

Toivo Group

Laaja raportti

01.10.2024 08:45



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Valmiina uuteen sykliin

Toivo Group on ketterä ja yrittäjähenkkinen kiinteistökehittäjän ja –sijoittajan sekä rakennusliikkeen hybridi, jonka kilpailukyky on hyvä erityisesti pienemmissä asuntohankkeissa kasvukolmion alueella. Korkojen nousu iski yhtiöön kovaa, mutta Toivo on sopeutunut hyvin muuttuneeseen tilanteeseen ja on nyt hyvässä asemassa uuden syklin käynnistyessä ja korkojen lasku tukee yhtiötä laaja-alaisesti. Nykykurssilla (2024e: P/NAV 1,03x) sijoittaja pääsee kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon tasearvostuksin ja saa hankekannan kehityspotentiaalin käytännössä kaupan päälle. Nostamme tavoitehintamme 1,30 euroon ennustemuutosten myötä (aik. 1,25 €) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Asunto- ja yhteiskuntakiinteistösektorin arvoketjussa laajasti operoiva kiinteistökehittäjä

Toivo Group on ketterä ja yrittäjähenkkinen kiinteistökehittäjän ja –sijoittajan hybridi. Kiinteistökehityksessä ja kiinteistöjen omistamisessa fokus on kasvukolmiossa sijaitsevilla asunnoilla ja yhteiskuntakiinteistöissä. Kiinteistökehitys käsittää kiinteistöjen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Kiinteistökehityksen lisäksi Toivolla on 135 MEUR:n lähinnä asunnoista koostuva valmiiden sijoituskiinteistöjen portfolio, jota se hallinnoi ja vuokraa itse. Toivolla on rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevista kohteista koostuva pk-seudulle keskittynyt hankesalkku, jonka käyvän arvon yhtiö on arvioinut olevan valmiina noin 680 MEUR. Yhtiön kilpailukyky on nähdäksemme hyvä erityisesti pienemmissä kerrostalo- ja suuremmissa perheasuntohankkeissa.

Korkojen nousu iski kovaa Toivoon, mutta yhtiö on kyennyt luovimaan olosuhteisiin nähden onnistuneesti

Toivo kasvoi vahvasti 2021 listautumisen jälkeen kiinteistömarkkinoiden suotuisassa syklissä, mutta korkojen nousu iski yhtiöön kovaa (asuntojen arvot laskivat, korkokulut kolminkertaistuivat ja investoinnit pysähtyivät). Toivo kuitenkin sopeutui tilanteeseen tiukan kustannus- ja investointikurin, kassavirtahankkeiden priorisoinnin ja kiinteistömyyntien avulla, ja laski korkeana käynnystä velkaantuneisuutta. Keväällä 2024 yhtiö myi 30 MEUR asuntoportfolion KV-sijoittajille, mikä mahdollisti uusien investointien käynnistämisen. Uudisasuntomarkkina on edelleen lähes pysähdyksissä, mutta Toivo on tiedottanut lähes 100 MEUR uusista hankkeista touko-syyskuussa ja pystyy hyötymään matalista rakennuskustannuksista. Arvioimme vuoden 2024 liikevoiton jäävän ohjeistuksen alarajalle (7,1 MEUR) ja nettotuloksen olevan 4 MEUR. Vuosina 2025-2027 odotamme tuloksen parantuvan investointivolyymien, rakennuttamisen kannattavuuden ja nettotuottojen kasvun tukemana. Arvioimme liikevoiton nousevan lähivuosina 14-17 MEUR:oon. Vuonna 2026 Toivo tavoittelee 20 MEUR:n liikevoittoa ilman käypien arvojen muutosta, josta arvioimme yhtiön jäävän (ennuste 13 MEUR) edelleen hitaammin käyvässä markkinassa. Korkotason laskun ja ennusteiden tarkastelun myötä osakekohtaisen NAV ennusteemme nousivat 1-3 % lähivuosille.

Korkojen odotuksia nopeampi lasku tukee yhtiön arvostusta

Olemme arvioineet Toivon osakkeen käyväksi arvoksi 1,0-1,5 euroa (aik. 0,93-1,32e). Osien summa tarjoaa 40 %:n nousuvaraa, mikä kertoo yhtiön potentiaalista volyymien jälleen käynnistyessä ja epävarmuuden väistyessä. Toivo arvostetaan lähes linjassa sen osakekohtaisen nettovarallisuuden (P/NAV 2024e 1,03x) kanssa. Nykykurssilla sijoittaja siis pääsee Toivossa kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon lähes tasearvostuksilla (portfolion nettotuottovaatimus ~5,10 %) ja saa hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin kaupan päälle. Lähivuosien investointinäkömään ja asuntomarkkinan kehitykseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta, mutta uudet sopimukset, odotuksia nopeammin laskenut korkotaso, laskenut velkaantuneisuus ja nousseet verokkiarvostukset ovat mielestämme laskeneet osakkeen riskiprofiilia. Toivon osake on mielestämme hyvä tapa ottaa näkemystä asuntorakentamisen elpymiseen nykyisiltä pohjatasoilta.

Suositus

Lisää

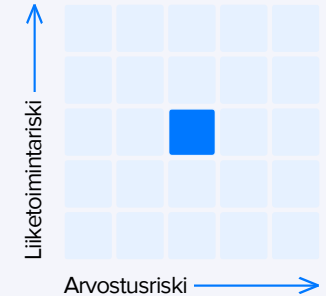
(aik. Lisää)

1,30 EUR

(aik. 1,25 EUR)

Osakekurssi:

1,07



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokratuotot	7,2	7,4	6,8	8,1
kasvu-%	84 %	3 %	-8 %	18 %
Käyvän arvon muutokset	-7,1	2,0	6,3	7,0
Liikevoitto	-0,3	8,7	13,6	15,8
EPS (raportoitu)	-0,08	0,07	0,14	0,17
FFO per osake	0,03	0,03	0,06	0,08
NAV per osake	0,98	1,03	1,18	1,36
P/E (raportoitu)	-13,5	15,9	7,7	6,3
P/NAV	1,10	1,03	0,90	0,78

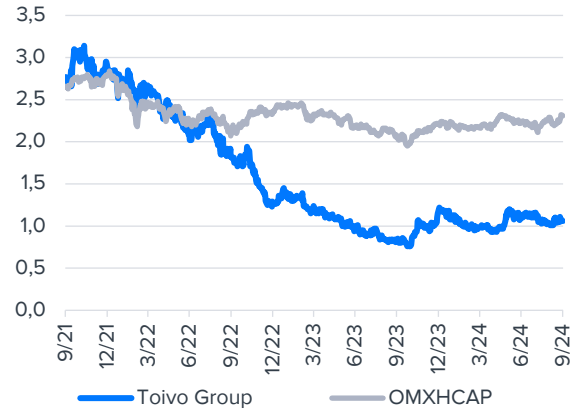
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

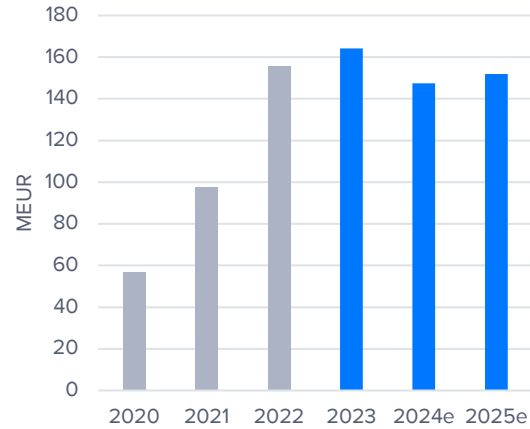
Yhtiö arvioi liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutoksia olevan 6–12 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024. Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 8–14 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1.–31.12.2024

Osakekurssi

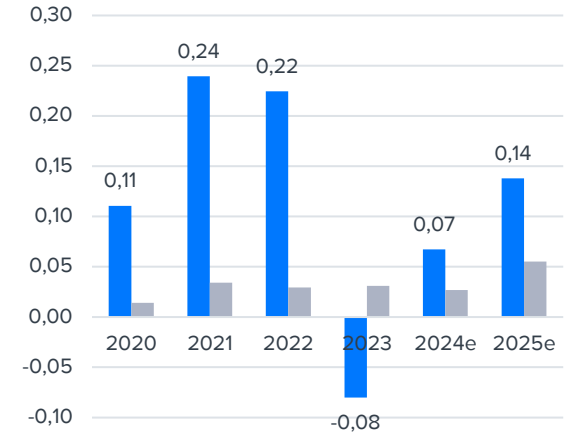


Lähde: Millistream Market Data AB

Kiinteistöportfolion arvo



Raportoitu EPS ja FFO per osake



Arvoajurit

- Kasvukeskuksiin keskittynyt hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Korkeiden korkojen lasku tukee sijoittajakysynnän vahvistumisen ja kiinteistöjen arvonnousun kautta
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen ja kuoriutuminen yhtenä vaikean markkinasyklin voittajina
- Skaalautuva kulurakenne
- Yleinen vuokrien kehitys jäänyt pääkaupunkiseudulla jälkeen inflaatiosta, jonka myötä vuokrissa nousuvaraa



Riskitekijät

- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Merkittävä osa liiketoiminnan tuotoista ei kassavirtaa ilman kiinteistömyyntejä (kehitysvoitot)
- Vahva herkkyys korkotason muutoksille
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä
- Projektiriskit rakentamisessa

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,07	1,07	1,07
Markkina-arvo	62	62	62
Nettovelat	103	78	75
Pääomalainat	17	18	18
EV	182	158	155
P/NAV	1,1	1,0	0,9
P/E	neg	16	7,7

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-17
Liiketoimintamallin riskiprofiili	18
Taloudellinen tilanne	19
Markkinakatsaus	20-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-25
Sijoitusprofiili	26
Ennusteet ja taulukot	27-34
Arvonmääritys	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Toivo Group lyhyesti

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

2018

Liiketoiminta alkoi nyky muodossaan

2021

Listautuminen First North-markkinapaikalle

135 MEUR

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q2'24:n lopussa

680 MEUR

Hankesalkun arvioitu käypä arvo valmiina Q4'23:n lopussa

-3,6 MEUR

Liikevoitto, LTM Q3'23-Q2'24

7,2 MEUR

Oikaistu liikevoitto, LTM Q3'23-Q2'24

2 MEUR

Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO), LTM Q3'23-Q2'24

43 % ja 51 %

Omavaraisuusaste ja LTV Q2'24:n lopussa

2018-2020

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

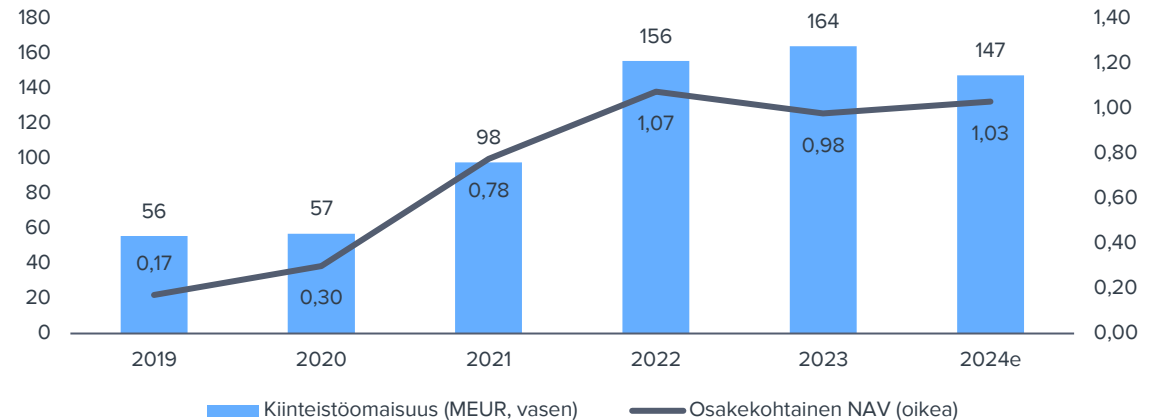
2021-2022

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

2023-2024

- Asuntorakentaminen jäätyy, rahoitusolosuhteet muuttuivat erittäin tiukoiksi
- Negatiivinen tulosvaroitus Q4'23:llä johtuen asuntojen tuottovaatimusten noususta
- 3 MEUR suunnattu anti, jossa Korpi Capitalista tuli yhtiön toiseksi suurin omistaja
- Kiinteistöjen myynti, pääomien kierrättäminen ja yhteiskuntakiinteistöt osaksi strategiaa
- Q2'24 26 MEUR asuntoportfolion myynti 5 % alle tasearvon ja 42 MEUR kauppaa suuren KV-sijoittajan kanssa
- Investointien käynnistäminen asuntorakennusmarkkinan ollessa edelleen jäässä

Toivon kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR) ja osakekohtainen NAV



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Yhtiökuvaus

Asuntoihin sekä yhteiskuntakiinteistöihin keskittyvä kiinteistökehittäjä ja sijoitusyhtiö

Toivo Group (myöhemmin Toivo) on kiinteistökehitykseen, rakentamiseen ja kiinteistöjen omistamiseen/myymiseen keskittynyt yhtiö. Yhtiön fokus on pk-seudulla, Turussa ja Tampereella sijaitsevilla asunnoilla ja uutena avauksena yhteiskuntakiinteistöissä. Kiinteistökehitys käsittää kiinteistöjen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Toivo joko myy tai jättää omistukseensa kehittämänsä kiinteistöt. Yhtiö hallinnoi ja vuokraa itse omistamiaan asuntoja asiakkailleen.

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q2'24:n lopussa 135 MEUR. Toivolla on lisäksi rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevista kohteista koostuva hankesalkku, joiden käyvän arvon yhtiö on arvioinut olevan valmiina noin 680 MEUR.

Historia lyhyesti

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

Toivon liiketoimintamallin kehittäminen jatkui vuonna 2020 ja yhtiö teki strategisen päätöksen keskittyä pk-seudulla, Tampereella ja Turussa sijaitseviin asuntokohteisiin. Tämän lisäksi Toivo

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

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021 ja keräsi listautumisannissa 15 MEUR:n bruttovarat. Vuonna 2021 yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo kohosi 57 MEUR:sta 98 MEUR:oon ja liiketulos yli kaksinkertaistui 15,8 MEUR:oon. Vuonna 2022 markkinatilanne vaikeutui huomattavasti nopean inflaation, korkojen nousun ja tästä seuranneen asuntokaupan romahtamisen myötä. Toivo alkoi sopeutumaan muutokseen keskittymällä kassavirtahankkeisiin ja olemalla hyvin valikoiva hankkeissa. Vuonna 2022 sijoituskiinteistöjen käypä arvo nousi yhä 156 MEUR:oon ja liikevoitto oli noin 15,6 MEUR, huolimatta noin 6,3 MEUR asuntojen käypien arvojen alaskirjauksesta.

Vuonna 2023 markkinatilanne jatkoi happanemista ja sektorin tuottovaatimukset nousivat selvästi vuoden aikana. Toivo priorisoi kassavirtahankkeita ja liki jäädytti uusien hankkeiden aloitukset. Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen 10,8 MEUR lasku painoi liiketuloksen hieman negatiiviseksi. Sijoituskiinteistöjen arvo nousi kuitenkin investointien myötä 164 MEUR:oon. Vuoden 2024 alussa Toivo päivitti strategiansa, jossa merkittävimmät muutokset olivat myy-komponentin ja yhteiskuntakiinteistöjen mukaan tuominen strategiaan. Yhtiö myi 26 MEUR asuntoportfolion ja alkoi käynnistämään uusia hankkeita asuntorakennusmarkkinan edelleen ollessa käytännössä jäässä keväällä 2024.



- Vuonna 2015 perustettu kiinteistökehitysyhtiö, jonka liiketoiminta lähti nyky muodossa liikkeelle vuonna 2018.
- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q2'24:n lopussa 135 MEUR, omistuksessa 783 valmista asuntoa.
- Toivo on kehittänyt toimintahistoriansa aikana yli 1500 asuntoa. Yhtiö on saavuttanut rakennuttamisessa johdon mukaan keskimäärin 17 % kehitysmarginaalin, mikä on toimialan kontekstissa vahva taso syklin yli mitattuna.
- Avainhenkilöillä keskimäärin yli 10 vuoden kokemus kiinteistöliiketoiminnasta ja he ovat kehittäneet yli 17 000 asuntoa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Omistusrakenne ja johto

Toivon omistusrakenne on hyvin keskittynyt, sillä yhtiön pääomistaja Raatihuone Oy omistaa yhtiön osakekannasta 67 % Raatihuoneen omistavat 45 % Asko Myllymäki (HPJ) puolisoineen, 35 % Tomi Koivukoski (hallitus) puolisoineen ja 20 % Markus Myllymäki (CEO) puolisoineen. Lisäksi muun johdon sekä hallituksen jäsenten omistuksessa on arviomme mukaan yli 10 % yhtiön osakkeista. Sijoitusyhtiö Korpi Capital tuli suunnatussa annissa omistajaksi 6 %:n osuudella 2023. 10 suurimman omistajan joukossa on kaksi rahastoa (Evli Suomi Pienyhtiöt ja Erikoissijoitusrahasto Aktia Mikro Markka). Toivon toimitusjohtajana toimii Markus Myllymäki, joka on tehnyt aikaisemman työuransa Lehto Groupin asuntoliiketoiminnan kaupallisenä johtajana.

Liiketoimintamalli

Toivon liiketoiminta jakautuu asuin ja yhteiskuntakiinteistöjen hankekehitykseen, rakennuttamiseen sekä rakennutettujen kiinteistöjen omistamiseen ja myyntiin. Yhtiön tärkeimmät ansaintalähteet muodostuvat kiinteistökehityshankkeiden laskennallisista, ei-kassavirtavaikutteisista kehitysvetoista, projektinjohtourakoinnin ja sijoittajakohteiden kassavirtatuotoista, omistettujen kiinteistöjen nettovuokratuotoista sekä kiinteistöjen myyntivoitoista.

Kiinteistökehitys

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

Hankekehitys pitää sisällään maa-alueiden hankinnan, asemakaavoituksen, markkinatutkimuksen ja –analyysin,

viranomaisyhteistyön ja matemaattisen hankevalinnan. Toivon liiketoiminta lähtee liikkeelle hankekehityksestä ja yhtiö hoitaa sen hyvin pitkälti sisäisillä resursseilla. Hankekehityksessä on aivan keskiössä suhteet keskeisiin sidosryhmiin (erit. viranomaiset ja maa-alueiden myyjät) sekä hankevalinnassa onnistuminen. Toivon avainhenkilöillä on pitkä kokemus sektorilta ja yhtiön suhdeverkko on arviomme mukaan laaja. Yhtiö on arvioinut, että se on historiallisesti saavuttanut noin 8-12 %:n kehityskatteen hankekehitysvaiheessa.

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

Esimerkkejä Toivon kehittämistä kohteista (laskelmat Inderes-arvioita perustuen 10 %:n käypien arvojen laskuun ja listautumisesitteeseen, ei tarkkoja lukuja)



Helsingin Viikin Loisto

Sijainti	Viikinmäki, Helsinki
Valmistuminen	3/2020
Asuntojen lkm	26
Kehitysmarginaali	56 %
Kehitysvaitto (MEUR)	1,6
Käypä arvo (MEUR)	4,5



Järvenpään Garden

Sijainti	Pajala, Järvenpää
Valmistuminen	3/2021
Asuntojen lkm	79
Kehitysmarginaali	13 %
Kehitysvaitto (MEUR)	1,2
Käypä arvo (MEUR)	10,8



Espoon Kartanonlehto ja -piha

Sijainti	Miilukorpi, Espoo
Valmistuminen	6/2023
Asuntojen lkm	127
Kehitysmarginaali	29 %
Kehitysvaitto (MEUR)	4,2
Käypä arvo (MEUR)	18,9

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Rakennuttamisen Toivo toteuttaa joko omalla projektijohtourakoinnilla, jaetulla urakoinnilla tai KVR-urakoinnilla. Päätös toteutustavasta tehdään jokaisessa hankkeessa erikseen ennen rakennusluvan myöntämistä. Omassa projektijohtourakoinnissa Toivo rakennuttaa kohteen käyttämällä useita (tavallisesti 10-15) urakoitsijoita. Jaetussa urakoinnissa Toivo jakaa hankkeen tyypillisesti noin 2-5 eri toimijalle. KVR-urakoinnissa Toivo tilaa hankkeen kokonaisvastuu-urakkana yhdellä sopimuksella yhdeltä urakoitsijalta. Yhtiö on arvioinut, että se on historiallisesti saavuttanut noin 8-12 %:n rakennuskatteen .

Toivon liiketoimintamallin edut suhteessa ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen

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

rakennuttamisvaiheesta syntyvän lisäarvon itselleen.

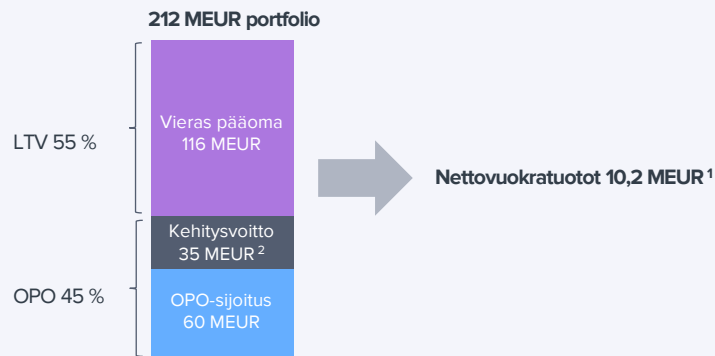
Olemme havainnollistaneet asiaa alla esitetyn kuvitteellisen esimerkin kautta, jossa olemme tarkastelleet, kuinka suuren kiinteistöportfolion Toivo ja ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja pystyisivät rakentamaan 60 MEUR:n oman pääoman sijoituksella ja 60 % luototusasteella (LTV). ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja kykenee hankkimaan 60 MEUR:n omalla pääomalla ja 55 % luototusasteella suoraan markkinoilta ostettuna noin 133 MEUR:n suuruisen kiinteistöportfolion. Mikäli sovellamme esimerkissä Toivolle 20 % kehitysmarginaalia, kykenisi yhtiö rakentamaan samansuuruisella omalla pääomalla ja velkaantuneisuusasteella noin 212 MEUR:n portfolion, mikä on noin 1,6-kertainen suhteessa ”osta ja pidä”-sijoittajan kiinteistösalkkuun nähden. Huomionarvoista kuitenkin on, että esimerkissä esitetyn kokoluokan portfolion rakennuttaminen vie aikaa useita vuosia ja portfolio alkaa generoimaan nettotuottoja vasta, kun kohteet ovat valmiita ja vuokrattuja. Vastaavasti ns. ”osta ja

pidä”-kiinteistösijoittaja alkaa nauttimaan nettotuotoista heti ensimmäisestä päivästä lähtien. Lisäksi myös ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittajat pyrkivät myös luonnollisesti kehittämään eri tavoin omistamiaan kohteita.

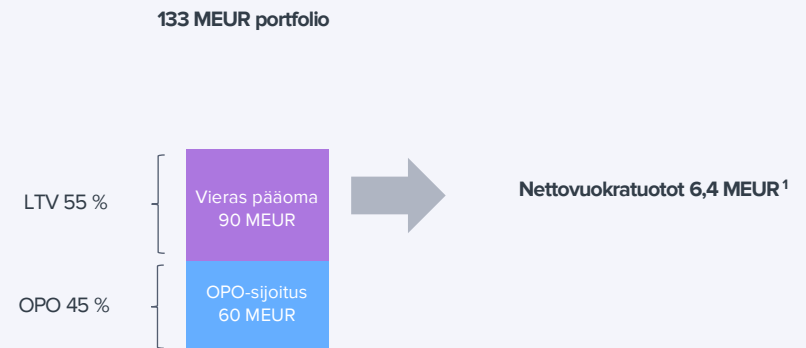
Rakennuttamistoiminta suhteessa suuriin asuntosijoitusyhtiöihin ja rahastoihin

Näkemyksemme mukaan Toivon liiketoimintamalli ei ole kiinteistösijoituslalla täysin poikkeuksellisen ja esimerkiksi suurilla kotimaisilla asuntosijoitusyhtiöillä (Kojamo ja Sato) sekä rahastoilla on myös omaa rakennuttamistoimintaa. Näillä rakennuttamistoiminta tarkoittaa ymmärryksemme mukaan kuitenkin useimmiten käytännössä valmiiden, kiinteähintaisten KVR-hankkeiden ostamista suoraan rakennusliikkeiltä. Toivo sen sijaan kehittää hankkeensa alusta asti itse ja kohteiden rakennuttaminen toteutetaan valtaosin omalla projektijohtourakoinnilla.

Havainnollistus Toivon ”Hankekehittä, rakennuta & pidä/myy”-liiketoimintamallista



Havainnollistus perinteisestä ”osta & pidä”-kiinteistösijoittamisesta



¹Markkinoiden nettotuottotasoksi oletettu 4,8 %, ²Laskettu 20 % keskimääräisellä kehitysmarginaalilla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

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

Rakennuttamisen kannattavuus on pohjoismaisten asuntorakentajien kontekstissa korkea

Pohjoismaiset asuntorakentajat ovat yltäneet viime vuosina mediaanitasolla noin 3-14 %:n liikevoittomarginaaliin. Vuosi 2023 oli kaikille ryhmän yhtiöille vaikea inflaation laukatessa ja korkojen noustua nopeasti. Tämä johti asuntokaupan romahdukseen, asuntojen arvojen laskuun, mutta rakennuskustannusten pysymiseen korkeina. Toivo on kertonut sen kehitysmarginaalin olleen historiassa noin 17 %, joka huomioi tapahtuneet arvonlaskut. Ennen listautumistaan Toivo kertoi historiallisen kehitysmarginaalinsa olleen 28 % (hyvässä markkinassa), joka on erittäin korkea taso. 17 % kehityskate vastaa noin 14,5 % marginaalitasoa. Kannattavuudet eivät ole kuitenkaan suoraan vertailukelpoisia keskenään, sillä Toivon kohdalla 22 % marginaali vastaa käytännössä myyntikatetta ja verrokkien liikevoittomarginaaleissa on huomioitu operatiiviset kustannukset ja poistot. Toivon kustannusrakenne on kuitenkin hyvin kevyt. Arviomme mukaan rakennuttamistoiminnan kiinteät kulut ovat noin 3 %

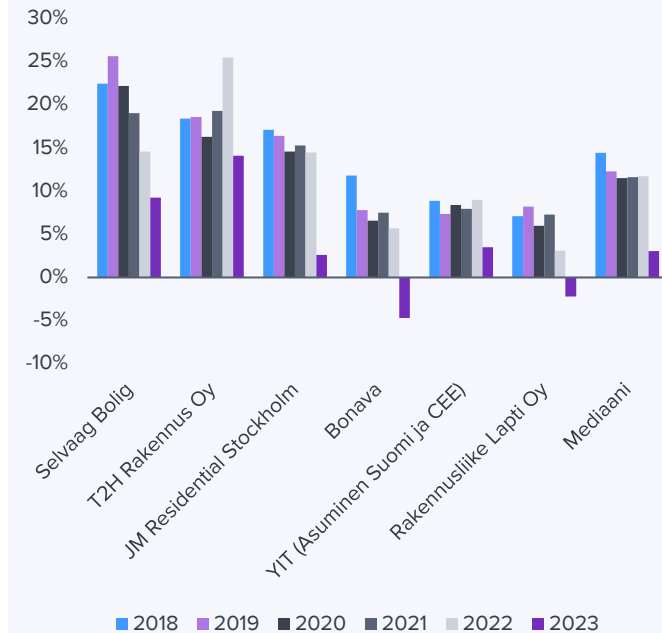
liikevaihdosta (laskutapa arvioitu niin, että kaikki asunnot myytäisiin). Arvioimamme kiinteät kulut huomioiden Toivon historiallinen 17 % kehitysmarginaali kääntyisi noin 11,5 % liikevoittomarginaaliksi. Taso on hyvä taso yli syklin laskettuna ja huomioiden, että suuri osa asuntojen valmistumisista osui vielä huonoon markkinatilanteeseen.

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

Mahdollisia syitä Toivon rakennuttamistoiminnan historiallisesti korkealle kannattavuustasolle

Arviomme mukaan keskeinen syy korkean kannattavuuden taustalla on keskittyminen erityisesti pääkaupunkiseudulle (+Turku, Tampere). Rakennusliikkeet pyrkivät tyypillisesti kasvattamaan volyymejaan ja kasvuhakuisuus voi johtaa heikkokatteisten projektien valintaan. Toivo johtaa liiketoimintaansa selvästi kannattavuus edellä, mikä on arviomme mukaan osasy vahvaan kannattavuuteen. Toivon myyntiorganisaatio on hyvin kevyt verrattuna tyypilliseen kuluttajakohteita valmistavaan rakennusliikkeeseen. Lisäksi Toivon korkea kannattavuutta selittää arviomme mukaan yhtiön verrattain pieni koko, mikä mahdollistaa sille ketteryyden ja hyvin selektiivisen projektivalinnan.

Pohjoismaisten asuntorakentajien EBIT-marginaaleja



Lähde: Inderes, yhtiöt, Asiakastieto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Rakennuttamisen kannattavuus on herkkä asuntojen hintakehitykselle

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

Toivolla vahva asema perheasuntokohteiden rakentamisessa

Perheasuntoihin on kohdistunut kasvavaa kysyntää Suomessa, erityisesti kansainvälisten sijoittajien toimesta. Sektori on Suomessa ollut varsin pienessä roolissa sijoittajakysynnässä, mutta esimerkiksi USA:ssa, Iso-Britanniassa ja Tanskassa sektoriin on tehty paljon sijoituksia. Tällä hetkellä Suomessa on pääkaupunkiseudulla selvää ylitarjontaa pienemmistä vuokra-asunnoista, mutta rivi- ja paritaloja sen sijaan on vuokramarkkinassa hyvin vähän tarjolla.

Suomessa on käsityksemme mukaan tällä hetkellä hyvin rajallinen määrä toimijoita, jotka pystyvät toteuttamaan suuria perheasuntohankkeita sijoittajille. Suurille rakennusliikkeille (esim. YIT ja SRV) hankkeet ovat tyypillisesti turhan pieniä, eikä yhtiöillä ole merkittävää kokemusta perheasuntojen rakentamisesta. Pienemmille rakennusliikkeille kansainvälisten sijoittajien vaatima kokoluokka on taas usein liian suuri. Lisäksi nykyisessä erittäin vaikeassa asuntomarkkinan tilanteessa, jossa monet sektorin yhtiöt ovat menneet konkurssiin, sijoittajat kiinnittävät erityistä huomiota vastapuolen

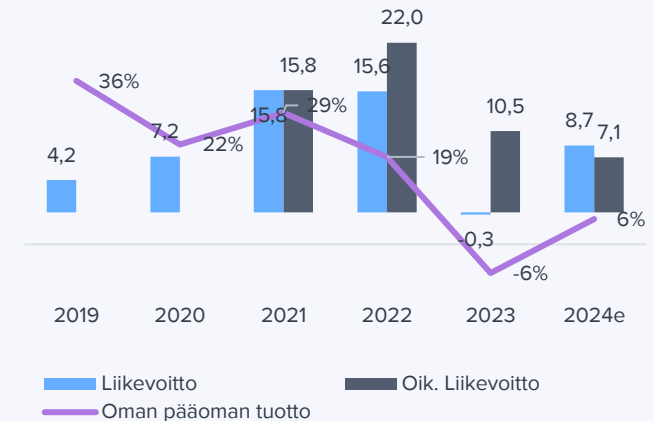
uskottavuuteen. Toivolle tuo myös nähdäksemme uskottavuutta suhteessa sen olemassa oleviin ja potentiaalisiin kilpailijoihin sen pörssilistaus. Toivosta tehdään jatkuvaa analyysia, yhtiön on hyvin vaikea peitellä mitään vastapuolilta ja yhtiöön on helppo tutustua. Toivon [Niam](#) ja [Nuveen](#) referenssikaupat ovat tehneet yhtiöstä nähdäksemme houkuttelevamman yhteistyökumppanin jatkoa ajatellen, koska molemmat yhtiöt ovat tehneet kattavan tutkimuksen ("Due Diligence") Toivosta.

Hyvä esimerkki Toivon osaamisesta ja yhtiölle sopivasta hankkeesta on 41,9 MEUR:n Nuveen-hanke, jossa Toivo myy yhden olemassa olevan kohteen ja rakennuttaa 3 kohdetta Nuveenille. Hanke on erityisen merkittävä vuosien 2023-2024 asuntomarkkinan erittäin vaikeassa syklissä, jossa tämän mittakaavan sijoittajahankkeita on solmittu todella vähän. Nuveen on yksi suurimmista varainhoitotaloista maailmassa (hallinnoitava varat noin 147 miljardia dollaria). Arviomme mukaan perheasuntokohteet voisivat vastata noin 30-50 % yhtiön vuosittaisesta liiketoiminnan volyyymistä.

Yhteiskuntakiinteistöistä haetaan liiketoiminnalle uutta tukijalkaa

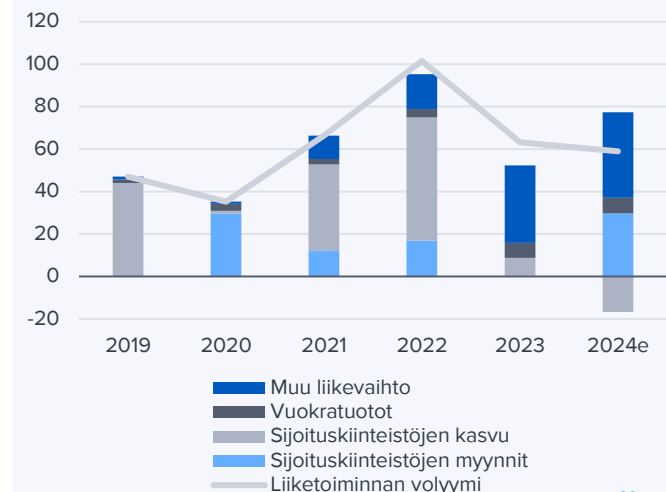
Toivo laajensi toimintaansa keväällä 2024 yhteiskuntakiinteistöihin rakentaakseen yhtiön liiketoiminnalle uuden tukijalan. Yhteiskuntakiinteistöt ovat sektorina lähtökohtaisesti asuntoja vähemmän syklinen. Sektorilla käyttöasteet ovat pysyneet hyvällä tasolla, mutta sektori on myös luonnollisesti kokenut painetta käypiin arvoihin tuottovaatimusten noususta. Tilannetta on vaikeuttanut erikoissijoitusrahastojen pakotetut myynnit.

ROE, liikevoitto ja oik. liikevoitto*, % ja MEUR



*Liikevoitto ilman tuottovaatimusten muutoksesta johtuvaa käyvän arvon muutosta

Liiketoiminnan volyyymi



Havainnollistus kiinteistökehittämisen syklisyydestä

Kiinteistökehittäminen on suhdanneherkkää

Kiinteistökehittämisen ja rakentamisen tuloskehitys on hyvin herkkä asuntojen ja muiden kiinteistöjen hinnanmuutoksille. Herkkyyks johtuu siitä, että kiinteistökehittäjät ja rakentajat hankkivat itselleen tontteja, joille on tarkoitus rakentaa taloja vasta vuosien päästä (Toivolla hankkeiden läpimenoaika 3-5 vuotta). Tontti on siis käytännössä kiinteistön johdannainen, mikä tarkoittaa sitä, että jos kiinteistön hinta nousee rakennuskustannuksia enemmän tai vähemmän, heijastuu tämä – joko hyvässä tai pahassa – tontin arvoon ja kiinteistökehittäjän tulokseen. Nykyisessä korkojen noususyklissä vuosina 2018-2023 vanhojen kerrostalo-asuntojen hinnat ovat pysyneet nimellisesti paikallaan, kun samaan aikaan rakennuskustannusindeksi on noussut 16 %. Tällä on merkittävä vaikutus kiinteistökehittäjien kannattavuuksiin, erityisesti kun huomioidaan korkokustannusten noususta johtuva negatiivinen tuplaisu.

Kuvitteellinen esimerkki huonosta suhdanneajoituksesta

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



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



Kuvitteellinen esimerkki hyvästä suhdanneajoituksesta

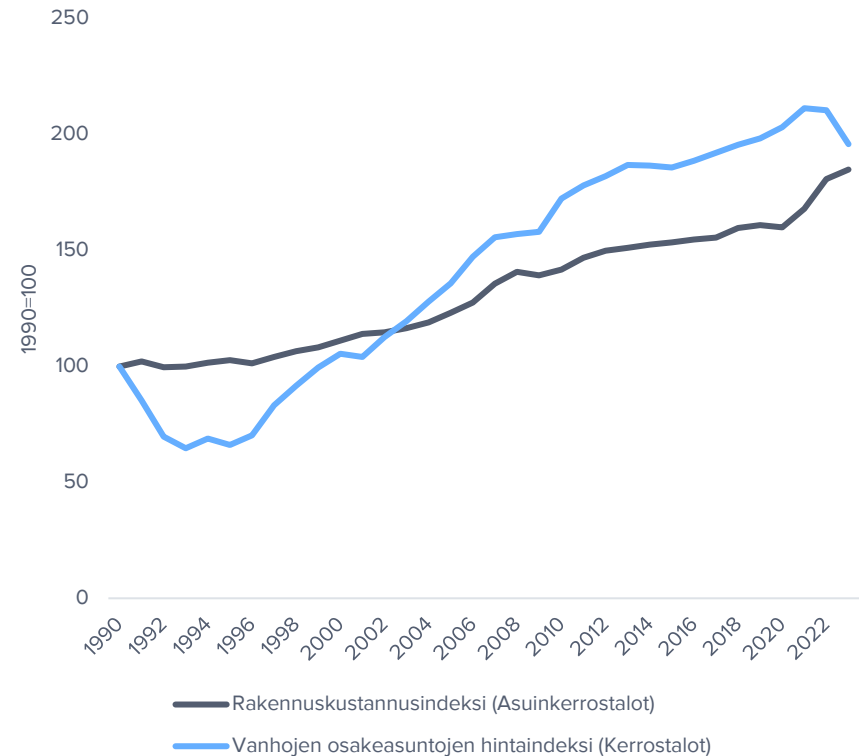
Vuonna 2002 markat olivat vaihtuneet euroiksi ja Kiinteistökehittäjä Kimmo oli unohtanut vuoden 1995 kokemukset. Hän hankkii vuonna 2002 tontin 2 miljoonalla eurolla, jolle hän aikoo rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla eurolla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. euroa).



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



Kerrostaloasuntojen hintojen ja rakennuskustannusten kehitys (1990=100)



Lähde: Tilastokeskus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Yhteiskuntakiinteistöt ovat houkutteleva vuokrauskohte, sillä vuokrasopimukset ovat tyypillisesti pitkiä (>10v). Vuokrat ovat tyypillisesti pääomavuokrasopimuksia, jolloin vuokrat ovat käytännössä puhdasta kassavirtaa, koska vuokralaisen vastuulla ovat ylläpito- ja peruskorjausvastuu. Omistamisessa selkein riski on vuokralaisriski, jota yhtiö pyrkii hallitsemaan pitkillä vuokrasopimuksilla ja tekemällä sopimuksia vain toimialan laatu-yhtiöiden kanssa. Vajaakäyttöriski sen sijaan on pieni pitkien vuokrasopimusten ja laadukkaiden vuokralaisten ansiosta.

Toivon avainhenkilöillä on aiempaa kokemusta yhteiskuntakiinteistöjen rakentamisesta, jonka takia askel on mielestämme suhteellisen luonnollinen yhtiölle. Toivo palkkasi Perttu Aikkilan vetämään liiketoimintaa syksyllä 2023. Aikkilalla on sektorilta aiempaa kokemusta Lehdosta ja Siklasta. Toivo hallitsee rakennusriskejä keskittymällä

rakennuskohteisiin, jotka se osaa ja jotka ovat rakennusteknisesti yksinkertaisia. Tällaisia ovat muun muassa päiväkodit ja palveluasumisen kodit. Arviomme mukaan yhtiöllä on edellytykset sektorilla asuntokohteiden tasoihin kehityskatteisiin, kunhan se kykenee hallitsemaan rakentamiseen liittyvät projektiriskit.

Myyntiorganisaatio on toistaiseksi erittäin kevyt

Aiemmin Toivon strategia oli mallia kehittä-rakenna-omista. 2024 strategiapäivityksessä yhtiö toi myymisen ja pääomien kierrättämisen keskeiseksi osaksi strategiaansa. Mielestämme strategiapäivitys oli positiivinen uutinen, koska yhtiön kehitys- ja rakentamisliiketoiminta on historiallisilla näytöillä mitattuna ollut erittäin kannattavaa. Omistamisessa ja vuokraamisessa saavutettava lisäarvo suhteessa sitoutuvaan omaan pääomaan jää selvästi näitä alueita matalammaksi. Toki luonnollisesti myös kannettavat riskit ovat näissä liiketoiminnoissa

selvästi korkeammat. Nykyisellä korkotasolla vuokrausliiketoiminnan kassavirta- ja oman pääoman tuotto-profiili muuttui aiempaa selvästi heikommaksi.

Toivo hoitaa kiinteistöjen myynnin mahdollisimman paljon yhtiön sisäisillä resursseillaan. Kaupankäyntiä johtaa Markus Myllymäki, ja organisaatiossa myynnissä avustaa 3-5 ihmistä. Myllymäellä on aiemmista tehtävistään laajasti kokemusta kaupankäynnistä kiinteistösektorilla. Ainakaan toistaiseksi yhtiöllä ei ole erillistä myyntiorganisaatiota, jonka myötä organisaatio on tämän osaa-alueen puolesta hyvin ketterä.

Keväällä 2024 suurten kansainvälisten sijoittajien kanssa tehdyt suuremmat kaupat ([Niam](#) ja [Nuveen](#)) ovat mielestämme selvä askel eteenpäin yhtiön strategiapolulla ja todistus yhtiön kohteiden houkuttelevuudesta myös nykyisessä markkinaympäristössä.

Tiedotteet/hankekanta

Hanke	Rakennustyyppi	Kauppatyyppi	Arvo	Pvm	Valmistumistavoite	Vuokralainen
Oulunkylän Urho, yhteishanke Westonsin kanssa	Kerrostalo	Kuluttajamyyntiin	8	01/09/2024	Loppusyksy 2025	
Kilo	Kerrostalo	Oma tase	18	01/09/2024	Loppusyksy 2025	
Vantaan Aviapolis	Kerrostalo	Sijoittajalle (FF)	6,4	11/07/2024	Loppukesä 2025	
Espoon keskus, Alppirinne	Perheasuntokohde	Kuluttajamyyntiin	6,8	27/06/2024	Joulu 2025	
Päiväkoti, Espoo	Yhteiskuntakiinteistö	Oma tase	4,5	18/06/2024	2025 joulukuuta	Norlandia päiväkodit
Palveluasumisen koti, Kangasala	Yhteiskuntakiinteistö	Oma tase	13	10/06/2024	2025 joulukuuta	Esperi Care
Tampereen Ojala	Rivitalo	Projektinjohtourakka	8,7	03/06/2024	Elokuu 2025	
Nuveen hanke (1 valmis + 3 rakennettavaa) Pk-seutu	Perheasuntokohde (1 valmis ja 3 rakennettavaa)	Sijoittajalle (Forw. Pur)	41,9	27/05/2024	2025-2027	
Helsinki	Kerrostalo	Projektinjohtourakka	5,7	21/12/2023	Elokuu 2025	

Erikoistilannehankkeet

	Rakennustyyppi	Kauppatyyppi	Asuntoja	Pvm	Valmistumistavoite	Valmiusaste
Järvenpää	Rivitalo	Oma tase	15	17/05/2024	2025 alku	25 %
Itä-Helsinki	Pari- ja erillistalo	Kuluttajamyyntiin	6	06/11/2023	Syyskuu 2024	15 %
Itä-Helsinki	Pari- ja erillistalo	Kuluttajamyyntiin	13	03/11/2023	Kesäkuu 2024	55 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Omistaminen ja vuokraus

Kiinteistöjen omistaminen käsittää Toivon rakennuttamien valmiiden asuntojen omistamisen, hallinnoinnin ja vuokrauksen. Kiinteistöjen omistamisessa Toivon tavoitteena on korkea käyttöaste sekä matala hoitokulutaso. Toivon taloudellinen vuokrausaste oli Q2:n lopussa 92,1%. Toivon vuokrausaste on ollut aiemmin selvästi isoja asuntovuokraajia (Kojamo ja Sato) korkeampi ja yleiseen markkinatilanteeseen nähden erinomainen, mutta vuoden 2023 vuokrankorotukset ja asuntojen valmistumiset ovat iskeneet selvästi vuokrausasteisiin.

Toivon asuntojen keskimääräinen hoitovastike on yhtiön mukaan ~3,0 €/m²/kk, mutta tilinpäätöksessä 2023 lasketut keskimääräiset hoitokulut ovat tätä selvästi korkeammat (+5 €/m²/kk). Eroa selittää yhtiön mukaan se, että tilinpäätöksen hoitokulut pitävät sisällään maanvuokria ja liiketilöiden hoitokuluja. Toivon raportoima 3,0 euron vastiketaso on matala, sillä asunto-osakeyhtiöiden hoitovastikkeet olivat Suomessa vuonna 2023 keskimäärin 3,9 euroa neliöltä. Matalaa vastiketaso selittää arviomme mukaan kohteiden keski-ikä, suunnittelu- ja rakennuttamisvaiheessa tehdyt valinnat sekä tehokkaat huoltokonseptit. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että nykyisen ylläpitokulutason säilyttäminen käy pidemmällä aikavälillä haastavaksi ja esimerkiksi asuntojen normaalista kulumisesta johtuvia korjauksia on mahdoton välttää.

Toivon kiinteistöjen manageerauksesta ja vuokraustoiminnasta vastaavat yhtiön palkkalistoilla olevat Asuntomestarit. Yhden Asuntomestarin vastuulla on tyypillisesti 250-300 asuntoa. Asuntomestarien palkkauksessa on muuttuva

komponentti, joka on sidoksissa vuokrausasteeseen, asiakastyytyväisyyteen sekä vastiketasaan.

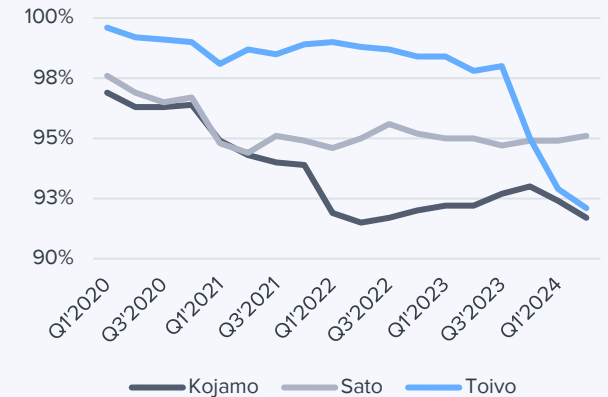
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli kesäkuun lopussa noin 135 MEUR

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q2:n lopussa noin 135 MEUR. Sijoituskiinteistöt koostuvat valmiista ja rakenteilla olevista asuinkiinteistöistä, 29 vuokratusta tontista/määräalasta sekä kahdesta liiketilasta. Toivon valmiiden asuntojen lukumäärä oli Q2:n lopussa 783 kappaletta ja vuokrattava pinta-ala 26 829 m². Toivon Asuntoportfolio on keskittynyt pk-seudun, Turun sekä Tampereen muodostamaan kasvukolmioon ja nämä muodostavat salkusta yhtiön mukaan 100%. Arviomme mukaan asuntoportfolion keskimääräinen nettotuottovaatimus on noin 5,10%.

Toivon valmiit sijoituskiinteistöt arvostetaan alkuperäisen kirjaamisen jälkeen käypään arvoon tuottoarvomenetelmällä. Arvonmäärityksen tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija, joka on ollut alusta alkaen Catella.

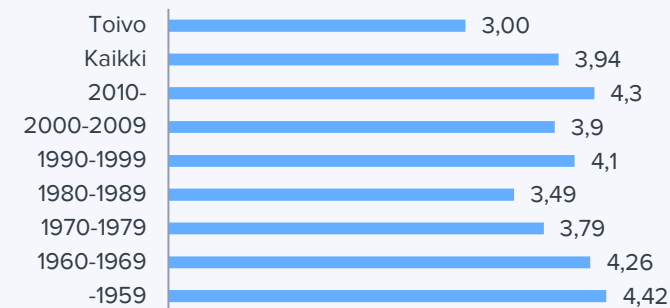
Rakenteilla olevien kohteiden osalta Toivo kirjaa tulosvaikutteisesti käyvän arvon muutoksena valmiusastetta vastaavan osuuden hankkeen arvioidusta kehitysvoitosta. Kehitysvaitto lasketaan vähentämällä arviokirjan mukaisesta valmiin kohteen käyvästä arvosta sen arvioidut rakennuskustannukset sekä soveltamalla varovaisuuskerrointa kohteen rakennusaikana. Mitä lähempänä kohteen valmistuminen on, sitä pienempi käytetty varovaisuuskerroin on. Loppu kehitysvaitto tuloutetaan kohteen valmistuttua ja vuosi valmistumisen jälkeen.

Asuntovuokraajien taloudellisten vuokrausasteiden kehitys



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

Asuinkiinteistöjen keskimääräinen hoitovastike 2023 (EUR/m²/kk)



Lähde: Toivo Group, Tilastokeskus

Huom. Tilastokeskuksen tilasto vuodelta 2020 ja käsittää kaikki talotyypit. Graafi sisältää vain hoitovastikkeet, keskimääräiset hoitokulut kaikkien rakennusvuosien osalta 4,92 EUR/m²/kk (+12 % vs. 2020)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Toivolla on noin 680 MEUR:n hankesalkku

Toivolla on valmiiden asuinkehteiden lisäksi merkittävä hankesalkku, mikä tukee yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä. Yhtiöllä oli toukokuun lopussa noin 3200 asunnon hankekehityssalkku. Näistä noin 1400 asuntoa on suunnitteluvaiheessa. Koko salkun arvioitu käypä arvo valmiina on noin 680 MEUR. Historiallisella ja yhtiölle kohtuullisella konservatiivisella 17 %:n kehityskatteella laskettuna salkku generoisi yhteensä noin 116 MEUR kehityskatetta.

Toivon hankekanta painottuu vahvasti vetovoimaiselle pääkaupunkiseudulle (91 % salkusta) ja pk-seudun hankkeet sijaitsevat mielestämme pääosin hyvien liikenneyhteyksien varressa. Mielestämme kuitenkin osa sekä valmiista että hankesalkussa olevista kohteista jättävät mikrosijainniltaan toivomisen varaa, sillä ne sijaitsevat varsin kaukana vuokralaisen näkökulmasta tärkeistä

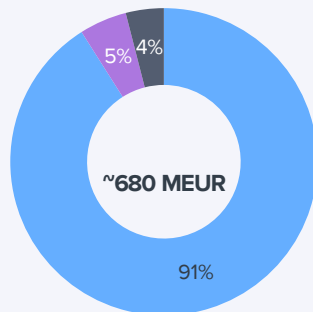
raideyhteyksistä. Näkemyksemme mukaan heikot mikrosijainnit voivat vaikeuttaa näiden kohteiden vuokrattavuutta ja vaikuttaa tulevaisuudessa negatiivisesti kiinteistöjen käyttöasteisiin ja arvostuksiin. Olemme esittäneet Toivon pk-seudun valmiiden ja hankesalkun kohteiden sijainnit raportin seuraavalla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

Hankesalkun osalta sijoittajan on syytä seurata yhtiön uutisvirtaa uusista sopimuksista, sillä uusien kehityshankkeiden löytäminen on pitkän aikavälin kasvunäkymien säilyttämisen kannalta kriittistä. Toivo tavoittelee noin 100 MEUR:n volyymia kehittämisessä ja rakentamisessa vuoden 2026 loppuun mennessä. Tällä volyymilla nykyinen hankekanta mahdollistaisi ilman uusia sopimuksia yhtiölle työkuormaa seuraavaksi 6-7 vuodeksi.

Sopimuksella olevien hankkeiden toteutumisiin ja arvostuksiin liittyvä riski

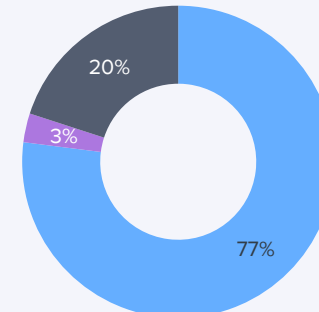
Sijoittajan on hyvä huomata, että Toivon hankekannan asunnoista huomattava osa on sopimuksella olevia kohteita, joiden hankkiminen sekä rakennuttaminen voivat peruuntua esimerkiksi sopimusvastapuolesta tai yleisestä markkinatilanteesta johtuen. Sopimusvaiheissa olevien kohteiden arvostus on myös epävarmaa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

Toivon hankesalkku sijainneittain



■ Pk-seutu ■ Tampere ■ Turku

Hankesalkun status*

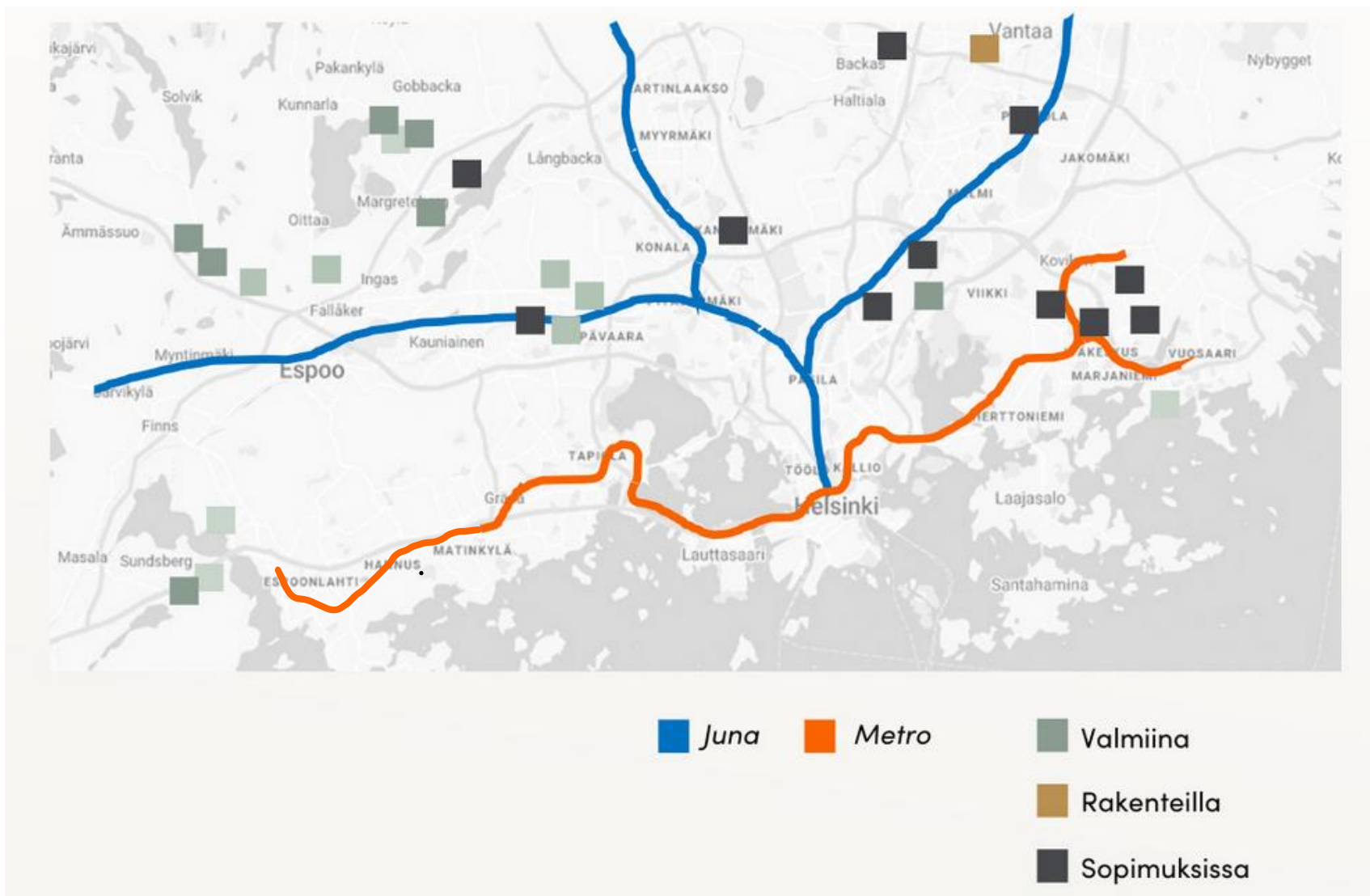


■ Sopimuksissa ■ Rakenteilla ■ Valmiina

Lähde: Toivo Group

*Sopimuksissa ja rakenteilla olevat yhteensä 680 MEUR

Toivon valmiit kohteet ja hankekanta pk-seudulla



Toivo suhteessa relevantteihin kotimaisiin verrokkeihin



x kojamo

gato

Asuntosalkku OP-Vuokratuotto
(Suomen portfolio)

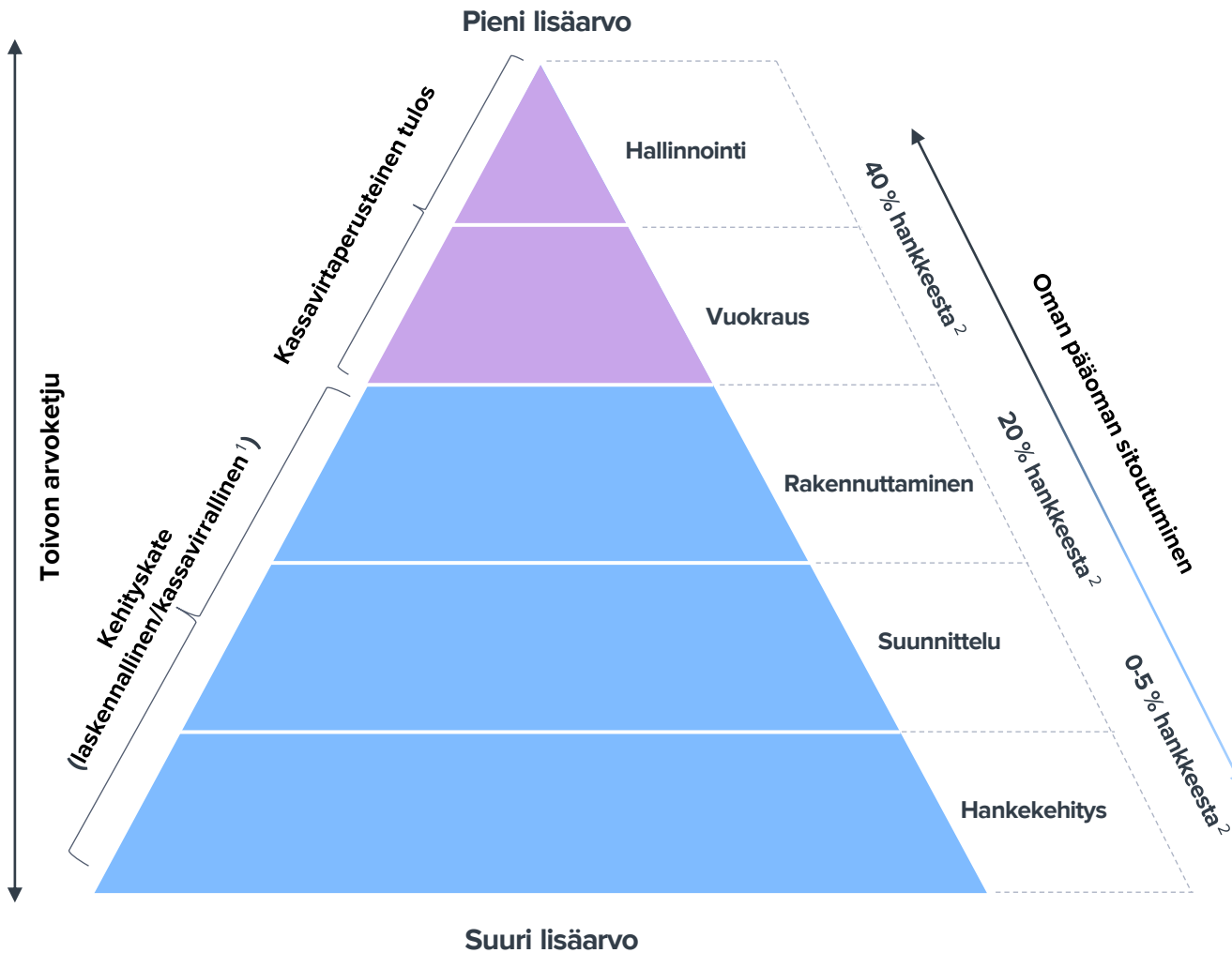
ÅLANDSBANKEN
Real Estate Fund A

S-PANKKI ASUNTO

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	165	8 039	4 929	160	1 648	822*	485
Valmiit asunnot (kpl)	917	40 860	25 578	1 413	6 000	3 323	2 158
Rakenteilla olevat asunnot (kpl)	119	113	257	0	66	n.a.	n.a.
Valmiiden asuntojen keskikoko (m2)	36	53	n.a.	38	n.a.	~52	43
Pk-seudun, Turun ja Tampereen osuus portfolioista (käyvistä arvosta)	100 %	87 %	100 %	+80 %	~80 %	84 %	86 %
Vuokrausaste	93 %	92 %	95 %	97 %	97 %	93 %	95 %
Keskineliövuokra (EUR/kk)	23,6	18,0	18,3	16,8	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion tuottovaatimus	5,10 %	4,4 %	4,3 %	5,05 %	n.a.	n.a.	n.a.

Lähde: Inderes, yhtiöt ja rahastot

Toivon liiketoimintamalli ja arvoketju



Toivo käytännössä

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

Historiallinen oman pääoman tuotto

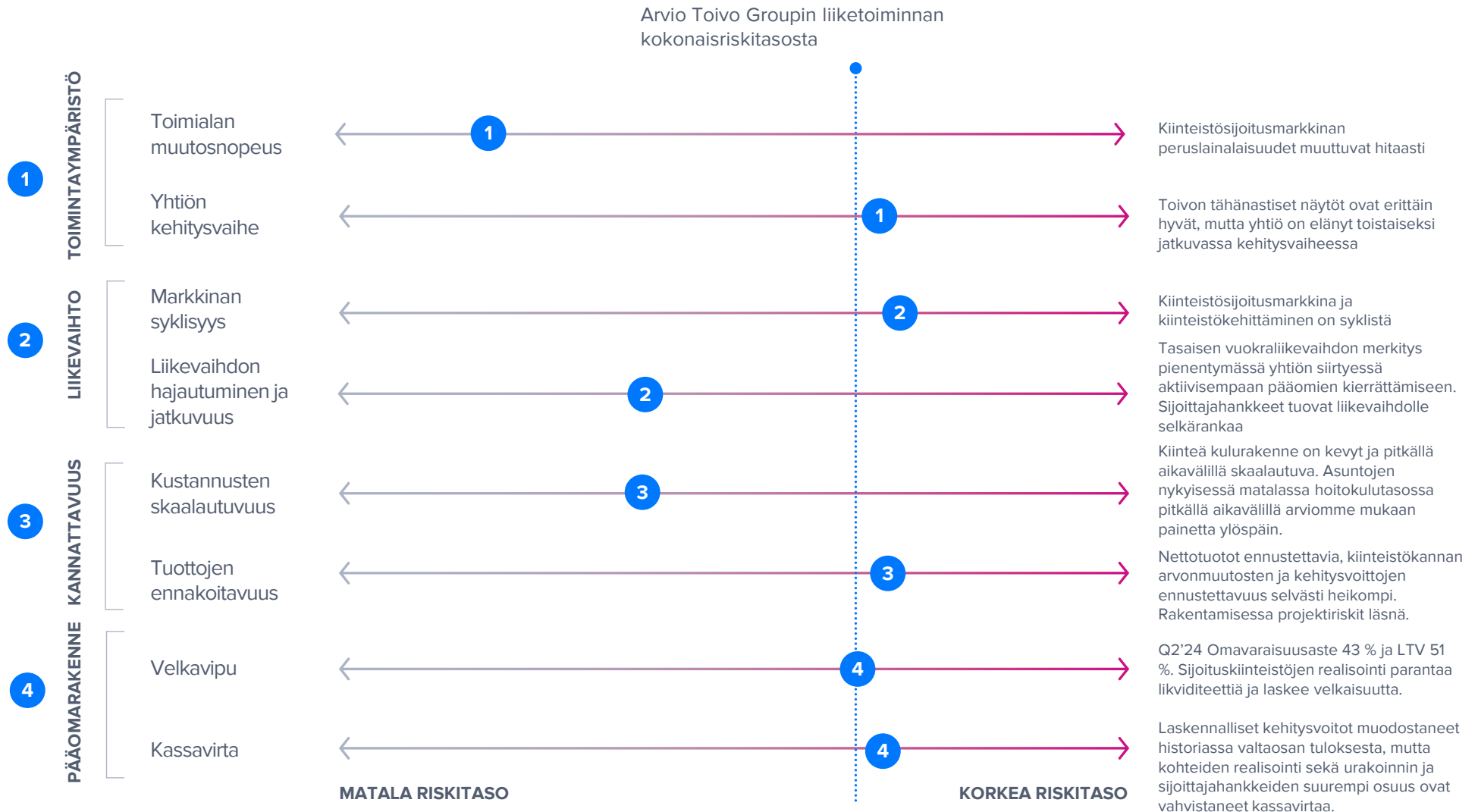
Kehittäminen²
n. 0-50 %

Rakentaminen²
n. 20-50 %

Omistaminen²
n. 5-10 %

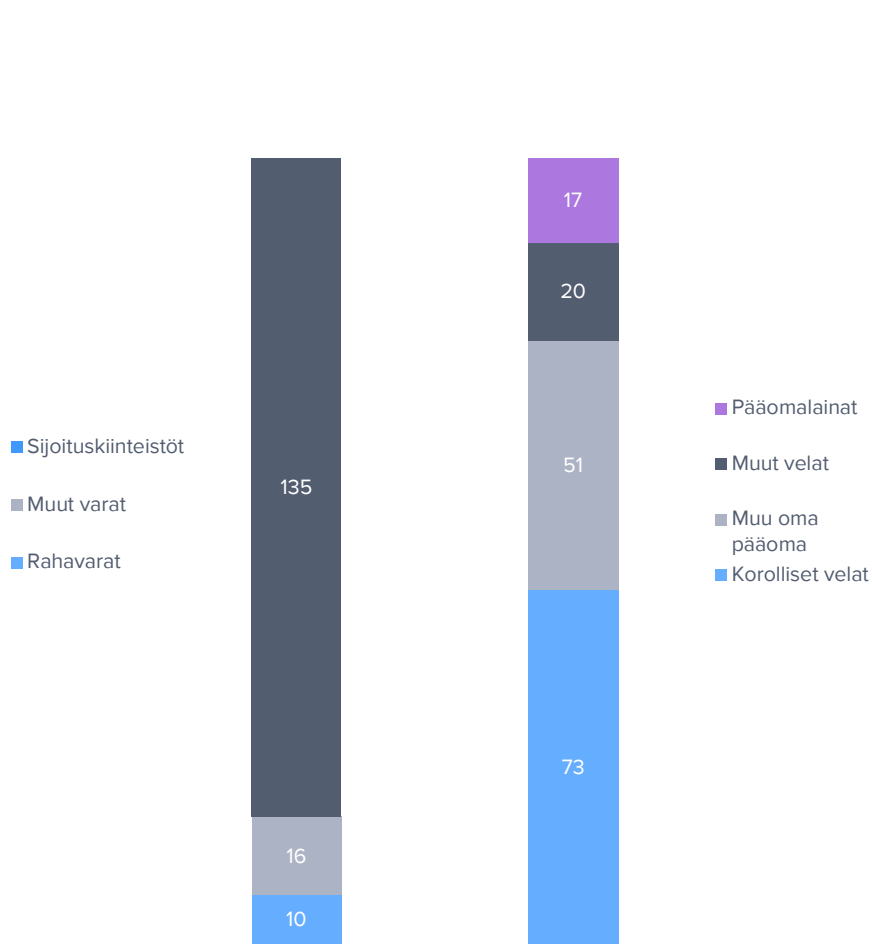
¹ Kehityskatteet ovat kassavirallisia, mikäli kohteita rakennutetaan myytäväksi tai mikäli Toivo tekee kohteita urakointina yhtiön ulkopuolelle. ² Yhtiön oma arvio vuosina 2019-2023 toteutetuista hankkeista

Liiketoimintamallin riskiprofiili

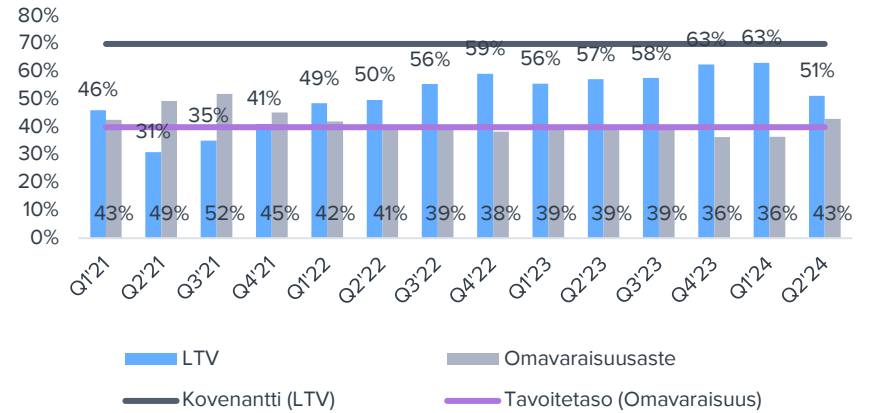


Taloudellinen tilanne

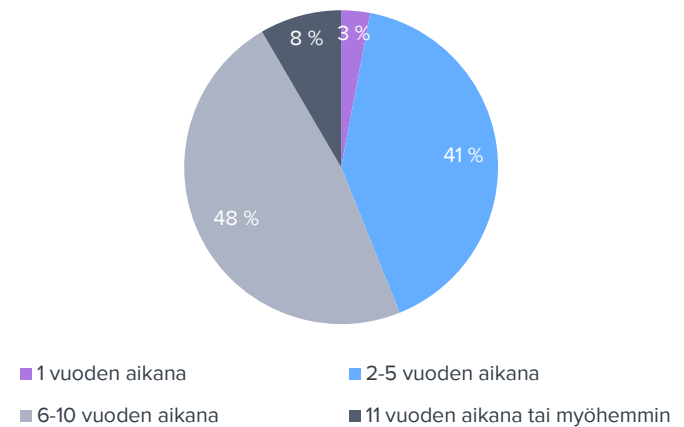
Taserakenne Q2'24:n lopussa



Luototus- ja omavaraisuusasteen kehitys



Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma



Huom. Maturiteettijakauma vuoden 2023 lopussa

Markkinakatsaus 1/3

Talusunäkymien näköpiirissä orastava käänne parempaan, korot kurittavat Suomea euroaluetta kovemmin

Koronapandemian jälkeisten palautumisvuosien jälkeen Suomen talous (bruttokansantuote) supistui vuonna 2023 noin 1,2 %:n. Finanssiala ry:n 9/2024 keräämien ennusteiden perusteella keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen talouden edelleen supistuvan hieman tänä vuonna. Vuonna 2025 talouden odotetaan jälleen kääntyvän noin 1,6 %:n kasvu-uralle.

Euroopan yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan Suomen inflaatio laski oli elokuussa 1,1 %:iin, ja myös Euroalueella inflaatio jatkoi hidastumista noin 2,2 %:iin. Korkotason nousu iski Suomeen kovaa laajan vaihtuvakorkoisen lainakannan takia. EKP on aloittanut koronlaskut ja markkinat odottavat nyt aiempaa nopeampia koronlaskuja. Tämä on havaittavissa 12kk euriborista, joka on laskenut voimakkaasti viime kuukausina, ja markkinat odottavat laskun jatkuvan. Euroalueen Inflaation kannalta keskeinen tekijä on sitkeämpänä pysytellyt palkkainflaatio ja pohjainflaatio oli edelleen noin 2,8 % elokuussa. Euroopan talouden heikko näkyvä puoltaa kuitenkin myös hidastuvaa inflaatiota ja koronlaskuja.

Asuntorakentamisessa lähestytään pohjia, mutta nopeaa palautumista ei näköpiirissä

Vuosikausien vahva asuntorakentamisen määrä laski selvästi alhaisemmalle tasolle vuonna 2023 ja aktiviteetti jatkuu myös erittäin matalana vuonna 2024. Vuonna 2023 ja 2024 alussa

asuntoja valmistui edelleen suuri määrä, mutta aloitukset laskivat jo erittäin mataliksi. Asuntomarkkinan palautuminen ja voimakkaampi piristymisen tapahtunee aikaisintaan vuoden 2025 aikana aloitus- ja lupakehityksen perusteella arvioituna.

Rakennusteollisuus RT ennustaa asuntoaloitusten laskevan tänä vuonna kaikkiaan noin 17 000 asuntoon (2023: 18 000 kpl) ja ensi vuonna kääntyvän absoluuttisesti loivaan kasvuun 20 000 asuntoon. Tästä valtaosa on valtion korkotuettua ARA-rakentamista ja vapaa-rahoitteisten asuntoaloitusten odotetaan putoavan tänä vuonna 2000 kappaleeseen. 2025 vapaarahoitteisten asuntoaloitusten odotetaan nousevan 7500 asuntoon. Ennustettu tuotantomäärä on pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden matala. Asuntotuotantotarve (2020) –tutkimuksen mukaan Suomeen tarvittaisiin väestönkehityksestä riippuen 30-35 tuhatta asuntoa vuosittain. Vuosina 2017-2023 on rakennettu melko selvästi tätä tarvetta enemmän, erityisesti pieniä asuntoja, jonka myötä nykyisessä ylitarjonnassa on nähdäksemme edelleen sulattelemissa. On kuitenkin mielestämme selvää, että tulevaisuudessa asuntotuotantovolyyymi tulee jälleen nousemaan kohti vuotuisia tarvetta, mutta korkeammat korot ja korkeat rakentamiskustannukset yhdistettynä vaisuun vuokrakehitykseen on vielä pidempään vaikea yhtälö ratkottavaksi uudisasuntomarkkinassa.

BKT:n kasvuennuste	2023	2024e	2025e	2026e
Hypo	-1,2 %	-1,0 %	2,0 %	
Danske Bank	-1,2 %	-0,4 %	1,8 %	
Handelsbanken	-1,2 %	-0,2 %	1,5 %	1,6 %
Nordea	-1,2 %	-0,5 %	1,5 %	2,0 %
Säästöpankkiryhmä	-1,2 %	-0,3 %	1,7 %	
OP Ryhmä	-1,2 %	-0,5 %	2,0 %	1,3 %
VM	-1,2 %	-0,2 %	1,7 %	1,5 %
Suomen Pankki	-1,2 %	-0,5 %	1,1 %	1,8 %
Labore	-1,2 %	-0,2 %	1,7 %	1,8 %
PTT	-1,2 %	-0,4 %	1,1 %	
Euroopan komissio	-1,0 %	0,0 %	1,4 %	
Keskimäärin	-1,2 %	-0,3 %	1,6 %	1,7 %

Lähde: Finanssiala ry, 6/2024

Kerrostalot, kpl (rullaava 12kk)



Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus 2/3

Asuntojen ylitarjonta painaa edelleen vuokra-asuntomarkkinaa pääkaupunkiseudulla

Asuntovuokrien kehitys oli vuosina 2015-2021 nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat nousivat noin linjassa ansiotulojen kehityksen kanssa. Nousu kuitenkin taittui vuonna 2021 ja vapaa-rahoitteisten asuntojen neliövuokrat ovat jääneet erityisesti pääkaupunkiseudulla lähes junaamaan paikallaan, vaikka inflaatio on laukannut kovaa. Vuokramarkkina on edelleen haastava pääkaupunkiseudulla asuntojen ylitarjonnan takia ja vajaakäyttöasteet ovat korkeita. KTI:n seurannan mukaan tyhjen vuokra-asuntojen osuus oli pääkaupunkiseudulla vajaa 9 % syyskuun alussa. Muissa suurissa kaupungeissa tilanne on ollut parempi, mutta myös Turussa vajaakäyttö on noussut uuden asuntokannan valmistumisen ajamana.

Asuntojen ylitarjonta, heikko sijoittajakysyntä ja korkea korkotaso pitänevät asuntojen hinnat yhä paineessa ja vuokrien nousun maltillisena edelleen lyhyellä aikavälillä. Muun muassa Suomen suurin vuokranantaja Kojamo antoi heinäkuussa tulosvaroituksen, koska pääkaupunkiseudun vuokra-asuntojen ylitarjonta on sulanut sen odotuksia hitaammin. Toisaalta luvuissa alkaa nyt näkymään käänteen merkkejä, joka on myös luonnollista rakentamisen romahduksen seurauksena.

Tuottovaatimusten nousu takana, sijoittajakysyntä edelleen hiljaista

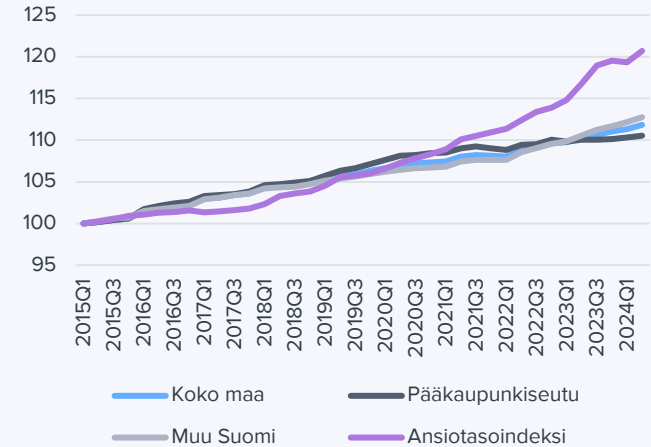
Kiinteistötransaktiot Suomessa romahtivat vuosina 2023-2024 vilkkaiden nollakorkovuosien 2017-2022 jälkeen. KTI:n mukaan merkittäviä

kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa vuosina 2021-2022 keskimäärin 7,2 mrd. eurolla, kun taas vuonna 2023 lukema romahti 2,6 mrd. euroon ja H1'24:llä 1,3 mrd. euroa. Kysynnän laskun taustalla on ennen kaikkia korkotason noususta johtunut tuottovaatimusten ja rahoituskustannusten kasvu sekä yleinen likviditeetin pienentyminen. Lisäksi korkea inflaatio yhdistettynä vuokrien väisyyden kehitykseen on heikentänyt kiinteistösijoittajien yhtälöä. Korkomarkkinat ovat myös nousseet jälleen houkuttelevammaksi sijoitusluokaksi, mikä imee pääomia myös kiinteistösijoituksista ja laskee kysyntää.

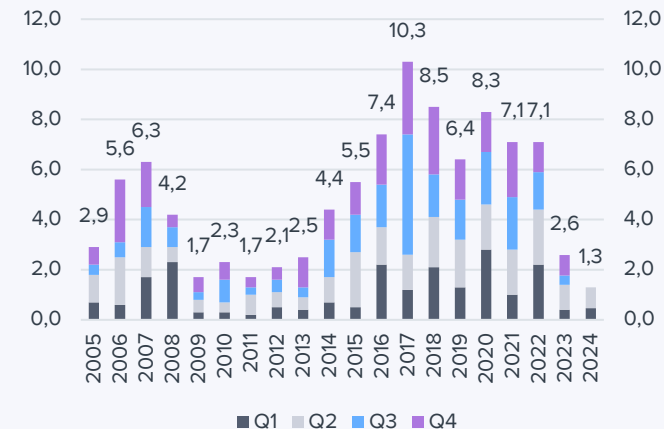
Korkohuippu on kuitenkin nyt takana ja EKP on aloittanut koronlaskut. Asuntosektorilla tuottovaatimusten nousu näyttää näillä näkymin pysähtyneen. KTI:n seurannan mukaan Helsingin prime-asuntokohteissa käytäisiin kauppaa 4,2 %:n tuottovaatimuksella. Tuottovaatimusten huippu kävi noin 4,5 %:ssa. Korkotason laskun ja muiden omaisuusluokkien (korot ja osakkeet) heikentyneen tuottonäkymän myötä tasot näyttävät jälleen houkuttelevimmilta pitkäjänteiselle sijoittajalle. Arviomme mukaan vuokrissa on myös selvää kasvupotentiaalia tulevina vuosina, mikä myös perustelee suhteellisesti matalampia tuottovaatimuksia.

Nähdäksemme tämä tuottovaatimustaso koskee vain aivan prime-kohteita Helsingissä. Muun muassa Toivon arvioitsijan käyttämä tuottovaatimus sen lähes uusissa asunnoissa on noin 5,10 %. Rakennuskustannuksissa ei mielestämme ole enää oleellista laskuvaraa, mikä tulee omalta osaltaan pitämään uudiskohteiden hinnat korkeina suhteessa vanhoihin asuntoihin. Vanhojen asuntojen osalta alkaa vaikuttaa myös siltä, että hintojen lasku alkaa tulla päätökseen.

Keskineliövuokrien ja ansiotasojen kehitys Suomessa



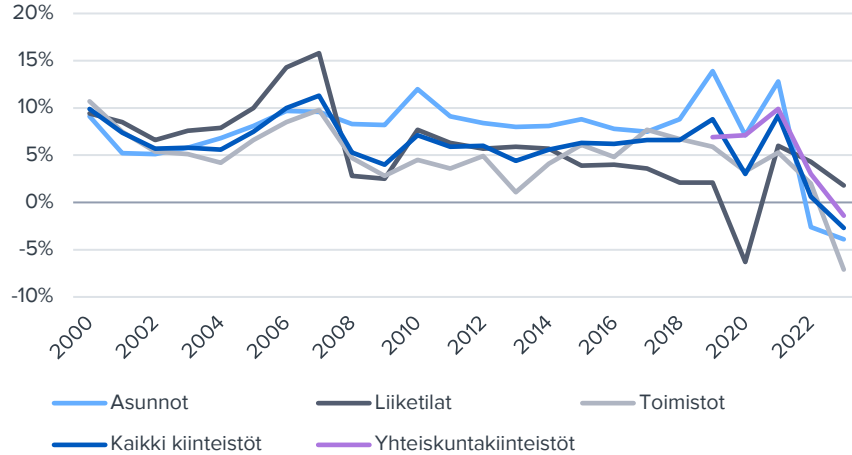
Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



Lähde: KTI

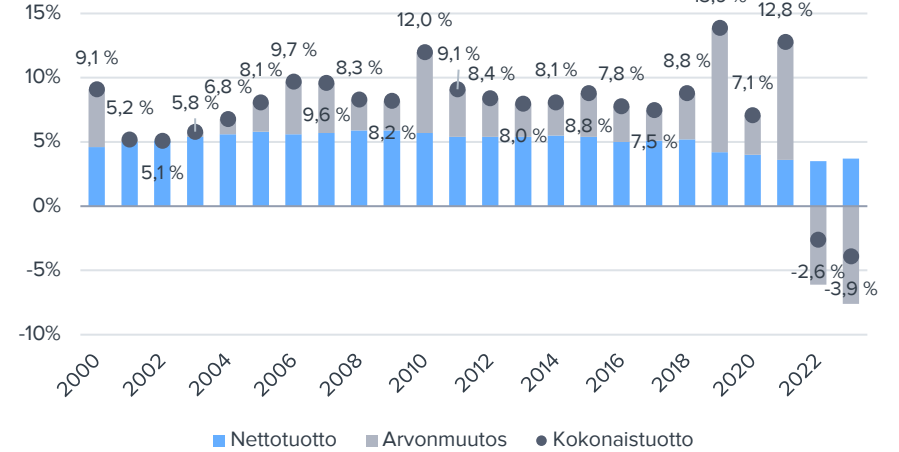
Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



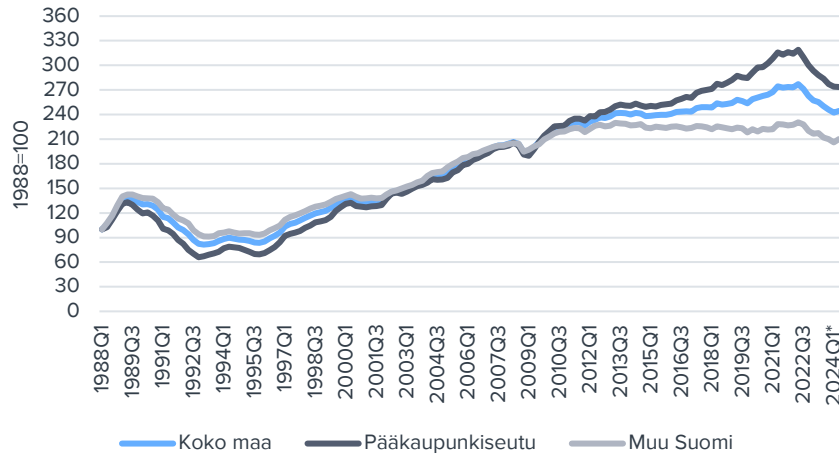
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



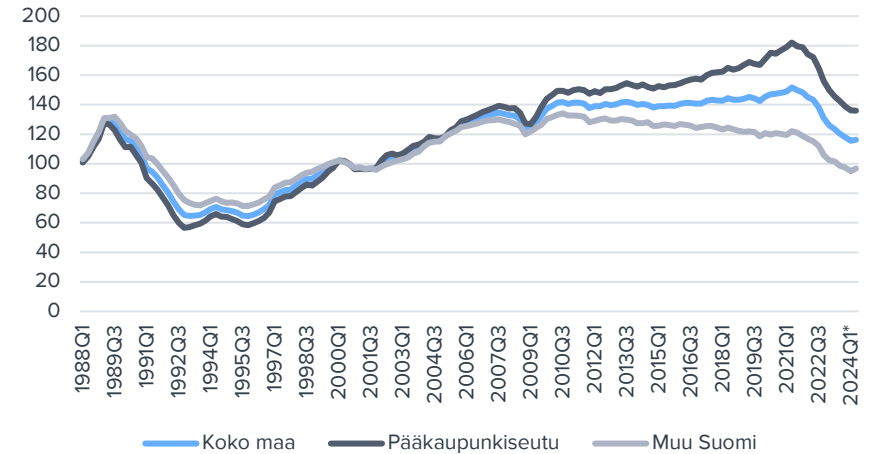
Lähde: KTI, 2017, 2018, 2020, 2021 ja 2022 jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhon osakeasuntojen nimellishinnat kvartaaleittain



Lähde: Tilastokeskus

Vanhon osakeasuntojen reaali hinnat kvartaaleittain



Lähde: Tilastokeskus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Vakaa kehitysmarginaali sekä vakaa ja houkutteleva tuottotaso strategian keskiössä

Toivo keskittyy asuntojen ja yhteiskuntakiinteistöjen kehittämiseen, rakentamiseen, omistamiseen ja myymiseen. Yhtiö pyrkii kehittämään asunto- ja yhteiskuntakiinteistöjen trendeihin vastaavia kiinteistöjä, jotka sopivat pitkäaikaiseen omistukseen. Toivo pyrkii omistamaan ja rakentamaan vain rakennuksia, jotka se on itse kehittänyt ja suunnitellut oman toimintamallinsa mukaisesti. Toimintamallillaan yhtiö pystyy vaikuttamaan alusta alkaen rakennusten tehokkuuteen, laatuun, tuottavuuteen ja myytävyyteen. Strategian keskiössä on vahva kehitysmarginaali, vuokratyössä rakennusten tehokkaan operoinnin mahdollistaminen ja kohteiden tekeminen mahdollisimman helposti myytäviksi.

Toivo on saavuttanut historiassa noin 17 % kehitysmarginaalin, joka huomioi tapahtuneet arvonlaskut. Taso on mielestämme hyvä yli syklin laskettuna ja mahdollistaa yhtiölle vahvan kannattavuuden kuten aiemmin raportissa totesimme. Kehitysmarginaalissa on nähdäksemme nousuvaraa paremmassa markkinatilanteessa. Hankkeissa saavutettaviin nettotuottotasoihin ja pitkän aikavälin vuokrattavuuteen keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mm. hankekehitysvaiheessa tehtävät valinnat, rakentamisen tehokkuus sekä kohteiden mikro- ja makrosijainti.

Toivo tavoittelee 100 MEUR liiketoiminnan volyymia vuoden 2026 loppuun mennessä. Tuottamassaan volyymissa yhtiö tavoittelee 50/50

jakoa vuokratyöön tulevien oman taseen ja suoraan loppukäyttäjille myytävien kiinteistöjen välillä. Omaan taseeseenkin rakennettavasta tuotannosta pääosa myydään jossakin vaiheessa lähitulevaisuudessa pääasiassa ammattimaisille sijoittajille. Myynneissä on kyse oman pääoman kierrättämisestä tuottavimpaan kohteeseen (kiinteistökehitys ja rakentaminen). Käsittelimme tarkemmin Toivon saavuttamia oman pääoman tuottoja yhtiökuvaus-osiossa.

Asunnoissa Toivon toimintamalli ja kriteeristö on jo vakiintunut

Sekä asunnoissa että yhteiskuntakiinteistöissä kaikki lähtee liikkeelle yhtiön oman liiketoimintamallin ja konseptien käyttämisestä. Hankekehityksessä yhtiö huomioi pitkäaikaisten omistajien tarpeet ja asuntomarkkinoiden isot trendit. Keskiössä on sijaintivalinnat ja asuntomarkkinoiden isot trendit kuten pienten kotitalouksien määrän kasvu, kaupungistuminen ja vapaa-ajan merkityksen kasvaminen. Asuntorakentamisessa Toivo keskittyy vain Pääkaupunkiseutuun sekä Tampereen ja Turun alueisiin. Tämä tukee kohteiden vuokrattavuutta sekä kehitysmarginaalia alueiden hyvän arvonkehityksen avulla. Yhtiö pyrkii rakentamaan asuntokohteet A-energialuokkaan, joka laskee niiden operointikustannuksia omistusvaiheessa. Toivo keskittyy tavallisiin kerros-, rivi- ja paritalokohteisiin. Yhtiö ei rakenna monimutkaisia kohteita (esim. juna-asemien päälle tulevia kerrostalokokonaisuuksia tai jättihankkeita). Yhtiö pyrkii myös kokonaisvaltaisesti optimoimaan vuokralaiskokemusta asunnoissaan (mm. hinta, sijainti, toiminnallisuudet, tilaratkaisut, käytettävyyys sekä asunnosta saatava yleiskuva ja –tunnelma).



Strategian painopistealueet (Inderes)

- Vakaa kehitysmarginaali
- Kohteiden vakaa ja houkutteleva tuotto
- Kohteiden myytävyyys
- Toivo-konseptin mukainen hankekehitys
- Kehitys, joissa painopiste megatrendeissä
- Kiinteistön loppukäyttäjän tarpeiden huomioinen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yhteiskuntakiinteistöissä strategia nojaa pitkälti samoihin peruspilareihin kuin asunnoissa

Yhteiskuntakiinteistöt tulivat mukaan Toivon strategiaan uutena palikkana vuonna 2024. Kiinteistöluokan ylösajon onnistuessa tuo se nähdäksemme lisää suhdannekestävyyttä Toivon liiketoimintaan, koska sektorin markkina elää osin eri syklissä asuntosektorin kansa. Toivo tekee vain pitkiä yli 10-vuoden vuokrasopimuksia. Tyypillisesti sopimukset ovat arviomme mukaan 10-15 vuoden pituisia. Yhteiskuntakiinteistöissä Toivo tekee sopimuksia vain toimialan laatutoimijoiden kanssa. Tämä on mielestämme keskeisessä roolissa vuokralaisriskin minimoinnissa. Yhtiö keskittyy vain rakennusteknisesti sen osaamiin kohteisiin. Näitä ovat esimerkiksi palveluasumistalot ja päiväkodit.

Toivon strategian ja toimintamallin keskeiset erottautumistekijät

Yhtiön toimintamalli eroaa kilpailijoista (esim. YIT ja SRV) nähdäksemme siinä, että Toivo on tehnyt asuntoja ajatuksella, että se omistaa ne ikuisesti. Perinteisesti asuntorakentajat tekevät asuntoja ajatuksella myydä ne suoraan eteenpäin. Tämä tuo nähdäksemme erilaista perspektiiviä Toivolle kehittämiseen ja rakentamiseen. Erityisesti pienemmissä kerrostalo- ja perheasuntohankkeissa näemme yhtiön kilpailukyyn hyvänä. Tällä sektorilla kilpailu on myös suurempia kerrostalohankkeita jossain määrin vähemmän kireää. Käsittelimme yhtiön kilpailukykyä perheasuntosektorilla tarkemmin yhtiökuvasosiossa.

Toivo on pitänyt organisaationsa kevyenä ja

ketteränä, joka on mielestämme myös keskeinen ero verrattuna sen suurempiin kilpailijoihin. Osaltaan tämän on mahdollistanut nykyisessä kokoluokassa yhtiön avainhenkilöiden laaja kokemus sektorilta, jonka avulla he pystyvät kantamaan laajoja vastuita yhtiössä. Avainhenkilöt ovat nähdäksemme myös sitoutuneita yhtiöön mittavien osakeomistusten myötä.

Ketteryyden ja kevyen organisaation säilyttäminen on mielestämme yhtiön strategian mahdollistamiseksi erittäin keskeistä. Tämä korostuu mielestämme erityisesti Toivon kohdalla, koska yhtiö pyrkii pitämään arvoketjustaan mahdollisimman suuren osan omissa käsissään. Jotta toimintamalli toimii yhtiön ajatuksen mukaisesti ("Toivo pystyy ottamaan arvoketjun eri osien katteet itselleen"), vaatii tämä yhtiöltä jatkuvaa huomion kiinnittämistä organisaation kehittämiseen. Erityisesti, kun yhtiö pyrkii kasvattamaan kokoaan ja mahdollisesti laajentumaan uusille liiketoiminta-alueille.

Voitonjaossa säilytetään joustavuus

Osingonjaossa Toivo huomioi yhtiön investointitarpeet ja taloudellisen aseman. Arviomme mukaan Toivo saattaa jakaa varoja omistajilleen riippuen investointimahdollisuuksista ja yhtiön arvostustasosta. Odotamme yhtiön jakavan pieniä osinkoja lähivuosina.

Strategia tiivistettynä

Asunto ja yhteiskuntakiinteistöjen kehittäminen, rakentaminen, omistaminen/myyminen.

Liiketoiminnan volyyymi:

100 M € vuoden 2026 mennessä. Tavoitteena tuottaa n. 50 % volyymistä muille ja n. 50 % itselle.

Myynnit:

Vuosittaisesta omasta tuotannosta pääosa myydään.

Asuntojen investointikriteeristö:

- Vain Pk-seutu, Turku ja Tampere
- Energialuokka A
- Tavallisia kerrostaloja ja aluerakennuskohteita
- Toivon konseptilla ja liiketoimintamallilla

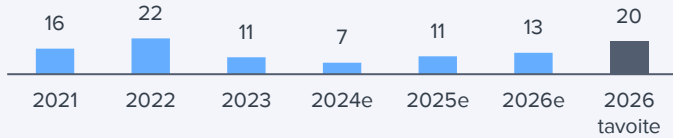
Yhteiskustakiinteistöjen kriteeristö:

- Vain pitkiä yli 10-vuoden vuokrasopimuksia
- Toimialan parhaille vuokralaisille
- Toivon rakennusteknisesti osaamia kohteita
- Toivon konseptilla ja liiketoimintamallilla

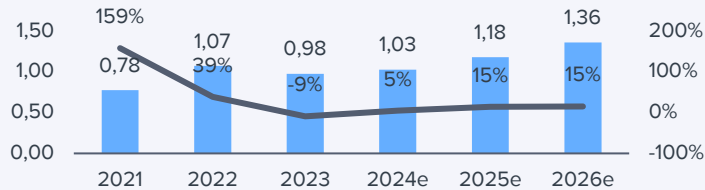
Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

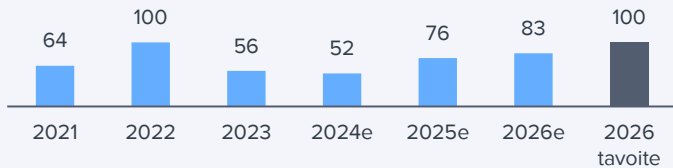
Liikevoitto ilman käypien arvojen muutosta (MEUR)



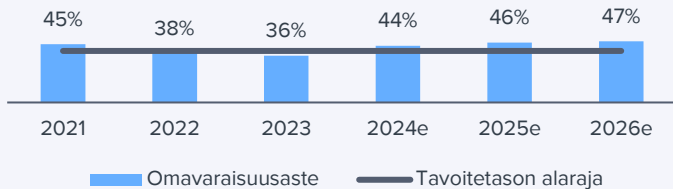
Osakekohtainen NAV (EUR/osake)



Kehittämisen ja rakentamisen volyymi (MEUR)



Omavaraisuusaste



Indersin kommentit

Liikevoitto ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutosta 20 MEUR vuonna 2026

- Toivo tavoittelee 20 MEUR:n liikevoittoa ilman käypien arvojen muutosta vuonna 2026. Oma ennustemme (2026e: 13 MEUR) on melko selvästi tavoitteen alapuolella.
- Tavoitteen saavuttaminen vaatisi nähdäksemme Toivolta odotuksiamme suurempia volyymeja ja vahvempaa kannattavuutta, mistä odotamme vielä lisäyhtöjä lyhyellä aikavälillä.
- Tavoitteen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä nähdäksemme merkittävää kuluttaja-asuntojen osuutta kokonaisvolyyminä sekä yhtiön ulkopuolelle tehtävien kohteiden kannattavuuden selvää parantumista. Yhtiön ulkopuolelle tehtävien kohteiden kannattavuudessa on nähdäksemme jonkin verran nousuedellytyksiä, koska yhtiö on tiedottanut suuremmista sijoittajahankkeista.

Yhtiön osakekohtaista pitkäaikaista NAV:ia kasvatetaan merkittävästi vuosittain

- Toivon tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista NAV:ia merkittävästi vuosittain.
- Ennustamme Toivon osakekohtaisen NAV:n kasvavan keskimäärin noin 12 % vuosittain 2024-2026.
- Näkyvyys Toivon vuosien 2025-2026 tulokuntoon on parantunut selvästi yhtiön positiivisen uutisvirran myötä. Arviomme mukaan strategiakauden loppua kohden mentäessä paremmassa markkinatilanteessa yhtiön tulokunnossa on vielä selvää parannusvaraa nykyennusteisiimme nähden.

Kehittämisessä ja rakentamisessa 100 MEUR vuosittainen volyymi 2026 loppuun mennessä

- Toivo tavoittelee kehittämisessä ja rakentamisessa yhteensä 100 MEUR volyyymiä (liikevaihto + investoinnit sijoituskiinteistöihin) vuoden 2026 loppuun mennessä.
- Tavoite alkaa mielestämme näyttää mahdolliselta yhtiön viimeaikaisen uutisvirran perusteella, kun huomioidaan asunto- ja yhteiskuntakiinteistösektorin todennäköinen markkinatilanteen parantuminen seuraavan parin vuoden aikana. Yhtiön kokoluokkaan nähden 100 MEUR:n volyyminä pystyy tekemään jo erinomaista pääomantuottoa.
- Toivo yltää ennusteissamme 83 MEUR:n volyyymiin vuonna 2026.

Omavaraisuusaste yli 40 %

- Toivon tavoitteena on pitää omavaraisuusaste yli 40 %:ssa.
- Taso kävi alle tavoitteen, mutta on jälleen (Q2'24 43 %) tavoitteen yläpuolella. Sijoituskiinteistöjen myynnit ja kuluttajakohteiden valmistumiset nostivat selvästi omavaraisuusastetta.
- Yhtiön omavaraisuusaste on ennusteissamme 46-47 % strategiakauden aikana. Tavoitteessa on hyvä huomioida, että pääomalainat (17 MEUR, n. 25 % OPO:sta) vahvistavat omavaraisuusastetta.

Sijoitusprofiili

1.

Asuntomarkkinoiden isoihin trendeihin erinomaisesti asemoitunut ja kasvukolmioon keskittynyt kiinteistösalkku sekä hankeputki

2.

Rakennuttamistoiminnan historiallinen kannattavuus erittäin vahva

3.

Korkea korkotaso ja korkeat rakennuskustannukset suhteessa nettotuottotasoihin vaikea yhtälö sektorilla

4.

Mahdollisuus voittaa markkinaosuuksia asuntorakennussektorin erittäin vaikean syklin kurittaessa kilpailijoita

5.

Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

Potentiaali



- Hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Korkojen lasku tukee sijoittajakysynnän vahvistumisen ja kiinteistöjen arvonnousun kautta
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen ja kuoriutuminen yhtenä vaikean markkinasyklin voittajina
- Skaalautuva kulurakenne
- Yleinen vuokrien kehitys jäänyt pääkaupunkiseudulla jälkeen inflaatiosta, jonka myötä vuokrissa nousuvaraa

Riskit



- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Merkittävä osa liiketoiminnan tuotoista ei kassavirtaa ilman kiinteistömyyntejä (kehitysvoitot)
- Vahva herkkyys korkotason muutoksille
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä
- Projektiriskit rakentamisessa

Ennusteet ja taulukot 1/8

Ennusteiden lähtökohdat

Keskeisimmät ennusteparametrit Toivon rakennuttamisen mallinnuksessa koskevat vuotuisia oman taseen tuotannon investointivolyymejä sekä myyntejä, gryndituotannon volyymeja, urakointihankkeita ja näihin liittyviä kehittymarginaaleja. Muut keskeiset parametrit ovat vuokrasalkussa olevien vuokrakohteiden määrä (asunnot ja yhteiskuntakiinteistöt), sijoitusportfolion käyvän arvon muutokset sekä vuokratuottojen, kiinteistöjen hoitokulujen sekä yhtiön kiinteän kullurakenteen kehitys.

RAKENNUTTAMINEN

Omaan taseeseen tehtävät volyymit lähtevät jälleen kasvuun ensi vuonna

Arvioimme vuoden 2024 olevan Toivon oman taseen kohteiden kehitysinvestointien syklin pohja ja asettuvan koko vuoden osalta noin 13 MEUR:oon.

Vuosina 2025-2027 arvioimme investointien kasvavan 23-30 MEUR:oon korkotason laskun ja asuntomarkkinan piristymisen tukemana. Vuoden 2025 noin 23 MEUR:n taso on nähdäksemme jo lähes saavutettavissa nykyisellä hankekannalla. Yhteiskuntakiinteistöt vastaavat arviomme mukaan noin vajaata 40 % ensi vuoden oman taseen investoinneista. Toivon hankekanta on listattuna sivulla 12. Investointitasot eivät ole erityisen suuria suhteessa Toivon historiaan, mutta arvioimme mukaan historiaan nähden yhtiö tulee tekemään enemmän urakointihankkeita yhtiön ulkopuolelle (esim. Nuveen-hanke) sekä asuntogryndiä. Emme myöskään usko vapaarahoituksen

asuntotuotannon palaavan markkinatasolle lähelle kuumien vuosien tasoa.

Arvioimme toivon kehityskatteiden asettuvan omaan taseeseen tehtävissä hankkeissa lähivuosina 18-20 %:n tasoille. Taso on melko linjassa yhtiön historialliseen 17 %:n (käypien arvojen laskun jälkeen) tasoon. Nykytilanteessa emme näe kannattavuuteen vaikuttavista keskeisistä muuttujista (korkotaso ja tuottovaatimukset, vuokrien ja rakennuskustannusten kehitys) tulevan enää merkittävää painetta kannattavuuteen vaan ennemminkin päinvastoin. Ennusteissamme laskennalliset kehitysvoitot asettuvat tänä vuonna noin 2 MEUR:oon ja lähivuosina noin 5 MEUR:oon.

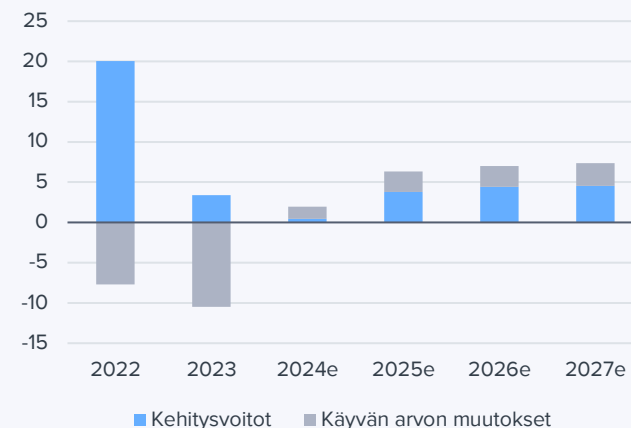
Toivo teki vuoden 2022 keväänä kiinteistöportfoliostaan merkittävät noin 30 MEUR:n myynnit kansainvälisille instituutiosijoittajille, mikä mahdollisti jälleen investointien käynnistämisen. Asunnot myytiin arviomme mukaan noin vajaan 5 %:n tappiolla.

Arvioimme lähivuosina Toivon myyvän käytännössä tuottamansa kiinteistötuotannon yhtiön nykystrategian mukaisesti. Myynnit sijoituskiinteistöistä tasearvoin asettuvat ennusteissamme 22-29 MEUR:oon vuosina 2025-2027. Odotamme myyntien tapahtuvan kulujen jälkeen pienellä tappiolla (3 %) suhteessa tasearvostuksiin. Näemme myynnit järkevänä, koska näin yhtiö saa kierrätettyä pääomiaan tehokkaasti yhtiölle arvokkaaseen kiinteistökehitykseen ja rakennuttamiseen. Loput yhtiön myyntikohteet (gryndikohteet) tuloutuvat ennusteissamme liikevaihdon kautta.

Vuokra-asuntoinvestoinnit, myynnit ja asuntoportfolion asunnot (kpl)



Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset (MEUR)



Ennusteet ja taulukot 2/8

Projektinjohtourakointi ja Gryndihankkeet

Ennustamme asuntogryndin liikevaihdon olevan 12 MEUR vuonna 2023, pysyen samalla tasolla vuonna 2024 ja nousevan noin 15 MEUR:oon vuosina 2026-27 uudisasuntomarkkinan piristytessä. Riippuen uudisasuntomarkkinan kysynnän piristymisestä ja siitä, paljonko yhtiö tekee muita hankkeita Toivolla olisi nähdäksemme edellytykset tehdä enemmänkin myyntikohteita. Kehityskatteen arvioimme olevan vuonna 2024 noin 20 % ja nousevan 20-23 %:iin vuosina 2025-27 uudisasuntomarkkinan elpyessä.

Aiemmin Toivo teki projektinjohtourakointia ARA-tuotantona osakkuusyhtiöilleen, mutta vuonna 2023 urakointia alettiin tehdä myös ulkopuolelle yhtiön. Tähän liikevaihto-erään lasketaan myös sijoittajille tehtävät Forward-funding (FF) -hankkeet, jotka tuloutuvat liikevaihtona. Forward-funding hankkeissa sijoittaja rahoittaa hanketta jo rakennusvaiheessa edistymisen perusteella. Olemme huomioineet projektinjohtourakointierässä myös Forward-purchase (FP) hankkeet, joissa sijoittaja ostaa kohteen sen valmistuttua ennalta määrättyllä summalla. Toivo otti merkittävän askeleen sijoittajahankkeissa 42 MEUR:n [Nuveen-sopimuksella](#) (FP). FP-hankkeet voivat tuloutua myös kohteiden myynnit erän kautta, mutta yhtäkaikki ne tuloutuvat liikevaihtona kohteen valmistuttua.

Vuonna 2024 arvioimme projektinjohtourakoinnin liikevaihdon olevan 27 MEUR ja kasvavan vajaaseen 40 MEUR:oon vuosina 2025-27. Toivon kilpailukyky on hyvä erityisesti perheasuntokohteissa ja odotamme lähivuosina näkevämme piristymistä tämän markkinan sijoittajakysynnässä. Myyntikate-%:n arvioimme

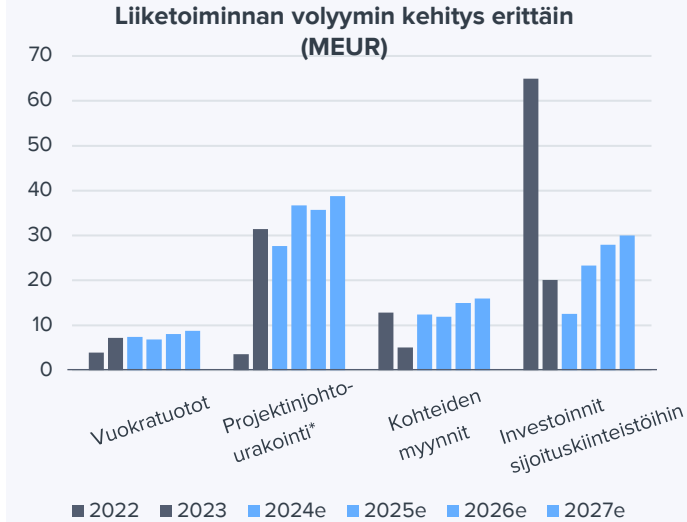
olevan noin 10 %. FF-hankkeissa yhtiöllä voisi olla edellytykset 13-14 %:n kehityskatteisiin ja FP-hankkeissa 16-18 %:n katteisiin. Nyt tiedotetut hankkeet eivät nähdäksemme vielä yllä näihin tasoihin, mutta markkinatilanteen parantuessa yhtiö voisi kyetä operoimaan näillä tasoilla.

Selkein arvontuontipotentiaali löytyy kehitys- ja rakennuttamisliiketoiminnasta

Kokonaisuutena ennustamme kehittämisen ja rakentamisen volyymin laskevan 52 MEUR vuonna 2023, mutta nousevan 76 MEUR:oon vuonna 2025 ja edelleen 83-89 MEUR:oon vuosina 2026-27.

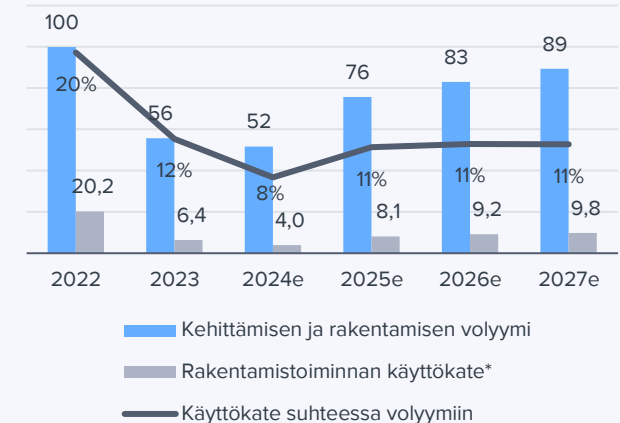
Rakennuttamisen käyttökatteen arvioimme asettuvan vuonna 2024 noin 4 MEUR:oon tai 7 %:iin liikevaihdosta. Laskelmissamme oletetaan, että kaikki omaan taseeseen tehdyt kohteet olisi myyty ulos, ja olemme huomioineet ennustamamme sijoituskiinteistöjen myyntitappiot. Vuosina 2022-23 kannattavuus oli 25-11 %:n tasoilla, mutta näissä luvuissa on hyvä huomioida kyseisten vuosien sijoituskiinteistöjen arvonalentumiset, jotka on jätetty laskelman ulkopuolelle. Erityisesti 2022 taso näyttää tämän takia liian hyvältä. Vuosina 2025-27 arvioimme käyttökatteen nousevan 8-10 MEUR:oon tai 10-11 %:iin. Toivoa verrattaessa verrokkeihin on hyvä huomata, että yhtiö ei käytännössä aktivoi mitään kuluja, jolloin käyttökate vastaa liikevoittoa.

Peilattuna Toivon historialliseen kannattavuustasoon, paremmassa markkinatilanteessa ja asuntojen arvojen kehittyessä positiivisesti suhteessa rakennuskustannuksiin näkisimme kannattavuustasoissa vielä nousupotentiaalia.



*Sis. Rakennuttamispalvelut ja Forward Funding ja – Purchase sijoittajahankkeet

Kehittämisen & rakennuttamisen volyymi ja kannattavuus*



*Kannattavuus Inderes arvio

Ennusteet ja taulukot 3/8

SIJOITUSKIINTEISTÖT JA TASE

Asuntoportfolion ja vuokratuottojen kehitys

Investointi- ja myyntiennusteillamme Toivon vuokraportfolion valmiiden asuntojen lukumäärä nousee maltillisesti vuosittain 835:een (Q2'24: 783) vuoteen 2027 mennessä. Lisäksi arvioimme yhtiön lähtökohtaisesti omistavan rakennuttamiaan yhteiskuntakiinteistöjä asuntoja pidempään, niiden korkeampien nettotuottotasojen ja maltillisen riskin (laadukkaat vuokralaiset, pitkät vuokrasopimukset, pääomavuokrasopimuksia) takia. Nykyisten kahden yhteiskuntakiinteistökohteen valmistuttua vuoden 2025 lopussa ennustamme vuokraportfolion nettotuotoista tulevan noin 18 %:n näistä kahdesta. Ennusteperiodin aikana arvioimme bruttovuokrien kasvavan noin 2 %:n ja vastikkeiden 1,5 %:n vuosivauhtia. Lisäksi nettovuokratuottoja tukee vahvistuva vuokrausaste, joka nousee noin 97 %:iin (Q2'24: 92,1 %). Ennustejakson loppuun mennessä arvioimme nettotuottojen kasvavan 6,4 MEUR:oon (2024e: 5,0 MEUR).

Käyvän arvon muutokset alkavat jälleen tukea tulosta

Toivon sijoituskiinteistöjen käyvät arvot laskivat korkotason noususta johtuneen tuottovaatimusten nousun takia vuonna 2023 -10,8 MEUR ja 2022 - 6,3 MEUR.

Toivo kuluvan vuoden ohjeistus indikoi käypien arvojen muutosten olevan noin 2 MEUR positiivinen, joka käytännössä vastasi yhtiön inflaatio-olettamaa ohjeistusta annettaessa. Arviomme mukaan pääkaupunkiseudun vuokrakehitys ei ole vastannut yhtiön vuoden alkupuolella olleita odotuksia, mikä on myös

heijastunut Toivolle historiaan nähden mataliin vuokrausasteisiin (Q2'24: 92,1 % vs. 2022-2023 ka. 98 %). Korkotaso on sen sijaan kääntynyt odotuksia jyrkempään laskuun, joka taas antaa tukea käyville arvoille. Arviomme mukaan nykyiset markkinoilla vallitsevat tuottovaatimustasot eivät edelleenkaan ole erityisen houkuttelevia historiallisiin tasoihin peilattuna, mutta emme näe Toivon tuottovaatimuksissa myöskään enää nousupainetta. Tänä vuonna ennustamme yhtiön olemassa olevan sijoituskiinteistökannan käyvän arvon muutoksen olevan +1,1 %, mikä on euroissa noin 1,5 MEUR.

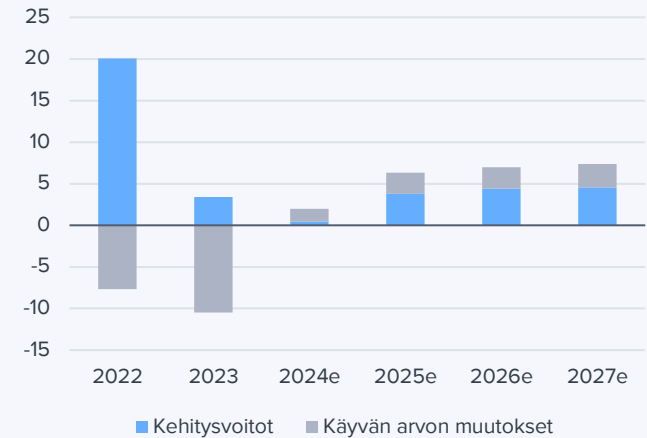
Vuosina 2025-27 ennustamme olemassa olevan sijoituskiinteistökannan arvonmuutoksen asettuvan noin 1,7 %:iin tai 2,5-2,9 MEUR:oon positiivisen vuokrakehityksen ajamana. Taso vastaa noin inflaatiokehitystä.

Rahoitusasemansa puolesta yhtiöllä olisi eväät ennusteitamme vahvempaankin kasvuun

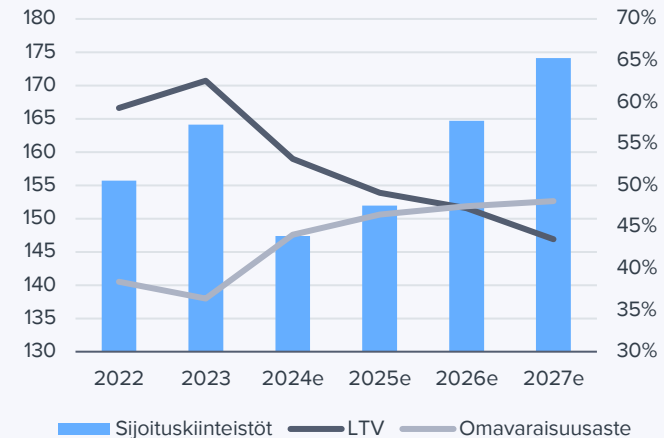
Edellä läpi käytyjen osien summana Toivon sijoituskiinteistöjen arvo kohoaa ennusteissamme 2027 lopussa noin 177 MEUR:oon. Arvioimme vuosittaisen NAV-kasvun olevan keskimäärin 15 % vuosina 2025-27.

Luototusaste (LTV) asettuu ennusteissamme 2024-27 välillä 53-45 %:iin. Omavaraisuusaste taas nousee Q2'24-tasosta 43 %:n tasosta 47 % ja pysyy tukevasti tavoitetason yläpuolella (40 %). Suhteessa ennusteisiimme yhtiö voisi rahoitusasemansa puolesta nähdäksemme tavoitella jonkin verran aggressiivisempaa kasvua. Hyvä rahoitusasema on kuitenkin myös riippuvainen ennustamistamme myynneistä ja nykyhetkeen nähden vahvistuvasta rakentamisen kannattavuudesta.

Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset (MEUR)



Sijoituskiinteistöt (MEUR), LTV-% ja Omavaraisuusaste



Ennusteet ja taulukot 4/8

KIINTEÄ KULURAKENNE

Kiinteän kulurakenteen ja rahoituskulujen kehitys

Ennustamme Toivon kiinteiden kulujen kasvavan 3,4 MEUR vuonna 2024 (2023: 2,4 MEUR), koska aiemmin hankkeille allokoituja henkilöstökuluja siirtyy kiinteisiin kuluihin. Vuonna 2025 rakennuttamisen volyymin kasvaessa arvioimme kulujen supistuvan 2,8 MEUR:oon. Tästä tasosta massa lähtee jälleen absoluuttisesti pieneen kasvuun (2027e: 3,2 MEUR), mutta suhteessa liikevoiton volyymiin kiinteät kulut skaalautuvat. Jos Toivo kasvattaa hankkeitaan, nykykulut voivat skaalautua lisää. Ennustamme kiinteiden kulujen olevan 1,9 % suhteessa sijoituskiinteistöihin vuonna 2025.

Kiinteät kulut sisältävät myös rakennuttamisen kulut ja arvioimme vuokratportfolion hallinnoinnin olevan hyvin kustannustehokasta. Vertailun vuoksi, Kojamolla ja Satolla hallintokulut olivat vuonna 2023 noin 0,6-0,9 % kiinteistöportfoliosta. Toivon suurempaa suhteellista osuutta selittää sen pienempi koko, mutta rakennuttamisen suuri rooli Toivon liiketoiminnassa.

Ennustamme Toivon rahoituskulu-%:n nousevan vuonna 2024 4,3 %:iin (22-23: 1,6 %-3,8 %). Korkotason käännyttyä laskuun näemme, rahoituskulu-%:ssa pientä laskuvaraa nykytasosta lähivuosina ja arvioimme sen asettuvan nykyisellä korkonäkymällä 4,0 %:iin.

YHTEENVETO

Ennusteiden yhteenveto ja ennustemuutokset

Kokonaisuudessaan odotamme Toivon liikevoiton asettuvan kuluvana ohjeistushaarukan (8-14 MEUR)

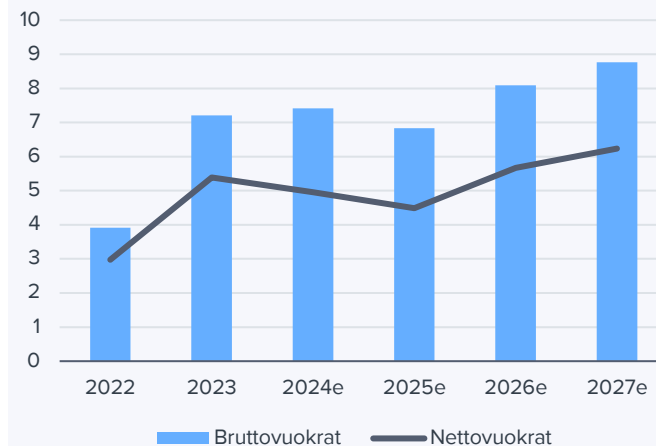
alaosaan 8,7 MEUR:oon ja liikevoiton ilman sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutosta 7,1 MEUR:oon (ohjeistus: 6-12 MEUR). Liikevoitto oli H1:llä vain 2,3 MEUR, mutta H2:lla pitäisi olla edellytykset selvästi parempaan tasoon nyt aloitetuilla hankkeilla. Nettotulos jää ennusteissamme 4 MEUR:oon mikä vastaa 7 %:n kokonaistuottoa NAV:lle.

Vuosina 2025-2027 odotamme tulostasoon selvää parannusta asteittain paranevassa markkinatilanteessa investointien volyymin kasvun, rakennuttamisen kannattavuuden ja nettotuottojen kasvun tukemana. Arvioimme liikevoiton nousevan 13-17 MEUR:oon. Vuonna 2026 Toivo tavoittelee 20 MEUR:n liikevoittoa ilman käypien arvojen muutosta, josta arvioimme yhtiön jäävän (ennuste 13 MEUR) edelleen hitaammin käyvässä markkinassa. Nettotulos nousee ennusteissamme 8-11 MEUR:oon, joka vastaa 12-13 %:n kokonaistuottoa NAV:lle. Vuosina 2020-22 yhtiö pääsi jopa 24-47 %:n tuottotasoihin. Tämä oli osittain kuumen syklin lopputulema, mutta se myös nähdäksemme kuvaa sitä, että Toivolla on myös potentiaalia vahvempaan tulostasoon.

FFO:n arvioimme olevan tänä vuonna 1,6 MEUR ja lähivuosina 3-6 MEUR. FFO ei huomioi sijoituskiinteistöjen myyntejä, jotka toteutuessaan vapauttavat merkittäviä pääomia. Odotamme Toivon jakavan vuosina 2025-2027 osinkoina vajaa 40 % FFO:sta. Pidämme myös sitä mahdollisena, että toivo ei jaa osinkoja vaan investoi varat täysin kasvuun.

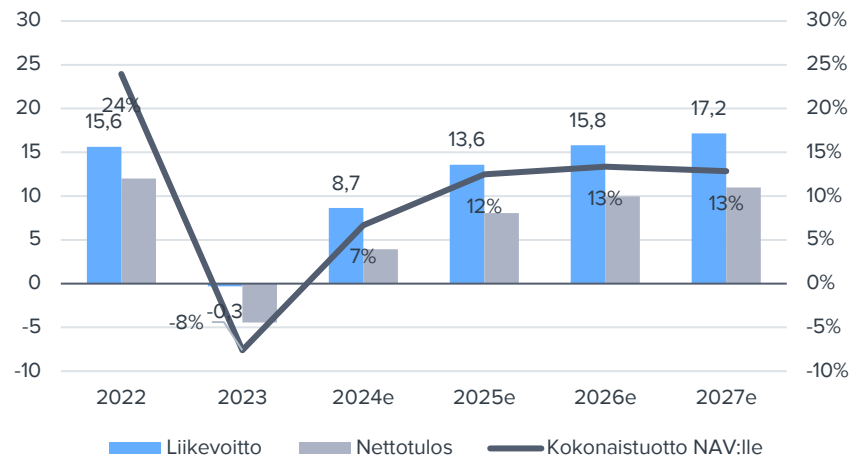
Ennusteiden tarkastelun ja korkotason laskun myötä osakekohtaisen NAV:n ennusteemme nousivat 1-3 % lähivuosille.

Brutto- ja nettovuokratuotot (MEUR)

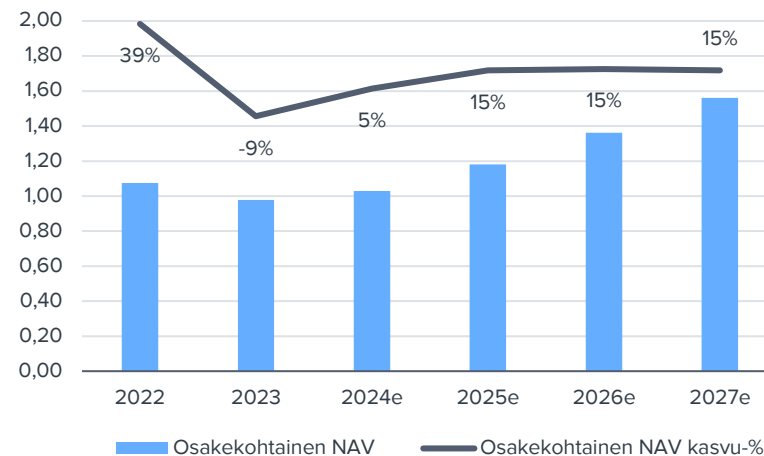


Ennusteet ja taulukot 5/8

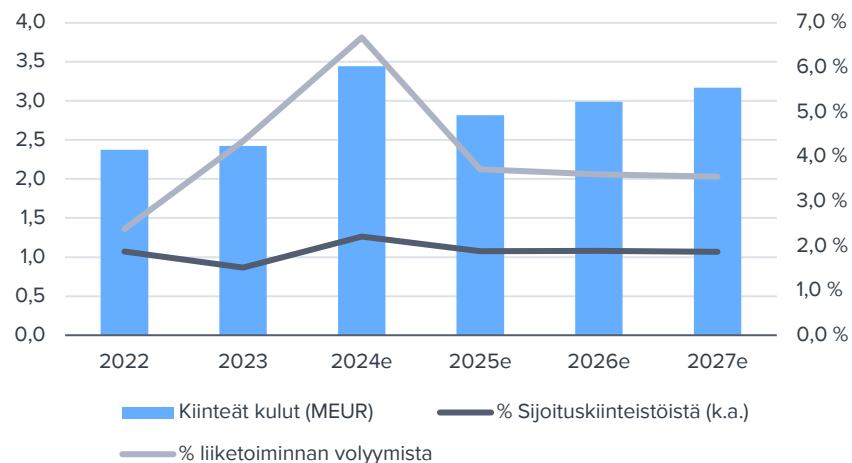
Kannattavuus ja kokonaistuotto NAV:lle



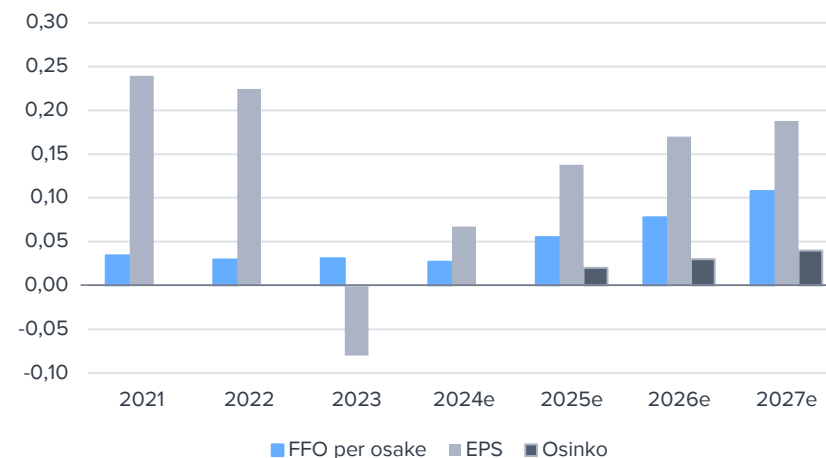
Osakekohtainen NAV ja sen kasvu-%



Kiinteän kulurakenteen kehitys



FFO, EPS ja osinko per osake



Ennusteet ja taulukot 6/8

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	13,6	20,3	13,6	6,1	13,9	10,1	43,7	10,3	18,1	7,8	11,3	47,5	55,5	58,9	63,6
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset	13,3	12,4	1,3	1,2	0,4	-9,9	-7,1	-0,1	-1,2	0,6	2,7	2,0	6,4	7,0	7,4
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-8,5	-13,7	-10,9	-3,5	-11,2	-6,9	-32,6	-7,3	-14,0	-5,4	-8,2	-34,8	-42,9	-44,5	-47,9
Henkilöstökulut	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-1,2	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-2,1	-1,4	-1,6	-1,7
Poistot ja arvonalentumiset	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Liiketoiminnan muut kulut	-1,4	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-3,0	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9	-3,8	-3,7	-3,9	-4,0
Liikevoitto	15,8	15,6	2,8	2,9	2,1	-8,1	-0,3	1,2	1,2	1,8	4,5	8,7	13,7	16,0	17,3
Rahoitustuotot	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-0,7	-1,2	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-3,9	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-4,2	-3,4	-3,4	-3,4
Tulos ennen veroja	15,1	14,8	2,2	2,2	1,1	-9,7	-4,2	0,0	0,1	0,8	3,6	4,5	10,3	12,6	13,9
Tilikauden verot	-0,8	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-1,3	0,0	-0,8	-0,1	-0,2	-1,0	-0,8	-1,1	-1,3
Laskennallisten verojen muutos	-2,3	-2,6	-0,3	-0,4	-0,2	2,0	1,1	0,1	1,0	-0,1	-0,5	0,5	-1,3	-1,4	-1,5
Katsauskauden tulos	12,1	12,1	1,6	1,7	0,9	-8,5	-4,4	0,1	0,4	0,7	2,9	4,0	8,2	10,1	11,1
Vähemmistöt	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	11,9	12,0	1,6	1,6	0,9	-8,5	-4,4	0,1	0,4	0,6	2,8	3,9	8,1	10,0	11,0
EPS	0,24	0,22	0,03	0,03	0,02	-0,15	-0,08	0,00	0,01	0,01	0,05	0,07	0,14	0,17	0,19
FFO	1,7	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,0	1,2	0,2	0,7	1,6	3,2	4,6	6,3
FFO per osake	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,02	0,00	0,01	0,03	0,05	0,08	0,11

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	47,0	47,5	1 %	50,8	55,4	9 %	61,8	58,8	-5 %
Vuokratuotot	7,5	7,4	-1 %	7,6	6,8	-10 %	9,2	8,1	-12 %
Nettovuokratuotot	5,0	5,0	-1 %	5,2	4,5	-13 %	6,6	5,7	-14 %
Käyvän arvon muutokset	1,5	2,0	33 %	5,7	6,3	11 %	6,7	7,0	4 %
Liikevoitto	7,9	8,7	9 %	12,4	13,6	9 %	16,4	15,8	-4 %
FFO	1,7	1,7	0 %	1,5	1,6	5 %	2,7	3,2	18 %
EPS (raportoitu)	0,06	0,07	13 %	0,12	0,14	17 %	0,17	0,17	0 %
NAV/osake	1,02	1,03	1 %	1,15	1,18	3 %	1,33	1,36	2 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja taulukot 7/8

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	3,1	4,3	13,6	20,3	43,7	47,5	55,5	58,9	63,6
Käyvän arvon muutokset	2,9	5,6	13,3	12,4	-7,1	2,0	6,4	7,0	7,4
Liikevoitto	4,2	7,2	15,8	15,6	-0,3	8,7	13,7	16,0	17,3
Liikevoitto ilman käypien arvojen muutoksia	-	7,2	15,8	22,0	10,5	7,1	11,2	13,3	14,5
FFO	0,7	0,6	1,7	1,6	1,7	1,6	3,2	4,6	6,3
EPS	0,07	0,11	0,24	0,22	-0,08	0,07	0,14	0,17	0,19
FFO per osake	0,02	0,01	0,03	0,03	0,03	0,03	0,05	0,08	0,11
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04

Tase	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Kiinteistöomaisuus	56	57	98	156	164	147	155	168	177
Nettovelat	35	24	40	92	103	78	77	81	79
LTV-%	63 %	42 %	41 %	59 %	63 %	53 %	50 %	48 %	44 %
Omavaraisuusaste	30 %	43 %	45 %	38 %	36 %	44 %	46 %	47 %	47 %
Oman pääoman tuotto-%	36,3 %	22,2 %	29,2 %	19,4 %	-6,4 %	5,6 %	10,7 %	11,8 %	11,9 %
Kokonaistuotto NAV:lle		47,0 %	43,6 %	23,9 %	-7,6 %	6,7 %	12,6 %	13,4 %	12,9 %

Nettovarallisuus	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Emoyhtiön omistajien oma pääoma	18	27	54	70	69	73	81	91	102
- Pääomalainat	-11	-16	-17	-17	-17	-18	-18	-19	-20
+ Laskennallinen verovelka	1	2	4	7	6	5	6	8	9
- Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Pitkäaikainen nettovarallisuus (NAV)	8	13	41	59	57	60	69	80	92
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	45,0	45,0	53,1	55,0	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5
NAV/osake	0,17	0,30	0,78	1,07	0,98	1,03	1,18	1,36	1,57
NAV/ osake kasvu	-	75 %	159 %	39 %	-9 %	5 %	15 %	15 %	15 %

Portfolio ja hankekehitys	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Kiinteistöportfolion arvo	56	57	98	156	164	147	155	168	177
Bruttovuokratuotot	1,7	3,2	2,7	3,9	7,2	7,4	6,9	8,2	8,9
Nettovuokratuotot	1,3	2,4	2,0	3,0	5,4	5,0	4,5	5,8	6,4
Investoinnit sijoituskiinteistöihin	14	18	34	47	20	13	23	28	30
Kehittämisen ja rakentamisen volyyymi		32	64	100	56	52	76	83	89

Ennusteet ja taulukot 8/8

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

Lähde: Inderes

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

Arvonmääritys 1/6

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Toivon arvotusta osien summa -laskelman, verokkiarvostuksen sekä NAV:n ja arvioimamme hankesalkun kehityspotentiaalin kautta. Eri arvonmääritysmenetelmät antavat osakkeen arvoksi 1,0-1,9 euroa. Arvostusmenetelmien vaihteluväli on leveä ja se heijastelee osaltaan rakennuttamistoiminnan verrattain korkeaa riskiprofiilia, kohollaan olevaa lyhyen aikavälin epävarmuutta sekä liiketoiminnassa käytettävää velkavipua. Menetelmistä johdettu osakkeen käyvän arvon haarukka voidaan mielestämme perustella nykyhetkessä 1,0-1,5 euroon.

Annamme arvonmäärityksessämme pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä se huomioi mielestämme parhaiten yhtiön liiketoimintojen selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit. Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,49 euroa osakkeelta. Osien summa tarjoaa nykykurssiin peilattuna selvää nousuvaraa, ja mielestämme osakkeen tuottopotentiaali on houkutteleva. Paremmassa syklissä yhtiön koneistossa on nykytasoon selvästi ulosmitattavaa potentiaalia, joka kannustaa katsomaan nykymarkkinan alakuloa pidemmälle.

Korkotason odotuksia nopeampi lasku vaikuttaa lisäksi positiivisesti kiinteistöjen arvostuksiin ja yhtiön kassavirtoihin, mutta nostaa myös Toivon kehityspotenkin arvoa. 12 kk:n euribor on laskenut kuukaudessa 0,37 %-yksikköä ja kiinteistösijoittamisessa paljon käytetty 5 vuoden euribor-swap on laskenut 2,2 %:iin. Touko-heinäkuussa 5 vuoden swapissa liikuttiin vielä 2,8-3,0 %:n tasoilla. Tämä tekee kiinteistösijoittamisen yhtälöstä huomattavasti aiempaa

houkuttelevamman ja tukee kiinteistömarkkinan sijoittajakysynnän vahvistumista, vaikka yleinen talousnäköymä onkin yhä epävarma lyhyellä aikavälillä.

Näitä tekijöitä heijastellen nostamme tavoitehintamme 1,30 euroon ja toistamme lisää-suosituksemme.

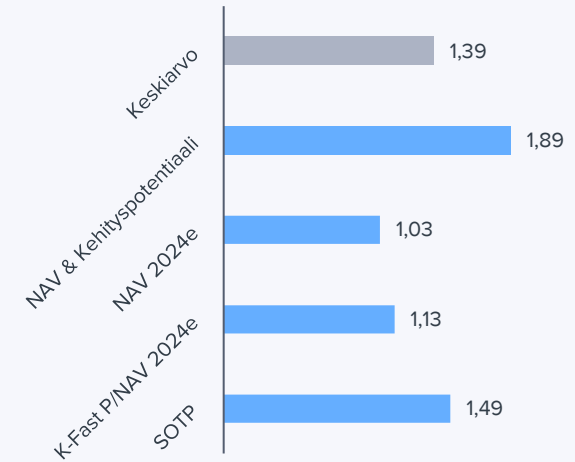
Näkemyksemme mukaan osakkeen selkeimmät positiiviset ajurit ovat korkojen lasku ja uusien houkuttelevan tuottopotentiaalin hankkeiden käynnistys. Arvioimme osakekurssin reagoivan positiivisesti kunhan yhtiö pystyy jälleen osoittamaan kykenevänsä hyviin kannattavuustasoihin nykyisellä hankekannalla. Vastaavasti keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan rakennuttamisen lähivuosien tulostasoon ja yleiseen taloustilanteen ja asuntomarkkinan kehitykseen.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

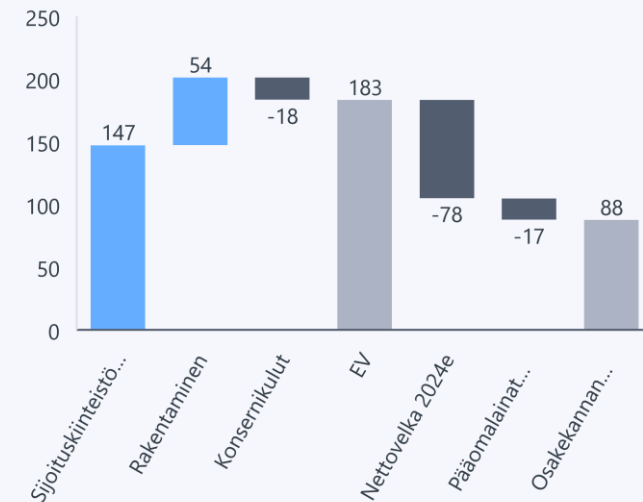
Toivon osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

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

Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



Osien summa (MEUR)



Arvonmääritys 2/6

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

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

Osien summa -laskelma

Annamme Toivon arvonmäärityksessä pääpainon osien summa -laskelmalle. Vaikka laskelma on yhtiön tapauksessa tietyiltä osin keinotekoinen (mm. rakennuttamistoiminnan irrottaminen konsernista

tuskin käytännössä mahdollista), havainnollistaa se mielestämme hyvin yhtiön arvon muodostumista ja tuo esiin liiketoimintojen erilaiset riskiprofiilit. Jaamme osien summa -laskelmassa Toivon arvon seuraaviin komponentteihin: 1) sijoituskiinteistöt, 2) rakennuttaminen, 3) konsernikulut, 4) nettovelat sekä 5) pääomalainat.

Sijoituskiinteistöjen arvo perustuu ennusteeseemme vuoden 2024 lopun tasearvosta (147 MEUR).

Toivon rakennuttamistoiminnan arvostamme osien summa -laskelmassa 54 MEUR:oon ja arvostus perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x sekä rakennuttamistoiminnan ennustamaamme 2025-2026 keskimääräiseen tulostasoon (8,7 MEUR). Huomautamme, että rakennuttamisen arvo on vahvasti riippuvainen rakennuttamisen kannattavuustasosta sekä yhtiön investointikyvystä. Toivon viimeisen puolen vuoden aikana tiedottamien useiden hankkeiden ja korkotason kääntymisen laskuun myötä ennusteemme ovat aiempaa tukevammalla pohjalla, mutta rakennuttamiseen liittyy edelleen merkittävää

epävarmuutta nykyisessä taloussuhdanteessa.

Olemme hakeneet Toivon rakennuttamistoiminnan arvostukselle viitekehystä pohjoismaisista rakennusyhtiöistä, joita hinnoitellaan tällä hetkellä Bloombergin seuraavan 12 kk:n konsensusennusteilla EV/EBITDA-kertoimella 9,0x. Toivon arvostusta suhteessa verrokkiryhmään tukee näkemyksemme mukaan rakennuttamistoiminnan vahva historiallinen kannattavuus, mutta vastaavasti näemme yhtiön pienemmän koon ja selvästi ohuemman hankekannan painavan hyväksyttävää arvostusta. Lisäksi verrokkien korkeampaa arvostusta perustelee osaltaan niiden tuloksen vahvempi kassavirtaperusteisuus. Toisaalta Toivo ei käytännössä aktivoi mitään kuluja, jonka myötä yhtiön käyttökate vastaa liikevoittoa, joka taas ei keskimäärin pidä paikkaansa verrokkeilla. Kokonaisuudessaan soveltamamme EV/EBITDA-kerroin 7x vastaa noin 22 % alennusta verrokkiryhmän mediaanitasoon nähden.

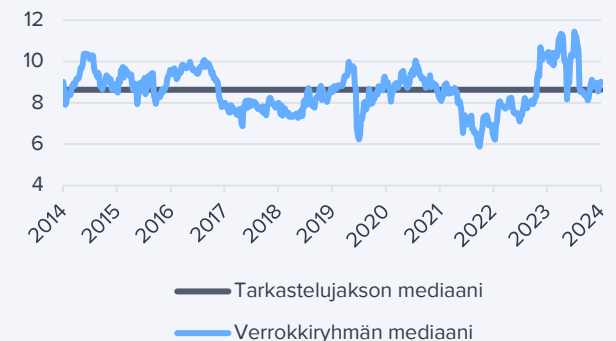
SOTP

Sijoituskiinteistöt 2024e	147	
Rakentaminen	54	
Konsernikulut	-18	
EV	183	
Nettovelka 2024e	-78	2024e
Pääomalainat 2024e	-17	2024e
Osakekannan arvo	88	
Per osake	1,50	
	34 %	

Huomiot

2024e	
Perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x ja arvioiduun rakennuttamisen 2025-2026 keskimääräiseen tulostasoon (diskontattu vuodella)	
Nykyarvo 10 % tuottovaateella	

Pohjoismaisten rakennusyhtiöiden EV/EBITDA 12kk fwd



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

Arvonmääritys 3/6

Olemme käsitelleet Toivon rakennuttamistoiminnalle kohdistamattomat kiinteät kulut laskelmassamme konsernikuluina. Arvioimme näiden kulujen olevan noin 1,4 MEUR vuodessa ja olemme diskontanneet tämän kulumassan 10 %:n WACC:illa ja 2,0 %:n kasvuoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo on siten laskelmassamme noin -18 MEUR.

Arvioimme Toivon korollisten nettovelkojen olevan vuoden 2024 lopussa 78 MEUR ja näiden lisäksi yhtiöllä on pääomalainoja 17 MEUR:n edestä. Kun vähennämme nämä arvioimastamme 183 MEUR:n yritysarvosta (EV), muodostuu Toivon osakekannan arvoksi 87 MEUR eli 1,49 euroa osakkeelta.

Pohjoismainen verrokkiryhmä

Olemme tarkastelleet Toivon arvostusta pohjoismaisista asuntosijoitusyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän kontekstissa. Sektoria hinnoitellaan keskimäärin 22-24 %:n NAV-alennuksella (2024-25 ennusteet). Toivoa taas hinnoitellaan 1,05-0,93x NAV-kertoimin eli noin 38-22 % yli verrokkiryhmän. Näemme tälle perusteita rakennuttamisiiketoiminnan historiallisen hyvän kannattavuuden ja pääoman tuoton takia.

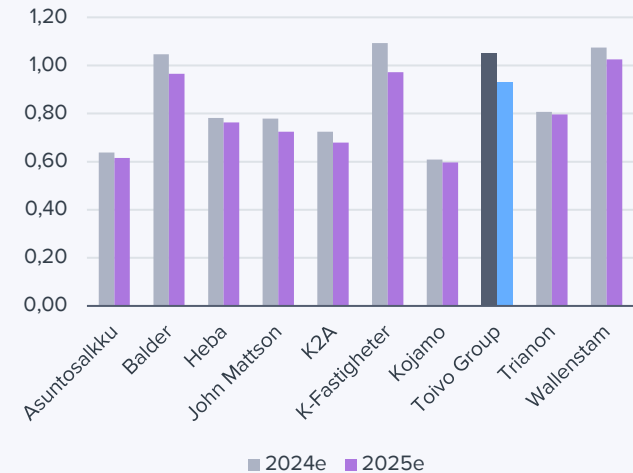
Verrokkiarvostukset ovat nousseet huomattavasti pohjilta, erityisesti Ruotsissa. Hyvä esimerkki on Balderin (SATOn pääomistaja) arvostus. Yhtiötä hinnoitellaan jo pienellä NAV-preemiolla, kun vuosi sitten NAV-alennus oli yli 50 %. Balderin NAV/osake on laskenut tuottovaatimusten nousun takia noin 6-7 % vuoden 2022 loppuun nähden, mutta käytännössä NAV-arvostuksen korjaantuminen on tullut kurssinousun ajamana, jota on voidellut korkotason lasku (sivu 40).

Arvostus lähimmän verrokin K-Fastigheterin valossa

Pohjoismaisen listatun asuntosektorin kontekstissa Toivolle parhaaksi verrokkiksi identifioiduu mielestämme liiketoimintamallinsa puolesta ruotsalainen kiinteistökehitys- ja asuntosijoitusyhtiö K-Fastigheter. K-Fastigheterin portfolio piti Q2:n lopussa sisällään noin 5 160 valmiita vuokra-asuntoa, jotka sijaitsevat valikoiduissa Etelä- ja Länsi-Ruotsin kaupungeissa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli rakenteilla yli 1 700 asuntoa ja kehityssalkussa tuhansia asuntoja. K-Fastigheterin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q2:n lopussa noin 1,16 mrd. euroa. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa osakekohtaista NAV:ia noin 20 % vuosittain vuoteen 2028 mennessä. Vuosina 2018-2023 osakekohtainen NAV kasvoi keskimäärin 25 % vuodessa. Toivon tavoin yhtiön strategiaan kuuluu nyt myös vahvasti divestoinnit ja yhtiö pyrkii myymään 30-50 % rakentamastaan vuosittaisesta volyymista.

Vaikka Toivon ja K-Fastigheterin liiketoimintamallit ovat hyvin samankaltaisia, rajoittaa vertailukelpoisuutta erot yhtiöiden maantieteellisissä fokuksissa, mikä heijastuu osaltaan K-Fastigheterin portfolion matalampaan tuottovaatimustasoon (~4,4 %). Muita havaitsemiamme erottavia tekijöitä ovat K-Fastigheterin Toivoa suurempi kokoluokka ja rakennuttamistoiminnan korkeampi kannattavuus. Eroavaisuuksista huolimatta näemme K-Fastigheterin arvostuksen toimivan kohtuullisena mittatikkuna myös Toivolle.

Pohjoismaisen asuntosektorin P/NAV 2024-2025e



Toivo Groupin ja verrokkiyhtiö K-Fastigheterin P/NAV



Arvonmääritys 4/6

K-Fastigheter hinnoitellaan tällä hetkellä 2024-2025 konsensusennusteilla P/NAV-kertoimilla 1,09-0,97x. Soveltamalla K-Fastigheterin P/NAV-arvostusta Toivon vastaavien vuosien ennusteisiimme, olisi osakkeen arvo noin 1,13-1,15 euroa. Kokonaisuutena suhteessa verrokkeihin Toivon arvostus on varsin käyvällä tasolla, joka mielestämme jarruttaa kurssikehitystä, vaikka yhtiön käypä arvo voisi olla perustellusti selkeästi ylempänäkin.

Hankesalkun kehityspotentiaali

Toivon arvostusta on mahdollista haarukoida myös arvioimalla hankesalkun kehityspotentiaalia karkean nykyarvolaskelman kautta. Hankesalkusta noin 4 % on tällä hetkellä rakenteilla ja loput 96 % ovat sopimusvaiheessa. Eli ei rakenteilla olevan hankesalkun osuus on noin 653 MEUR.

Toivo on antanut se hankesalkun Q2-lopun tilanteesta seuraavat tiedot:

- Hankesalkun arvioitu käypä arvo 680 MEUR
- Asunhuoneistojen lukumäärä noin 3200 kpl
- Vuokrattava pinta-ala yhteensä 128 000 m²
- Hankesalkun keskineliöhinta 5 312 euroa/m²
- Keskiarvostus noin 213 TEUR per asuinhuoneisto

Hankesalkun teoreettisen käyvän arvon laskelma on kuvattu seuraavalla sivulla.

Hankesalkun kehityspotentiaalın teoreettinen nykyarvo 0,86 euroa per osake

Olemme pyrkineet hahmottelemaan Toivon hankesalkun kehityspotentiaalın arvoa sijoittajille karkean nykyarvolaskeman kautta. Olemme, että hankesalkun vielä tulouttamatta oleva, ja taseeseen heijastumaton osa (653 MEUR) rakennutetaan tasaisesti seuraavan seitsemän vuoden aikana. Näin ollen vuotuiset valmistumiset olisivat käyvin arvoin noin 93 MEUR, mikä on hieman yhtiön tavoittelemaa lyhyen aikavälin (2026) 100 MEUR kehitys- ja rakennuttamistoiminnan volyyminä matalampi taso.

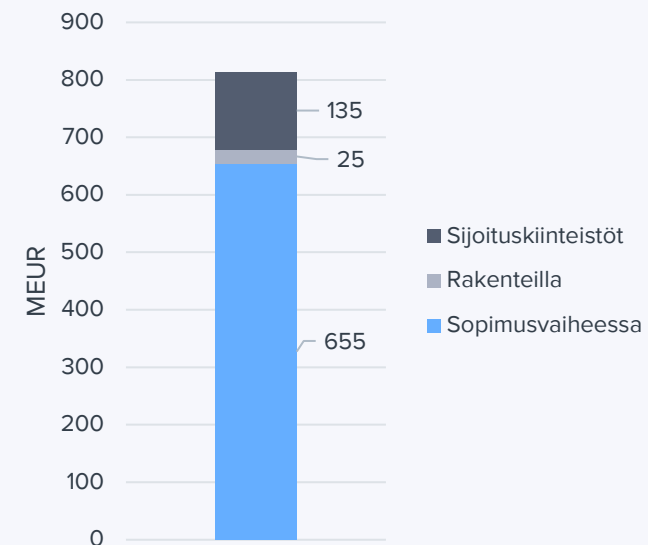
Olemme laskelmassamme olettaneet, että yhtiö kykenee rakennuttamaan nämä hankkeet 19 % kehitysmarginaalilla. Rakennuttamisen kiinteiden kustannusten olemme olettaneet olevan noin 1,5 MEUR vuosittain. Vastaavasti rahoituskustannusten olemme olettaneet olevan noin 2,3 MEUR vuosittain. Rahoituskulut perustuvat oletukseen lainojen 4,5 % keskikorosta ja siitä, että korollisen vieraan pääoman määrä on noin 55 % vuosittain valmistuvan tuotannon käyvästä arvosta.

Edellisiä oletuksia soveltamalla hankekannan kumulatiiviseksi vapaaksi kassavirraksi muodostuisi noin 78 MEUR. Kun sovellamme nykyarvolaskelmassa Toivolle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimusta (12,4 %), saamme hankekannan kehityspotentiaalın nykyarvoksi noin 50 MEUR eli noin 0,86 euroa osakkeelta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,07	1,07	1,07
Markkina-arvo	62	62	62
Nettovelat	103	78	75
Pääomallinat	17	18	18
EV	182	158	155
P/NAV	1,1	1,0	0,9
P/E	neg	16	7,7

Lähde: Inderes

Kiinteistö- ja hankekannan arvioitu jakauma käyvin arvoin (MEUR)



Lähde: Toivo Group, Inderes

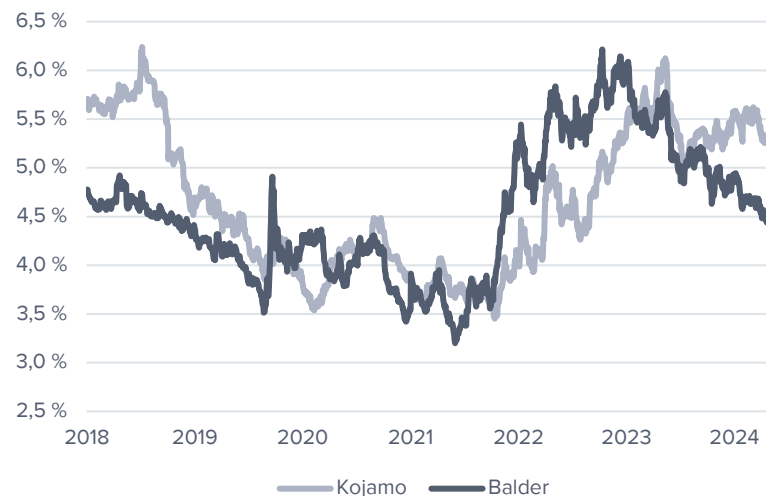
Arvonmääritys 6/6

Arvostus	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,92	1,30	1,08	1,07	1,07	1,07	1,07
Markkina-arvo	95	95	155	76	63	62	62	62	62
Nettovelat	35	24	40	92	103	78	75	78	76
Pääomalinat	11	16	17	17	17	18	18	19	20
EV	140	134	212	185	183	158	155	159	158
P/NAV	12,3	7,0	3,8	1,2	1,10	1,03	0,90	0,78	0,68
P/E	29,3	19,0	12,2	5,8	-13,5	15,9	7,7	6,3	5,7
EV/EBIT	33,6	18,7	13,4	11,8	-601	18,3	11,4	10,1	9,2
FFO-yield	0,8 %	0,7 %	1,2 %	2,3 %	2,9 %	2,5 %	5,2 %	7,3 %	10,1 %

Toivon kurssikehitys vs. N35EURPI



Implisiittinen nettotuottovaatimus¹



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/06/2021	Myy	2,20 €	2,55 €
09/08/2021	Myy	2,30 €	3,25 €
13/08/2021	Myy	2,30 €	3,07 €
11/11/2021	Vähennä	2,90 €	3,10 €
16/02/2022	Vähennä	2,50 €	2,85 €
21/02/2022	Vähennä	2,90 €	2,81 €
12/05/2022	Vähennä	2,60 €	2,49 €
11/08/2022	Vähennä	2,30 €	2,25 €
10/11/2022	Myy	1,50 €	1,88 €
28/11/2022	Vähennä	1,50 €	1,51 €
12/12/2022	Vähennä	1,50 €	1,41 €
01/03/2023	Vähennä	1,50 €	1,35 €
15/05/2023	Lisää	1,25 €	1,10 €
10/08/2023	Lisää	1,10 €	0,94 €
25/09/2023	Osta	1,10 €	0,83 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
09/11/2023	Lisää	1,10 €	0,88 €
03/01/2023	Vähennä	1,30 €	1,22 €
26/01/2024	Lisää	1,25 €	1,08 €
29/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
15/05/2024	Lisää	1,20 €	0,99 €
07/08/2024	Lisää	1,25 €	1,12 €
01/10/2024	Lisää	1,30 €	1,07 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**