

# Investors House

Yhtiöraportti

12/2019

# Näkyvyys kasvuun on parantunut

Toistamme Investors Housen (IH) 6,90 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. IH:n kasvunäkymät ovat mielestämme yhtiön hankekannan, Palvelut-segmentin kasvupanostusten ja suhteellisen vahvan taseen myötä hyvät ja odotamme yhtiön yltävän lähivuosina lähelle 10 %:n kokonaistuottotavoitettaan. Ovaro-omistuksesta irtaantuminen tulee todennäköisesti aiheuttamaan kirjanpidollisen tappion yhtiölle, mutta ennustamme vahva tuloskasvu yhdessä arvostustason nousuvaran kanssa tarjoavat kohtuullisen tuotto-odotuksen sijoittajille.

## Kiinteistöalan aktiivinen sijoitusyhtiö

Investors House (IH) on alun perin vuonna 1988 perustettu kiinteistöalan aktiivinen sijoitusyhtiö, jonka keskeinen tavoite on omistaja-arvon kasvattaminen. IH toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa, ja se voi allokoida pääomia arvoketjussa kulloisenkin näkemyksen mukaisesti optimaalisen omistaja-arvon luomiseksi. Liiketoiminnot organisoidaan erillisiin tytä- ja osakkuusyhtiöihin tai sijoituksiin. Yhtiö raportoi erikseen Kiinteistöt- ja Palvelut-segmenttien tuloksen. Kiinteistöt -segmenttiin kuuluvat yhtiön omassa taseessa olevat kiinteistösijoitukset ja Palvelut-segmenttiin kuuluvat rahasto- ja kiinteistövarallisuuden hoidon palvelut.

## Yhtiö toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa

IH erottautuu pelkästä osta ja pidä -kiinteistösijoitusyhtiöstä erityisesti sillä, että IH toimii koko arvoketjussa aina tontin hankinnasta, rakennuttamisesta ja omistamisesta kiinteistövarallisuuden hoitoon ja kiinteistörahastojen hallinnointiin. Tämä tarjoaa useampia kasvumahdollisuuksia ja mahdollistaa yhtiön tavoitteleman vähintään 10 %:n kokonaistuoton saavuttamisen. Toimintamallinsa johdosta yhtiö pystyy hyödyntämään tehokkaasti markkinoilla avautuvia mahdollisuuksia ja allokoimaan pääomia parhaaksi katsomallaan tavalla.

## Odotamme IH:n kannattavuuden nousevan lähivuosina Ovaro-omistuksesta irtaantumisen myötä

Vuodesta 2018 alkaen IH:n oman pääoman tuotto heikentyi tällä hetkellä epäonnistuneelta vaikuttavan Orava Asuntorahaston (nyk. Ovaro Kiinteistösijoitus) 25 %:n osuuden hankinnan takia. IH jakoi osan Ovaro-omistuksestaan sen osakkeenomistajille joulukuussa 2019 ja se on viestinyt aikovansa irtaantua myös jäljellä olevasta Ovaro-omistuksesta. Irtaantuminen tulee todennäköisesti aiheuttamaan laskennallisen (ei kassavirallisen) tappion IH:lle, mutta odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan irtaantumisen myötä. IH:lla on näkemyksemme mukaan suhteellisen vahvan taseen, Palvelut-segmentin kasvupanostusten ja korkean hankekannan (noin 61 MEUR) myötä hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvua lähivuodet.

## Arvostustasossa on selvää nousupotentiaalia mikäli kasvuennusteemme toteutuvat

IH:n arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan mm. kohtuullisen hyvä track record omistaja-arvon kasvattamisen ja liiketoiminnan kannattavan kasvun osalta sekä yhtiön tämänhetkiset myönteiset kasvunäkymät. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan osakkuusyhtiö Ovaroon liittyvät riskit, yhtiön edelleen suhteellisen pieni koko, riippuvuus avainhenkilöstöstä ja osakkeen suhteellisen pieni likviditeetti (vaihtomäärä) pörssissä. Eri arvonmääritysmenetelmien vaihteluväli yhtiön osakkeen käyväksi arvoksi on 6,9-8,8 euroa. Näkemyksemme mukaan IH:n osakkeen käypä arvo on 6,9 euroa. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat.

## Analytiikko



Jesse Kinnunen

+358 503738027

jesse.kinnunen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: Lisää



### 6,90 EUR

Edellinen: 6,90 EUR

Osakekurssi: 6,50 EUR

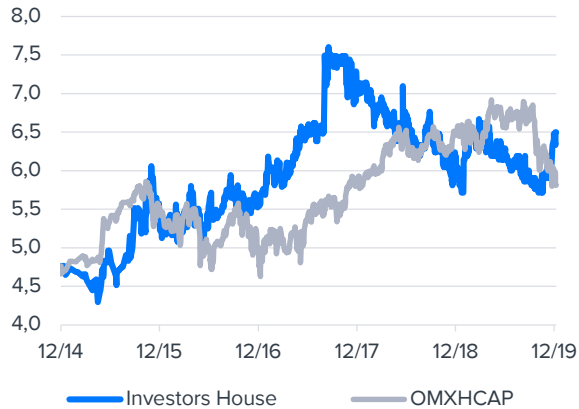
Potentiaali: +6,2 %

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	8,3	11,1	12,8
Nettotuotot	4,2	6,0	8,1
Käyvän arvon muutos	0,9	0,1	2,1
Nettotulos	2,5	2,6	4,7
Oper. Tulos (EPRA)	2,7	2,8	3,4
EPS	0,41	0,44	0,78
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,45	0,46	0,57
Osinko per osake	0,23	0,25	0,27
Kiinteistöjen arvo	71	100	113
EPRA NAV per osake	8,1	7,9	8,4
Oman pääoman tuotto-%	5 %	6 %	10 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	3,9 %	4,1 %
Omavaraisuusaste-%	53 %	51 %	48 %

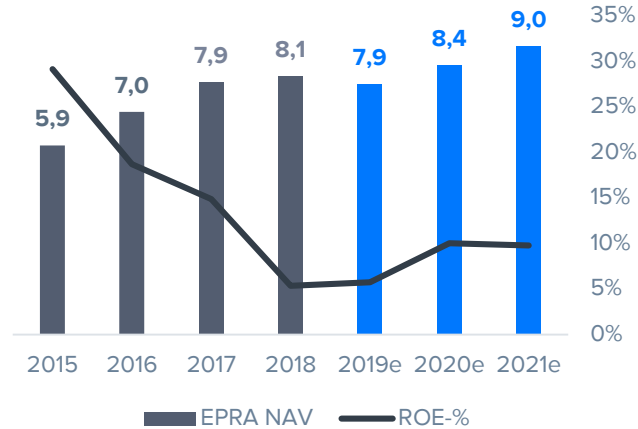
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

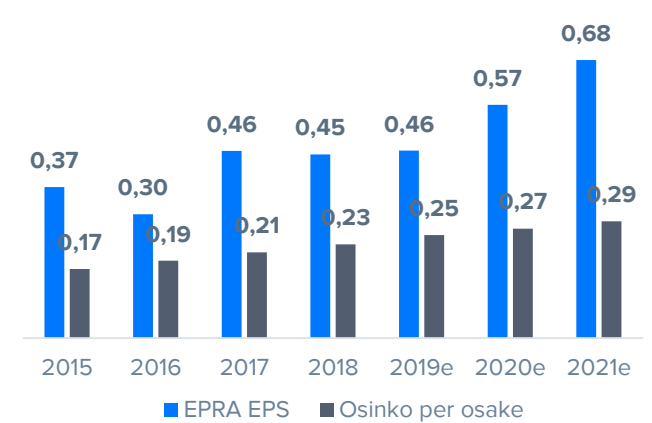


Lähde: Thomson Reuters

## EPRA NAV per osake ja ROE-%



## Operatiivinen EPS ja osinko per osake



### Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku

### Riskitekijät

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen vähäistä

### Arvostus

- Eri arvonnäytelmämenetelmät antavat osakkeen arvoksi 6,9-8,8 euroa
- Perustamme näkemyksemme käyvistä arvosta pääasiassa osien summa -laskelmaan, jonka mukaan osakkeen arvo on noin 6,9 euroa

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-13</b>
Historiallinen suorituskyky	<b>14-18</b>
Markkinakatsaus	<b>19-21</b>
Strategia	<b>22-23</b>
Ennusteet	<b>24-31</b>
Arvonmääritys	<b>32-35</b>
Taulukot	<b>36-41</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>42</b>

# Investors House lyhyesti

Investors House on kiinteistöalan sijoitusyhtiö, jonka keskeinen tavoite on omistaja-arvon kasvattaminen. Yhtiö toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa.

## 1988

Perustamisvuosi

## 1989

Listautuminen

## 2,0 MEUR (+8 % vs. Q1-Q3 2019)

Operatiivinen EPRA tulos Q1-Q3 2019

## 115,7 MEUR (+43 % vs. Q3 2018)

Taseen loppusumma Q3 2019 lopussa

## 5,9 %

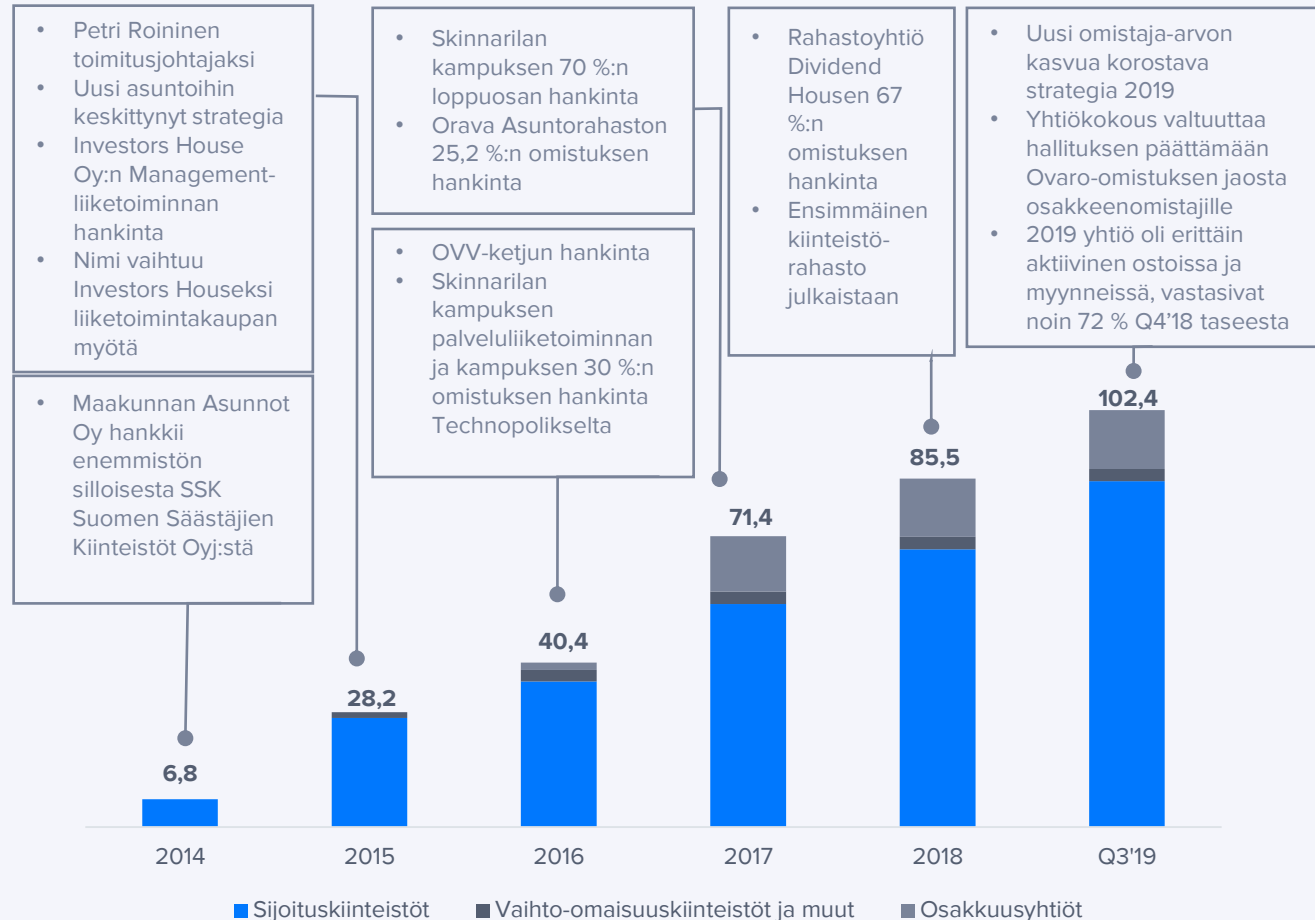
Nettotuotto-% Q3 2019 lopussa

## 17

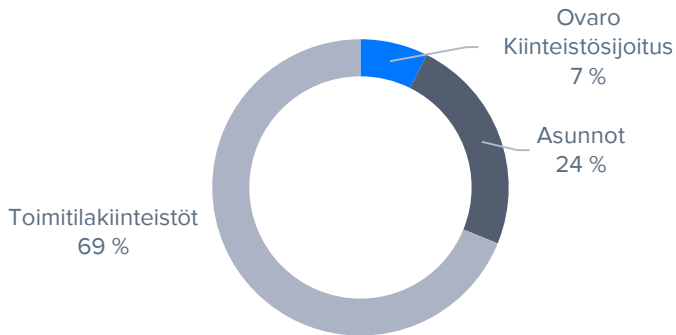
Henkilöstö vuonna 2018 keskimäärin (lisäksi franchising-toiminnoissa 40)

## 54 %

Omavaraisuusaste-% Q3 2019 lopussa



## Kiinteistöt (Q4'19e)\*



\*Inderesin arvio. IVH Kampus konsolidoitu 100 %

## Aktiivinen arvonluonti



## Liiketoimintaidea

Investors House -konsernilla on kaksi liiketoimintasegmenttiä: oman taseen sijoituksista muodostuva Kiinteistöt ja palveluliiketoiminnasta muodostuva **Palvelut**. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tuottaa sellaista lisäarvoa, että osakkeenomistajan vuotuinen osingosta ja osakkeen arvonkehityksestä muodostuva kokonaistuotto olisi vähintään **10 %**

### Investors House

Kaikki mitä kiinteistösijoittaja tarvitsee – Investors House  
Listattu kiinteistöosake. Uusien sijoitusasuntojen rakennuttaminen. Sijoitusasunnon osto, vuokraus, hoito ja myynti. Raha. Sijoitusasuntojen markkinapaikka.

- Omistaja-arvoa korostava strategia
- Kiinteistösijoittamisen koko arvoketjun hallussa
- Kasvuyhtiö
- Taloudellisesti sitoutunut johto ja yrittäjämäinen toimintatapa

## Palvelut

### Kiinteistövarallisuudenhoito



### Rahastot

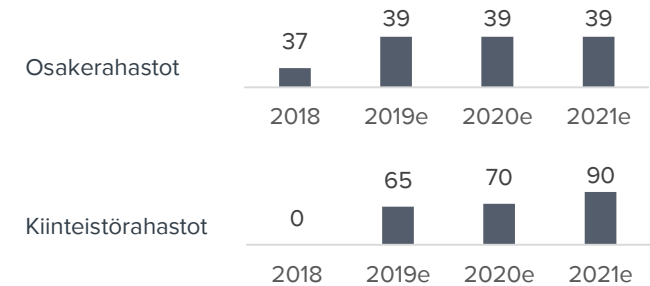


### Investors House

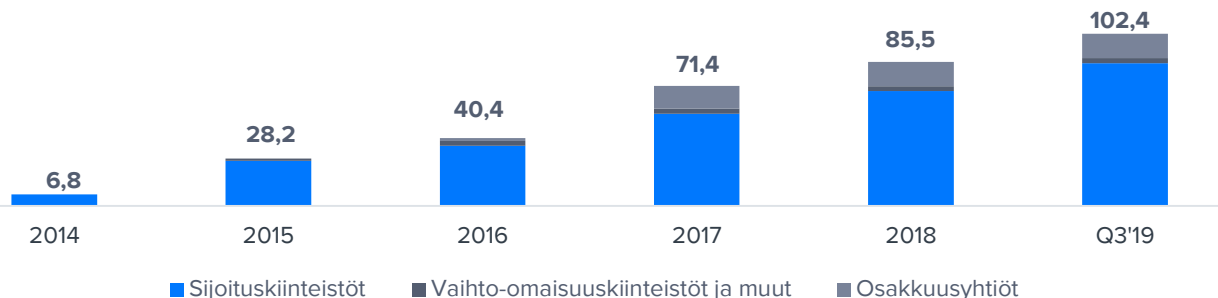
Investors House Oy:n  
Management-liiketoiminta



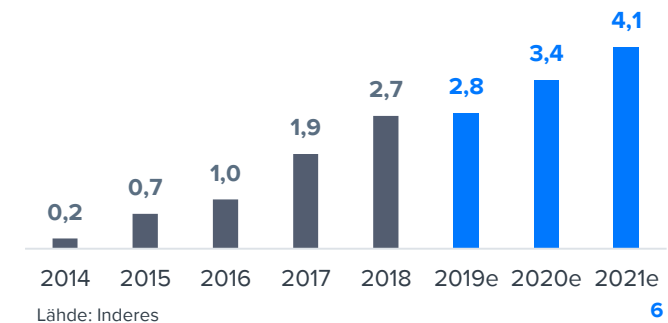
## Hallinnoitava varallisuus (GAV) 100 MEUR (Q3'19)



## Kiinteistöportfolion käypä arvo yhteensä (MEUR)



## EPRA tulos 2,8 MEUR (2019e)



Lähde: Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Kiinteistöalan sijoitusyhtiö

Investors House (IH) on alun perin vuonna 1988 perustettu kiinteistöalan aktiivinen sijoitusyhtiö, jonka keskeinen tavoite on omistaja-arvon kasvattaminen. IH toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa ja se voi allokoida pääomia arvoketjussa kulloisenkin näkemyksen mukaisesti optimaalisen omistaja-arvon luomiseksi. Liiketoiminnot organisoidaan erillisiin tytä- ja osakkuusyhtiöihin tai sijoituksiin. Yhtiö raportoi erikseen Kiinteistöt- ja Palvelut-segmenttien tuloksen. Kiinteistöt -segmenttiin kuuluvat yhtiön omassa taseessa olevat kiinteistösijoitukset ja Palvelut-segmenttiin kuuluvat rahasto- ja kiinteistövarallisuuden hoidon palvelut.

Konserni muokkautui nykyiseen muotoonsa vuosien 2014-2018 kokoamistyön jälkeen. Kokoamiseen sisältyi useita apporttina tehtyjä osakeanteja, yrityskauppoja ja kiinteistökauppoja. Vuoden 2019 strategiapäivityksessä IH kertoi, ettei se tavoittele enää absoluuttista kasvua, vaan keskittyy omistaja-arvon kasvattamiseen.

### Kiinteistöt

Kiinteistöt-segmentti koostuu IH:n kokonaan tai osittain omistetuista kiinteistöistä sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeista. Tämän hetkiset omistukset käsittävät suoraan omistettuja asuntoja ja toimitilakiinteistöjä, 50 %:n osuudella omistetun IVH Asunnot Oy:n, IVH Kampus toimitilarahaston omistusosuuden (51 %) ja osakkuusyhtiö Ovaro Kiinteistösijoitus Oy:n noin 20 %:n omistusosuuden. Segmentin toiminta on logiikaltaan sijoitus- ja kehitystoimintaa.

Yhtiön kiinteistöportfolion kohteet (pl. Ovaro) ovat pääosin uudehkoja, vuoden 1990 jälkeen

rakennettuja tai peruskorjattuja kiinteistöjä, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja suurissa yliopistokaupungeissa. Investors Housen kiinteistöportfolion käypä arvo Q3'19 lopussa oli noin 102 MEUR (sisältäen osakkuusyhtiöt) ja yhtiön koko sijoitussalkun (sisältäen palveluliiketoiminnan) nettotuottoprosentti oli Q3'19 lopussa vuositasolle skaalattuna noin 5,9 %.

### Palvelut

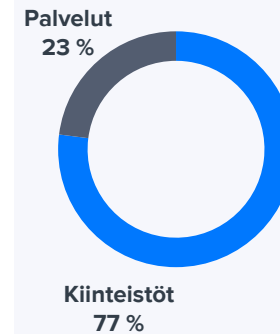
Palvelut-segmentti muodostuu kiinteistö- ja osakerahastoja hallinnoivasta Dividend Housesta sekä kiinteistövarallisuuden hoitamista ja johtamista koskevista palveluista eli Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy:stä. Kiinteistövarallisuudenhoito käsittää transaktio- ja rahoitusjärjestelyt, kiinteistöjohtamispalvelut, isännöinti- ja hallintopalvelut, vuokrauspalvelut, toimitilapalvelut sekä OVV-ketjun Franchise-toiminnan.

Palveluliiketoiminta tarjoaa yhtiölle suhteellisen matalariskistä lisätuottoa ilman merkittäviä pääomapanostuksia ja lisäksi se mahdollistaa synergiaetujen saavuttamisen omien kiinteistöomistusten hallinnoinnin kanssa. Palveluiden merkitys on kasvanut merkittäväksi, sillä tämän segmentin liikevaihdon osuus koko yhtiön liikevaihdosta oli 23 % Q1-Q3 2019 aikana ja vastaava osuus liikevoitosta oli noin 19 %.

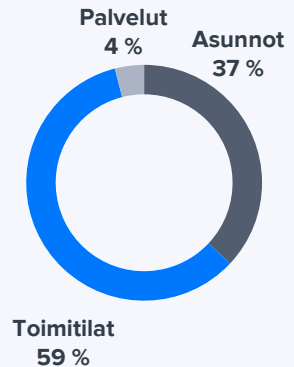
### Yhtiön johto ja hallitus

IH:n toimitusjohtaja toimii DI Petri Roininen. Yhtiön palveluksessa oli vuonna 2018 17 henkilöä, minkä lisäksi OVV-ketjussa toimii yhtiön mukaan noin 40 henkilöä. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Tapani Rautiainen (HPJ), Mikael Grönroos, Pekka Komulainen, Timo Rantala ja Taina Ahvenjärvi.

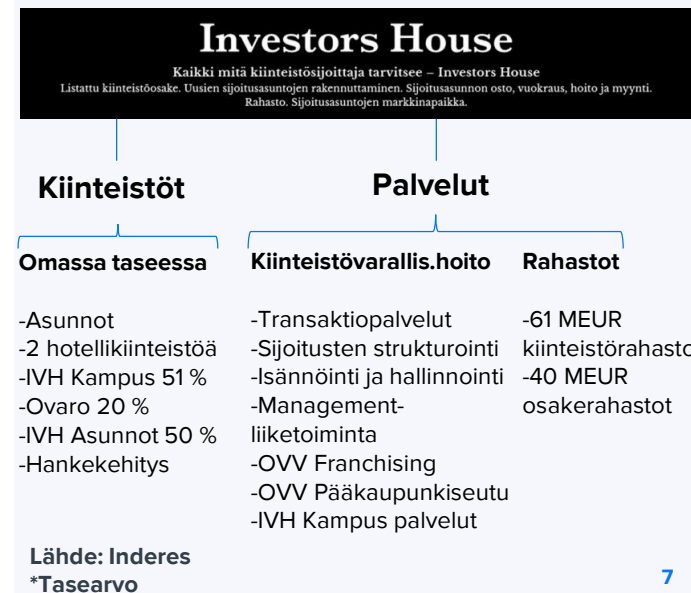
## Q1-Q3'19 liikevaihto



## Q3'19 sijoitukset\*



## Konsernirakenne Q3 2019



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Liiketoiminta perustuu kassavirtaperusteisiin nettotuottoihin ja arvonmuutoksiin

Investors Housen tuotot voidaan jakaa kahteen osaan: nettotuottoihin ja käyvän arvon muutoksiin. Yhtiön nettotuotot ovat kassavirtaperusteisia tuottoja, mitkä koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, sekä palveluliiketoiminnan hallinnointi- ja palvelumaksuista. Käyvän arvon muutokset puolestaan muodostuvat kiinteistöjen osto- ja myyntitoiminnasta, hankekehityksestä sekä kiinteistöjen aktiivisista arvonkehitystoimista.

## Omistettujen kiinteistöjen vuokratuotot

Investors Housen vuokratuotot koostuvat yhtiön omistamien kiinteistöjen vuokratuotoista. Kiinteistöjen kirjanpito on osittain ulkoistettu ja paikallinen kiinteistövälittäjä tai OVV-ketju hoitavat tyhjen asuntojen vuokrauksen. Yhtiö hoitaa isännöinnin ja muun hallinnoinnin pääsääntöisesti 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 palveluliiketoiminnan kanssa.

## Aktiivinen arvonluonti

IH:n kiinteistöjen aktiivinen arvonkehitys tarkoittaa omistaja-arvon luomista aktiivisilla toimenpiteillä. Näitä ovat mm. kiinteistöjen ostaminen ja myyminen, erilaiset toimenpiteet nettotuottojen kasvattamiseksi sekä sijoituskohteiden strukturointi. Yhtiö pyrkii ostamaan kerralla kokonaisia kohteita (esim. kokonaisia kerrostaloja) ja saavuttamaan näillä

ostoilla ns. tukkualennuksen. Lisäksi yhtiö tekee kiinteistöjen hankekehitystä. Kehittämällä itse kiinteistösijoituskohteita yhtiön on mahdollista saavuttaa korkeampi pääoman tuotto verrattuna ”osta ja pidä” kiinteistösijoittamiseen.

## Palveluliiketoiminta

Investors Housen Palvelut-liiketoiminta muodostuu rahasto- ja kiinteistövarallisuuden hoidon palveluista. Segmentin toiminta on logiikaltaan asiantuntijapalvelujen liiketoimintaa.

**Kiinteistövarallisuudenhoito** palvelee yritys- ja yksityisasiakkaita tarjoten mm. kiinteistökauppoja, rahoitusjärjestelyjä, kiinteistöjohtamista, isännöintiä ja taloushallintoa sekä vuokravälitystä koskevia palveluja. Tämän liiketoiminnan rungon muodostaa 2015 liiketoimintakaupalla hankittu Investors Housen Management-liiketoiminta, jota on sittemmin laajennettu ja täydennetty mm 2016 OVV-ketjun hankinnalla. IH omistaa myös suoraan OVV:n Pääkaupunkiseudun toimipisteen. OVV:lla on toimipiste 11 eri kaupungissa ja se solmi vuonna 2018 noin 4300 vuokrasopimusta. Lisäksi OVV:lla oli lokakuussa 2019 lähes 2300 asuntoa sen kokonaispalvelusopimuksen alla.

OVV-ketjun ansiosta IH:lla on vahva paikallinen markkinatuntemus ja se pystyy hyödyntämään ketjua oman taseensa kiinteistöjen vuokraukseen. Kiinteistövarallisuudenhoito sisältää myös vuoden 2016 lopussa Technopolikselta hankitun noin 24 000 neliön Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen managerointisopimukset sekä koko kampuksen palveluliiketoiminnan. Näiden lisäksi Kiinteistövarallisuudenhoito sisältää Investors

House Oy:ltä vuonna 2015 hankitun Management-liiketoiminnan. Investors House on aikaisemmin kehittänyt ”avaimet käteen” -periaatteella liiketila- ja asuntosijoituskohteita alkaen tontin hankinnasta rahoituksen keräämisestä ja rakennuttamisesta päätyen täysin valmiiseen kiinteistöön ja sen vuokralaishallinnointiin asti. IH:n tuotot näistä toiminnoista ovat hankekehittämisspalkkioita, rakennuttamispalkkioita, voitto-osuuspalkkioita ja hallinnointipalkkioita.

**Rahastoliiketoiminta** muodostuu kiinteistö- ja osakerahastoja hallinnoivasta Dividend Housesta (DH). IH osti huhtikuussa 2018 67 % osuuden vuonna 2009 perustetusta osinkosijoittamiseen keskittyneestä rahastoyhtiö Dividend Housesta. Loput 33 % yhtiöstä omistavat yhtiön työntekijät. DH:lla on kaksi osakerahastoa ja näiden hallinnoitava varallisuus (AUM) oli lokakuun 2019 lopussa noin 40 MEUR. Lisäksi yhtiöllä on vuonna 2018 julkaistu ammattimaisille sijoittajille suunnattu toimitilakiinteistörahoitus, jonka hallinnoitava varallisuus (GAV) on noin 61 MEUR. IH omistaa itse 51 % tästä rahastosta. Joulukuussa 2019 DH käynnisti sen toisen kiinteistörahoituksen.

Käytännössä palveluliiketoiminta tarjoaa lisätuottoja verrattuna pelkkään kiinteistöjen vuokraustoimintaan. Palvelut eivät sido juurikaan yhtiön pääomia, ja niitä voidaan kasvattaa ilman merkittäviä investointeja. Palveluliiketoiminta on arviomme mukaan skaalautuvaa ja tarjoaa synergiaetuja, sillä IH pystyy samoilla henkilöresursseilla ylläpitämään sekä omien että palveluliiketoiminnan asiakkaiden kiinteistöjen hallinnointia ja kehitystoimintaa.



# Kiinteistöliiketoiminnan arvoketju ja Investors Housen positio

## Kiinteistöliiketoiminnan arvoketju



Nykyiset kiinteistötyypit



Hotellit



Toimistot



Asunnot

## Investors House

Kaikki mitä kiinteistösijoittaja tarvitsee – Investors House

Listattu kiinteistöosake. Uusien sijoitusasuntojen rakennuttaminen. Sijoitusasunnon osto, vuokraus, hoito ja myynti. Rahasto. Sijoitusasuntojen markkinapaikka.

# Investors Housen liiketoimintamalli

## 1 Kiinteistöt

- Asunnot
- Kaupalliset kiinteistöt
- IVH Asunnot Oy 50 %
- IVH Kampus kiinteistörahasto 51 %

Synergiat hankinnassa, hallinnoinnissa ja myynnissä sekä tuotteistamisessa

## 2 Palvelut

- Vuokranvälitys (OVV-ketju)
- Kiinteistöjen isännöinti, hallinnointi ja managerointi
- Muu kiinteistöjen palveluliiketoiminta
- Dividend House Oy -rahastoyhtiö

Synergiat osaamisessa

## 3 Aktiivinen arvonluonti

- Kiinteistöjen osto ja myynti
- Tilojen nettotuoton kasvattaminen
- Kiinteistöjen hankekehitys
- Sijoituskohteiden strukturointi
- Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj 20 %

Nettotuotot + Käyvän arvon muutos

Tulos

### Inderesin kommentti:

IH:n tuotot koostuvat useista eri lähteistä. Yhtiön tavoitteena on tuottaa sellaista lisäarvoa, että osakkeenomistajan vuotuisesta osingosta ja osakkeen arvonkehityksestä muodostuva kokonaistuotto olisi vähintään 10 %.

# Sijoitusprofiili

## Kiinteistöalan aktiivinen sijoitusyhtiö

Investors House (IH) profiloituu sijoittajien näkökulmasta yrittäjämäiseksi omistaja-arvon kasvua painottavaksi kiinteistöalan sijoitusyhtiöksi. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana kasvattanut kiinteistöportfolionsa arvon 7 MEUR:sta yli 100 MEUR:oon ja saanut haltuunsa koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjun. Kasvu oli näkemyksemme mukaan omistaja-arvoa luovaa. Kasvun aikana yhtiö operoi kannattavaa palveluliiketoimintaa ja ylsi suhteellisesti korkeaan noin 21 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon vuosina 2015-2017.

Vuodesta 2018 alkaen yhtiön oman pääoman tuotto heikentyi tällä hetkellä epäonnistuneelta vaikuttavan Orava Asuntorahaston (nyk. Ovaro Kiinteistösijoitus) 25 %:n osuuden hankinnan takia. Yhtiökokous on kuitenkin nyt valtuuttanut hallituksen päättämään Ovaron osakkeiden jakamisesta IH:n osakkeenomistajille ja odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan Ovaro-omistuksesta irtaantumisen jälkeen.

IH erottautuu pelkästä osta ja pidä - kiinteistösijoitusyhtiöstä erityisesti sillä, että IH toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa aina tontin hankinnasta ja rakennuttamisesta omistamiseen, kiinteistövarallisuuden hoitoon ja kiinteistörahastojen hallinnointiin. Tämä tarjoaa useampia kasvumahdollisuuksia ja mahdollistaa yhtiön tavoitteleman vähintään 10 %:n kokonaistuoton saavuttamisen. Toimintamallinsa johdosta yhtiö pystyy hyödyntämään tehokkaasti markkinoilla avautuvia mahdollisuuksia ja allokoimaan pääomia parhaaksi katsomallaan tavalla.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Investors Housen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

**Rahastoliiketoiminnan kasvu.** IH:n tytäryhtiö DH julkaisi sen toisen kiinteistörahaston joulukuussa 2019. Pidämme uuden rahaston menestymistä todennäköisenä, koska ensimmäinen rahasto saavutti tavoitekokonsa nopeasti ja koska IH:lla on hyvät näytöt menestyksellisten kiinteistösijoitushankkeiden luomisessa sijoittajille. Odotamme uuden rahaston toimivan kasvuajurina IH:lle.

**Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet.** IH:lla on suhteellisen vahva tase ja keskeneräinen hankekanta, jotka mahdollistavat yhtiön mittakaavassa huomattavan kokoisten, yli 60 MEUR:n kiinteistöhankkeiden toteuttamisen. Näiden myötä yhtiön lähivuosien ja keskipitkän aikavälin kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät.

**Kiinteistövarallisuudenhoidon kasvu.** IH keskitti kiinteistövarallisuudenhoidon palvelunsa yhteen tytäryhtiöön 2019 ja se on panostanut tähän liiketoimintaan mm. palkkaamalla isännöitsijöitä suoraan palkkalistoilleen. Liiketoiminta on IH:lle osittain skaalautuvaa ja sen kasvunäkymät ovat mielestämme hyvät. Odotamme tämän liiketoiminnan kasvavan lähivuosina.

**Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku.** Tämä on näkemyksemme mukaan Suomessa lyhyellä aikavälillä todennäköistä kaupallisten kiinteistöjen osalta. Tämä voisi toteutuessaan nostaa myös IH:n kiinteistöjen arvoja ja siten yhtiön raportoitua tulosta.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

**Kiinteistömarkkinoihin ja yleistaloudelliseen suhdanteeseen liittyvät riskit** ovat näkemyksemme mukaan keskeisimmät osakkeeseen liittyvät tämänhetkiset riskit. Yleisen talousympäristön äkillinen heikentyminen voisi vaikeuttaa yhtiölle tärkeiden kiinteistörahastojen lanseerausta ja heikentää myös DH:n tulosta. Kiinteistömarkkinoiden riskipreemioiden nousu tai/ja korkojen nousu voisivat aiheuttaa negatiivisia käyvän arvon muutoksia IH:lle ja heikentää yhtiön vakavaraisuutta sekä kasvattaa lainanhoitokuluja.

**Riippuvuus avainhenkilöstöstä.** Yhtiön strategia ja liiketoiminta ovat arviomme mukaan vahvasti riippuvaista IH:n muutamasta avainhenkilöstä kuten toimitusjohtajasta sekä hallituksen puheenjohtajasta. Mikäli nämä henkilöt jättäisivät yhtiön, olisi tällä arviomme mukaan selvästi heikentävä vaikutus IH:n osakkeen arvoon. Avainhenkilöiden sitoutumista lisää kuitenkin korkea omistusosuus yhtiöstä, minkä takia pidämme riskiä näiden henkilöiden irtisanoutumisesta pienenä.

**Osakkeen heikko likviditeetti (alhainen vaihtomäärä)** pörssissä on mielestämme yhtiön sijoittavalle riski etenkin lyhyellä aikavälillä. IH:n osakkeen vaihto pörssissä laski vuonna 2019, ja se on suhteellisen vähäistä yhtiön suhteellisen pienen koon ja heikon tunnettavuuden takia.

# Sijoitusprofiili

1.

Strategia painottaa omistaja-arvon kasvua

2.

Toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa

3.

Palvelut tarjoavat selvää kasvupotentiaalia

4.

Taloudellisesti sitoutunut johto ja yrittäjämäinen toimintatapa

5.

Rahoitusosaaminen vahvuus

## Potentiaali



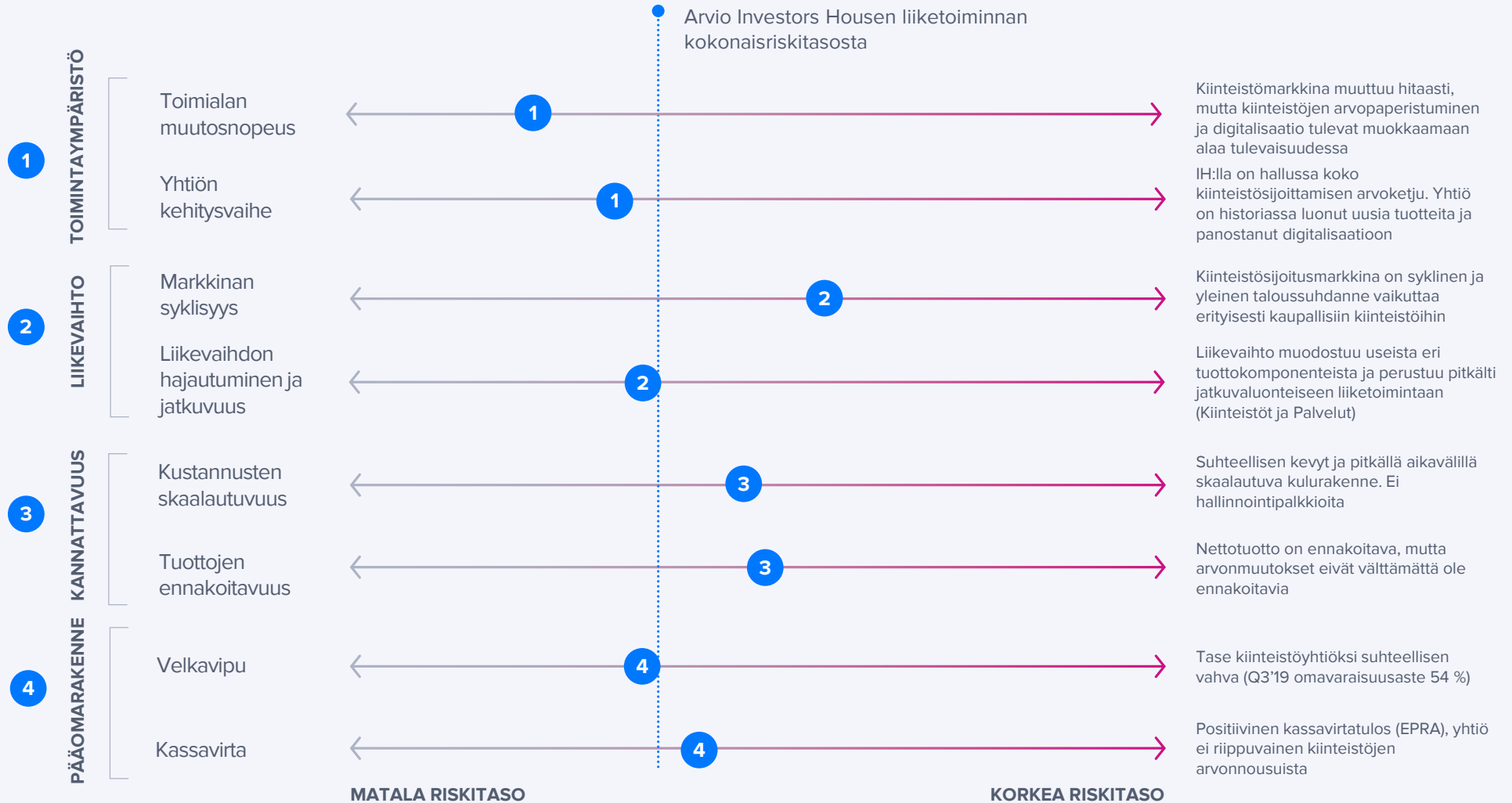
- Rahastoliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku

## Riskit



- Yleystaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen vähäistä

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Historiallinen suorituskyky

## 5 vuoden vertailukelpoinen track record

IH:n toimitusjohtaja ja hallitus aloittivat työnsä tammikuussa 2015. Vuodet 2015-2018 olivat toiminnan uudelleensuuntaamisen ja ylösajon aikaa ja yhtiö kasvoi voimakkaasti. Vuoden 2015 alussa yhtiö omisti vain kaksi Porissa sijaitsevaa kiinteistöä, joiden arvo oli noin 7 MEUR. Syyskuussa 2019 kiinteistöportfolio oli kasvanut (Osakkuusyhtiö Ovaro ja IVH Kampuksen konsolidointi huomioiden) noin 102 MEUR:oon. Voimakkaan kasvun aikana IH pystyi kasvattamaan osakekohtaista operatiivista tulosta ja osakekohtaista NAV:ia, mitkä mielestämme heijastavat sitä, että kasvu oli omistaja-arvoa luovaa.

Arviomme mukaan tähänastiset näytöt ovat kokonaisuutena hyviä. IH:n oman pääoman tuotto oli vuodet 2015-2017 erittäin korkealla, keskimäärin 21 %:n tasolla. Vuodesta 2018 oman pääoman tuotto kuitenkin heikkeni ja on ollut keskimäärin vain 5 %. Tämän taustalla oli arviomme mukaan Ovaro-sijoitus, mikä vaikuttaa tällä hetkellä epäonnistuneelta. Ovaron epäonnistunut hanke huomioidenkin IH:n track record on mielestämme hyvä.

## Palveluliiketoiminta on kasvanut vauhdilla

Palveluliiketoiminta on ollut Investors Houselle hyvin kannattavaa ja kasvu on ollut vahvaa. Sen liikevaihto kasvoi noin 59 % Q1-Q3 2019 aikana noin 2,0 MEUR:oon (Q1-Q3 2018: 1,3 MEUR) ja liikevoitto saavutti noin 0,7 MEUR eli EBIT-marginaali oli noin 36 % (Q1-Q3 2018: 28 %). Yhtiön kasvupanostusten takia palveluliiketoiminnan kasvu tulee arviomme

mukaan myös jatkumaan vahvana lähivuodet.

## Aktiivinen arvonluonti

Investors House teki vuosina 2015-2019 useita hankintoja ja järjestelyjä, jotka olivat keskimäärin hyvin kannattavia. Mukaan mahtui muutama epäonnistuminen, mutta kokonaisuutena näytöt ovat mielestämme vahvoja. Ne myös osaltaan todistivat Investors Housen kyvyn kasvattaa omistaja-arvoa aktiivisella omistajuudella. Vuosina 2015-2019 onnistuneet järjestelyt olivat mm. seuraavia:

**Järvenpään kohteen osto ja myynti.** Investors House hankki lokakuussa 2016 kerrostalon Järvenpäästä 2,0 MEUR:illa. 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 ja IRR-% oli noin 51 %.

**Koy Antintorin arvon kasvattaminen ja myynti.** IH sai SSK:lta vuoden 2014 ostarjouksen mukana 6307 neliön Porissa sijaitsevan hotellin, jonka käypä arvo oli vuoden 2014 lopussa noin 6,8 MEUR. IH teki tilaan ajanmukaistamisinvestointeja ja käyttötarkoituksuuuutoksia, uudisti vuokrasopimuksen ja vuokrasi kohteen tyhjänä olevat toimistotilat. Näiden seurauksena kohteen nettotuotot kasvoivat ja yhtiö myi kohteen kesäkuussa 2019 noin 9,6 MEUR:lla. Voittoa muodostui arviomme mukaan karkeasti 2,5 MEUR eli noin 37 % ja IRR-% oli 8 %.

**Skinnarin kampuksen hankinta.** IH hankki marraskuussa 2016 Technopoliksen

Lappeenrannan Skinnarilan toimisto-kampuksen 30 %:n osuuden ja koko kampuksen palveluliiketoiminnan sekä kaikki kampuksen managerointisopimukset. Myöhemmin toukokuussa 2017 yhtiö osti loput 70 % itselleen. Kauppahinta hankinnalle oli noin 15 MEUR ja IH sijoitti kampuksen apporttina vuoden 2018 lopussa 20 MEUR:n arvolla IVH Kampus -kiinteistörahastoon ja voittoa muodostui siten noin 5 MEUR eli 32 % hankintahinnalle ja IRR-% omistusajalla oli 14 %.

Epäonnistuneita hankkeita olivat taas seuraavat:

**Ovaron osuuden hankinta.** IH hankki lokakuussa 2017 vaihtotarjouksella 25,2 %:n osuuden Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj:stä (entinen Orava Asuntorahasto). Tämä vaikuttaa tällä hetkellä epäonnistuneelta hankinnalta. Vaihtotarjouksella Ovaron hinta oli noin 5,45 euroa ja tällä hetkellä Ovaron osakkeen hinta pörssissä on noin 4,2 euroa. Ovaron saneeraus on edennyt IH:n johdon tavoitteita hitaammin ja operatiivista tulosta ei ole saatu nostettua. Elokuussa 2019 IH:n ylimääräinen yhtiökokous valtuutti yhtiön hallituksen päättämään Ovaron osakkeiden jakamisesta IH:n osakkeenomistajille ja joulukuussa 2019 IH jakoi osan Ovaroista osakkeenomistajilleen.

**Dividend Housen osakerahastot.** IH osti enemmistön Dividend Housesta (DH) huhtikuussa 2018. IH on pystynyt kasvattamaan DH:n hallinnoitavaa varallisuutta kiinteistörahastoilla, mutta DH:n osakerahastojen hallinnoitava varallisuus (AUM) on kehittynyt heikosti ja laski vuoden 2018 noin 53 MEUR:sta noin 40 MEUR:oon lokakuun 2019 loppuun mennessä.

# Historiallinen suorituskyky

## Investors Housen aktiivinen arvонуonti\*

Kohde	Hankittu	Myyty	Ostohinta (VH)	Myyntihinta (VH)	IRR
Wärtsilänkatu 26	10/2016	1/2017	2,0	2,2	51 %
Skinnarilan Kampus	11/2016 ja 5/2015	12/2018	15,2	20,0	14 %
Koy Antintori**	12/2014	6/2019	6,8	9,6	8 %
Asuntoportfolio	6/2015 ja 9/2015	1/2019	4,4	5,6	7 %
Toejoen City	12/2014	2/2016	0,5	0,5	11 %
Porvoon Rinnetie	6/2016	2/2018	1,7	2,2	15 %
Orava Asuntorahasto	10/2017	12/2019	2,5	1,9	-11 %
<b>Keskiarvo</b>					<b>14 %</b>
<i>Realisoitumaton arvонуonti</i>					
Palvelut-liiketoiminta***	3/2015-4/2018	-	3,5	5,9	13 %
Orava Asuntorahasto****	10/2017	-	10,7	8,2	-11 %

\*Realisoitunut myyntivoitto ilman vuokratuottoja omistusajalta

\*\*Hankintahinnaksi on oletettu käypä arvo 2014 tilinpäätöksessä

\*\*\*Inderesin arvio arvosta perustuen 6,2x EV/EBIT-kertoimeen. Hankintahinta sisältää Dividend Housen lisäkauppahinnan

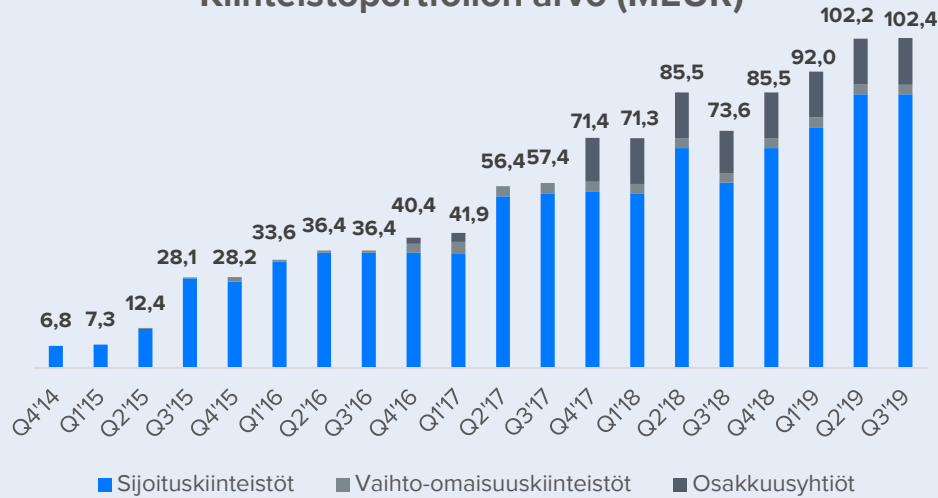
\*\*\*\*Inderesin arvio tappiosta 12.12.2019 kurssitasolla. Luovutusta/myyntiä ei ole vielä päätetty

### **Inderesin kommentti:**

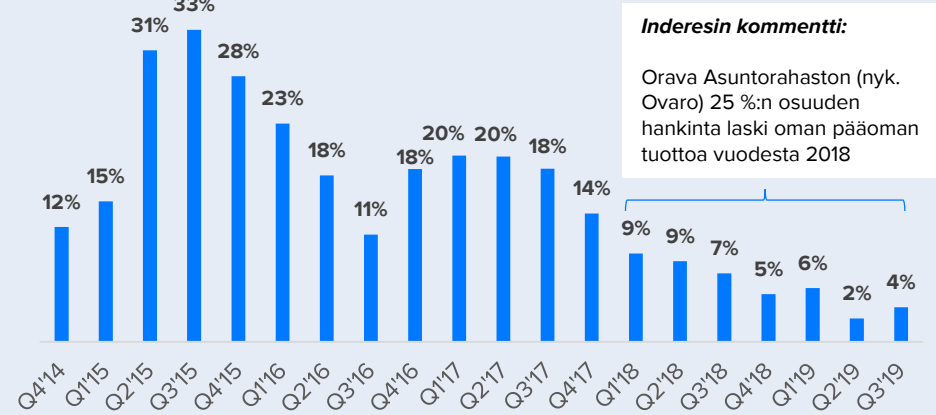
IH ylsi aktiivisella arvонуonnilla (mm. tilojen vuokrausasteen kasvattaminen, vuokrasopimusten uudelleen neuvottelu, hoitokulujen lasku yms.) ja sitä seuranneilla myynneillä arviomme mukaan keskimäärin 14 %:n sisäiseen korkokantaan hankkeissaan (IRR-%). Ovaro vaikuttaa tällä hetkellä epäonnistuneelta hankkeelta, mutta tämä huomioidenkin yhtiön track record on mielestämme hyvä.

# Historiallinen suorituskyky

## Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)



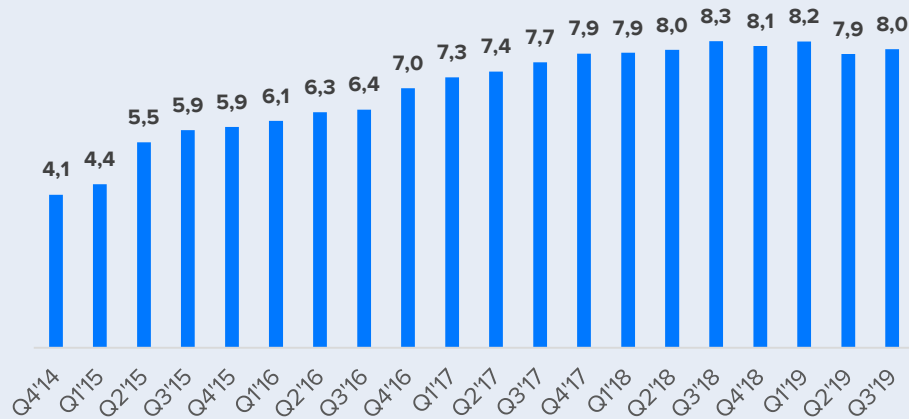
## Rullaava 12kk oman pääoman tuotto-%



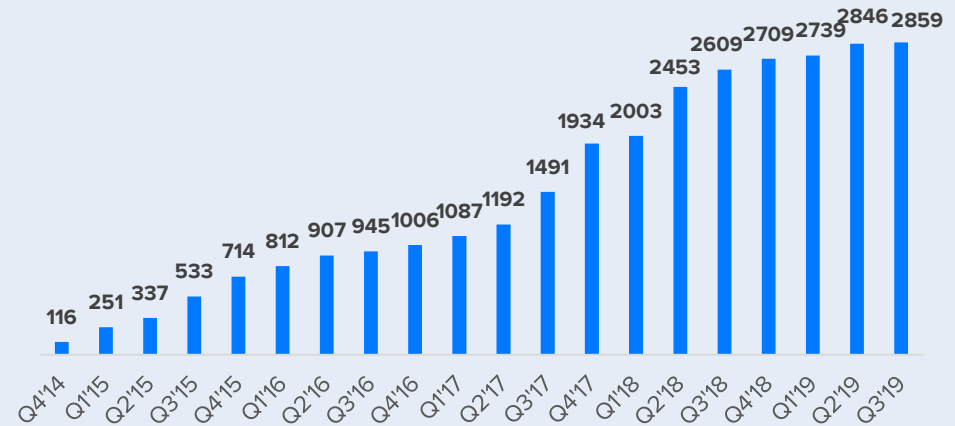
### Inderesin kommentti:

Orava Asuntorahaston (nyk. Ovaro) 25 %:n osuuden hankinta laski oman pääoman tuottoa vuodesta 2018

## EPRA NAV per osake



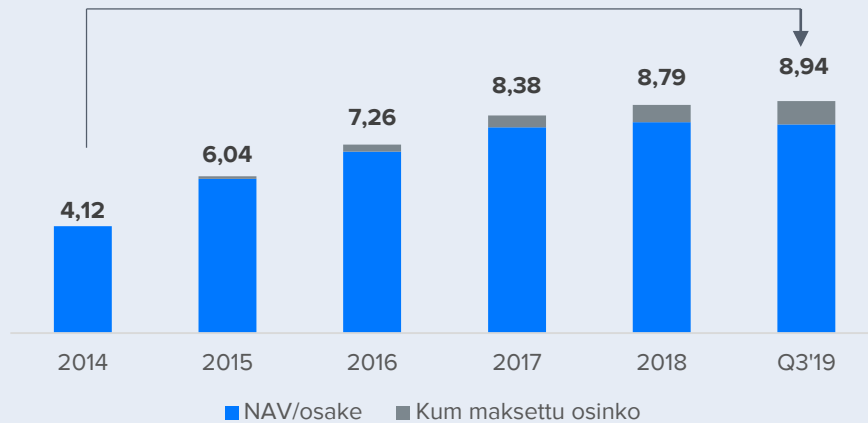
## 12kk rullaava EPRA operatiivinen tulos



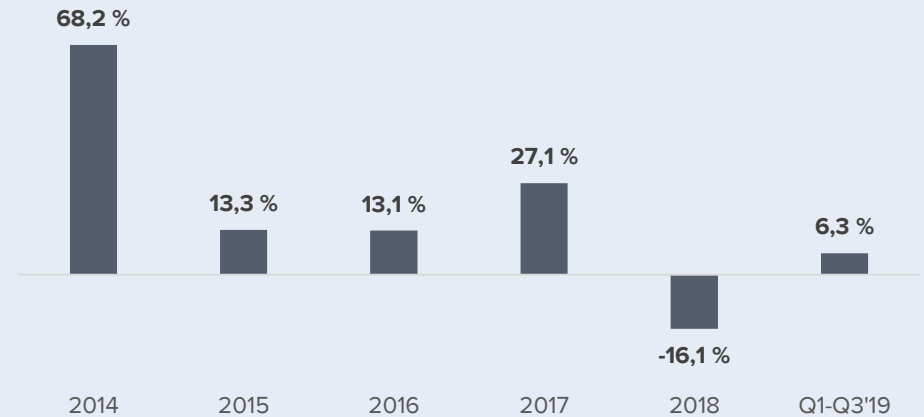


# Historiallinen suorituskyky

Laskennallinen k.a vuosituotto +18 %



Osakekurssiin ja osinkoon perustuva todellinen vuosituotto 12/2014-9/2019 +8 %



IH:n kokonaistuotto 5 vuodelle (100=12/2014)

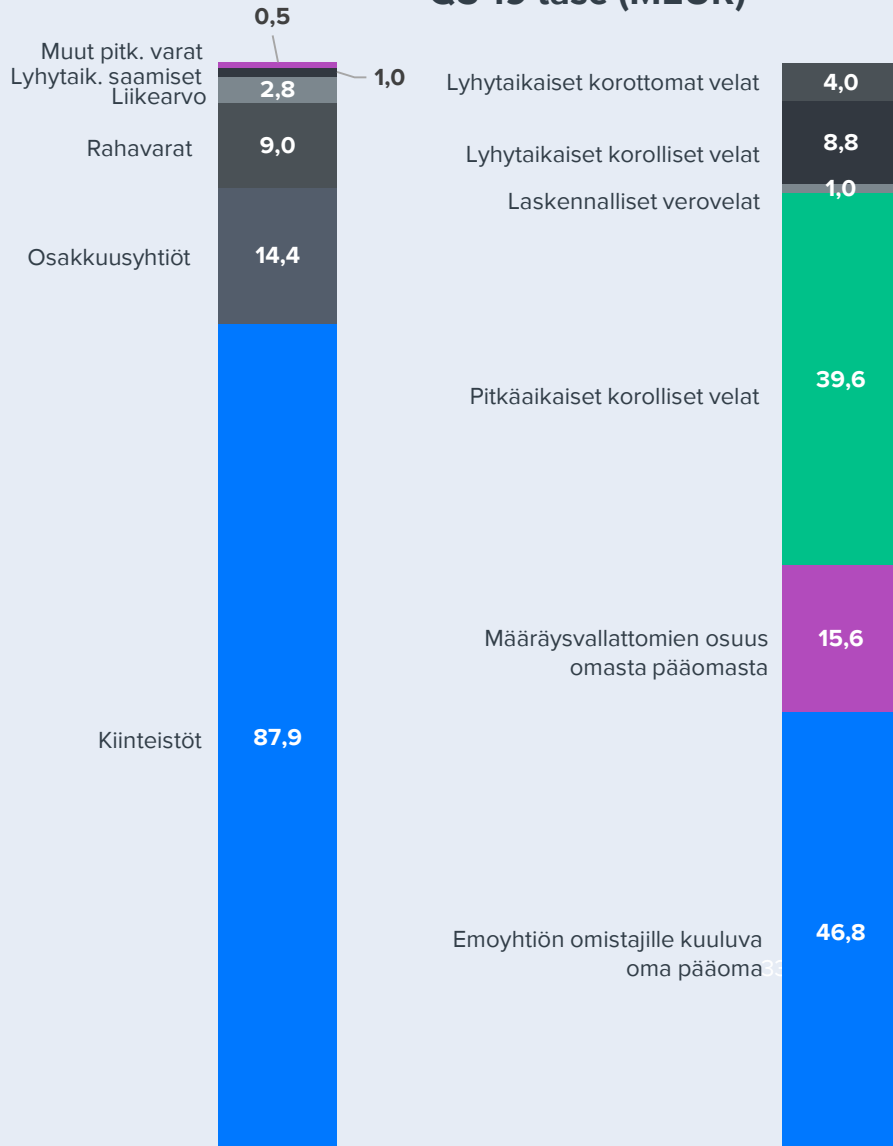


## Inderesin kommentti:

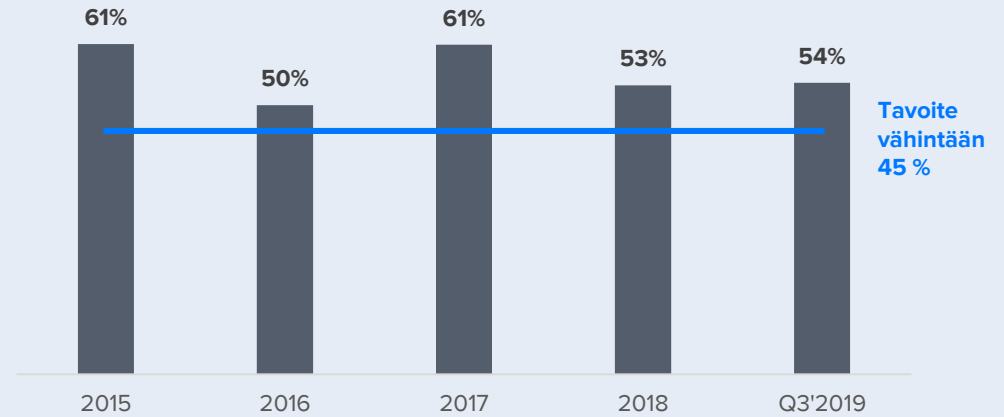
Investors House ylsi ajanjaksolla 12/2014-9/2019 keskimäärin 8 % keskimääräiseen vuotuisen kokonaistuottoon (osakekurssin nousu + maksettu osinko CAGR-%). Kehitys oli vuoden 2017 loppuun asti vahvaa ja yhtiö ylitti 10 %:n vuotuisen tuottotavoitteen selvästi. Tämän jälkeen kehitys on ollut heikompaa, minkä taustalla on arviomme mukaan Orava Asuntorahaston 25 %:n osuuden hankinta, mikä näyttää tällä hetkellä epäonnistuneelta.

# Taloudellinen tilanne

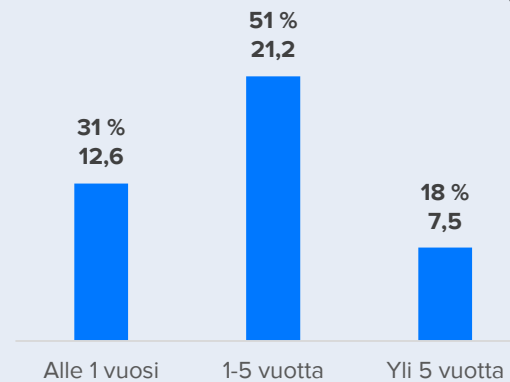
Q3'19 tase (MEUR)



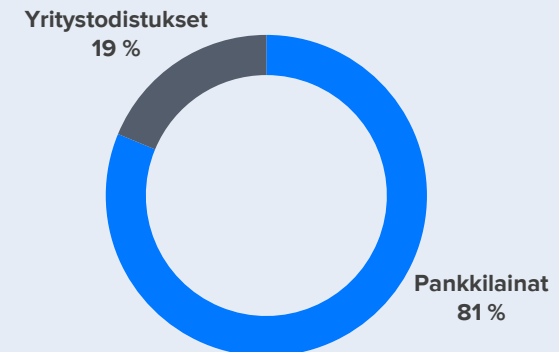
Omavaraisuusaste-%



Lainojen maturiteetti Q4'18



Korolliset velat Q4'18



# Markkinakatsaus 1/3

## Toimistomarkkinan tilakysyntä

IH:n sijoitusten suurin paino on toimistokiinteistöissä ja asunnoissa, joten käsittelemme tässä katsauksessa lyhyesti näiden markkinoiden näkymiä. Toimistomarkkinan tilakysyntään vaikuttavat lyhyellä aikavälillä erityisesti yleinen talouden kehitys, työpaikkojen määrä, työttömyysaste sekä yritysten yleinen luottamus talouteen. Pitkällä aikavälillä tilakysyntään vaikuttavat myös mm. tilatarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Nämä kysyntätekijät yhdessä tarjonnan kanssa ajavat osaltaan toimistokiinteistömarkkinoiden käyttöasteita ja vuokratasoja. Inflaatio on näiden lisäksi vuokratasoihin olennaisesti vaikuttava tekijä, sillä tyypillisesti toimistokiinteistöjen vuokrasopimukset on sidottu inflaatioon.

## Talouden vahvin vaihe on takana

Kokonaisuutena Suomen toimintaympäristön talousnäkymät ovat mielestämme edelleen kohtuullisen hyvät, mutta kehitys ei anna IH:n liiketoiminnalle tukea viime vuosien mittakaavassa. Suomen talouskasvu oli vuosina 2016-2018 vahvaa ja euroalueen kasvua nopeampaa. Vuosina 2019-2020 kasvun ennustetaan kuitenkin hidastuvan. Finanssiala ry:n kokoaman viimeisimpien talousennusteiden mukaisesti BKT:n kasvu jää noin 1,2-1,7 %:n tuntumaan kuluvana vuonna ja 0,5-1,5 %:iin ensi vuonna. Inflaation ennustetaan puolestaan kiihtyvän ensi vuonna 1,2-1,6 %:iin.

## Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökauppamarkkinat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. Catellan tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiivolyymi oli vuonna 2018 noin 8,9 miljardia euroa, mikä on

tilaston kaikkien aikojen toiseksi korkein taso. Transaktiivolyymit olivat vuonna 2018 selvästi yli vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen antavan tukea IH:n liiketoiminnalle.

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa on viime vuosina tukenut historiallisen alhainen korkotaso, joiden myötä kiinteistöistä on tullut aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohde sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuotteita ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja niiden hintoja. Tilanne korostuu etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä prime-kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaatimukset ovat jo laskeneet absoluuttisesti mataliksi.

## Tuottovaatimusten lasku tukee Investors Housea

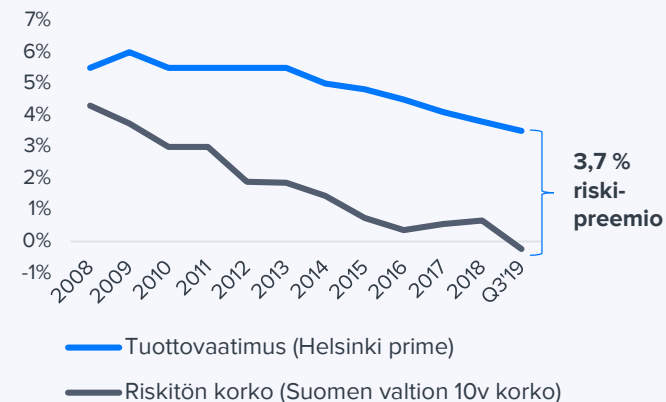
Catellan arvion mukaan kiinteistösijoittajien kiinnostus on alkanut kohdistua enenevässä määrin pääkaupunkiseutujen ydinkeskustojen ulkopuolisiin alueisiin ja muihin ns. Secondary-alueisiin. Pidämme tätä kehitystä loogisena, sillä tuottoerot esimerkiksi Suomessa pääkaupunkiseudun ja muun Suomen välillä ovat merkittäviä. Odotamme IH:n hyötyvän osaltaan tästä kehityksestä, sillä sen kiinteistöt sijaitsevat merkittävässä osin keskisuurissa kaupungeissa pääkaupunkiseudun ulkopuolella.

## Kiinteistötransaktiot Suomessa



Lähde: Catella

## Riskipremio korkea



Lähde: Catella, Suomen Pankki

# Markkinakatsaus 2/3

## Ennustamme korkotason pysyvän matalana keskipitkän aikavälin

Kiinteistöjen kysynnän siivittäjänä on ollut etenkin euroalueen lainanottoa suosinut matala korkotaso. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen pitkälti negatiivinen ja EKP on viestinyt rahapolitiikan pysyvän elvyttävänä. Nykytilanteessa emme odota 12 kuukauden euribor-koron nousevan merkittävästi keskipitkällä aikavälillä. Ennuste olettaa, ettei taloudessa realisoitu merkittäviä negatiivisia sokkeja, maltillinen kasvu jatkuu ja inflaatio kiihtyy hiljalleen.

## Asuntojen lisääntyvä tarjonta painaa hintakehitystä

Arvioimme asuntojen lisääntyvän tarjonnan painavan asuntojen hintoja kuluvana vuonna ja ensi vuonna. Vuonna 2018 Suomessa aloitettiin noin 45 600 asunnon rakentaminen, kun vuonna 2017 niitä aloitettiin noin 44 400 kappaletta. Määrä on huomattava, sillä 2008-2016 keskiarvo on noin 29 000 asuntoa. Kerrostaloasuntojen osalta 2017-2018 kappalemääräiset aloitusmäärät ovat yli kaksinkertaisia verrattuna vuosien 2008-2016 keskimääräiseen tasoon. Nämä aloitetut asunnot valmistuvat vuosina 2019-2020.

Rakennusteollisuus RT:n lokakuun 2019 suhdannebarometrin perusteella valmiiden myymättömien asuinhuoneistojen määrä lähti pieneen nousuun vuoden 2018 lopussa. Kiinteistövälitysalan keskusliiton mukaan uusien asuntojen myynti laski tammi-syyskuun 2019 aikana noin 6 % vertailukaudesta. Nämä viittaavat mielestämme siihen, että asuntojen tarjonta ylittää tällä hetkellä kysynnän ainakin hieman ja hinnat ovat paineessa tarjonnan vain lisääntyessä 2019-

2020. Tämän myötä emme odota asuntojen hintojen nousevan kuluvana vuonna tai ensi vuonna koko maan mittakaavassa.

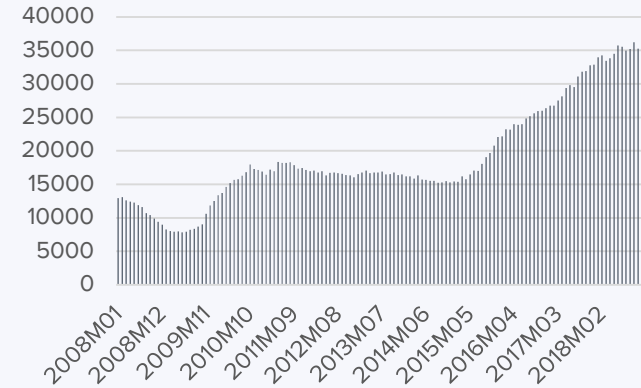
Myös useiden ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio asuntojen hintojen muutoksen olevan kuluvana vuonna 0,0 % ja ensi vuonna +0,5 %. PTT:n ennustaa vanhojen kerrostaloasuntojen nimellisten hintojen nousevan keskimäärin 1,5 % vuosittain vuosina 2019-2023.

## Odotamme asuntojen vuokrien nousevan lähivuosina

Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun ja kaupungistumisen myötä, eikä asuntojen tarjonnan kasvu ole vielä vaikuttanut niihin merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrien vuosinousu oli vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 1,4 % koko maassa. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat 1,7 %, kun muun Suomen osalta päästiin 1,2 %:iin.

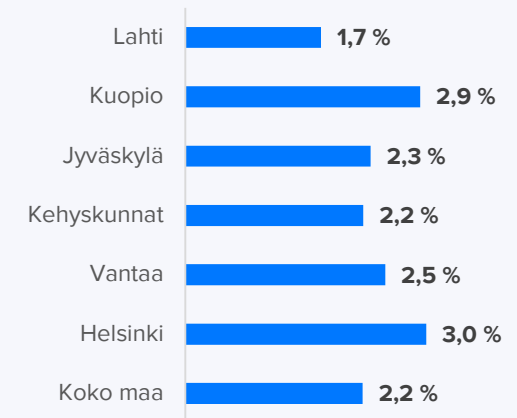
Viimevuosien aikana vuokrat ovat nousseet voimakkaasti erityisesti pääkaupunkiseudulla, mutta arvioimme lisääntyvän asuntotarjonnan vähentävän nousupaineita lähivuosina. Odotamme vuokrien vuotuisen kasvun hidastuvan noin 1,0 %:iin koko maassa, mutta pysyvän kuitenkin kokonaisuutena kasvussa tulevana vuosina. Odotamme kasvun hidastuvan etenkin suurissa kasvukeskuksissa, joihin on lähivuosina valmistumassa merkittävästi lisää asuntoja. PTT on arvioinut vuokrien vuotuisen kasvun olevan hieman tätä korkeampaa, keskimäärin 2,0 % koko maassa vuosina 2019-2023.

## Kerrostaloasuntojen aloitukset rullaava 12kk



Lähde: Tilastokeskus

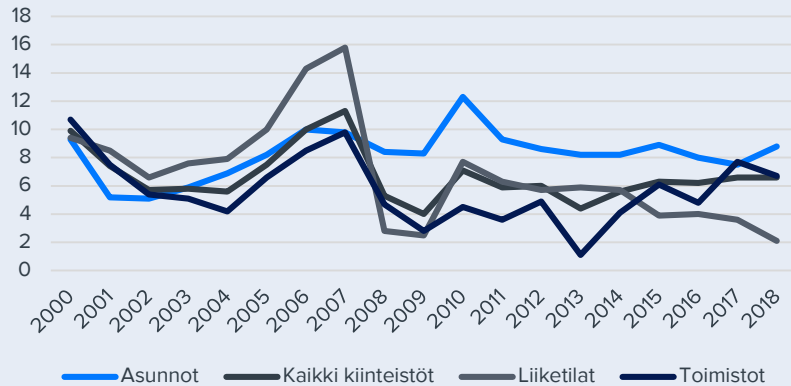
## Neliövuokrien k.a kasvu vuosittain 2014-2018



Lähde: Tilastokeskus

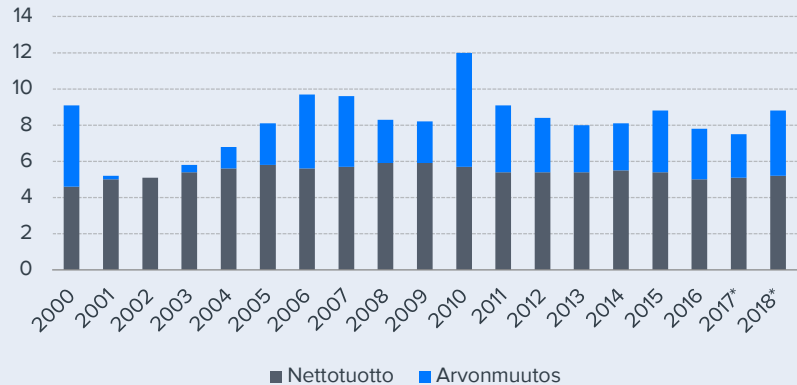
# Markkinakatsaus 3/3

## Kiinteistöinvestointien kokonaistuotto-%



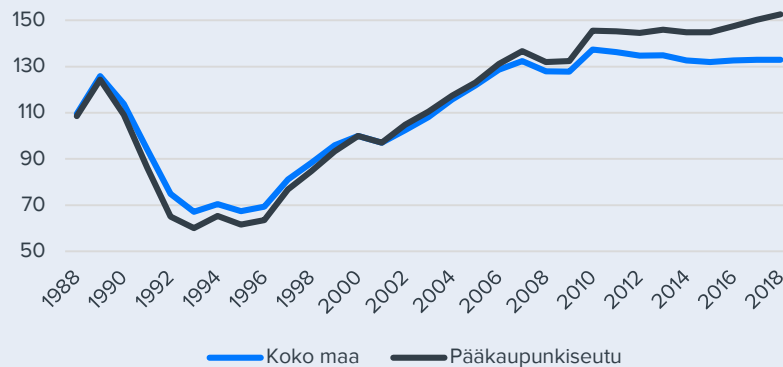
Lähde: KTI

## Asuntosijoitusten kokonaistuotto-%



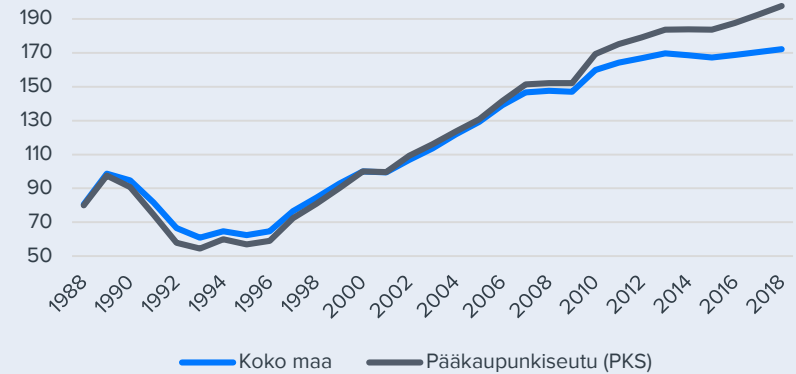
Lähde: KTI, \*2017 ja \*2018 jakaumat ovat Inderesin arvioita

## Asuntojen reaalihiinat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen nimelliset hinnat 1988-2018



Lähde: Tilastokeskus

# Strategia 1/2

## Yhtiö päivitti strategiaansa vuonna 2019

Investors House (IH) päivitti tammikuussa 2019 strategiaansa ja julkaisi uudet strategiset keskipitkän aikavälin tavoitteensa strategiakaudelle 2019-2021. IH:n strategia ja palvelulupaus kiteytyy sanoihin ”Kaikki mitä kiinteistösijoittaja tarvitsee” ja yhtiö pyrkii sisäisesti nostamaan sen palveluiden laatua ajatuksella ”hyvästä paras”. Strategiassa vuotuinen tuottotavoite vähintään 10 % säilyi ennallaan, mutta voitonjakona uutena elementtinä tuli omien osakkeiden osto. Päivitetty strategia korosti aikaisemmasta poiketen omistaja-arvon kasvua ja yhtiö luopui aikaisemmasta absoluuttisesta kasvutavoitteestaan. Aikaisemmin IH:lla oli tavoite saavuttaa 100 MEUR:n nettovarallisuus.

## Strategia painottaa omistaja-arvon kasvua

Investors House -konserni on kiinteistöalan sijoitusyhtiö, jonka keskeinen tavoite on omistaja-arvon kasvattaminen. Yhtiöllä on useita kannattavia liiketoimintoja ja tuottolähteitä ja se toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa. Yhtiö voi allokoida pääomia arvoketjussa kulloisenkin näkemyksen mukaisesti optimaalisen omistaja-arvon luomiseksi. Liiketoiminnot organisoidaan erillisiin tytär- ja osakkuusyhtiöihin tai sijoituksiin. Konserni muokkautui nykyiseen kokoonpanoon vuosien 2014-2018 kokoamistyön jälkeen ja nykyisen rakenteen muodostavat omassa taseessa olevat kiinteistösijoitukset (Kiinteistöt-segmentti) sekä Palvelut-segmentti, johon kuuluvat rahasto- ja kiinteistövarallisuuden hoidon palvelut. Liiketoimintasegmentit tukevat ja täydentävät toisiaan, ja resurssien ristiin käytön mahdollisuudet segmenttien välillä ovat hyvät.

## Yhtiön strategiset tavoitteet ovat:

- Osakkeenomistajan vähintään 10 %:n vuotuinen kokonaistuotto strategiakauden läpi tarkasteltuna
- Liiketoiminnallisesti konsernin osakekohtaisen nettovarallisuuden ja operatiivisen tuloksen jatkuva parantaminen
- Voitonjako joko osinkoina tai omien osakkeiden ostona, mikäli hallitus näkee sen omistaja-arvon kannalta perustelluksi
- Rahoituksellisen riskin hallitsemiseksi vähintään 45 % omavaraisuusaste ja vähintään 50 % korkosuojaus emoyhtiön lainoissa

## Taseen puolesta yhtiöllä on liikkumavaraa

Taseensa puolesta IH:lla on arviomme mukaan liikkumavaraa, sillä sen omavaraisuusaste oli Q3'19 lopussa suhteellisen vahva noin 54 % ja emoyhtiön lainojen suojausaste oli 100 %. Lisäksi tytäryhtiö IVH Kampus on suojannut lainansa 50 %:sti. Edelleen, yhtiön kassavarat Q3'19 lopussa olivat noin 9,0 MEUR. Yhtiö voi tämän myötä tehdä täydentäviä yritysostoja ja kasvattaa sisältöä sen arvoketjussa.

## Suhtaudumme strategiaan myönteisesti

Suhtaudumme IH:n omistaja-arvon kasvua korostavaan strategiaan myönteisesti ja yhtiöllä on arviomme mukaan kohtuullisen hyvät edellytykset toteuttaa sitä ja yltää strategisiin tavoitteisiinsa strategiakaudella. Yhtiö saavutti 10 %:n vuotuisen kokonaistuoton tavoitteen vuosina 2014-2017, mutta vuonna 2018 tavoitteesta jäätii, minkä taustalla oli oman arviomme mukaan pääasiassa osakkuusyhtiö Ovaron heikko kehitys.



## Strategian muutos

### Vuodet 2014-2018

- Toiminnan ylösajo ja sijoitusyhtiön kokoaminen
- Kiinteistöportfolion pääpaino asunnoissa
- Tavoitteena absoluuttinen kasvu
- Osakeanteja (apportti) ja yritysostoja

### Vuodet 2019-2021

- Painopiste palveluissa ja kaupallisissa kiinteistöissä
- Rahastoliiketoiminta kasvuajurina
- Tavoitteena omistaja-arvon kasvu
- Täydentäviä yritysostoja
- Omien osakkeiden ostoja

## Erityispiirteet



- Strategia painottaa omistaja-arvon kasvua
- Tavoitteena vähintään 10 %:n vuotuinen tuotto omistajille
- Toimii koko kiinteistöliiketoiminnan arvoketjussa
- Useita eri tuottolähteitä ja hyvät kasvunäkymät
- Taloudellisesti sitoutunut johto ja yrittäjämäinen toimintatapa

Lähde: Inderes ja Investors House CMD 2019

# Strategia 2/2



## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kiinteistöyhtiö listattu pörssiin
- Mittakaava nostettu toiminnan kannalta järkevälle tasolle
- Koko kiinteistösijoittamisen arvoketju saatu haltuun ja puitteet tulevalle kasvulle luotu
- Kiinteistövarallisuudenhoidon palvelut ryhmitetty erillisistä yrityksistä ja toiminnoista yhteen 100 % omistettuun tytäryhtiöön
- Dividend House saatu kannattavaksi

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Ovaro-omistuksesta irtaantuminen siten, etteivät yhtiön vakavaraisuus ja kasvunäkymät heikkene olennaisesti
- Tulevien kiinteistö- ja rahoitusjärjestelyjen onnistuminen
- Kiinteistöjen hyvän tuottotason säilyttäminen myös jatkossa
- Palvelut-liiketoiminnan kasvun hallinta

### Seuraavat 5 vuotta

- Onnistunut pääoman allokointi: kasvuinvestoinnit vs. omien osakkeiden ostot vs. osingon jakaminen
- Liiketoimintojen synergiaetujen ylläpitäminen
- Kasvun ja kasvunäkymien ylläpitäminen
- Onnistunut riskien hallinta
- Pääomarakenteen optimointi

# Ennusteet 1/7

## Yhteenveto ennusteista

Investors Housen ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion ennustamaamme kehitykseen, kiinteistövarallisuudenhoidon sekä rahastoliiketoiminnan ennustamaamme vahvaan kannattavaan kasvuun, tuleviin kiinteistöhankintoihin sekä lievästi nousevaan kulutukseen.

Ennustamme IH:n sijoituskiinteistöjen arvon (ilman osakkuusyhtiö Ovaroa) kasvavan uusien hankintojen myötä syyskuun 2019 noin 84,9 miljoonasta eurosta noin 126 MEUR:oon vuoteen 2021 mennessä ja osakekohtaisen nettovarallisuuden eli NAV:in per osake kasvavan syyskuun 2019 n. 8,04 eurosta 9,0 euroon vuoteen 2021 mennessä. Ennusteissamme yhtiö yltää noin 10 %:n vuotuiseseen oman pääoman tuottoon vuosina 2020-2021.

## 2019 ennusteet

IH ohjeisti Q3'19 raportissa arvioivansa, että vuoden 2019 operatiivinen tulos (Epra) on samalla tasolla tai hieman alhaisempi kuin vuonna 2018. Ohjeistus on mielestämme hieman varovainen. Tammi-syyskuun operatiivinen tulos oli 2,0 MEUR ja 2018 operatiivinen tulos oli 2,7 MEUR. Vuoden 2018 tason saavuttaminen vaatisi 664 TEUR operatiivisen tuloksen Q4'19 kaudelle (Q3'19: 731 TEUR) mikä pitäisi olla tammi-syyskuun 2019 kehitys ja lokakuun kiinteistöhankinta huomioiden mielestämme hyvin saavutettavissa. Ennustamme itse 2019 operatiivisen tuloksen kasvavan noin 2 %:lla noin 2,8 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa (samalla tasolla). Historiallisesti IH on ollut konservatiivinen ohjeistaja.

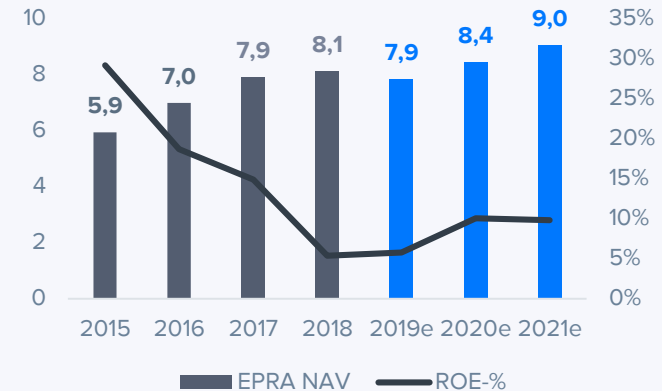
## 2020-2021 ennusteet

Ennustemallissamme Investors Housen liikevaihto kasvaa vuoden 2018 8,3 MEUR:sta 14,7 MEUR:oon vuoteen 2021 mennessä kiinteistöportfolion kasvun ja Palvelut-segmentin kasvun myötä. Ennustamme IH:n operatiivisen tuloksen jatkavan viime vuosina nähtyä vahvaa kasvuaan lähivuodet. Yhtiön kassavirtapohjainen operatiivinen tulos on nouseva. Edelleen yhtiö pystyy arviomme mukaan maksamaan kasvavaa, keskimäärin 4 %:n osinkotuottoa nykykurssille pitkällä aikavälillä maltillisella 50-55 %:n osingonjakosuhteella operatiivisesta tuloksesta.

Vuonna 2020 IH:n raportoitua tulosta ja nettovarallisuutta (NAV) tulee kuitenkin todennäköisesti painamaan osakkuusyhtiö Ovaron omistuksesta irtaantuminen, mikä tulee arviomme mukaan aiheuttamaan kertaluonteiset (ei-kassavirraliset) tappiot yhtiölle. Tämä irtaantuminen ei tällä hetkellä sisälly ennusteisiimme, koska Ovaron osakkeiden luovutushinta ei ole vielä tiedossa eikä osakkeiden jaosta ole vielä päätetty. Vuoden 2020 jälkeen odotamme raportoidun tuloksen ja nettovarallisuuden palaavan taas kasvu-uralle.

Keskeisin lyhyen tähtäimen riskitekijä ennusteidemme kannalta on mielestämme yleistaloudellisen suhdanteen lisäksi yhtiön olemassaolevan kiinteistökannan hyvän tuottotason ylläpitäminen. Mikäli esimerkiksi yhtiön vuokrausaste laskisi selvästi, olisi tällä heikentävä vaikutus yhtiön kassavirraliseen tulokseen. Riskejä ovat myös kehityshankkeiden onnistuminen ja uusien hankintojen onnistuminen. Näitä riskejä tasaa se, että yhtiöllä on useita eri tuottolähteitä.

## EPRA NAVPS ja ROE-%



## EPRA EPS ja osinko per osake





# Ennusteet 2/7

## Oman taseen asunnot

IH:n oman taseen asunnot käsittivät lokakuussa 2019 yhteensä 8 valmista kohdetta ja yhden asunto-osakeyhtiön tontin. Vuokrattava pinta-ala oli noin 11 000 neliötä ja käypä arvo noin 25 MEUR. Kohteet sijaitsivat Helsingissä, Espoossa, Porissa, Tampereella, Sipoossa, Lahdessa ja Jyväskylässä ja ne on rakennettu pääosin vuoden 1995 jälkeen. Arvioimme, ettei niihin kohdistu merkittäviä peruskorjaustarpeita seuraavien 5-10 vuoden tähtäimellä. Yhtiön asuntojen vuokrausaste on ollut viime vuosina lähellä 100 %:ia ja ennustamme vuokrausasteen pysyvän myös tällä tasolla lähivuodet. Ennustamme keskimääräisten neliövuokrien ja hoitokulujen kasvavan noin 1,5 %:lla vuosittain lähivuodet. Vuokrien nousuennustemme ylittää koko maan vuokrien nousuennustemme (1,0 %), koska IH:n asunnot sijaitsivat pääosin kasvukeskuksissa.

## Hotellit

IH omistaa 55 % hotellikiinteistön osakekannasta Porissa ja 100 % hotellikiinteistöstä Kotkassa. Näiden vuokrattava pinta-ala on noin 4654 neliötä ja niissä on 162 huonetta. Molemmat kohteet on vuokrattu 100 %:n vuokrausasteella pitkäaikaisilla vuokrasopimuksilla ja kohteiden käypä arvo on arviomme mukaan noin 2,4 MEUR. Ennustamme myös näiden kohteiden vuokrausasteiden pysyvän 100 %:ssa ja neliövuokrien sekä hoitokulujen kasvavan 1,5 %:lla vuosittain lähivuodet.

## Tikkurilan toimistokiinteistö

IH hankki lokakuussa 2019 vuonna 1991 rakennetun 7347 neliön vuokrattavan pinta-alan toimistokiinteistön Vantaan Tikkurilasta. Kohteen vuokrausaste oli lokakuussa 2019 noin 96 %.

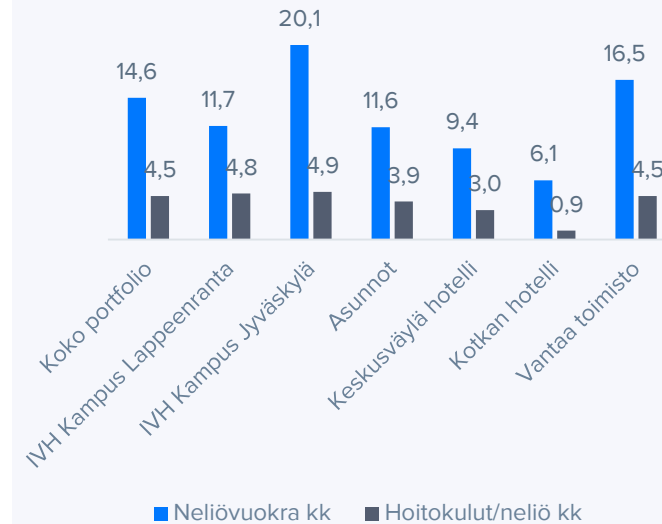
Olemme arvioineet kohteen neliövuokraksi noin 16,5 euroa kuukaudessa ja hoitovastiketasoksi noin 4,5 euroa per neliö kuukaudessa. Ennustamme neliövuokrien ja hoitokulujen kasvavan noin 1,5 %:lla vuosittain lähivuodet ja vuokrausasteen pysyvän vakaana.

## IVH Kampus

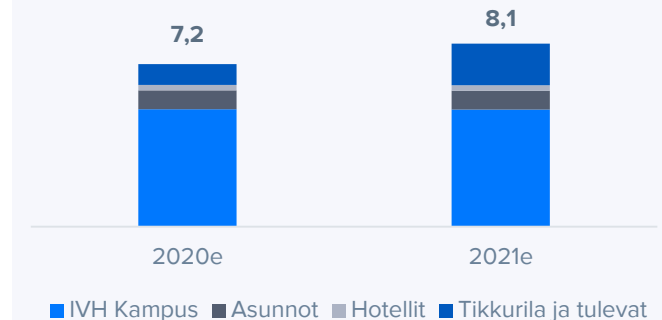
IH omistaa 51 % sen hallinnoimasta toimitilarahastosta. Rahaston liikevaihto ja tulos konsolidoidaan 100 %:sesti yhtiön tuloslaskelmaan ja vähemmistön osuus tuloksesta vähennetään vähemmistöosuuksista. Yhtiö ei ole julkaissut kaikkia rahaston tunnuslukuja ja sen vaikutusta IH:n tuloslaskelmaan ei pysty siten tarkasti päättelemään. Toukokuussa 2019 toteutetun kaupan jälkeen IVH Kampus käsittää 4 eri kiinteistöosakeyhtiötä (toimistokiinteistöä) Jyväskylässä sekä Skinnarilan toimistokampuksen Lappeenrannassa. Vuokrattava pinta-ala on arviomme mukaan noin 46 000 neliötä ja käypä arvo on noin 60,8 MEUR:oa. Rahaston LTV-% on yhtiön mukaan noin 50 % ja arvioimme sen lainojen korkokulujen olevan noin 2 %.

Skinnarilan toimistokampuksen tietoja IH on julkaissut aikaisemmin ja lisäksi yhtiö kertoi 2018 vuosikertomuksessaan Jyväskylässä sijaitsevan IVH Kampukseen kuuluvan KoY Kauppakatu 18 vajaakäyttöoletukset, hoitokulutaset ja neliövuokratasot. Olemme arvioineet muiden Jyväskylän kohteiden olevan lähellä tämän kohteen vastaavia tasoja. Ennustamme Skinnarilan vuokrausasteen olevan noin 87 % lähivuodet ja Jyväskylän kohteiden noin 92 %. Olemme arvioineet IVH Kampuksen yltävän lähivuosina noin 5,2 MEUR:n vuotuisen nettotuottoon ja noin 3,5 MEUR:n tulokseen ennen veroja.

## IH:n kiinteistöjen vuokratasot



## Kiinteistöjen ennustettu nettotuotto (MEUR)



Lähde: Inderes

# Ennusteet 3/7

## Kiinteistöportfolion kasvu

Arvioimme IH:n pystyvän tekemään ilman oman pääoman keräämistä noin 10 MEUR:n vuosittaiset nettoinvestoinnit oman taseen kiinteistöihin vuosina 2020-2021 ja tämän lisäksi noin 20 MEUR:n vuotuiset bruttoinvestoinnit kiinteistöihin, jotka myydään edelleen pois. Ennustamme yhtiön saavuttavan näistä hankinnoista kulujen jälkeen keskimäärin 10 %:n katteen hankintahintaan eli IH saavuttaa noin 3 MEUR:n vuotuiset käyvän arvon muutokset lähivuosina ennen kiinteistöjen ylläpitoinvestointeja. Näiden investointien myötä yhtiön omavaraisuusaste laskee noin 46 %:iin vuoden 2021 loppuun mennessä (Q3'19: 54 %) eli lähelle yhtiön tavoitetason alarajaa.

Mallissamme IH tekee nettoinvestoinnit oman taseen kiinteistöihin ja niiden neliövuokra, hoitovastike ja vuokrausaste ovat samat kuin IH:n Q3'19 kiinteistöportfolion keskimääräinen taso. Bruttoinvestointien kate muodostuu kohteiden ostoista ja myynneistä, hankekehityksestä ja

rakennuttamisesta, sijoituskohteiden strukturoinneista sekä aktiivisista toimenpiteistä kohteiden nettotuoton kasvattamiseksi. Yhtiö on historiassa arvioimme mukaan yltänyt tässä toiminnassa keskimäärin noin 14 %:n vuotuisen kassavirtatuottoon (IRR-%) ja pidämme itse 10 %:n tasoa uskottavan lähivuodet. Olemme käsitelleet yhtiön historiallista suorituskykyä raportin sivuilla 14-17.

## Asuntokehityskohteet antavat tukeaa kasvuennusteillemme

IH:lla on tällä hetkellä 4 eri kiinteistökehityskohdetta eri vaiheissa Helsingissä, Lappeenrannassa ja Vantaalla. Olemme arvioineet julkisesti saatavilla olevien tietojen perusteella, että näihin kohteisiin voidaan toteuttaa karkeasti noin 61 MEUR:n edestä asuntoja. Nämä hankkeet ovat eri vaiheissa. Malmin kohde valmistuu kesällä 2020, Viikin kohteissa suunnitelmat ovat käsityksemme mukaan valmiita, mutta rakentamispäätöstä ei ole vielä tehty ja arvioimme

rakentamisen käynnistyvän aikaisintaan vuonna 2020. Lappeenrannan asemakaavoitus on kesken ja arvioimme sen kestävän ensi vuoden loppuun asti, jolloin rakentaminen voisi käynnistyä aikaisintaan vuonna 2021. Tikkurilan kohde hankittiin lokakuussa 2019, ja sen asemakaavoitus valmistuu viimeistään H1'21.

Nykyisen tiedon valossa nämä hankkeet eivät ehtisi merkittävästi vaikuttamaan 2020-2021 ennusteisiimme. Yhtiön on kuitenkin mahdollista myydä hankkeet ennen rakentamisen käynnistymistä ja johto on viestinyt tämän olevan mahdollista. Kokonaisuutena hankkeet vahvistavat näkemystämme yhtiön lähivuosien ja keskipitkän aikavälin kasvunäkymistä.

## Ylläpitoinvestoinnit

Ennustamme yhtiön kiinteistöjen vuotuisten ylläpitoinvestointien olevan lyhyellä ja pitkällä aikavälillä keskimäärin 1 % yhtiön kiinteistöportfolion käyvästä arvosta vuosittain.

## Investors Housen omistamat keskeneräiset asuntokehityskohteet (Inderesin arvioita)

Hankekehityskohde	Tontteja	Kohteen tyyppi	Asuinpinta-ala	Arvioitu neliöhinta	Omistusosuus	Hankekoko IH (MEUR)
Malmi, Helsinki	1	ARA lyhyt korkotuki	1000	4000	50 %	2,0
Viikki, Helsinki	3	2 x ARA lyhyt, 1 n.a	3825	5000	50 %	9,6
IVH Kampus, Lappeenranta	n.a	n.a	2400	3000	51 %	3,7
Tikkurila, Vantaa	n.a	n.a	9075	5000	100 %	45,4
					<b>Yht.</b>	<b>60,6</b>

Lähde: Inderes

# Ennusteet 4/7

## Kiinteät kulut

IH:n kiinteät kulut koostuvat myynnin ja markkinoinnin kuluista ja hallinnon kuluista. Nämä kulut olivat noin 1,0 MEUR vuonna 2018. Merkittävimpiä kuluja ovat henkilöstökulut, jotka vastasivat vuonna 2018 noin 41 % näistä kuluista. Yhtiön johdon mukaan kaikki konsernityöntekijät tekevät myös laskutettavaa työtä ja varsinaiset hallintoon kohdistuvat kulut ovat siten pieniä. Odotamme kiinteiden kulujen kasvavan kasvupanostusten myötä noin 1,4 MEUR:oon vuoteen 2021 mennessä, ja odotamme niiden kasvavan noin 5 %:n vuosivauhdilla tämän jälkeen.

Yhtiön organisaatorakenne on osittain ulkoistettu, ja yhtiö pystyy arviomme mukaan kasvattamaan nykyistä kiinteistöportfoliotaan ja Palveluliiketoimintaansa pitkällä aikavälillä ilman merkittäviä paineita konsernin kiinteisiin kuluihin. Sijoittajien näkökulmasta kiinteät kulut siis skaalautuvat pitkällä aikavälillä eli eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen ja tuloksentekeytykseen pitkällä aikavälillä, mikä erottaa yhtiön kiinteistörahastoista, joiden hallinnon kulut veloitetaan tyypillisesti tietyllä prosenttiosuudella kiinteistöportfolion tai NAV:in arvosta.

## Rahoituskulut

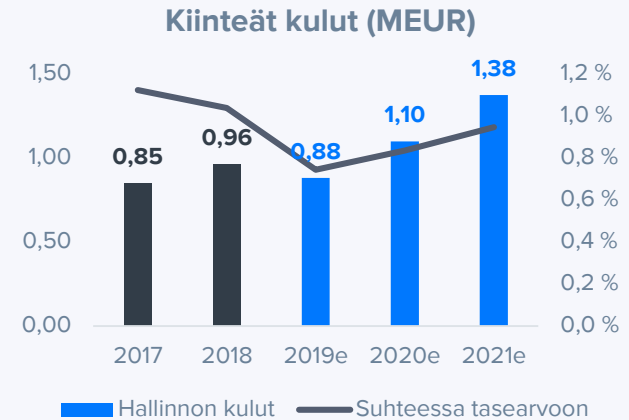
IH:lla oli korollista velkaa 30.9.2019 yhteensä noin 48,4 miljoonaa euroa, mikä vastasi suhteellisen vahvaa noin 54 %:n omavaraisuusastetta. Yhtiöllä on taseensa puolesta arviomme mukaan selvää liikkumavaraa kasvuinvestointeja varten. Vierias pääoma koostuu pääosin pankkilainoista ja yritystodistuksista ja IFRS 16 vuokrasopimusvelkaa oli vain noin 0,9 MEUR. Lainojen keskiporkko on

arviomme mukaan vuonna 2018 noin 1,9 % ja keskimääräinen laina-aika oli 7,8 vuotta vuoden 2018 lopussa. Emoyhtiön lainojen suojausaste oli Q3'19 lopussa 100 % ja IVH Kampuksen 50 %. Ennustamme IH:n korollisten velkojen rahoituskulujen olevan vuonna 2019 kertaluonteisten rahoituskulujen takia korkeahko 3,6 %, mutta asettuvan tämän jälkeen noin 3 %:iin.

## Verot

IH maksaa Suomen lainsäädännön mukaisesti normaalin yhteisöveron (20 %), mutta sen todellinen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu kahdesta syystä. Ensinnäkin, 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 IH:n IFRS-tilinpäätöksissä, mutta yhtiö voi soveltaa niitä verotukseen.

Toiseksi, yhtiö voi hyödyntää yhtiölainojen lyhennysten tuloutuksen verovähennysoikeutta omistamiensa kiinteistöosakeyhtiöiden verotuksessa ja siten vähentää kokonaisverorasitetta. Poistojen ja yhtiölainojen tuloutusten ansiosta IH:n operatiivisen tuloksen vuotuinen efektiivinen veroprosentti oli vuosina 2016-2018 noin 9-18 %. Ennustemallissamme oletamme, että yhtiö pystyy myös jatkossa hyödyntämään poistoja ja yhtiölainoja Suomen lainsäädännön puitteissa, jolloin efektiivinen veroprosentti on pitkällä aikavälillä arviomme mukaan 12 %.



Lähde: Inderes

# Ennusteet 5/7

## Kiinteistövarallisuudenhoito kasvaa vauhdilla

IH ryhmitteli kaikki sen kiinteistövarainhoidon- ja johtamisen palvelut vuonna 2019 yhteen 100 % omistettuun tytäryhtiöön Investors House Kiinteistövarallisuudenhoito Oy:seen. Tämän tytäryhtiön historiallisia liikevaihto- ja kannattavuustasoja ei ole saatavilla, mutta ne on mahdollista päätellä tilinpäätöstietojen perusteella. Kiinteistövarallisuudenhoito on IH:lle suhteellisen kannattavaa ja odotamme sen kasvavan lähivuosina erityisesti OVV-ketjun ja uusien hallinnointipalveluiden ajamina. Ennustamme kiinteistövarallisuuden liikevaihdon kasvavan noin 10 %:lla vuosittain lähivuosina ja EBIT-marginaalin asettuvan hieman alle 30 %:iin (konsernikulut ei mukana). Käsittelemme tällä sivulla lyhyesti mistä elementeistä tämä kasvu koostuu.

## IVH Kampuksen palveluliiketoiminta ja managerointi

IVH Kampuksen palveluliiketoiminta perustuu kampuksen aikaisemman omistajan Technopoliksen konseptiin ja se käsittää mm. aulapalvelut, siivouksen ja catering-toiminnot. Lisäksi kampuksen managerointi käsittää sen vuokralaishallinnon. IVH Kampuksen laajentui Jyväskylään vuonna 2018, ja se hoitaa myös näiden Jyväskylän kiinteistöjen hallinnon. Arvioimme tämän liiketoiminnan vuoden 2018 liikevaihdon olleen noin 0,56 MEUR ja liikevoiton noin 0,11 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Liiketoiminta on arvioimme mukaan vakaata ja ennustamme sen kasvavan 2,0 % vuodessa lähivuosina ja kannattavuuden säilyvän 20 %:n EBIT-% tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

## Investors House Oy:n kiinteistömanagement

Investors House Oy:n kiinteistösijoituskohteiden hallinnointisopimukset ovat käsityksemme mukaan pitkäaikaisia sopimuksia ja olemme arvioineet näiden vuotuisen liikevaihdon ja liikevoiton olevan noin 0,14 MEUR vuodessa. Ennustamme tämän liikevoiton tason säilyvän ennallaan koko ennusteperiodimme ajan.

## OVV Asuntopalvelut -ketju

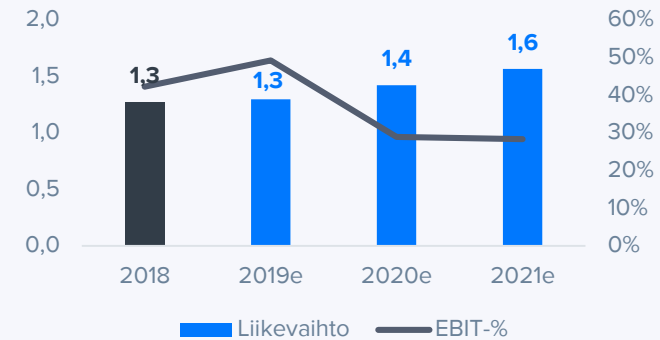
OVV-ketjun välittämien vuokrasopimusten määrä kasvoi 10 % vuonna 2018 ja 4 % tammi-lokakuussa 2019. Tämän lisäksi OVV:n asuntosijoittajille suunnatut kokonaispalvelusopimukset kasvoivat 197 % vuonna 2018 ja 43 % lokakuun 2018 ja lokakuun 2019 välillä. Ketju tavoittelee lähivuosina laajentumista erityisesti pääkaupunkiseudulla ja pidämme todennäköisenä, että sen kasvu tulee jatkumaan lähivuosina erityisesti asuntosijoittajille suunnattujen palveluiden kysynnän kasvun myötä.

Arvioimme OVV:n 2018 liikevaihdon IH:lle (Franchising-maksut ja palkkiot) olleen noin 0,4 MEUR ja liikevoiton noin 0,1 MEUR. Ennustamme IH:n pystyvän kasvattamaan kasvupanostuksista johtuen tämän liiketoiminnan liikevaihtoa noin 20 % vuosittain lähivuosina ja vuotuisen kasvun tasaantuvan noin 3 %:in pitkällä aikavälillä. Ennustamme kannattavuuden säilyvän 2018 tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

## Uudet hallinnointipalvelut

IH palkkasi vuonna 2019 isännöitsijöitä palkkalistoilleen ja ryhtyi tarjoamaan laajempia hallinnointipalveluita, isännöintipalveluita ja taloushallintopalveluita. Yhtiö on viestinyt panostavansa kasvuun näissä erityisesti yritys- ja yhteisöasiakkaissa. Odotamme maltillista kasvua lähivuosina näiden kasvupanostusten myötä.

## Kiinteistövarallisuudenhoito liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%\*



Lähde: Inderes

\*2019 kannattavuutta nostaa kertaluonteinen palkkio

# Ennusteet 6/7

## Osakerahastot

Dividend Housen (DH) osakerahastojen hallinnoitava varallisuus (AUM) laski noin 31 % vuoden 2017 lopun noin 53 MEUR:sta noin 37 MEUR:oon vuoden 2018 loppuun mennessä. Laskun taustalla oli arviomme mukaan pääasiassa tiettyjen jakelusopimusten päättyminen vuonna 2018, joiden vaikutusta yhtiön oma myyntitiimi ei pystynyt kompensoimaan. Lokakuun 2019 loppuun mennessä osakerahastojen AUM nousi noin 39,6 MEUR:oon, minkä taustalla oli varallisuusarvojen nousu. Nettomerkinnot tammi-lokakuussa olivat negatiivisia -3,6 MEUR.

IH on viestinyt tavoittelevansa kasvua myös osakerahastoissa. Emme kuitenkaan historiallinen suosituskyky huomioiden ennusta osakerahastoihin kasvua, vaan odotamme näiden AUM:in asettuvan noin 39 MEUR:oon koko ennusteperiodimme ajaksi. Odotamme kuitenkin hallinnointipalkkioiden säilyvän lähivuosina vuoden 2018 arvioimallamme tasolla noin 1,5 %:issa.

## Nykyinen kiinteistörahasto

DH sai AIFM-toimiluvan joulukuussa 2018 ja yhtiö julkaisi lähes välittömästi tämän jälkeen sen ensimmäisen kiinteistörahaston, joka sai nimen IVH Kampus Ky. Kyseessä on ammattimaisille sijoittajille suunnattu toimitilarahasto, jonka tavoitekoko (GAV) on 60-100 MEUR ja vuotuinen tuotto-odotus on 7-10 %. Lainoitusaste on enintään 50 % LTV-%. Vuotuinen hallinnointipalkkio on 1,25 % GAV:ista.

Rahaston alku oli menestyksellinen, sillä IH sai kasvatettua rahaston koon yli tavoitetason toukokuussa 2019 toteutetulla kaupalla, joka nosti rahaston kiinteistövarallisuuden arvon noin 61

MEUR:oon. IH omistaa itse tällä hetkellä 51 % rahastosta ja on kertonut, että se haluaa jatkossakin säilyttää huomattavan omistusosuuden rahastossa. Emme ennusta kasvua IVH Kampus Ky:hyn ja odotamme IH:n säilyttävän sen nykyisen omistusosuuden ennallaan 51 %:issa.

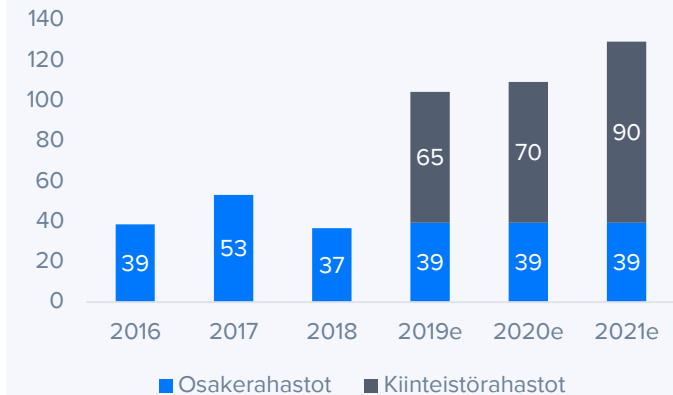
## Uusi kiinteistörahasto

DH:n uusi Tuottokiinteistöt-rahasto aloitti toimintansa joulukuussa 2019. Rahasto on muodoltaan erikoissijoitusrahasto, joka on avoin kaikille sijoittajille. Rahaston sijoitetuille varoille tavoitteellaan yli 8 %:n kokonaistuottoa ja kiinteä hallinnointipalkkio on 0,75 % GAV:ista. Juoksevat kulut ovat arviolta 1,75 % GAV:ista vuosittain.

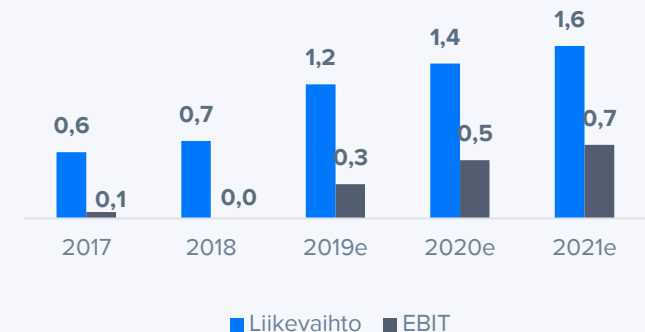
Pidämme uuden rahaston ylösajon onnistumista todennäköisenä, koska ensimmäinen rahasto saavutti tavoitekokonsa nopeasti ja koska IH:lla on arviomme mukaan hyvät näytöt menestyksellisten kiinteistösijoitushankkeiden luomisessa sijoittajille. Yhtiö on historiansa aikana kehittänyt sijoittajille yhteensä 7 kiinteistöhanketta ns. ”avaimet käteen” -periaatteella. Nykyinen markkinaympäristö myös tukee kiinteistösijoitusten kysyntää. Suomessa on huomattava määrä kiinteistösijoitusrahastoja ja kilpailu on arviomme mukaan kiristymään päin. Yhtiö erottautuu kuitenkin markkinoilla erityisesti sillä, että IH hoitaa itse kiinteistöjen hallinnoinnin ja se myös itse sijoittaa suoraan omiin rahastoihinsa.

Ennustamme kiinteistörahastojen GAV:in saavuttavan 90 MEUR vuoden 2021 loppuun mennessä ja keskimääräisen vuotuisen hallinnointipalkkioiden asettuvan noin 1,1 %:n tasolla GAV:ista. Keskeisin epävarmuustekijä ennusteidemme taustalla on arviomme mukaan nykyisen suotuisan markkinatilanteen jatkuminen.

## Dividend Housen GAV (MEUR)



## Dividend Housen liikevaihto ja EBIT (MEUR)



Lähde: Inderes

# Ennusteet 7/7

## Ovaro-omistuksesta irtaannutaan

IH:n osakkeenomistajat myönsivät elokuussa 2019 yhtiön hallitukselle valtuudet jakaa kaikki IH:n osakkuusyhtiö Ovaron osakkeet IH:n osakkeenomistajille. Joulukuussa 2019 IH jakoi osan Ovaro-osakkeistaan osakkeenomistajille ja se on viestinyt aikeesta irtaantua myös lopuista Ovaroista joko jakamalla myös loput osakkeet osakkeenomistajille tai muilla toimenpiteillä.

Irtaantumisen taustalla on IH:n näkemys siitä, että IH ja Ovaro ovat arvokkaampia erillisinä, koska näillä yhtiöille on eri strateginen vaihe ja eri sijoitusprofiili ja toisaalta Ovaron heikko kehitys on haudannut IH:n positiivisen kehityksen alleen. Ovaron osakkeista luopuminen myös parantaa IH:n kannattavuutta pääoman tuotolla mitattuna.

Suhtaudumme Ovaro-omistuksesta luopumiseen kaksijakoisesti. Pidämme todennäköisenä, että IH:n osakkeen hinnanmuodostus tulee tehostumaan irtaantumisen myötä, koska useat IH:n tunnusluvut paranevat. Toisaalta irtaantuminen heikentäisi IH:n vakavaraisuutta. Ovaron osakkeista irtaantuminen on mielestämme myös pieni negatiivinen signaali IH:n luottamuksesta Ovaron nopeaa käännettä kohtaan.

## Ensimmäinen osa jaettiin joulukuussa 2019

IH päätti joulukuussa 2019 jakaa 460 000 Ovaron osaketta osakkeenomistajille. Tämä jako aiheuttaa noin 0,7 MEUR:n laskennallisen tappion IH:n Q4'19 raportoituihin tulokseen. Ennustamme tästä huolimatta IH:n Q4'19 käyvän arvon muutosten olleen positiivisia. Lisäksi jako laskee IH:n osakekohtaista NAV:ia noin 0,32 euroa per osake.

Ennustamme IH:n osakekohtaisen NAV:in olevan noin 7,9 euroa 2019 lopussa (Q3'19: 8,0 euroa).

## Loppuosan jako heikentäisi IH:n vakavaraisuutta

IH omistaa vielä noin 20,4 % Ovarosta joulukuun jaon jälkeen. Ovaron loppuosakkeiden jakamisen huono puoli IH:n kannalta olisi se, että se heikentäisi yhtiön vakavaraisuutta. Osakkeiden jakamisesta syntyvä tappio olisi Ovaron nykykursilla (4,20 euroa) varainsiirtoverot huomioituna noin 3,3 MEUR. Mikäli kaikki osakkeet jaettaisiin heti, laskisi tämä IH:n omavaraisuusastetta arviomme mukaan karkeasti noin 47 %:iin Q3'19 tason 54 %:ista.

On syytä huomioida, että Ovaron osakkeiden jaosta syntyvä voitto tai tappio on yhtiölle laskennallinen eikä sillä siis ole olennaista vaikutusta IH:n kassavirtaan. 47 %:n omavaraisuusaste olisi myös edelleen yhtiön strategisen tavoitetaso yläpuolella (tavoite vähintään 45 %). Emme odota, että tämänkaltaisella omavaraisuusasteen laskulla olisi merkittävää vaikutusta IH:n kasvunäkymiin.

IH:n osakkeenomistajien kannalta heidän omistuksensa säilyisi Ovaroiden jaossa verovaikutusta huomioimatta teoriassa ennallaan eli luovutuksen jälkeen he omistavat IH:n osakkeet ja Ovaron osakkeet vain erillisinä. Jaettavat Ovaron osakkeet ovat periaatteessa ylimääräinen osinko tai pääoman palautus, jonka arvo on eiliselä päätöskurssilla noin 1,37 euroa per IH:n osake eli tämä ylimääräinen ”osinkotuotto” olisi noin 21 %.

## Toinen vaihtoehto voisi olla myynti

Toinen vaihtoehto IH:lle olisi myydä Ovaron osakkeet tai myydä koko yhtiö. Tämän hyvä puoli olisi se, että IH saisi myynnistä Ovaron nykykursilla karkeasti noin 8 MEUR käteistä, jotka se voisi investoida kasvuun. Lisäksi yhtiön vakavaraisuus ei heikentyisi niin paljoa kuin osakkeiden jaossa ja omavaraisuusaste laskisi karkeasti vain noin 52 %:iin. Vastaavasti kuitenkin näin suuri osakkeiden myynti ei todennäköisesti onnistuisi nopeasti ilman selvän alennuksen antamista nykykurssiin ja ostajan löytäminen voisi olla vaikeaa. Koko Ovaron myyntiä emme pidä kovin todennäköisenä, koska hyvän hinnan saaminen vaatisi todennäköisesti ensin Ovaron kannattavuuskäänteen.

## Odotamme IH:n luopuvan Ovaroista Q1'20 mennessä tavalla tai toisella

Yhtiön johdon kommenttien ja tiedotteiden perusteella odotamme IH:n luopuvan lopuista Ovaroista joko jakamalla ne osakkeenomistajille tai muulla tavalla esimerkiksi myynnillä. Käytännössä irtaantuminen tulee todennäköisesti painamaan IH:n vuoden 2020 raportoitu tulosta. Irtaantumisella ei kuitenkaan olisi vaikutusta IH:n liikevaihtoon eikä merkittävää vaikutusta operatiiviseen tulokseen, koska Ovaron operatiivinen tulos on heikko (Ovaro-omistus nosti IH:n operatiivista tulosta 1 %:n H1'19 aikana).

Omat ennusteemme eivät sisällä Ovaron osakkeista irtaantumista, koska tästä ei ole vielä päätetty, irtaantumishinta ei ole tiedossa eikä myöskään se jaetaanko osakkeet osakkeenomistajille vai myydäänkö ne.

# Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto yhteensä</b>	6 449	8 276	2 608	2 746	2 786	2 932	11 072	3 146	3 148	3 150	3 352	12 795	14 679
Kiinteistöt	5 168	6 731	1 859	2 351	2 368	2 570	9 148	2 651	2 651	2 651	2 851	10 803	12 390
Palvelut	1 418	1 794	849	539	628	571	2 587	705	707	709	711	2 833	3 138
Sisäinen laskutus oikaisu	-137	-249	-100	-144	-210	-210	-664	-210	-210	-210	-210	-840	-850
<b>Ylläpitokulut yhteensä</b>	-3 260	-4 114	-1 510	-1 238	-1 123	-1 182	-5 053	-1 256	-1 056	-1 056	-1 324	-4 693	-5 493
Kiinteistöjen ylläpitokulut	-2 465	-3 029	-1 182	-933	-930	-1 036	-4 081	-993	-793	-793	-1 061	-3 641	-4 319
Palvelut välittömät kulut	-932	-1 334	-428	-449	-403	-356	-1 636	-473	-473	-473	-473	-1 892	-2 024
Sisäinen laskutus oikaisu	137	249	100	144	210	210	664	210	210	210	210	840	850
<b>Nettotuotto</b>	3 189	4 162	1 098	1 508	1 663	1 750	6 019	1 889	2 091	2 093	2 028	8 102	9 185
Kiinteistöjen luovutusvoitot	35	-38	-13	-180	13	0	-180	0	0	0	0	0	0
Käyvän arvon muutokset	2 570	929	353	-462	-249	681	323	280	280	280	1 280	2 120	1 622
Hallinnon kulut	-851	-962	-270	-188	-144	-280	-882	-300	-250	-250	-300	-1 100	-1 375
Muut tuotot	-18	181	-7	-23	1	0	-29	0	0	0	0	0	0
Osuus osakkuusyhtiöistä	1 056	653	-61	49	140	102	230	85	85	98	98	366	516
<b>Liikevoitto</b>	5 981	4 925	1 100	704	1 424	2 252	5 480	1 955	2 207	2 221	3 106	9 488	9 949
Nettorahoituskulut	-422	-591	-313	-438	-332	-400	-1 483	-440	-440	-440	-440	-1 760	-1 936
<b>Tulos ennen veroja</b>	5 559	4 334	787	266	1 092	1 852	3 997	1 515	1 767	1 781	2 666	7 728	8 013
Verot yhteensä	-512	-1 948	-142	-183	-193	-370	-888	-303	-353	-356	-533	-1 546	-1 603
Määräysvallattomien osuus	1	112	3	127	-282	-312	-464	-374	-375	-375	-376	-1 499	-1 530
<b>Raportoitu tulos</b>	5 048	2 498	648	210	617	1 170	2 645	838	1 039	1 050	1 757	4 683	4 880
<b>EPS</b>	1,20	0,41	0,11	0,03	0,10	0,19	0,44	0,14	0,17	0,17	0,29	0,78	0,81
<b>Operatiivinen tulos</b>	1 934	2 709	442	872	731	719	2 764	712	934	946	844	3 436	4 094
<b>Operatiivinen EPS</b>	0,46	0,45	0,07	0,15	0,12	0,12	0,46	0,12	0,16	0,16	0,14	0,57	0,68

# Arvonmääritys 1/4

## Yhteenveto arvostuksesta

Investors Housen osakkeen arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: osakkeen historiallinen arvostustaso, verrokkiryhmäarvostus ja osien summa -laskelma. Annamme suurimman painoarvon osien summa -arvonmääritykselle, koska se mielestämme huomioi oikein Investors Housen eri liiketoimintojen tuotto/riski-profiilit.

Eri arvonmääritysmenetelmien vaihteluväli yhtiön osakkeen käyväksi arvoksi on 6,9-8,8 euroa. Oman näkemyksemme mukaan Investors Housen osakkeen käypä arvo on 6,9 euroa. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

## Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Sijoittajien on olennaista huomioida, että IH ei ole enää pelkkä kiinteistöyhtiö ja sen arvonmääritystä tulisi siten tarkastella myös muiden tekijöiden kuin yhtiön raportoiman nettovarallisuuden (NAV) kautta. Yhtiö on viime vuosien aikana kasvanut ja muuttunut huomattavasti, sillä vuoden 2014 lopussa yhtiön omistuksessa oli vain kaksi Porissa sijaitsevaa liikekiinteistöä, joiden käypä arvo oli 6,8 MEUR. Syyskuun 2019 loppuun mentäessä IH oli ostanut useita liiketoimintoja sekä kiinteistöjä ja kiinteistöportfolion käypä arvo (sis. Ovaro) oli kasvanut noin 102 MEUR:oon ja osakkeen markkina-arvo noussut 7,4 MEUR:sta 39 MEUR:oon. Muutoksen takia IH:n historiallisia arvostuskertoimia ei mielestämme voi myöskään suoraan soveltaa yhtiön arvottamiseen.

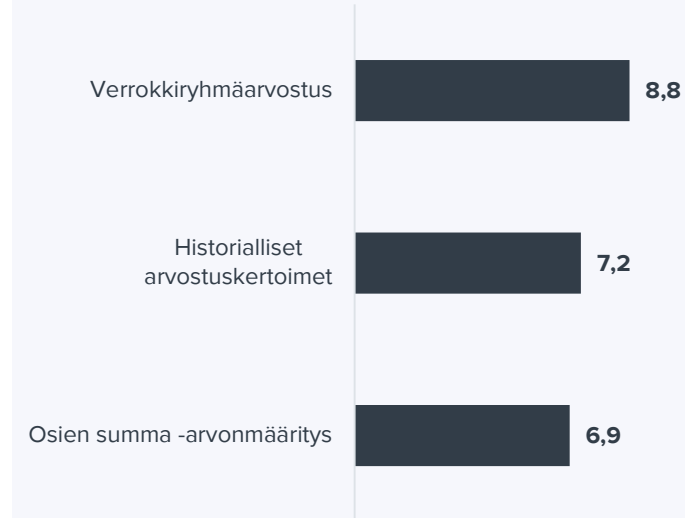
## Investors Housen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Kohtuullisen hyvä track record omistaja-arvon kasvattamisen ja liiketoiminnan kannattavan kasvun osalta
- Palveluliiketoiminnan vahva kasvupotentiaali
- Useita osittain toisistaan riippumattomia eri tuottolähteitä
- Pitkällä aikavälillä skaalautuva kulurakenne
- Suhteellisen vahva tase ja merkittävä hankekanta tuovat näkyvyyttä kasvun jatkumiseen
- Johdolla merkittävä omistus ja siten vahva kannustin kasvattaa omistaja-arvoa (toimitusjohtaja omistaa noin 10 %)

## Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Osakkuusyhtiö Ovaro Kiinteistösijoitukseen liittyvät riskit
- Yhtiön edelleen suhteellisesti pieni koko
- Suhteellisen lyhyt (mutta mielestämme kuitenkin hyvä) track record
- Osakkeen edelleen heikohko likviditeetti (vähäinen vaihtomäärä) pörssissä
- Riippuvuus avainhenkilöistä

## Arvonmääritys yhteenveto





# Arvonmääritys 2/4

## Historialliset arvostuskertoimet

IH siirtyi IFRS raportointiin ja kiinteistöjen käypiin arvoihin pohjautuvaan raportointiin Q2'15 raportissa, mikä julkaistiin 31.8.2015. Osakkeen historiallinen arvostustaso tästä ajankohdasta alkaen eli hieman yli 4 vuotta antaa siten referenssin arvioida IH:n osakkeen käypää arvoa.

Viimeisen noin neljän vuoden aikana IH:n osake on ollut arvostettuna pörssissä keskimäärin noin 10 % alle viimeisimmän EPRA NAV:in, noin 15,0x kuluvan vuoden tulokseen pohjautuvalla operatiivisesta tuloksesta lasketulla P/E-kertoimella ja keskimäärin noin 3,3 %:n tarkasteluvuodelta maksettavan osingon osinkotuotolla. Soveltamalla näitä kertoimia, Q3'19 EPRA NAV:ia (Ovaro-osakkeiden irtoamista ei ole oikaistu) sekä omia 2019 ennusteitamme IH:n osakkeen käyväksi arvoksi muodostuisi noin 6,9-7,5 euroa per osake. Painotamme näitä kolmea kerrointa yhtä suurilla painoilla ja yhtiön historialliseen arvostustasoon perustuva arvonmäärityksemme antaa siten osakkeen arvoksi 7,2 euroa per osake.

## Verrokkiryhmäarvonmääritys

Investors Houselle on vaikea asettaa hyvää verrokkiryhmää, sillä yhtiöllä on kaksi tuotto/riski-profiililtaan hyvin erilaista liiketoimintaa (Kiinteistöt ja Palvelut) ja täysin vastaavalla toimintamallilla toimivia verrokkeja ei ole Pohjoismaissa. Olemme siksi jaotelleet verrokkiryhmän kahteen osaan (kiinteistösijoitusyhtiöt ja sijoitusyhtiöt) ja soveltaneet näiden arvostuskertoimiin 80 %:n ja 20 %:n painoja verrokkiryhmäarvonmäärityksessä, mikä vastaa karkeasti vuoden 2019

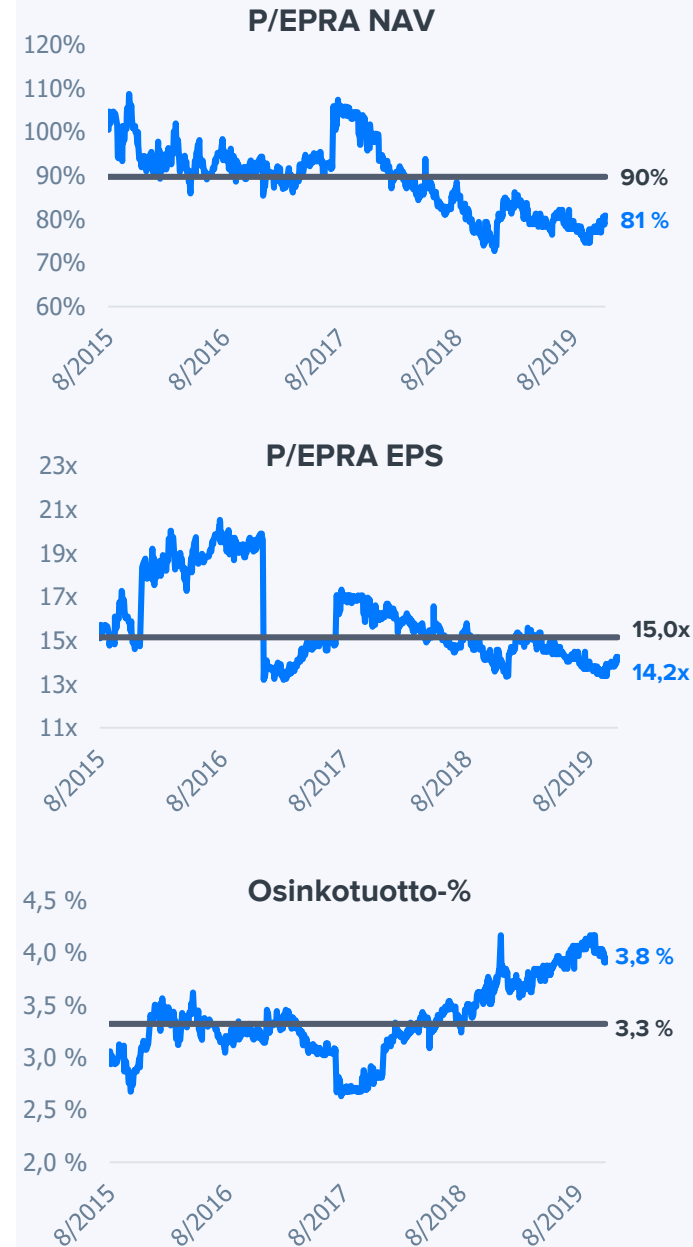
ennusteessamme näiden segmenttien liikevaihdon jakaumaa.

Kiinteistösijoitusyhtiöissä olemme valinneet verrokeiksi pohjoismaisia listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä. Sijoitusyhtiöissä olemme valinneet verrokeiksi Helsingin pörssiin listattuja rahastoyhtiöitä. Lähimmät verrokkit tästä segmentistä ovat näkemyksemme mukaan EAB Group ja Titanium, joilla on merkittäviä kiinteistörahastoja.

Olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme verrokkiyhtiöiden painotettua keskimääräistä 2019e EV/EBIT-kerrointa, keskimääräistä painotettua oikaistua P/E-kerrointa ja vastaava keskimääräistä osinkotuottoa. Olemme valinneet 2019 kertoimet vuoden 2020 sijaan, koska arvioimme markkinan hinnoittelevan IH:ta edelleen 2019 kertoimilla vuoden 2020 kehitykseen liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Verrokkiryhmän keskimääräinen 2019e painotettu EV/EBIT-kerroin on noin 20,0x, vastaava P/E-kerroin on noin 17,7x ja osinkotuotto on 2,9 %. Näiden kertoimien ja omien ennusteidemme perusteella IH:n osakkeen käypä arvo olisi 7,8-9,8 euroa ja keskiarvoksi muodostuu 8,8 euroa.

Korostamme, että tässä esitetty verrokkiryhmäarvonmääritys ei mielestämme ole paras tapa arvottaa Investors Housen osaketta johtuen siitä, että IH on suhteellisesti useita verrokkeja pienempi toimija, sen rahastoliiketoiminta on vielä ylösajovaiheessa ja sen riskiprofiili on mm. näiden takia korkeampi.



# Arvonmääritys 3/4

## Osien summa -laskelma

Tarkastelemme IH:n arvonmääritystä osien summa-laskelman kautta. Tässä tarkastelussa arvo jaetaan komponentteihin, jotka ovat: a) Kiinteistöt, b) Ovaro Kiinteistösijoituksen omistusosuus, c) Palvelut-segmentti, d) hankekehitysliiketoiminta, e) vähemmistöt, f) konsernikulut ja g) nettovelat. Osien summa-arvonmäärityksemme antaa IH:n osakkeen arvoksi 8,1 euroa. Sovellamme lisäksi 15 %:n sijoitusyhtiöalennusta IH:n arvonmääritykseen, jonka jälkeen arvo on 6,9 euroa per osake.

## Kiinteistöjen arvo

IH:n kiinteistöjen tasearvot perustuvat ulkopuolisten kolmannen osapuolten tekemiin arvonmäärityksiin. Yhtiö on historiassa kiinteistömyynneissä arvioimme mukaan lähes poikkeuksetta saavuttanut niiden tasearvoa vastaavan arvon myynneissä ja pidämme tasearvoja luotettavina. IH:n sijoituskiinteistöjen arvo (sisältäen vaihto-omaisuuskiinteistöt) oli Q3'19 lopussa noin 88 MEUR. Tämän jälkeen yhtiö on sopinut huomattavasta 13,5-14,3 MEUR:n kiinteistöhankinnasta ja arvioimme itse kiinteistöportfolion arvon olevan tällä hetkellä noin 103 MEUR (sivu 40 erittely).

Ennustamme IH:n pystyvän tekemään yhteensä 10 MEUR:n kiinteistöhankinnat nettona vuonna 2020, jolloin kiinteistöportfolion arvo saavuttaa 113 MEUR vuoden 2020 loppuun mennessä. Pidämme tähän kasvuun liittyvää riskiä pienenä, sillä IH:n tase on on tällä hetkellä suhteellisen vahva (Q3'19 omavaraisuusaste 54 %) ja yhtiöllä on vahvat näytöt kasvusta viime vuosilta. Laskelmassa oletamme vielä, että kiinteistöjen arvonmuutokseen liittyvä laskennallinen verovelka ei realisoidu eli kiinteistöjä ei myydä.

## Ovaro Kiinteistösijoitus Oy:n omistus

IH omistaa 20,4 %:n omistusosuuden pörssiyhtiö Ovaro Kiinteistösijoituksesta (entinen Orava Asuntorahasto) ja IH on kirjannut Ovaron taseeseensa arvolla noin 5,81 euroa per osake. Olemme itse asettaneet Ovaron 12-kuukauden tavoitehinnaksi 4,2 euroa per osake emmekä odota osakkeen nousevan yli tämän tason lyhyellä aikavälillä. Ovaron arvo on siten osien summa -laskelmassamme 8,2 MEUR. Olemme käsitelleet Ovaroa tarkemmin raportin sivulla 30. Ovaron analyysimme on ladattavissa [täältä](#).

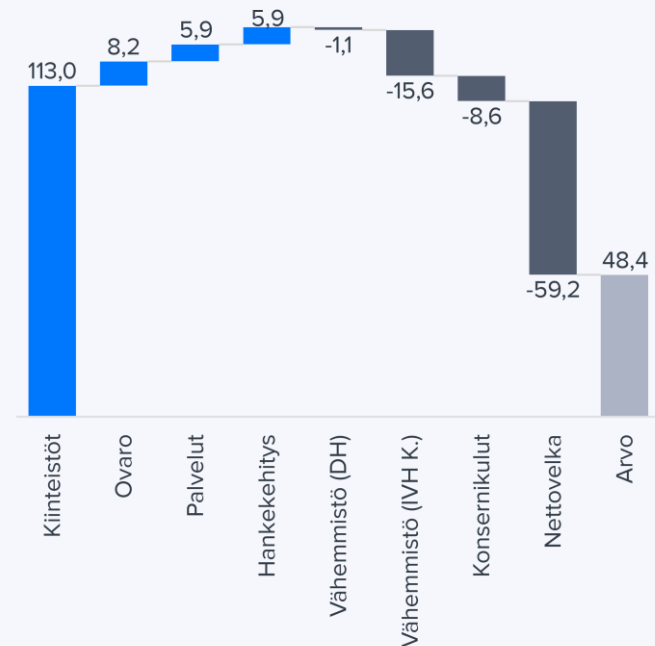
## Konsernikulut

IH:n konsernikuluja ovat myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut sekä liiketoiminnan muut kulut. Ennustamme näiden olevan noin 1,1 MEUR vuonna 2020. Arvioimme mukaan merkittävä osa (puolet) näistä kuluista kohdistuu kuitenkin yhtiön hankekehitysliiketoiminnalle ja arvioimme että yhtiötä voitaisiin hallinnoida 550 TEUR vuotuisilla kuluilla. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun 7,9 %:n WACC-tuottovaatimuksella ja 1,5 %:n vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen arvo on siten laskelmassamme noin 8,6 MEUR.

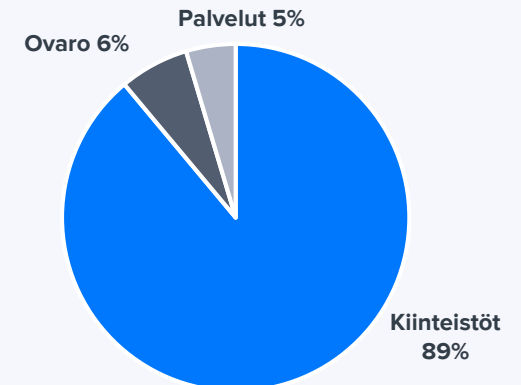
## Nettovelat

Ennusteessamme IH rahoittaa 2019-2020 kehityshankkeensa omalla taseella ja nettovelat kasvavat vuoden 2020 loppuun mennessä Q3'19 tason 39,4 MEUR:sta 59,2 MEUR:oon. Omavaraisuusaste laskee Q3'19 54 %:ista noin 48 %:iin. Emme pidä tätä suurempaa nettovelan määrää todennäköisenä, sillä yhtiön kiinteistöt on pääosin rakennettu tai peruskorjattu vuoden 1990 jälkeen eikä niihin arvioimme mukaan sisälly merkittävää korjausvelkaa.

## IH:n arvo 2020 lopussa



## IH:n sijoitusten arvo 2020e



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 4/4

## Hankekehitysliiketoiminta

IH:n liiketoimintaan sisältyy ns. kiinteistöjen aktiivinen arvonluonti, mikä käsittää mm. hankekehityksen, rakennuttamisen, kiinteistöjen oston ja myynnin, nettotuoton kasvattamisen sekä sijoituskohteiden strukturoinnin. IH:n track record näiden osalta on mielestämme hyvä ja yhtiö on yltänyt tässä toiminnassa arviomme mukaan keskimäärin 14 %:n vuotuisen tuottoon IRR-% (arvonmuutos ilman vuokratuottoja). Olemme käsitelleet tätä toimintaa raportin sivuilla 14-16.

Tammi-lokakuun 2019 aikana IH teki kiinteistöjen hankintoja ja myyntejä yhteensä noin 66,3 MEUR:lla eli 72 % tilikauden 2019 alkavasta taseesta. Tällä hetkellä yhtiöllä on suunnitteilla kehityshankkeita yli 60 MEUR:n edestä. Ennustamme yhtiön pystyvän investoimaan vuosina 2020-2021 vuosittain noin 20 MEUR tähän liiketoimintaan bruttona ja ennustamme yhtiön saavuttavan tästä noin 10 %:n kehityskatteen. Tämän lisäksi tähän liiketoimintaan pitää näkemysemme mukaan kohdistaa 0,55 MEUR (50 %) yhtiön vuoden 2020 konsernikuluista. Hankekehityksen vuotuinen liikevoitto on siis noin 1,45 MEUR.

Tämä liiketoiminta ei ole jatkuvaa liiketoimintaa ja sen tuotto ei välttämättä välittömästi vaikuta kassavirtaan. Tuoton saavuttamiseen liittyvä riskiprofiili on myös korkea, koska vilkkaan rakentamisen takia asuntojen rakennuttamisen kehityskatteet ovat arviomme mukaan viime vuosina laskeneet ja vastaavasti myös kiinteistöjen ns. tukkualennukset ovat pienentyneet. Perustamme hankekehitysliiketoiminnan arvon asettamamme verokkiryhmän keskimääräiseen 10,2x EV/EBIT-

kertoimeen, johon olemme asettaneet 60 %:n alennuksen johtuen hankekehitysliiketoiminnan huomattavasti verrokkeja pienemmästä koosta ja siitä, että verrokkit ovat selvästi vakiintuneempia ja suurempia toimijoita. Hankekehitysliiketoiminnan arvoksi muodostuu siten laskelmassamme 5,9 MEUR.

## Palvelut-segmentti

Palvelut-segmentin arvo perustuu vuoden 2020 noin 0,9 MEUR:n ennustamaamme liikevoittoon. Palvelut on luonteeltaan pääosin jatkuvaa kassavirtaperusteista liiketoimintaa ja liiketoiminnan riskiprofiili on mielestämme suhteellisen pieni. Pidämme myös tämän liiketoiminnan kasvunäkymiä hyvinä ja tämä potentiaali tukee tämän liiketoiminnan arvostusta.

Perustamme Palvelut-segmentin arvon asettamamme verokkiryhmän keskimääräiseen 8,9x EV/EBIT-kertoimeen, johon olemme asettaneet 30 %:n alennuksen johtuen rahastoliiketoiminnan ylösajoon liittyvistä riskeistä sekä tämän liiketoiminnan huomattavasti verrokkeja pienemmästä koosta ja siitä, että verrokkit ovat selvästi vakiintuneempia ja suurempia toimijoita. Palvelut-liiketoiminnan arvoksi muodostuu siten laskelmassamme 5,9 MEUR.

## Vähemmistöt

Vähemmistöjen arvo perustuu siihen, että IH:n omistus Dividend House Oy:stä on 2/3 ja työntekijät omistavat yhtiöstä 1/3. Olemme määrittäneet vähemmistöosuuden arvon soveltamalla Palveluliiketoiminnan EV/EBIT -kerrointa DH:n 2020 EBIT-ennusteeseemme. Vähemmistöjen arvoksi muodostuu siten noin -1,1

MEUR. Lisäksi vähemmistöt omistivat IVH Kampuksesta noin 49 % ja näiden määräysvallattomien omistusosuuksien arvo on ennusteessamme 2020 lopussa -15,6 MEUR.

## Investors Housen arvo noin 48 MEUR

Edellisten oletusten pohjalta IH:n arvoksi vuoden 2020 lopussa muodostuu 48 MEUR eli noin 8,1 euroa per osake.

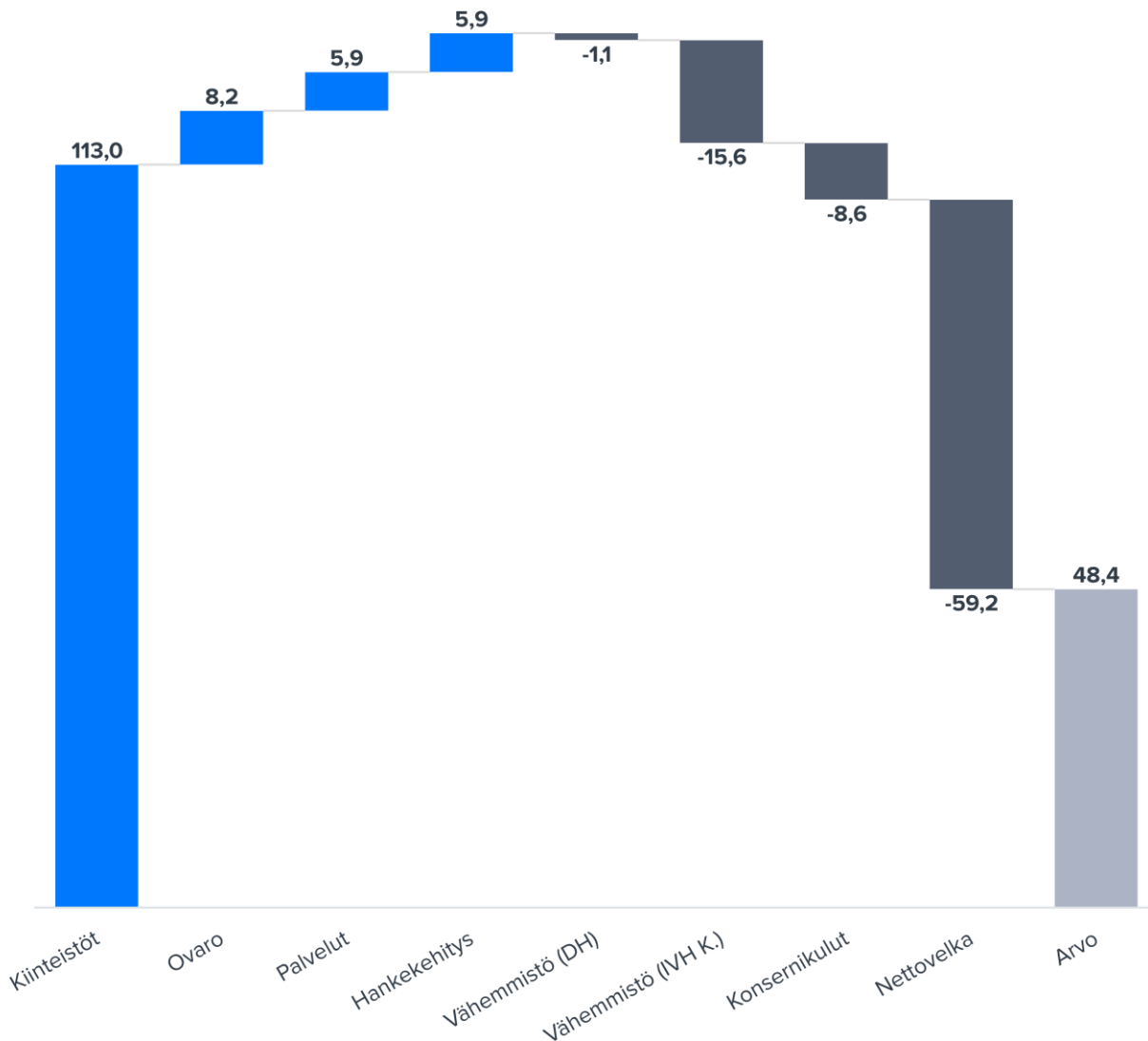
## Sijoitusyhtiön alennus / preemio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai preemiolla suhteessa niiden substanssiin arvoon (Net Asset Value, NAV). Pääsääntöisesti sijoitusyhtiöt arvotetaan pörssissä selkeällä NAV-alennuksella. Osien summa - laskelmamme pitäisi olla teoriassa verrannollinen markkinaehtoiseen substanssiarvoon. Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin peruseriaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja odotukset tämän jatkumisesta myös tulevaisuudessa.

Jos IH olisi järjestelmällisesti ylittänyt 10 %:n kokonaistuottotavoitteensa (suhteessa arvioimaamme NAV:iin), sijoittajien kannattaisi mielestämme maksaa osakkeesta hinta, joka on lähellä NAV:ia. IH:lla on mielestämme edellytykset yltää tähän, jos johto pystyy välttämään virheet ja onnistuu sen tulevissa kehityshankkeissa. Ennen kuin yhtiö todistaa yltävänsä jälleen korkeaan tuottoon, on mielestämme perusteltua arvottaa osake toistaiseksi selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle 15 %:n alennuksen omaan subjektiiviseen näkemykseemme nojaten.

# Osien summa -laskelma

IH:n arvo 2020 lopussa (MEUR)



Lähde: Inderes

## Palvelut 2020 EV/EBIT

EAB Group Oyj	18,9
Titanium Oyj	9,1
Evli Pankki Oyj	8,8
Sievi Capital Oyj	4,7
eQ Oyj	12,4
Taaleri Plc	8,7
CapMan Oyj	8,9

Mediaani	8,9
Alennus	30 %
Kerroin	6,2
EBIT 2020e	0,9
<b>EV</b>	<b>5,9</b>

## DH vähemmistö 2020 EV/EBIT

EBIT	0,5
Kerroin	6,2
DH:n arvo	3,3
Vähemmistön osuus	33 %
<b>Arvo (vähemmistö)</b>	<b>1,1</b>

## Hankekehitys 2020 EV/EBIT

YIT	10,6
NCC	11,3
Veidekke	9,8
Peab	10,8
Bonava	8,0
JM	9,9

Mediaani	10,2
Alennus	60 %
<b>Kerroin</b>	<b>4,1</b>

Hankkeita vuodessa	20
Kate	10 %
Kate	2,0
Kiinteät kulut	-0,6
EBIT 2020e	1,5
<b>EV</b>	<b>5,9</b>

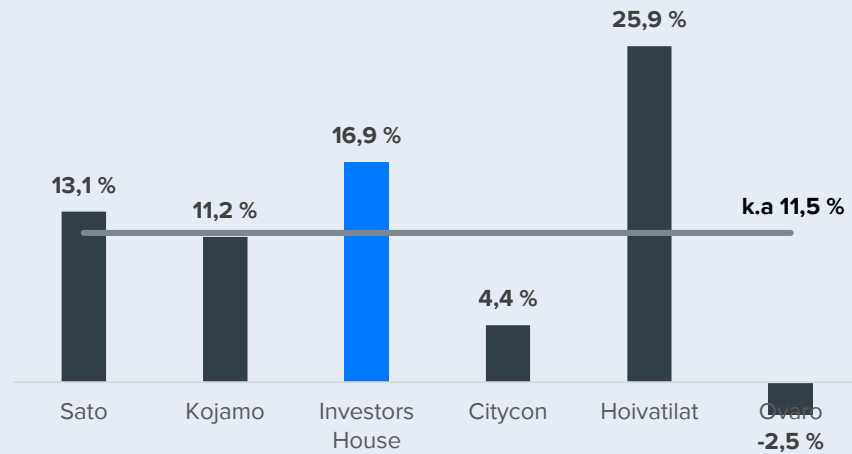
# Verrokkiryhmäarvonmääritys

Verrokkiryhmän arvostus Kiinteistösisjoitusyhtiöt	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%	
	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Hufvudstaden AB	31,2	30,3	33,9	32,4	2,2	2,4
Fabege AB	28,3	27,8	32,7	30,9	2,0	2,2
Klovern AB	19,5	21,0	18,3	20,1	2,5	2,7
Citycon Oyj	19,9	20,3	12,0	12,3	7,0	6,8
Wihlborgs Fastigheter AB	19,8	19,8	15,6	15,9	2,5	2,7
Home Invest Belgium SA	-	-	33,2	30,9	4,1	4,2
Empiric Student Property PLC	22,9	21,9	23,3	21,9	5,2	5,2
Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj	-	-	-	-	0,0	0,0
Fastighets AB Balder	27,4	26,1	18,9	20,7	0,0	0,0
Kungsleden AB	21,0	19,8	17,2	17,1	2,6	2,8
Atrium Ljungberg AB	28,0	25,0	24,2	23,4	2,4	2,4
<b>Sijoitusyhtiöt</b>						
EAB Group Oyj	-	18,9	-	22,1	0,9	2,5
Titanium Oyj	12,0	9,1	12,1	10,7	8,2	8,7
Evli Pankki Oyj	9,7	8,8	13,8	12,1	6,9	7,2
Sievi Capital Oyj	4,2	4,7	5,3	10,2	2,9	3,3
eQ Oyj	16,2	12,4	22,0	17,2	5,0	5,9
Taaleri Plc	15,8	8,7	18,1	10,4	4,0	4,3
CapMan Oyj	16,1	8,9	19,9	14,3	6,3	6,8
<b>Mediaani kiinteistösisjoitusyhtiöt</b>	<b>22,0</b>	<b>21,5</b>	<b>18,6</b>	<b>20,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
<b>Mediaani sijoitusyhtiöt</b>	<b>12,0</b>	<b>8,9</b>	<b>13,8</b>	<b>11,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>
<b>Mediaani kaikki</b>	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>18,3</b>	<b>17,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
<b>80 % kiinteistösisjoitus ja 20 % sijoitusyhtiö</b>	<b>20,0</b>	<b>19,0</b>	<b>17,7</b>	<b>18,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
<b>Investors House (Inderes)</b>	<b>18,6</b>	<b>11,5</b>	<b>14,8</b>	<b>8,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
<i>Ero-%</i>	<i>-7 %</i>	<i>-39 %</i>	<i>-16 %</i>	<i>-55 %</i>	<i>34 %</i>	<i>31 %</i>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Tiedot kerätty 12.12.2019

# IH ja keskeiset kiinteistöverrokkit

2015-2018 k.a ROE-%

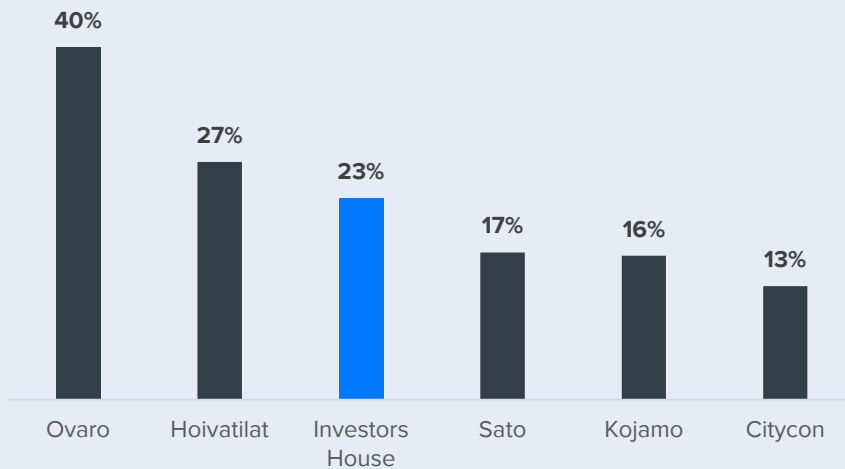


Listattujen kiinteistöverrokkien raportoitu oman pääoman tuotto oli keskimäärin 11,5 % vuosittain 2015-2018. IH:lla vastaava oli 16,9 %.

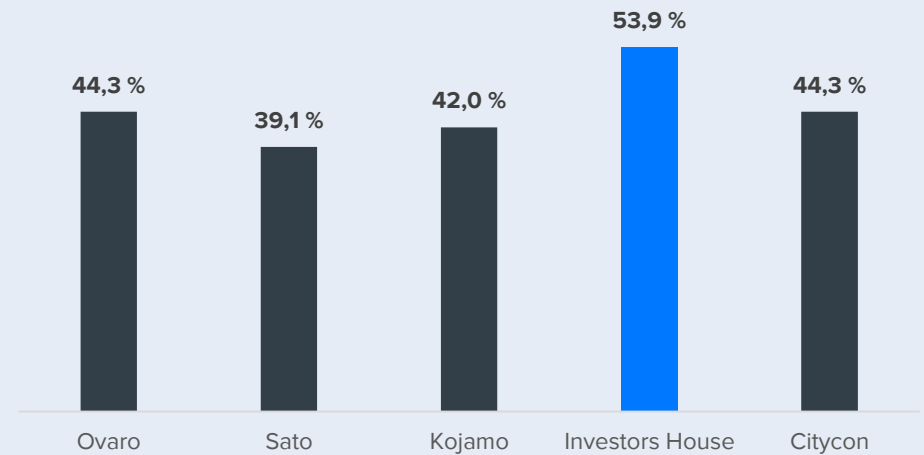
IH:n kiinteä kulurakenne oli vuonna 2018 suhteellisesti listattuja verrokkeja korkeampi.

IH:n omavaraisuusaste noin 54 % Q3'19 lopussa oli selvästi kiinteistöverrokkeja korkeampi.

Kiinteät hallinnon kulut/nettotuotto 2018



Q3'19 omavaraisuusaste-%



# Arvostus yhteenveto

Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi (euroa)	5,4	6,0	7,4	6,0	6,5	6,5	6,5
Markkina-arvo (MEUR)	17,3	19,8	44,2	36,2	39,1	39,1	39,1
Yritysarvo EV (MEUR)	26,8	37,4	67,1	71,9	101,7	109,6	118,0
Sijoituskiint. arvo (MEUR)	28,2	38,6	57,8	71,2	100,3	113,0	126,2
EPS (euroa)	1,8	1,1	1,2	0,41	0,44	0,78	0,81
EPRA EPS (euroa)	0,4	0,3	0,5	0,45	0,46	0,57	0,68
EPRA NAV per osake (euroa)	5,9	7,0	7,9	8,1	7,9	8,4	9,0
Osinko per osake (euroa)	0,2	0,2	0,2	0,23	0,25	0,27	0,29
Omavaraisuusaste-%	0,6	0,5	0,6	53 %	51 %	48 %	46 %
EV/EBIT	6,2	8,3	11,2	14,6	18,6	11,5	11,9
P/E (oik.)	3,0	5,3	6,2	14,5	14,8	8,3	8,0
P/EPRA EPS	14,7	19,6	16,1	13,4	14,2	11,4	9,5
P/EPRA NAV	0,9	0,9	0,9	0,74	0,83	0,77	0,72
ROE-%	29,2 %	18,7 %	14,9 %	5,4 %	5,8 %	10,1 %	9,8 %
Osinko/EPRA tulos-%	-	63 %	66 %	52 %	55 %	55 %	52 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	2,8 %	3,8 %	3,9 %	4,1 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita

# Kiinteistöportfolio (Inderesin arvio 12/2019 tilanteesta)

	Sijainti	Tontti	Rakennusvuosi	Asuntoja/ Toimitiloja	Omistus-%	Käypä arvo (MEUR)
<b>Asunnot</b>						
Asunto Oy Espoon Tallimestarinranta	Espoo	Oma	1996	10	100 %	2,8
Asunto Oy Espoon Soukanpaiste	Espoo	Oma	1996	8	100 %	2,5
Asunto Oy Kirkkopuisto-Salpa	Sipoo	Oma	1995	7	100 %	1,1
Asunto Oy Tampereen Lampihongisto	Tampere	Oma	1997	53	100 %	7,1
Asunto Oy Kallonsivu	Pori	Vuokra	1964	10	34 %	0,4
Kiinteistö Oy Jyväskylän Jokivarrenpuisto	Jyväskylä	Oma	2011	44	100 %	6,3
Investors House CF 1 Oy (asunto-osakeyhtiön tontti)	Järvenpää	Oma	-	1	100 %	0,3
<b>Suoraan omistetut kaupalliset kiinteistöt</b>						
Koy Kotkan Kymminlantie	Kotka	-	1992	1	100 %	0,8
Koy Keskusväylä	Pori	-	1974/1999	1	56 %	1,6
Neilikkatie 17	Vantaa	Oma	1991	1	100 %	13,5
<b>Keskeneräiset kiinteistöhankeet</b>						
Malmi (IVH Asunnot Oy)	Helsinki	Vuokra	2020	25	50 %	2,0
Viiikki (IVH Asunnot Oy)	Helsinki	Vuokra	-	-	50 %	-
Lappeenranta (IVH Kampus)	Lappeenranta	-	-	-	51 %	-
Neilikkatie 17 asuntokehityshanke	Vantaa	Oma	-	-	100 %	-
<b>Vaihto-omaisuuskiinteistöt</b>						
As Oy Lahden Kulmala	Lahti	Oma	2017	-	30 %	2,5
<b>Muut osakkuusyhtiöt</b>						
Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj	-	-	-	-	20 %	8,2
As Oy Helsingin Alppikylän Haukkakatu 6-8	Helsinki	Vuokra	2018	20	50 %	1,6
<b>IVH Kampus Ky kiinteistörahasto (konsolidoitu IH:n taseeseen)</b>						
Koy IVH Kampus Skinnarila	Lappeenranta	Oma/Vuokra	1985-2002	9	51 %	20,0
Koy Jyväskylän Vapaudenkatu 48-50	Jyväskylä	-	1975/2010	1	51 %	9,8
Koy Jyväskylän Kävelykatu 18	Jyväskylä	-	2000 peruskorj.	1	51 %	9,8
Koy Jyväskylän Kävelykatu 37	Jyväskylä	-	1965/2016	1	51 %	12,0
Koy Kauppakatu 18	Jyväskylä	-	-	1	51 %	9,3
<b>Yhteensä kaikki ilman Ovaroa</b>				<b>194</b>		<b>111 103</b>



# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>70,0</b>	<b>88,7</b>	<b>116</b>	<b>128</b>	<b>142</b>
Liikearvo	1,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	54,8	71,2	100	113	126
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	13,6	14,3	11,6	11,6	11,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
Vaihto-omaisuus	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	1,2	1,5	2,0	2,3	2,6
Likvidit varat	1,5	2,3	0,6	0,6	0,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>75,7</b>	<b>92,6</b>	<b>118</b>	<b>131</b>	<b>145</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>46,1</b>	<b>49,5</b>	<b>60,6</b>	<b>63,7</b>	<b>67,0</b>
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	1,3	4,4	7,7
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	43,6	44,3	41,1	41,1	41,1
Vähemmistöosuus	0,0	2,7	15,6	15,6	15,6
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,9</b>	<b>30,6</b>	<b>51,4</b>	<b>60,3</b>	<b>69,5</b>
Laskennalliset verovelat	1,5	1,9	2,0	2,4	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21,4	28,6	48,4	56,9	65,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,6</b>	<b>12,6</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	8,7	2,5	3,0	3,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,3	3,9	3,9	4,5	5,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>75,7</b>	<b>92,7</b>	<b>118</b>	<b>131</b>	<b>145</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvion 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analytiikan 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositushistoria

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/03/2016	Lisää	5,85 €	5,49 €
29/04/2016	Lisää	5,90 €	5,63 €
26/08/2016	Vähennä	6,10 €	6,20 €
22/09/2016	Lisää	6,10 €	5,76 €
03/11/2016	Lisää	6,10 €	5,80 €
23/11/2016	Lisää	6,30 €	5,99 €
10/01/2017	Lisää	6,70 €	6,34 €
13/02/2017	Lisää	7,00 €	6,44 €
13/03/2017	Lisää	7,00 €	6,18 €
08/05/2017	Lisää	7,10 €	6,70 €
30/05/2017	Lisää	7,20 €	6,85 €
14/08/2017	Vähennä	7,20 €	7,51 €
21/08/2017	Lisää	8,40 €	7,89 €
17/10/2017	Lisää	8,50 €	7,85 €
07/11/2017	Lisää	8,50 €	7,63 €
06/03/2018	Lisää	8,00 €	7,30 €
19/04/2018	Lisää	7,90 €	6,95 €
28/05/2018	Lisää	7,90 €	7,05 €
28/08/2018	Lisää	7,70 €	6,95 €
30/11/2018	Lisää	7,30 €	6,55 €
02/03/2019	Lisää	7,40 €	7,00 €
21/05/2019	Lisää	7,10 €	6,70 €
20/08/2019	Vähennä	6,80 €	6,50 €
26/11/2019	Lisää	6,90 €	6,40 €
13/12/2019	Lisää	6,90 €	6,50 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**