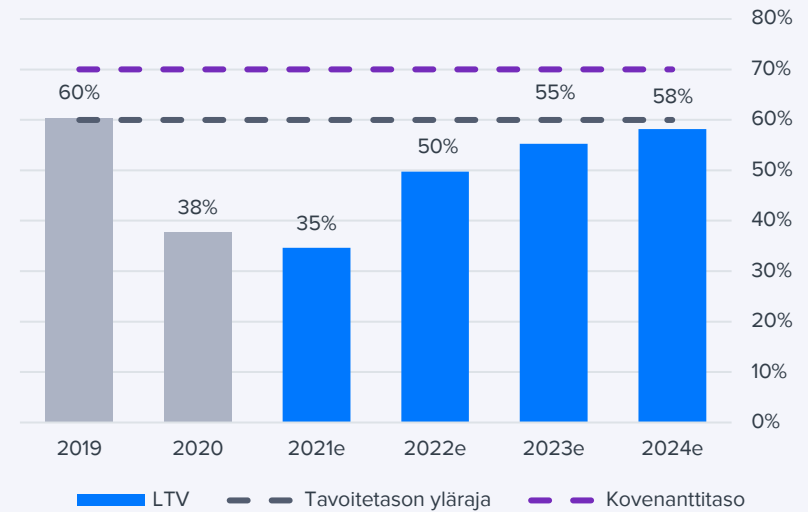
- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo 500 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä
- Osakekohtaisen pitkäaikaisen nettovarallisuuden (NAV/osake) merkittävä kasvu vuosittain
- Luototusaste (LTV) alle 60 %

Taloudellinen tilanne

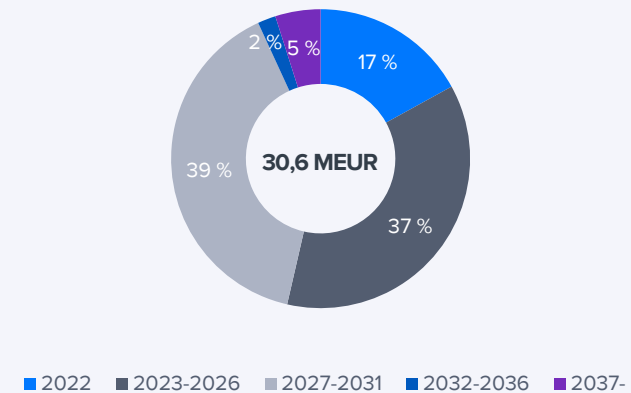
Taserakenne Q1'21



Luototusasteen kehitys



Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma Q1'21 lopussa



Huom. Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma pitää sisällään pääomalainoja 16,9 MEUR:n edestä.

Huom. Ei sis. IFRS 16-vuokravastuita

Markkinakatsaus 1/3

Talousodotuksissa vahvaa elpymistä

Suomen kansantalouden elpymisodotukset ovat viime kuukausina vahvistuneet vuoden 2020 jälkipuoliskon odotettua paremman talouskehityksen sekä pandemiatilanteen helpottumisen myötä ja talouskasvun odotetaan Suomessa vahvistuvan vuoden jälkipuoliskolla, kun rokotekattavuuden kasvaessa yhteiskuntaa päästään jälleen avaamaan.

Finanssiala ry:n kokoamien talousennusteiden mukaan keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen BKT:n kasvavan vuosina 2021-2022 keskimäärin noin 2,9-2,3 % vauhtia ja vuonna 2023 kasvuvauhdin odotetaan tasaantuvan keskimäärin noin 1,5 % tasolle. Kuluttajahintojen kehityksen odotetaan olevan maltillista ja keskeiset ennustelaitokset odottavat inflaation olevan lähivuosina noin 1,2-1,5 % tasolla.

Asuntojen hintakehitys on ollut koko maan tasolla viime vuodet vaisua

Suomessa vanhojen osakeasuntojen hintakehitys on ollut viime vuodet varsin vaisua ja koko maan tasolla hintakehitystä on kannatellut lähinnä pk-seudun vahva vire. Tilastoista näkyikin selvästi asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin.

Esimerkiksi pk-seudulla vanhojen osakeasuntojen nimellisten neliöhintojen keskinousu (CAGR) oli 2015-2020 välillä keskimäärin +3,0 % vuosittain, kun muualla Suomessa nimelliset neliöhinnat ovat polkeneet paikallaan (-0,01 % p.a.). Taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti

muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset.

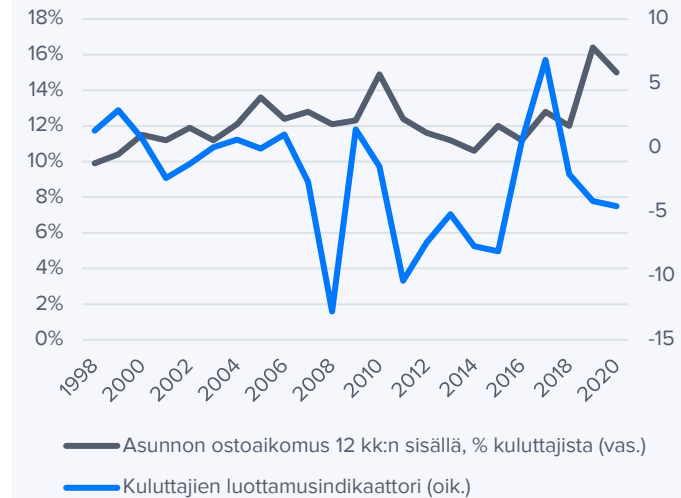
Asuntojen peruskysyntätekijät edelleen positiiviset

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotasossa, kuluttajaluottamuksessa, rahoituksen saatavuudessa ja sijoittajien tuottovaatimuksissa tapahtuvat muutokset.

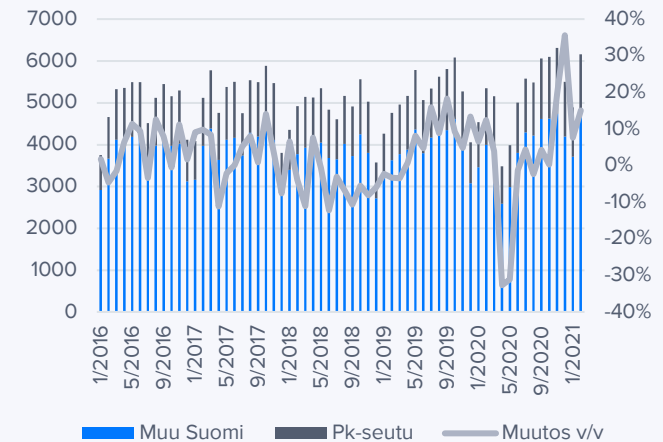
Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asutuskuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokykyä tukee myös matala korkotaso ja Euroopan matalimmat asuntolainamarginaalit. Asuntokauppa onkin käynnynyt Suomessa viime kuukausina poikkeuksellisen vilkkaana.

Myös sijoittajakysynnän voidaan odottaa säilyvän vahvana, sillä vuokra-asunnot mielletään nykyisessä markkinaympäristössä verrattain vakaiksi ja riskittömiksi sijoituskohteiksi. RAKLin viimeisimmässä vuokra-asuntobarometrissa kaikkien sijoittajaryhmien arvioitiinkin kasvattavan vuokra-asuntosijoituksiaan seuraavan vuoden aikana.

Kuluttajaluottamus ja asunnonostoaiheet



Vanhojen osakeasuntojen kauppamäärien kehitys (kpl)



Lähde: Tilastokeskus, Kiinteistönvälittäjien tilastot

Markkinakatsaus 2/3

Vaikka asuntojen prime-nettotuottovaatimukset ovat painuneet historiallisen alhaisiksi, ovat tuottotasot edelleen kilpailukykyisiä muiden Pohjoismaiden vastaaviin nähden, mikä osaltaan tukee sijoittajakysyntää. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet KTI:n tilastoissa kaikista kiinteistösjoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,6 %.

Uudistuotanto keskittyy yhä voimakkaammin kasvukeskuksiin, hintakehitys jatkaa eriytymistään

Asuntorakentaminen piti koronakriisissä pintansa selvästi pelättyä paremmin ja asuntoaloitukset nousivat viime vuonna lähes 41 000 kappaleeseen, kun asuntokauppa kävi poikkeuksellisen vilkkaasti. RT arvioi viimeisimmässä suhdannekatsauksessaan asuntorakentamisen pysyvän myös alkaneena vuotena hyvällä tasolla, mutta asuntoaloitusten ennakoitaan laskevan noin 10 %:lla 37 000 asuntoon. Asuntotarjontaa vähentävät kuluvana vuonna viime vuosien korkeat aloitusmäärät, lainsäädäntömuutokset sekä tonttien ja rahoituksen saatavuus. Uudistuotannon odotetaan keskittyvän jatkossa entistä voimakkaammin suurempiin kasvukeskuksiin.

Hypo ennustaa asuntojen hintojen nousevan Suomessa vuonna 2021 koko maan tasolla 2,5 %. Hypo ennustaa kuitenkin hintakehityksen jatkavan viime vuosina nähtyä voimakasta polarisoitumistaan pk-seudun, Turun ja Tampereen vetäessä hintakehitystä ja kauppamääriä. Pk-seudulla Hypo ennustaa asuntojen hintojen nousevan kuluvana vuonna 5,0 %.

Vuonna 2022 Hypo odottaa asuntojen hintojen nousun jäävän koko maan tasolla nollan tuntumaan, kun pk-seudulla Hypo ennustaa hintojen nousevan 2,0 %

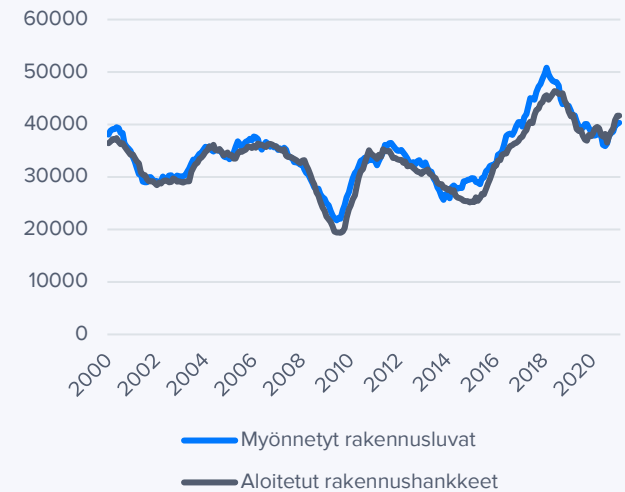
Vuokrien vahvin nousuvauhti on taittunut

Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun ja kaupungistumisen myötä. Tilastokeskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat nousivat viime vuonna koko maan tasolla 1,0%. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat 1,3%, kun muun Suomen osalta päästiin 0,8%:iin.

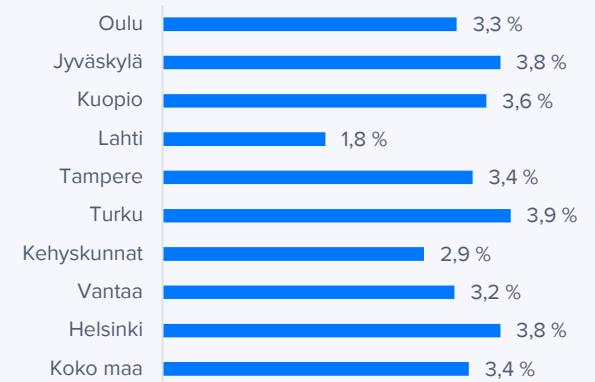
Vuokrakehitysnäkymät ovat kuitenkin painuneet viime kuukausina erityisesti pk-seudulla, jossa vuokra-asuntojen tarjontaa on kasvattanut viime vuosien vilkas rakentaminen sekä Airbnb-asuntojen siirtyminen pidempiaikaiseen vuokramarkkinaan. Pienempiä vuokra-asuntoja on tällä hetkellä vapaana paljon myös muissa opiskelijakaupungeissa, joissa etäopiskelu ja etätö on vähentänyt vuokra-asuntojen kysyntää.

Vuokranantajien jäsenkyselyiden perusteella vuokranantajat ovat koronapandemian seurauksena pidättäytyneet vuokrankorotuksista tavanomaista enemmän, minkä lisäksi matala inflaatio on hillinyt vuokrien nousupaineita. Pellervon Taloustutkimus odottaa viimeisimmässä asuntomarkkinaennusteessaan edellä mainittujen tekijöiden vahvistavan vuokrien nousupaineita kuluvana vuonna erityisesti kasvukeskusten ulkopuolella, jossa vuokrakehitys oli viime vuonna maltillista. Koko maan tasolla PTT ennustaa vapaarahoitteisten asuntojen neliövuokrien nousevan noin 1,4 %.

Asuinrakennusten tarjonta Suomessa (kpl, liukuva 12 kk)

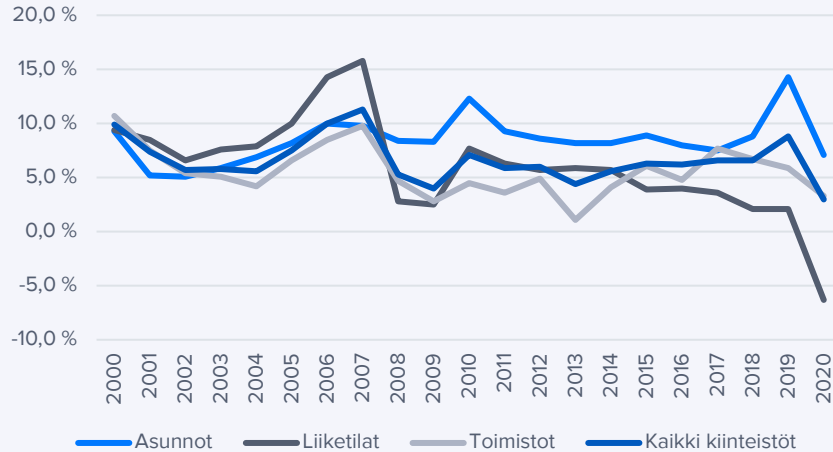


Vapaarahoitteisten asuntojen neliövuokrien kehitys 2015-2020 välillä (CAGR-%)



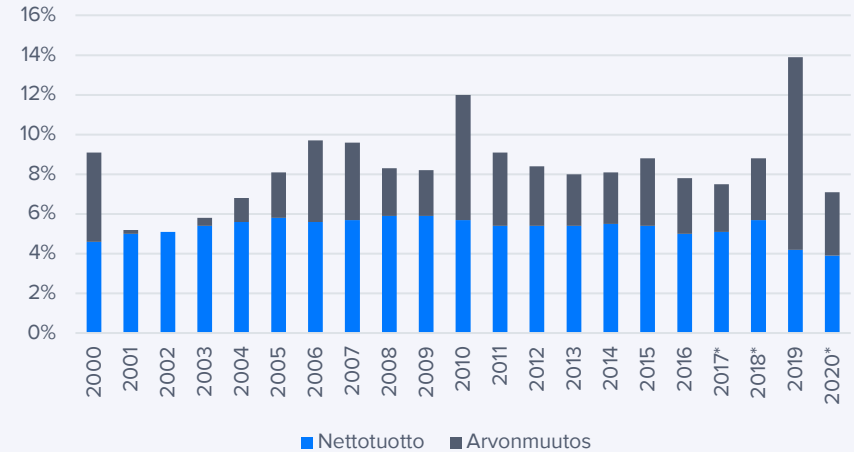
Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



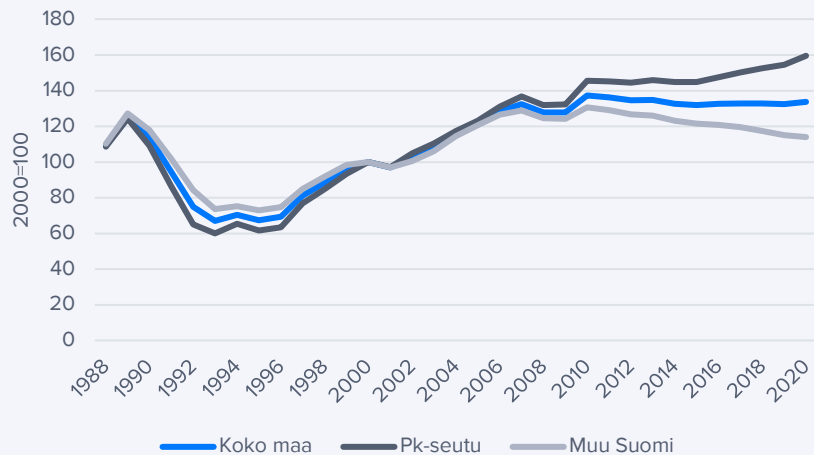
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



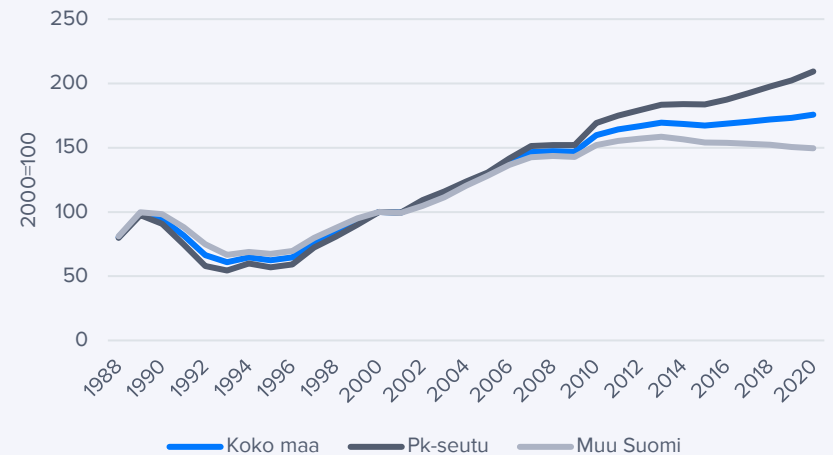
Lähde: KTI, 2017*, 2018* ja 2020* jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhojen osakeasuntojen reaali hinnat



Lähde: Tilastokeskus

Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

Sijoitusprofiili 1/2

Potentiaali

Sijoittajien kannalta Toivossa keskeisin potentiaali liittyy näkemyksemme mukaan seuraaviin tekijöihin.

Vahva hankeputki. Toivolla on merkittävä hankesalkku, jonka käyvän arvon arvioitiin olevan maaliskuun lopussa rakennusvaiheessa olevat kohteet huomioiden lähes 300 MEUR. Merkittävä hankesalkku luo selvää näkyvyyttä lähivuosien kasvulle ja kohteiden onnistunut kehittäminen loisi huomattavaa lisäarvoa osakkeenomistajille.

Rakennuttamistoiminnan kannattavuus. Toivo on saavuttanut historiassa valmiina olevissa asuinkiinteistöissä keskimäärin 28 % kehityskatteen, mikä on toimialan viitekehityksessä erittäin vahva taso. Odotamme rakennuttamistoiminnan kannattavuuden laskevan tulevina vuosina nykyiseltä tasoltaan, mutta mikäli yhtiö kykenisi ylläpitämään tulevina vuosina historiallista kehitysmarginaalia, olisi ennusteissamme selvää nousuvaraa.

Positiiviset arvonkehitysnäkymät. Toivon kiinteistöportfolio keskittyy Suomen asuntomarkkinoiden vetovoimaisimmille alueille, missä mm. kaupungistumiskehitys sekä vahva kuluttaja- ja sijoittakysyntä tukevat yleistä hintakehitystä. Toivon asuntoportfolio (valmiit kohteet) oli arvostettu Q1'21 lopussa laskelmiemme mukaan noin 4,7 % nettovuokratuotolla. Taso on mielestämme absoluuttisesti korkea ja näemmekin tuottovaatimuksessa laskuvaraa. Vertailun vuoksi, yhtiön lähimpien verrokkien Kojamon ja Saton

asuntoportfoliot on arvostettu viimeisimpien tietojen perusteella 4,14-4,3 % painotetulla tuottovaatimuksella (pk-seudun kohteet 3,76-4,0 %).

Kulurakenteen skaalautuminen. Toivon kiinteä kulurakenne on mielestämme suhteellisen kevyt ja pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan skaalautuva. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, etteivät yhtiön kiinteät kulut kasva samassa suhteessa liikevaihdon tai kiinteistöportfolion kasvun kanssa.

Rahoitusvaihtoehtojen monipuolistuminen. First North-markkinapaikalle listautuminen monipuolistaa Toivon rahoitusvaihtoehtoja. Yhtiö on kertonut, että se voi tulevaisuudessa harkita myös velkakirjamarkkinoille osallistumista ja uusien A-enegialuokan kohteiden rakennuttamista ns. green bondeilla.

Kansainvälistyminen. Toivo aloitti vuonna 2020 liiketoiminnan Ruotsissa Tukholman seudulla. Tällä hetkellä Ruotsin liiketoiminta koostuu Suomen kiinteistökehitysliiketoimintaa vastaavan liiketoimintamallin pilotoinnista, eikä Ruotsista ole kertynyt yhtiölle tähän mennessä liikevaihtoa. Kansainvälisiä menestymismahdollisuuksia on toistaiseksi mahdoton arvioida, mutta yhtiön liiketoimintakonseptille voisi näkemyksemme mukaan olla kysyntää myös Tukholmassa, jossa vuokra-asunnoista on ollut vuokrasääntelystä johtuen jo pitkään huutava pula. Suhtaudumme Ruotsin liiketoimintaan tässä vaiheessa kuitenkin lähinnä positiivisena optiona.

Mahdollisuudet

- Vahva hankeputki
- Rakennuttamistoiminnan vahvan kannattavuuden ylläpitäminen
- Kiinteistöportfolion positiiviset arvonkehitysnäkymät
- Kulurakenteen skaalautuminen
- Rahoitusvaihtoehtojen monipuolistuminen
- Kansainvälistyminen

Sijoitusprofiili 2/2

Riskit

Keskeiset riskit koskevat näkemyksemme mukaan puolestaan seuraavia tekijöitä.

Markkinatilanteen heikentyminen.

Asuntomarkkinoiden mahdollinen heikentyminen ja asuntojen hintojen lasku vaikuttaisi Toivon nykyisen kiinteistökannan arvostukseen sekä kiinteistökehityshankkeiden kannattavuuteen. Markkinatilanteen rappeneminen voisi myös heikentää markkinoiden likviditeettiä ja vaikeuttaa yhtiön mahdollisia kiinteistömyyntejä.

Rakennuttamistoiminnan kannattavuus. Toivo on rakennuttanut asuntoja vuoden 2018 lopusta alkaen ja lyhyestä toimintahistoriasta johtuen rakennuttamistoiminnan kestävän kannattavuustason arviointi on vaikeaa. Odotamme kannattavuuden laskevan tulevina vuosina nykyiseltä tasoltaan, mutta mikäli kehitysmarginaalin lasku olisi odotuksiamme voimakkaampaa, kohdistuisi ennusteisiimme luonnollisesti laskupaineita.

Avainhenkilöriskit. Toivossa yksi keskeinen riski liittyy näkemyksemme mukaan avainhenkilöiden vaihtuvuuteen ja pysyvyyteen. Toivon toimintahistoria on varsin lyhyt ja muutamalla avainhenkilöllä on ollut arviomme mukaan keskeinen rooli yhtiön tähänastisessa kehityksessä. Mahdollisilla avainhenkilöiden poislähdöillä voisi olla merkittävä negatiivinen vaikutus yhtiön operatiiviseen kehitykseen.

Korkotason mahdollinen nousu heikentäisi Toivon tulosta ja kassavirtaa nousevien rahoituskulujen kautta. Toivon suurimmat korkoriskit muodostuvat vaihtuvakorkoisista rahoituslainoista. Yhtiö arvioi

vuoden 2020 tilinpäätöksessä, että markkinakorkojen 1%-yksikön nousu nostaisi yhtiön rahoituskuluja noin 0,4 MEUR. Nousevien rahoituskustannusten lisäksi korkotason nousu voisi laskea myös yhtiön kiinteistöjen tasearvoja ja heikentää vakavaraisuutta.

Hankesalkun kohteiden toteutumiseen ja arvostuksiin liittyvät riskit. Toivon hankesalkusta merkittävä osa muodostuu sopimusvaiheessa olevista kohteista, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina ja vuokrattuina noin 232,4 MEUR. Sopimusvaiheessa olevien kohteiden toteutumiseen liittyy kuitenkin oleellista epävarmuutta ja niiden hankkiminen sekä rakennuttaminen voivat peruuntua esimerkiksi sopimusvastapuolesta tai yleisestä markkinatilanteesta johtuen. Sopimusvaiheissa olevien kohteiden arvostus on myös epävarmaa ja subjektiivista ja arviot kohteiden käyvistä arvoista perustuvat Toivon johdon omiin arvioihin kohteiden sijaintialueiden tuottovaatimustasoista.

Rahoituksen saatavuus. Rakennusaikaisen rahoituksen saatavuus on Suomessa viimeisen 12-18 kk:n aikana heikentynyt käsityksemme mukaan selvästi. Rahoitusolojen edelleen tiukentuminen voisi näkemyksemme mukaan vaikeuttaa hankkeiden aloittamista.

Kansainvälistymisen epäonnistuminen. Toivon kansainvälistymiseen liittyy luonnollisesti riskejä ja Ruotsin hankkeissa mahdollinen laajempi epäonnistuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti koko konsernin operatiiviseen kehitykseen. Yhtiö on kuitenkin korostanut mahdollisen kansainvälistymisen tapahtuvan hallitusti ja pienin riskein.



Riskit

- Markkinatilanteen heikentyminen
- Rakennuttamistoiminnan kestävään kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus
- Avainhenkilöriskit
- Hankesalkun kohteiden toteutumiseen ja arvostuksiin liittyvät riskit
- Korkotason mahdollinen nousu
- Rakennusaikaisen rahoituksen saatavuus
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen

Ennusteet 1/6

Ennusteiden lähtökohdat

Keskeisimmät ennusteparametrit Toivon mallinnuksessa koskevat vuotuisia investointeja, ennustamiamme kehitysvoittoja sekä vuokratuottojen, kiinteistöjen hoitokulujen ja yhtiön kiinteän kulurakenteen kehitystä.

Kiinteistöportfolion kasvua koskevat ennusteet perustuvat listautumisesitteestä saataviin tietoihin yhtiön hankekannasta, arvioimiimme vuotuisiin investointitarpeisiin, lähivuosille ennustamaamme kehitysmarginaaliin ja salkun arvonkehitysnäkymiin.

Olemme huomioineet ennusteissamme yhtiön tiedottamat kiinteistömyynnit, mutta emme ole lähteneet ennustamaan mahdollisia tulevia kiinteistömyyntejä ja niistä mahdollisesti syntyviä myyntivoittoja/tappioita. Pidämme kuitenkin hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee lähivuosina myymään vuosittain tietyn määrän valmistuvia kiinteistöjä ja rahoittamaan myynneistä saatavilla pääomilla rakennuttamistoimintaansa.

Odotamme kiinteistöportfolion arvon kohoavan kuluvaan vuonna 109 MEUR:oon

Toivon kiinteistöportfolion arvo oli Q1'21:n lopussa 66,9 MEUR. Q1-katsauskauden jälkeen Toivo on kertonut myyneensä toukokuussa keskeneräisenä yhden kohteen (Timantti), minkä lisäksi yhtiö on sopinut ruotsalaisen Balderin konserniyhtiön kanssa neljän kiinteistön (Korundi, Opaali, Oliiviini ja Sarvik Homes) myynnistä ja kaupan odotetaan toteutuvan marraskuussa. Kokonaisuudessaan tiedotetut myynnit ovat yhteisarvoltaan noin 12

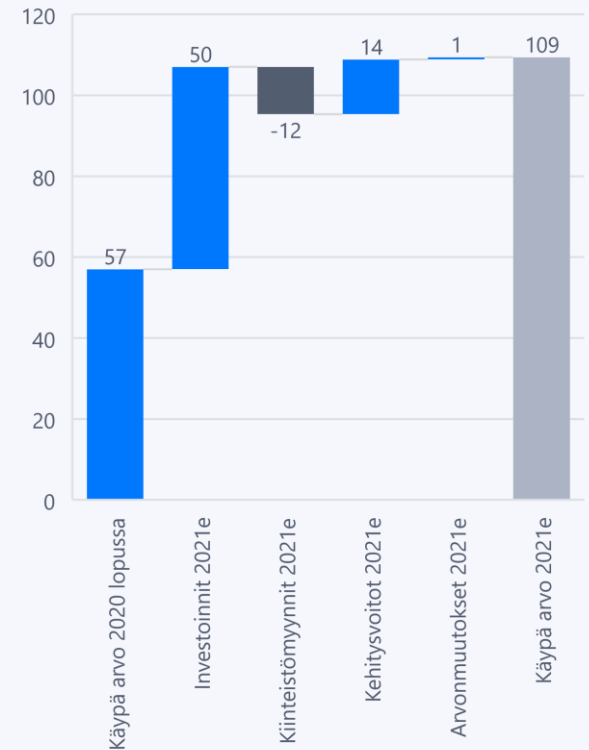
MEUR.

Toivon listautumisesitteessä esitetyissä arviokirjoissa on avattu tarkemmin rakenteilla olevien kohteiden valmiusasteita. Yhtiö kertoo itse listautumisesitteessään, että se odottaa sen rakenteilla olevista 361 asunnosta noin 100 asuntoa valmistuvan kuluvaan vuoden aikana ja näiden käyvän arvon odotetaan olevan noin 21,4 MEUR.

Odotamme edellä mainittujen valmistuvien kohteiden lisäksi rakentamisen etenevän myös muissa keskeneräisessä kohteessa, minkä lisäksi odotamme rakentamisen käynnistyvän useammassa sopimusvaiheen kohteessa. Toivo itse odottaa saavansa kuluvaan vuonna rakennusluvut kohteille, jotka vastaavat käyville arvoiltaan noin 64,8 MEUR.

Kokonaisuudessaan ennustamme Toivon investoivan sijoituskiinteistöihinsä kuluvaan vuonna noin 50 MEUR ja odotamme yhtiön saavan näistä investoinneista noin 27 %:n kehitysvoiton (13,5 MEUR). Kehitysvoiton lisäksi odotamme asuntomarkkinoiden vahvan kehityksen heijastuvan yhtiön kiinteistökannan arvostukseen ja ennustamme yhtiön kirjaavan tätä peilaten kuluvaan vuonna noin 0,6 MEUR:n positiiviset laskennalliset arvonmuutokset. Edellä esitettyjen oletusten perusteella odotamme yhtiön kiinteistöportfolion käyvän arvon kohoavan vuoden lopussa noin 109 MEUR:oon.

Kiinteistöportfolion kasvu 2021e



Ennusteet 2/6

Valokodit Oy:n portfolion myynti painaa vuokratuottoja vuonna 2021

Ennustamme Toivon bruttovuokratuottojen laskevan kuluvana vuonna noin 2,8 MEUR:oon vertailukauden 3,3 MEUR:n tasosta. Laskua selittää viime vuoden marraskuussa tapahtunut Valokodit Oy:n salkun myynti (176 asuntoa ja bruttovuokrat noin 1,4 MEUR), jota kuluvana vuonna valmistuvat kohteet eivät arviomme mukaan ehdi täysimääräisesti paikkaamaan. Kiinteistöjen hoitokulujen odotamme laskevan puolestaan noin 0,6 MEUR:oon (2020: 0,8 MEUR).

Muut tuottorivit sijoitustarinan kannalta vähemmän merkityksellisiä

Toivo aloitti viime vuonna projektinjohtourakointihankkeiden ja rakennuttamispalveluiden myynnin. Projektinjohtourakointihankkeissa Toivo sopii asiakkaan kanssa yleensä asiakkaan omistuksessa olevan kiinteistön rakennusprojektinjohtourakan suunnittelu- ja johtotehtävistä. Yhtiö kertoi 2020 tilinpäätöksessä odottavansa kirjaavan projektinjohtourakointituottoja kuluvana vuonna noin 8 MEUR, minkä lisäksi ennustamme rakennuttamispalveluiden myyntiin liittyvien palkkioiden olevan noin 0,8 MEUR. Näiden tulosvaikutus on käsityksemme mukaan yhtiölle kuitenkin varsin rajallinen ja näin ollen nämä ovat sijoitustarinan kannalta muita tuottoeriä selvästi vähemmän merkityksellisiä. Sijoittajan on hyvä huomata, että Toivo raportoi projektinjohtourakointituottoja vastaavat kulut materiaali- ja palvelukuluissa ja nämä kulut on sisällytetty sivun 26 ennustetaulukossamme Muut kulut-riville.

2021 liikevoittoennusteemme on hieman ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella

Ennustamme Toivon kiinteiden kulujen eli henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen sekä poistojen kasvavan kuluvana vuonna 2,5 MEUR:oon (2020: 1,0 MEUR) ennustamamme henkilöstömäärän kasvun sekä pääasiassa listautumisantiin liittyvien noin 1,0 MEUR:n kertakulujen johdosta.

Edellä esitettyjä ennusteitamme heijastellen odotamme Toivon liikevoiton asettuvan kuluvana vuonna noin 15,3 MEUR:oon. Yhtiö ohjeistaa itse liikevoiton olevan kuluvana vuonna noin 13-16 MEUR ja näin ollen liikevoittoennusteemme on hieman ohjeistushaarukan keskikohdan (14,5 MEUR) yläpuolella. Ennustamme Toivon rahoituskulujen olevan kuluvana vuonna vertailukauden tasolla ja odotamme yhtiön raportoidun EPS:n asettuvan verojen ja vähemmistöjen tulososuuden jälkeen noin 0,22 euroon. Osakekohtaisen NAV:n ennustamme nousevan 0,78 euroon (Q1'21: 0,36e). Ennusteemme eivät huomioi listautumisannin pääjärjestäjä Dansken mahdollista lisäosakeoptiota (0,9 miljoonaa osaketta ja noin 2 MEUR)

Odotamme kehitysinvestointien olevan lähivuosina noin 60 MEUR:n tasolla

Vuosien 2022-24 ennusteemme perustuvat pitkälti arvioihimme rakennus- ja sopimusvaiheen kohteiden valmistumisesta, kohteiden tuomaan vuokratuottovaikutukseen, rakennuttamisliiketoiminnan kannattavuuteen sekä kiinteistöjen ylläpitokulujen ja kiinteän kullurakenteen kehitykseen.

Toivon rakenteilla olevista kohteista valtaosan on määrä valmistua vuoden 2022 aikana ja yhtiö arvioi

itse ensi vuonna valmistuvan 248 asuntoa, joiden käyvän arvon arvioidaan olevan kohteiden valmistuttua noin 45,5 MEUR. Valmistuvien kohteiden lisäksi yhtiö arvioi saavansa vuonna 2022 sekä 2023 rakennusluvut, jotka vastaavat käyville arvoiltaan 76,7 ja 90,9 MEUR. Sopimusvaiheessa olevien kohteiden osalta oletamme, että kohteet valmistuvat keskimäärin noin vuoden kuluttua rakennusluvan saamisesta. Edellä esitettyjen tietojen valossa ennustamme yhtiön kehitysinvestointien olevan 2022-24 välillä noin 60 MEUR vuodessa.

Vuokratuotot kasvavat kehityshankkeiden myötä lähivuosina vahvasti

Odotamme Toivon bruttovuokratuottojen kasvavan tulevina vuosina valmistuvien kohteiden myötä vahvasti ja yhtiön vuokratuotot nousevat ennusteissamme vuoteen 2024 mennessä noin 13,0 MEUR:n tasolle vuoden 2022 6,5 MEUR:n tasosta (2021e: 2,8 MEUR). Yhtiö on itse arvioinut rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevien kohteiden tuottavan niiden valmistuttua noin 14,4 MEUR:n vuotuiset bruttovuokrat. Kun huomioidaan yhtiön raportoimat tämänhetkisen asuntoportfolion vuotuiset vuokratuotot (2,1 MEUR), 4 myydyn kohteen sekä 1 konserniin konsolidoimattoman ARA-kohteen vuokratuottovaikutus (-1,0 MEUR), nousee asuntokannan vuotuinen bruttovuokrapotentiaali rakennus- ja sopimusvaiheessa olevien kohteiden valmistumisen jälkeen arviomme mukaan karkeasti noin 15,5 MEUR:n tasolle. Odotamme edellä mainitun tason olevan relevantti käytännössä vuonna 2025, olettaen viimeisten sopimusvaiheessa olevien kohteiden valmistumisen vuoden 2024 aikana.

Ennusteet 3/6

Kiinteä kulurakenne tarjoaa näkemyksemme mukaan skaalautumispotentialiaa

Ennustamme Toivon omistamien kiinteistöjen ylläpitokulujen kasvavan tulevina vuosina valmistuvien kohteiden mukana. Pidemmällä aikavälillä odotamme suhteellisen hoitokulutason nousevan nykyisestä kiinteistökannan ikääntymisen ja väistämättä eteen tulevien ylläpitokorjausten myötä. Huomautamme, että hoitokulutason liittyy osaltaan epävarmuutta, sillä yhtiö on muuttanut hiljattain tiliointikäytäntöjään, eivätkä vuosien 2019-2020 raportoidut hoitokulutason ole vertailukelpoisia. Näin ollen ennustepoikkeamat hoitokuluissa voivat olla lyhyellä aikavälillä hyvinkin todennäköisiä.

Toivon kiinteä kulurakenne tarjoaa arviomme mukaan suhteellisen selkeää skaalautumispotentialiaa ja näkemyksemme mukaan kulutason kasvu rajoittuu hyvin pitkälti Asuntomestarien rekrytointiin kiinteistökannan kasvun myötä. Rakennuttamisliiketoimintaan ei käsityksemme mukaan kohdistu tulevina vuosina oleellisia rekrytointitarpeita.

Odotamme rakennuttamisen kannattavuuden laskevan nykyiseltä erinomaiselta tasoltaan

Ennustamme Toivon rakennuttamistoiminnan kannattavuuden laskevan lähivuosina nykyiseltä erinomaiselta tasoltaan (historiassa kehitysmarginaali valmiissa asuinkehteissa keskimäärin 28 %) ja ennustamme kehitysmarginaalin asettuvan vuosina 2022-2024 noin 20-25 %:n tasolle. Yhtiöllä on arviomme

mukaan viime vuosina rakennetun merkittävän hankesalkun johdosta kohtuullisen hyvä näkyvyys lähivuosien kehityskatteisiin ja yhtiö on korostanut, ettei se tule toteuttamaan sellaisia kiinteistökehityshankkeita, jotka eivät täytä sille asetettuja tuottotavoitteita.

Odotamme yhtiön kiinteistöinvestointien olevan kuitenkin tulevina vuosina moninkertaiset yhtiön toistaiseksi lyhyen toimintahistorian tasoon nähden (2018-2019: 14-18 MEUR) ja pidämme mahdollisena, että suuremmilla investointivolyyymeilla tietyt kustannustekijät voivat tulla yhtiölle vastaan ja esimerkiksi kilpailukykyisten alihankkijoiden löytäminen voi vaikeutua. Kehityskatteille painetta voivat aiheuttaa arviomme mukaan myös viime aikoina selvästi nousseet rakennuskustannukset.

Pidemmällä aikavälillä markkina tulee näkemyksemme mukaan asettamaan yhtiölle myös tiettyjä pullonkauloja ja pidämme mahdollisena, että esimerkiksi tonttien saatavuus voi vaikeutua Toivon rakennuttamistoiminnan keskittyessä kasvukeskuksiin, joissa kilpailu tonteista rakentajien välillä on kireää. Näkemyksemme mukaan myös yhtiön historiassa nähtyjä yksittäisiä erittäin kannattavia erikoistilanteita (esim. As Oy Helsingin Viikinmäen Portaiden eli nykyisen Helsingin Viikin Loiston hankinta konkurssiin menneeltä rakennusliikkeeltä) voi tulla tulevaisuudessa yhä harvemmin eteen.

Kiinteän kulurakenteen kehitys 2019-2024e



Kehitysinvestoinnit ja ennustettu kehitysmarginaali



Ennusteet 4/6

Portfolion kasvu saa tukea positiivisista arvonkehitysnäkymistä

Toivon kiinteistöportfolio ja hankesalkku keskittyvät Suomen asuntomarkkinoiden vetovoimaisimmille alueille, missä muun muassa kaupungistumiskehitys ja vahva kuluttaja- sekä sijoittakysyntä tukevat asuntojen yleistä hintakehitystä. Pidämme todennäköisenä, että vahvat kysyntäfundamentit tulevat heijastumaan tulevina vuosina positiivisesti myös Toivon kiinteistöportfolion arvostukseen ja odotamme yhtiön olemassaolevan kiinteistökannan käypien arvojen nousevan vuosina 2022-2024 noin 1 %:n vuosittain.

Ennustamme liikevoiton asettuvan vuosina 2022-2024 noin 21-24 MEUR:oon

Kokonaisuudessaan odotamme Toivon liikevoiton asettuvan vuosina 2022-2024 noin 20,8-24,0 MEUR:oon. Odottamamme tulostason taustalla on ennustamme noin 12-15 MEUR:n kiinteistökehityshankkeiden vuotuiset kehitysvoitot, olemassaolevan kiinteistökannan noin 1,1-2,6 MEUR:n positiiviset arvonmuutokset sekä valmistuvien kohteiden myötä kasvavien vuokratuottojen sekä skaalautuvan kulurakenteen johdosta kasvava vuokraustoiminnan tulos. Toivon liiketoiminnan kassavirran (FFO) ennustamme asettuvan vuosina 2022-2024 noin 2,7-4,8 MEUR:oon.

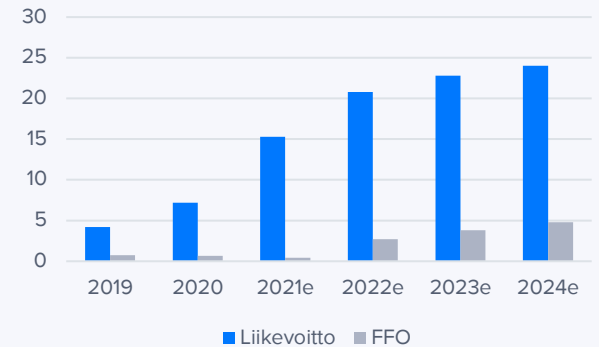
Portfolion arvo nousee noin 336 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä

Edellä esitettyjen ennusteiden perusteella ennustamme Toivon kiinteistöportfolion käyvän arvon kohoavan vuoteen 2024 mennessä noin 336 MEUR:oon ja vastaavasti pitkäaikainen nettovarallisuus saavuttaa noin 100 MEUR:n tason (1,92 euroa/osake). Toivon luototusaste nousee ennusteissamme vuoteen 2024 mennessä noin 58 %:n tasolle, mikä on yhtiön asettaman taloudellisen tavoitteen (alle 60 %) sisällä.

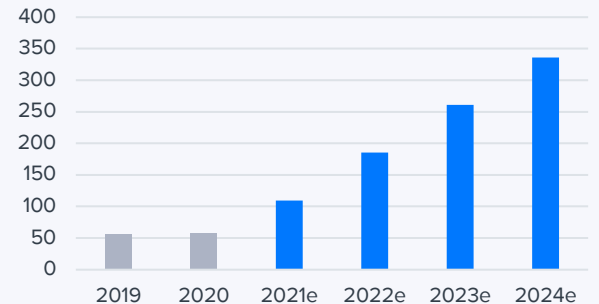
Emme odota voitonjakoa lähivuosina

Emme ennustamme Toivon jakavan lähivuosina osinkoa, sillä odotamme yhtiön investoivan voittovaransa strategiansa mukaisesti takaisin kasvuun. Näkemyksemme mukaan voitonjaosta pidättäytyminen on yhtiön lähivuosien kasvunäkymät huomioiden perusteltua. Pidämme pidemmällä aikavälillä todennäköisenä, että yhtiö tulee palauttamaan kassavirtaa asteittain myös osakkeenomistajien suuntaan.

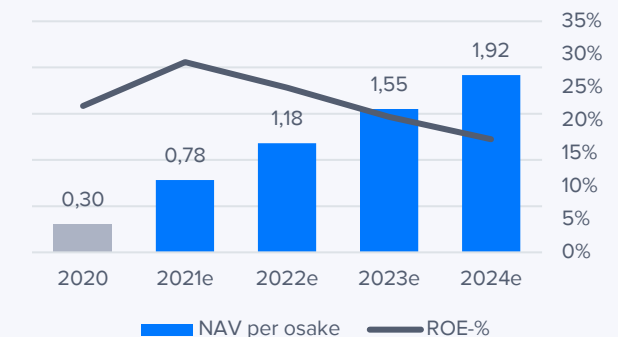
Liikevoitto ja FFO (MEUR)



Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)



NAV per osake ja ROE-%



Ennusteet 5/6

Tuloslaskelma (MEUR)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Vuokratuotot	1,4	3,3	2,8	6,5	9,8	13,0
Projektinjohtourakointi	0,0	0,5	8,0	5,0	5,0	5,0
Rakennuttamispalvelut	0,0	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Kohteiden myynnit	1,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevaihto	3,1	4,2	11,6	12,3	15,6	18,8
Kehitysvoitot	2,9	4,3	13,5	15,0	13,8	12,0
Arvonmuutokset	0,0	0,0	0,6	1,1	1,9	2,6
Luovutusvoitot ja -tappiot	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset sekä luovutusvoitot ja -tappiot yhteensä	2,9	5,6	14,1	16,1	15,7	14,6
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,4	-0,8	-0,6	-1,2	-1,8	-2,4
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7
Muut kulut	-0,8	-1,1	-8,6	-5,0	-5,0	-5,1
Poistot	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Kulut yhteensä	-1,8	-2,7	-10,3	-7,6	-8,5	-9,3
Liikevoitto	4,2	7,2	15,3	20,8	22,8	24,0
Nettorahoituskulut	0,1	-0,7	-0,7	-1,4	-2,4	-3,5
Tulos ennen veroja	4,3	6,5	14,6	19,4	20,4	20,5
Verot	-0,9	-1,4	-2,9	-3,9	-4,1	-4,1
Vähemmistöt	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	3,2	5,0	11,6	15,4	16,2	16,3
Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO)	0,7	0,6	0,4	2,7	3,8	4,8
EPS (raportoitu)	0,07	0,11	0,22	0,30	0,31	0,31
FFO per osake	0,02	0,01	0,01	0,05	0,07	0,09

Ennusteet 6/6

Avainluvut	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Investoinnit sijoituskiinteistöihin	14	18	50	60	60	60
Kehitysmarginaali	-	-	27 %	25 %	23 %	20 %
Kiinteistöportfolion arvo	56	57	109	185	261	336
Nettovelat	34	22	38	92	144	195
Pitkäaikainen nettovarallisuus (NAV)	8	13	41	62	81	100
LTV	60 %	38 %	35 %	50 %	55 %	58 %
Omavaraisuusaste	30 %	43 %	44 %	37 %	32 %	30 %
ROE-%	-	22 %	29 %	25 %	21 %	17 %
NAV per osake	0,17	0,30	0,78	1,18	1,55	1,92
EBITDA	1,3	1,6	1,3	4,9	7,3	9,6
EPS (raportoitu)	0,07	0,11	0,22	0,30	0,31	0,31
FFO per osake	0,02	0,01	0,01	0,05	0,07	0,09
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Osingonjakosuhte (% FFO:sta)	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Toivon arvotusta osien summa -laskelman, verrokkiarvostuksen sekä kokonaistuottoon pohjautuvan arvostuksen kautta. Annamme arvonmäärityksessämme pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä se huomioi mielestämme parhaiten kiinteistökehitys- ja vuokraustoiminnan selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit.

Odotamme Toivon rakennuttamisen kehitysmarginaalin laskevan tulevina vuosina nykyiseltä erinomaiselta tasoltaan ja nykyisten ennusteidemme valossa markkinat antavat rakennuttamistoiminnalle mielestämme tällä hetkellä liian korkean arvon. Nykyistä korkeampi arvostus vaatisi mielestämme taakseen pidempiaikaisia näyttöjä yhtiön rakennuttamiskyvyydestä sekä erinomaisen kehitysmarginaalin ylläpitämisestä ja tämän myötä myös selvästi nykyisiä ennusteitamme voimakkaampaa NAV:n kasvua.

Kokonaisuudessaan osakkeen arvostus on kaikilla käyttämillämme arvostusmenetelmillä haastava ja näkemyksemme mukaan osakkeen riski/tuotto-suhde painuu nykyisellä kurssitasolla heikoksi. Aloitammekin Toivon seurannan 2,2 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Toivon osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

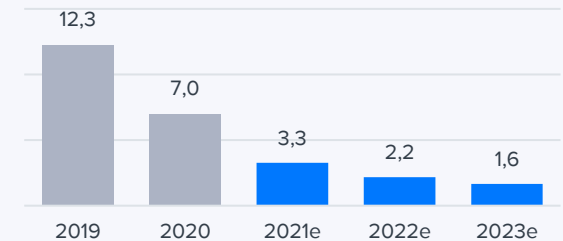
- Viime vuosien vahva track-record
- Rakennuttamistoiminnan vahva kannattavuus
- Moderni ja hyvälle sijainnille keskittynyt kiinteistösalkku
- Portfolion positivist arvonkehitysnäkymät
- Merkittävä hankesalkku, mikä tukee nettovarallisuuden vahvaa kasvua lähivuosina
- Korkea pääoman tuotto
- Suhteellisen kevyt ja skaalautuva kulurakenne

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

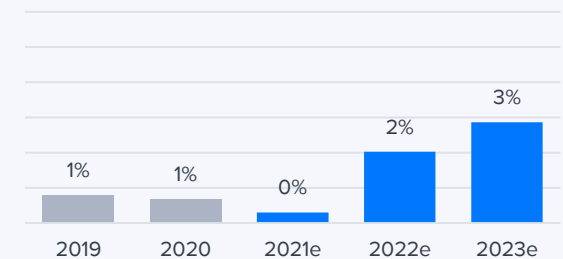
- Lyhyt toimintahistoria
- Liiketoimintamalli nojaa vahvasti rakennuttamisen kehityskatteisiin, jotka ovat herkkiä mm. markkinatilanteelle ja rahoituksen saatavuudelle, mikä näkemyksemme mukaan nostaa yhtiön riskiprofiilia
- Korkea riippuvuus avainhenkilöistä

Arvostus	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,6	2,6	2,6
Markkina-arvo	133	133	133
Nettovelka	38	92	144
EV	188	242	294
P/NAV	3,3	2,2	1,6
P/E (raportoitu)	11,5	8,6	8,2
FFO-tuotto	0 %	2,0 %	2,9 %
Osinkotuotto	0 %	0 %	0 %

P/NAV



FFO-tuotto-%



Huom. 2019-2020 laskettu listautumishinnalla

Arvonmääritys 2/4

Osien summa -laskelma

Annamme Toivon arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle, missä yhtiön arvo jaetaan seuraaviin komponentteihin: 1) kiinteistöt, 2) rakennuttamistoiminta, 3) konsernikulut, 4) nettovelat sekä 5) pääomallinat. Osien summa -laskelmamme antaa Toivon arvoksi noin 2,2 euroa osakkeelta.

Kiinteistöt

Toivon kiinteistöomaisuus voidaan arvostaa mielestämme osien summa -laskelmassa tasearvoon kiinteistöjen riskiprofiili ja tuottotasu huomioiden. Huomioimme osien summa -laskelmassa ennustamamme kuluvan vuoden kehitysinvestoinnit. Näin ollen kiinteistöjen arvo on laskelmassamme vuoden 2021 lopussa 109 MEUR. Pidämme portfolion kasvuun liittyvää riskiä suhteellisen pienenä, sillä yhtiön tase on listautumisen jälkeen vahva ja näkyvyys hankekantaan on käytettävissä olevien tietojen valossa mielestämme varsin hyvä. Näkemyksemme mukaan myös kehitysvoiton suurusluokkaa pystytään haarukoimaan kapean ohjeistushaarukan myötä kohtuullisen luotettavasti.

Rakennuttamisliiketoiminta

Lähestymme Toivon rakennuttamisliiketoiminnan arvoa lähivuosille ennustamamme kehitysmarginaaliin ja vuotuisten kehitysinvestointien kautta. Ennustamme Toivon tekevän lähivuosina (2022-2024) noin 60 MEUR:n vuotuiset kehitysinvestoinnit ja odotamme yhtiön saavuttavan näistä hankkeista keskimäärin 23 %:n

kehitysvoiton. Tämän lisäksi rakennuttamiselle pitää arviomme mukaan kohdistaa karkeasti noin puolet konsernin kiinteistä kuluista (2022e: 0,9 MEUR) ja arvioimme rakennuttamistoiminnan käyttökäteen olevan lähivuosina keskimäärin 12,9 MEUR.

Olemme arvottaneet rakennuttamisliiketoiminnan 5,8x EV/EBITDA-kertoimella, mikä on noin 30 % alle käyttämämme verrokkiryhmän. Näkemyksemme mukaan huomattava alennus verrokkiryhmään on perusteltu rakennuttamisliiketoiminnan suhteellisen pieni koko huomioiden. Vertailun vuoksi, sovelsimme aiemmin pörssistä poistuneelle ja vastaavanlaisella liiketoimintamallilla toimivalle Hoivatiloille tyypillisesti noin 15 % alennusta samaiseen verrokkiryhmään nähden. Selvästi suuremman alennuksen soveltaminen on mielestämme perusteltua, kun huomoidaan Toivon suhteellisen lyhyt rakennuttamishistoria ja se, että asuntopuolella kehityskatteiden saavuttamiseen liittyvä riskiprofiili on nähdäksemme selvästi vähemmän kilpailtua hoivasektoria korkeampi.

Edellä esitetyillä oletuksilla rakennuttamistoiminnan arvoksi muodostuu laskelmassamme 75 MEUR. Arvo on korkea, mutta mielestämme perusteltavissa Toivon rakennuttamisliiketoiminnan tähänastisella vahvalla track-recordilla ja hankekannan lähivuosille tarjoamalla merkittävällä potentiaalilla.

Konsernikulut

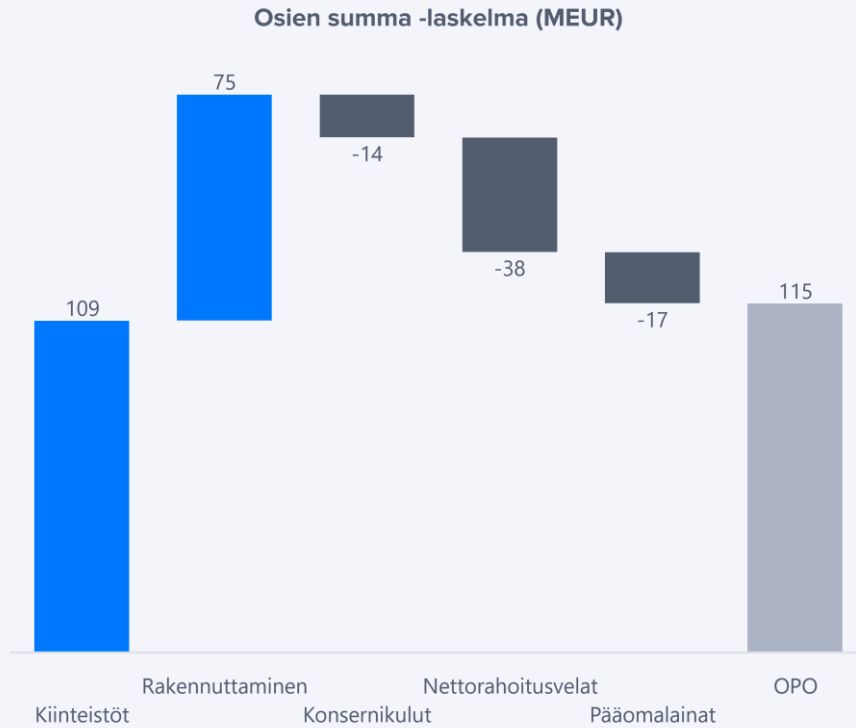
Näkemyksemme mukaan rakennuttamistoiminnalle kohdistamattomat kiinteät kulut tulee mieltää konsernikuluiksi.

Ennustamme näiden kulujen olevan vuonna 2022 noin 0,9 MEUR. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun yhtiölle soveltamallamme WACC:illa (7,1 %) ja 1,0 %:n vuotuisella kasvoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo (NPV) on siten laskelmassamme noin 14 MEUR.

Nettovelka ja pääomallinat

Toivon korolliset nettorahoitusvelat olivat 30,8 MEUR ja listautumisannin jälkeen nettovelkataso asettuu listautumiskulut huomioiden laskelmiemme mukaan noin 19 MEUR:oon (ennen lisäosakeoptiota). Odotamme nettovelkojen nousevan ennustamiemme kehitysinvestointien sekä tiedotettujen kiinteistömyyntien jälkeen vuoden lopussa noin 38 MEUR:oon. Rahoituslaitosvelkojen lisäksi Toivolla on taseessa pääomallainoja lähipiiriltä niiden pääomitetut korot huomioiden 16,9 MEUR:n edestä.

Toivon osien summa -laskelma



Rakennuttamisliiketoiminta	EV/EBITDA
Verrokki	2022e
Lehto	6,6
SRV	11,6
YIT	7,3
JM	12,6
Bonava	10,1
NCC	5,6
Peab	9,1
Veidekke	6,1
Mediaani	8,2
Hankkeita vuodessa (MEUR)	60
Kehitysmarginaali keskimäärin	23 %
Kehityskate	13,8
Kiinteät kulut	-0,9
EBITDA	12,9
Alennus	30 %
Kerroin	5,8
EV	75

Arvonmääritys 4/4

Verrokkiryhmä

Olemme muodostaneet Toivolle verrokkiryhmän, joka koostuu pääasiassa pohjoismaisista asuntosektoriin keskittyneistä kiinteistösijoitusyhtiöistä. Verrokkiryhmää hinnoitellaan vuosien 2021-2022 konsensusennusteilla noin 1,3-1,4x P/NAV-kertoimella, kun Toivolla vastaavat kertoimet ovat ennusteillamme 3,3x-2,2x.

Sijoittajan on hyvä huomata, että Toivon liiketoimintarakenteen eroa näkemyksemme mukaan huomattavasti sektorin keskimääräisestä yhtiöstä. Valtaosa verrokkiryhtiöistä on keskittynyt puhtaasti kiinteistöjen omistamiseen ja vuokraukseen, kun Toivossa rakennuttamisiiketoiminnan suhteellinen koko on selvästi verrokkiryhmää suurempi. Toivo on rakentanut itselleen myös viime vuosina merkittävän hankesalkun, joka ei näy vielä nettovarallisuudessa, mutta jonka johdosta nettovarallisuus tulee arviomme mukaan kasvamaan tulevina vuosina merkittävästi sektoria voimakkaammin. Merkittävän hankesalkun ja verrokkiryhmää nopeammin kasvavan osakekohtaisen NAV:n myötä preemioarvostusta verrokkiryhmään nähden voidaan pitää lähtökohtaisesti perusteltuna, mutta nykyinen preemioarvostus vaatisi näkemyksemme mukaan taakseen selvästi nykyistä korkeampia kasvuennusteita.

Verrokkiryhmän FFO-tuotot ovat konsensusennusteilla vuosille 2021-2022 noin 3,2-

3,5% ja Toivolla vastaavasti 0,3-2,0 % ja näin ollen nykyinen kurssitaso ei saa tukea myöskään myöskään kassavirtaperusteisesta arvostuksesta.

Arvostustason tarkastelu kokonaistuoton ja tuottovaatimuksen kautta

Toivon osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta pitkällä aikavälillä osakekohtaisen nettovarallisuuden kasvusta ja mahdollisista osingoista. Tulevina vuosina osakekohtaisen NAV:n kasvu tulee näyttelemään kokonaistuotossa hallitsevaa roolia, sillä yhtiö investoi strategiansa mukaisesti tulorahoituksen takaisin kasvuun ja osinkoa emme odota yhtiön lähivuosina jakavan.

Arviomme kokonaistuoton NAV:lle olevan pitkällä aikavälillä noin 15 % vuodessa ja 10-11 %:n oman pääoman tuottovaatimusta soveltamalla osakkeen hyväksyttävä P/NAV-kerroin olisi 1,4-1,5x tasolla. Nykyisten ennusteiden valossa (2021e P/NAV 3,3x) osakkeen arvostus on korkea ja näemmekin siinä selvää laskuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus	P/NAV	
	2021e	2022e
Yhtiö		
Kojamo	1,0	1,0
Balder	1,4	1,2
John Mattson	1,4	1,3
K-Fastigheter		
K2A	2,1	1,9
Trianon	1,7	1,6
Wallenstam	1,6	1,5
Irish Residential Properties REIT	1,0	0,9
Ovaro Kiinteistösijoitus	0,7	0,7
Toivo Group (Inderes)	3,3	2,2
Keskiarvo	1,4	1,3
Mediaani	1,4	1,3

Arvostustason tarkastelu kokonaistuoton ja tuottovaatimuksen kautta

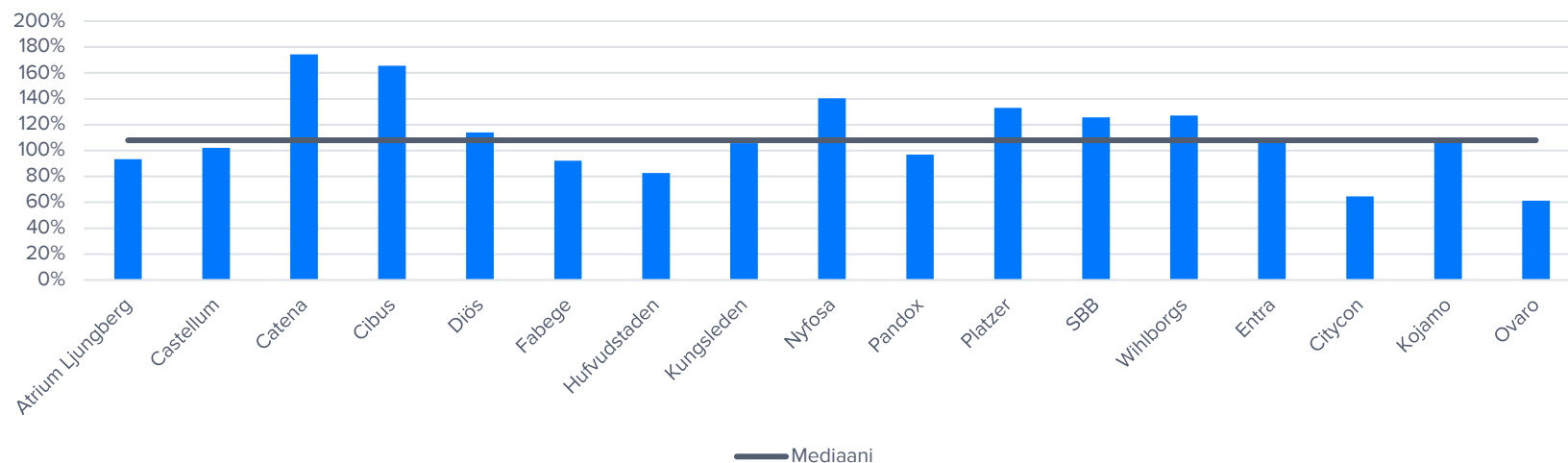
		Kokonaistuotto NAV:lle				
		10,0 %	12,0 %	14,0 %	16,0 %	18,0 %
Tuottovaatimus	8 %	1,3x	1,5x	1,8x	2,0x	2,3x
	9 %	1,1x	1,3x	1,6x	1,8x	2,0x
	10 %	1,0x	1,2x	1,4x	1,6x	1,8x
	11 %	0,9x	1,1x	1,3x	1,5x	1,6x
	12 %	0,8x	1,0x	1,2x	1,3x	1,5x
	13 %	0,8x	0,9x	1,1x	1,2x	1,4x

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E		EBITDA/EV-%		P/NAV		FFO yield-%		Osinkotuotto-%	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Kojamo	19,20	4761	7520	31,5	28,7	3,1	3,3	1,0	1,0	3,4	3,6	2,0	2,2
Balder	573,40	10056	20745	24,6	22,2	2,9	3,2	1,4	1,2	4,2	4,4		
John Mattson	158,20	514	877	46,1	36,0	1,9	2,3	1,4	1,3				
K-Fastigheter	62,60	1290	1595	87,9	63,7	1,3	1,8						
K2A	302,00	466	850	16,4	21,0	1,5	2,4	2,1	1,9	0,3	1,2	0,1	0,2
Trianon	193,50	708	1289	33,9	27,8	2,9	3,2	1,7	1,6			1,1	1,2
Wallenstam	146,90	4368	7169	31,2	32,4	2,1	2,3	1,6	1,5	2,9	3,4	1,1	1,2
Irish Residential Properties REIT	1,59	850	1387	23,1	21,5	4,1	4,3	1,0	0,9			3,8	4,0
Ovaro Kiinteistösijoitus	3,80	37	76					0,7	0,7				
Toivo Group (Inderes)	2,55	133	188	11,5	8,6	2,0	2,5	3,3	2,2	0,3	2,0	0,0	0,0
Keskiarvo				36,8	31,7	2,5	2,9	1,4	1,3	2,7	3,1	1,6	1,8
Mediaani				31,4	28,3	2,5	2,8	1,4	1,3	3,2	3,5	1,1	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				-63 %	-69 %	-19 %	-12 %	137 %	69 %	-90 %	-42 %	-100 %	-100 %

Lähde: Refinitiv / Vara Research / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Pohjoismaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden arvostus suhteessa EPRA-nettovarallisuuteen



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	56,0	57,3	110	186	261
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	55,7	57,0	109	185	261
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	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,9	6,5	11,0	6,2	7,7
Vaihto-omaisuus	1,0	0,5	0,7	0,7	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	2,9	1,7	1,8	2,3
Likvidit varat	3,4	3,2	8,6	3,7	4,7
Taseen loppusumma	61	64	121	192	269

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	18,0	27,3	53,1	70,7	87,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	5,7	10,5	22,1	37,5	53,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	11,1	15,7	29,9	32,1	32,2
Vähemmistöosuus	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	16,6	28,2	49,3	100	154
Laskennalliset verovelat	1,2	2,0	4,8	8,0	11,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	15,4	26,2	44,6	92,0	143
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	26,2	8,4	18,3	21,3	28,1
Lainat rahoituslaitoksilta	22,8	1,0	1,9	3,8	6,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,4	7,4	16,4	17,5	22,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	61	64	121	192	269

Liite: Toivon kiinteistöportfolio

Kohde	Sijainti	Rakennusvuosi	Asuntojen lkm	Vuokrattava pinta-ala (m ²)	Huoneistojen keskikoko (m ²)	Käypä arvo (MEUR)	Arvostus EUR/m ²	Bruttovuokrat (TEUR/vuosi)	Nettotuotto investointiarvolle
Korundi, Opaali, Oliiviini	Espoo	2019	34	2 294	67	6,3	2 746	410	5,3 %
Aarre	Hämeenlinna	2019	28	1 049	37	3,4	3 241	230	5,5 %
Block	Espoo	2021	16	968	61	4,3	4 442	220	6,7 %
Loisto	Helsinki	2019	26	1 163	45	5,7	4 901	270	7,7 %
Sarvvik Homes	Kirkkonummi	2020	21	900	43	3,7	4 111	180	6,1 %
Smaragdi	Espoo	2020	9	351	39	1,5	4 274	90	6,4 %
Garden	Järvenpää	2020	79	2 666	34	12,1	4 539	710	6,9 %
Valmiit asuinkohteet yhteensä			213	9 391	44	37,0	3 940	2 110	6,4 %
Kaupalliset kiinteistöt ja tontit				7 360					
Rakenteilla olevat				14 661					
Koko portfolio				31 412					

Lähde: Toivo Group

Liite: Rakenteilla olevat kohteet

Kohde	Sijainti	Arvioitu valmistuminen	Asuntojen lkm	Vuokrattava pinta-ala (m2)	Huoneistojen keskikoko (m2)	Arvioitu arvo valmistuneena (MEUR)	Arvostus (EUR/m2) valmistuneena	Arvo 31.3.2021 (MEUR)	Vuokra-arvo-arvio (TEUR/v)
Ylämylly	Espoo	Q2'2022	127	4453	35	21,8	4 896	2,2	1188
Rykmentinpuisto	Tuusula	Q4'2021	21	850	40	2,8	3 294	0,4	172
Vesiratas	Espoo	Q1'2022	55	2909	53	14,6	5 019	1,7	757
Marjamäki	Turku	Q4'2021	19	570	30	2,5	4 386	1,2	209
Heinäketo	Turku	Q4'2021	16	1044	65	3,4	3 257	0,2	158
Uluru	Turku	Q1'2022	66	2364	36	9,1	3 849	0,9	496
Timantti	Turku	5/2021	8	550	69	1,8	3 273	1,7	120
Fabriikki	Nokia	4/2021	49	1922	39	6	3 122	5,8	320
Rakenteilla olevat yhteensä			361	14661	41	62	4 229	14,1	3420

Liite: Sopimusvaiheessa olevat kohteet

Kohde	Sijainti	Tontin omistus	Kaavoitus käynnissä	Kaavoitus lainvoimainen	Rakennuslupa	Arvioitu arvo valmistuneena (MEUR)
Syreeni	Viertola, Vantaa	100 %	x	x	2021	4,6
Toivo Studios	Leppävaara, Espoo	50 %	x	x	2021	11,7
Nalle	Sarfvik, Kirkkonummi	Vuokra	x	x	2021	15,2
Studios	Asola, Vantaa	Vuokra	x	x	2021	4,2
Wood & Terrace	Saunalahti, Espoo	Osto rakennusluvun jälkeen	x	x	2021	11,8
Augustus	Hervanta, Tampere	Vuokra	x	x	2021	9,7
Vaahtera	Vartiokylä, Helsinki	100 %	x	x	2021	8,7
Asemavartija	Kilo, Espoo	100 %	x	2021	2022	21,5
Rasminranta	Rastila, Helsinki	Osto kaavoituksen valmistuttua	x	2021	2022	21,1
Halsuantie	Kannelmäki, Helsinki	Osittain maksettu	x	2022	2022	33,9
Pukinpiennar	Pukinmäki, Helsinki	Tontin osto kaavoituksen valmistuttua	x	2022	2023	24
Simakuja	Puistola, Helsinki	Tontin osto kaavoituksen valmistuttua	x	2022	2023	20,6
Halistentie	Myllypuro, Helsinki	Tontin osto kaavoituksen valmistuttua	x	2022	2023	12,6
Värisuora	Vartiokylä, Helsinki	Tontin osto kaavoituksen valmistuttua	x	2022	2023	22,2
Vanhakartano	Espoo	Tontin osto kaavoituksen valmistuttua	x	2022	2023	10,6
Soimuvaiheessa olevat yhteensä						232,4

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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), 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 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien 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
14.6.2021	Myy	2,20 €	2,55 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**