

Cibus Nordic Real Estate

Seurannan aloitus

4/2019

Osinkonälkäisille apetta

Aloitamme Cibus Nordic Real Estaten (Cibus) seurannan lisää-suosituksella ja 129 SEK tavoitehinnalla. Cibuksen kassavirtaan perustuvan osingon osinkotuotto on tällä hetkellä noin 8 %, mikä on mielestämme houkutteleva huomioiden yhtiön kassavirtojen hyvä ennustettavuus ja liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys. Odotamme osingon kasvavan vuosina 2019-2021 vahvan tuloskasvun myötä noin 5 % vuosittain, mutta vastaavasti osakkeen nykyisessä tasepohjaisessa arvostustasossa on mielestämme laskuvaraa ja sijoittajien lyhyen aikavälin tuotto-odotus nojaakin tällä hetkellä puhtaasti osinkoon.

Päivittäistavarakaupakiinteistöihin keskittynyt kiinteistöyhtiö

Cibus on vuonna 2017 perustettu Tukholman pörssiin listattu kiinteistösijoitusyhtiö, joka on keskittynyt ruoka- ja päivittäistavarakiinteistöihin. Vuoden 2018 lopussa yhtiö omisti 132 Suomessa sijaitsevaa kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 816 MEUR. Yhtiön nettotuotto-% oli 2018 lopussa noin 5,9 % ja velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli noin 58 %. Cibuksen liiketoimintamallin päätavoitteena on varmistaa ja ylläpitää portfolion vakaa kassavirta, mikä mahdollistaa korkean ja suhdanteista riippumattoman osingon.

Vahvan kassavirran osinko-osake

Cibus profiloituu näkemyksemme mukaan vakaaksi, vahvan kassavirran osinkoyhtiöksi. Osinkotuotto 7,7 % on Pohjoismaisen kiinteistösektorin korkeimpia ja osinkoon liittyvä riski on arviomme mukaan suhteellisen matala, koska se perustuu täysin yhtiön kassavirraliseen, ennustettavaan tulokseen. Ruokakaupakiinteistöihin painottuneen vuokralaisportfolion vuoksi yhtiön liiketoiminta on myös arviomme mukaan epäsyklistä ja defensiivistä emmekä odota verkkokaupan yleistymisen vaikuttavan merkittävästi tähän kiinteistötyyppiin.

Osingon kasvutavoite on lähivuosina uskottava

Inderesin näkemyksen mukaan Cibuksen tavoittelema 5 %:n vuotuinen osingon kasvutavoite on lähivuosina uskottava ja sen saavuttamiseen liittyvä riski suhteellisen pieni. Cibuksen kassavirta on hyvin ennustettava ja yhtiö on jo saanut nostettua vuoden 2019 kassavirtapohjaista tulostaan lainojen uudelleenrahoituksella ja kiinteistöhankinnoilla arviomme mukaan yli 12 %:lla alkuvuoden 2018 tasosta. Ennustamme yhtiön osingon kasvavan vuosittain 5 % vuosina 2019-2021, jolloin vuotuinen osingonjakosuhte on noin 89-91 %. Vuoden 2021 jälkeen ennustamme kuitenkin yhtiön tuloskasvun hiipuvan emmekä odota yhtiön osinkoon tämän jälkeen kasvua, sillä emme pidä yli 90 %:n osingonjakosuhdetta kestäväenä tasona Cibukselle pitkällä aikavälillä. Merkittävästi ennusteitamme korkeampi tuloskasvu vuoden 2021 jälkeen ennustamallamme osinkotasolla vaatisi näkemyksemme mukaan a) pienempiä kiinteitä kuluja esimerkiksi organisaatiomuutoksen kautta b) osakeantia tai yritysjärjestelyä, jonka myötä yhtiö pystyisi investoimaan kasvuun tai c) yhtiön nykyistä strategiaa korkeampaa velkavipua.

Sijoittajien tuotto-odotus nojaa lyhyellä aikavälillä osinkoon

Eri arvonmäärittäminen antavat osakkeen arvoksi 113-149 SEK. Inderesin näkemyksen mukaan Cibuksen käypä arvo on 129 SEK. Suurimmat arvostukseen liittyvät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön ylläpitokorjausten tasoon sekä joidenkin yhtiön kiinteistöjen jäännösarvoihin. Näiden riskien realisoituminen voisi laskea yhtiön tulosta, kassavirtaa ja osinkoa ja näin laskea osakkeen käypää arvoa.

Analytiikko



Jesse Kinnunen
+358 503738027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: -

129 SEK

Edellinen: -

Osakekurssi: 119,5 SEK

Potentiaali: +7,9 %

Avainluvut

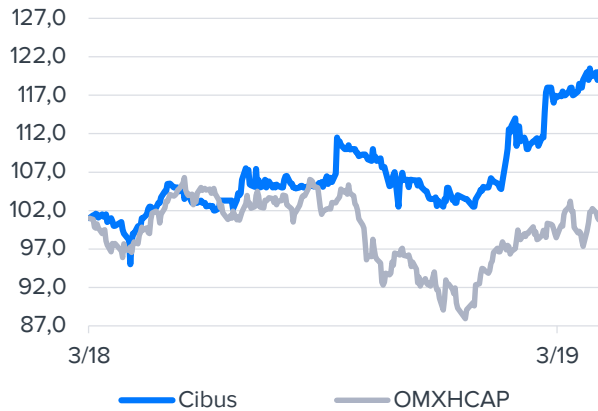
	2018*	2019	2020	2021
Liikevaihto	28,9	59,2	64,8	68,3
kasvu-%	-	105 %	9 %	5 %
Nettovuokratuotto	23,4	48,9	53,7	56,6
Vuokraustoim. tulos	14,7	31,7	35,4	38,7
EPS (raportoitu)	0,43	1,00	1,06	1,07
EPRA EPS	0,45**	0,96	1,02	1,12
Osinko (EUR)	0,84	0,88	0,93	0,97
Nettovelka LTV-%	58 %	61 %	62 %	63 %
P/E (oik.)	23,4	11,5	10,8	10,7
P/EPRA EPS	22,5	11,9	11,2	10,2
P/EPRA NAV	0,91	1,01	1,00	0,99
Osinkotuotto-%	8,4 %	7,7 %	8,1 %	8,5 %

*Tilikausi 07/2018-12/2018

** Inderesin arvio

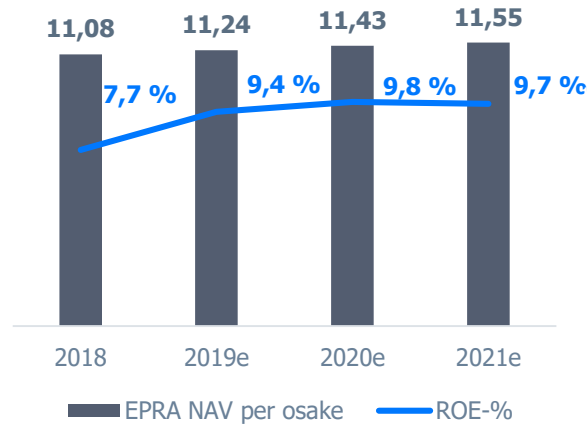
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



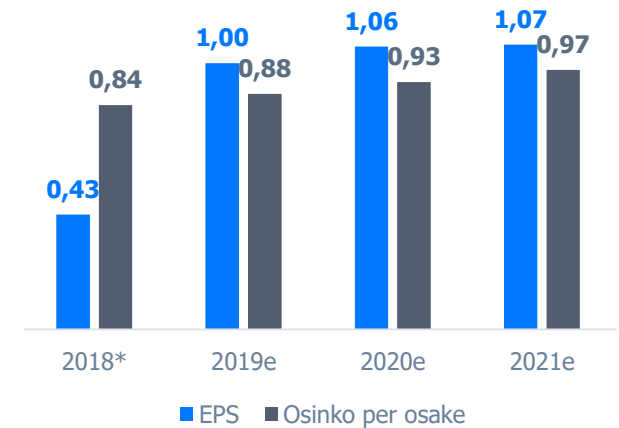
Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV ja ROE-%



Lähde: Inderes

EPS ja osinko per osake



*07/2018-12/2018

Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lainojen uudelleenrahoitus ja rahoituskulujen laskeminen
- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat
- Oman organisaation rakentaminen, jonka myötä kulurakenne olisi nykyistä skaalautuvampi
- Merkittävä yrityskauppa tai –järjestely. Cibus voisi arviomme mukaan olla myös itse yritysostokohde

Riskitekijät

- Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (noin 2-3 % portfolioista) liittyy jäännösarvoriski
- Vuokralaisten suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan
- Pääomistajan irtaantuminen voi painaa osakekurssia lähivuosina
- Korkotason mahdollinen nousu

Arvostus

- Eri arvonnäytelmämenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 113-149 SEK per osake välillä. Inderesin näkemyksen mukaan osakkeen käypä arvo on 129 SEK per osake
- Odotamme Cibusen osingon kasvavan vuosina 2019-2021 noin 5 % vuosittain, mutta vastaavasti osakkeen nykyisissä tasepohjaisessa arvostustasossa on mielestämme laskuvaa ja sijoittajien tuotto-odotus nojaakin lyhyellä aikavälillä puhtaasti osinkoon

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Sijoitusprofiili	8-10
Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne	11-19
Strategia	20-21
Markkinakatsaus	22-24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys	29-32
Taulukot	33-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Cibus Nordic Real Estate lyhyesti

Cibus on kiinteistöyhtiö, jonka liiketoimintana on hankkia, kehittää ja hallinnoida korkealaatuisia päivittäistavarakauppakiinteistöjä Pohjoismaissa, jotka on vuokrattu maineikkaille ruoka- ja päivittäistavarakauppaketjuille.

2015-2016

Sirius Fund I Grocery ja Sirius Fund II -rahastot perustetaan 26 eri kiinteistötransaktion kautta

2018

Cibus Nordic Real Estate ostaa Sirius-rahastojen kiinteistöt ja listautuu Tukholman pörssiin

31 MEUR (+10 % vs. 03/2018)

Tulos ennen veroja seuraavat 12kk 2/2019

816 MEUR

Kiinteistöjen käypä arvo 2018

132

Kiinteistöjen määrä 2018

96 %

Vuokrausaste 2018

5,9 %

Nettovuokratuotto-% 2018 lopussa (seuraavat 12kk nettotuotto/kiinteistöportfolion arvo)

58,4 %

Luototusaste, LTV-%

Lähde: Cibus / Inderes



Kiinteistötyypit



Marketit

Supermarketit

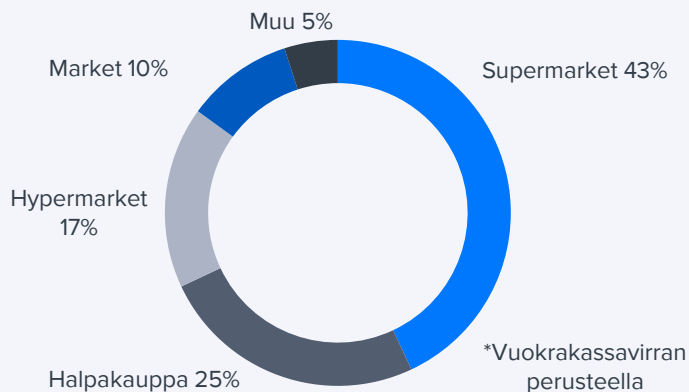


Halpakaupat

Hypermarketit



Kiinteistötyypit*



Liiketoimintaidea

Cibus on kiinteistöyhtiö, jonka liiketoimintana on hankkia, kehittää ja hallinnoida korkealaatuisia päivittäistavara-kauppakiinteistöjä Pohjoismaissa

Cibus

Converting food into yield

- Kiinteistösegmentti, johon yksityisten sijoittajien on ollut aikaisemmin vaikea sijoittaa
- Korkea suhdanteista riippumaton osinkotuotto
- Ennustettava, vakaa kassavirta
- Verkkokaupan uhka yleistä liiketilamarkkinaa pienempi

Päävuokralaiset



TOKMANNI



Muita vuokralaisia



LINDEX

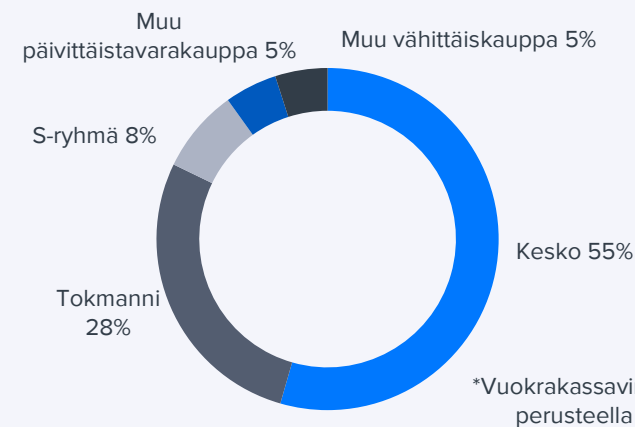


KappAhl

Nordea



Vuokralaiset*



Kiinteä kulurakenne (Inderesin arvio)

3,7 MEUR (2019e)
7,5 % nettotuotosta



Kiinteistöjen hallinnointi
Sirius Capital Partners
(50 % kuluista)



Yhtiön hallinnointi
Pareto Business Management
(14 %)



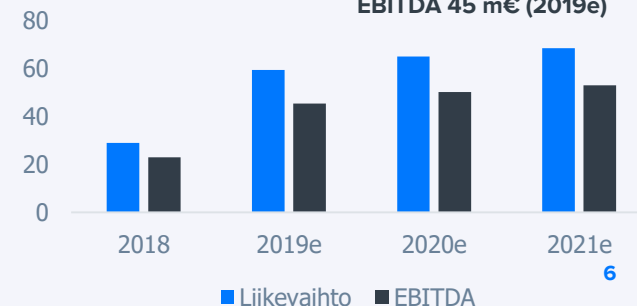
Kiinteistöjen tilajohtaminen
Colliers International
(17 %)



Muu hallinnointi
Cibus
(19 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 59 m€ (2019e)
EBITDA 45 m€ (2019e)



Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Päivittäistavarakiinteistöihin keskittynyt kiinteistöyhtiö

Cibus Nordic Real Estate (Cibus) on vuonna 2017 perustettu Tukholman pörssiin listattu kiinteistösijoitusyhtiö, joka on keskittynyt ruoka- ja päivittäistavarakiinteistöihin. Vuoden 2018 lopussa yhtiö omisti 132 Suomessa sijaitsevaa kiinteistöä, joiden käypä arvo oli noin 816 MEUR. Yhtiön nettotuotto-% oli 2018 lopussa noin 5,9 % ja velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli noin 58 %.

Vuoden 2018 lopussa Cibuksen kiinteistöt sijaitsevat pääosin kasvukeskuksissa ja noin 2/3 kiinteistöistä sijaitsi Etelä- ja Lounais-Suomessa. Yhtiön päävuokralaisia olivat Kesko (55 %), Tokmanni (28 %) ja S-ryhmä (8 %). Lisäksi 5 % kohteista oli vuokrattu toisille päivittäistavaraoperaattoreille kuten Lidlille. Painotettu keskimääräinen vuokra-aika oli vuoden 2018 lopussa 5,0 vuotta.

Cibuksen taustalla on kaksi kiinteistöportfoliota, jotka yhtiö osti Suomalaisen Sirius Capital Partnersin hallinnoimilta rahastoilta vuonna 2018 ja listautui tämän jälkeen Tukholman pörssiin. Sิริuksen rahastot ovat edelleen yhtiön pääomistajia ja Sirius Capital Partners vastaa Cibuksen kiinteistöjen hallinnoimisesta paikallisesti. Cibuksen hallinnon ja taloudellisen raportoinnin hoitaa Pareto Business Management Tukholmasta ja Colliers International vastaa yhtiön kiinteistöjen tilajohtamisesta. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä vain yksi työntekijä, joka on vuonna 2019 tehtäväänsä nimitetty toimitusjohtaja

Sverker Källgården.

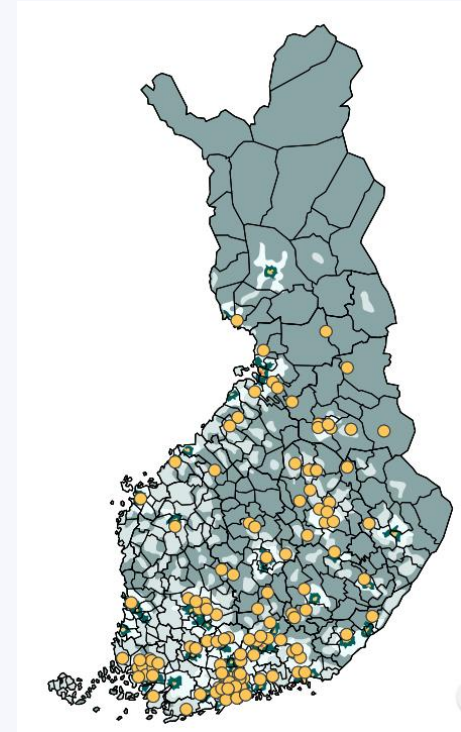
Cibus on keskittynyt pääasiassa ruoka- ja päivittäistavarakiinteistöihin. Tämän kiinteistösegmentin erityispiirteet muihin liikekiinteistöihin verrattuna ovat liiketoiminnan suhteellisen vähäinen suhdanneherkkyys sekä keskimääräistä korkeampi riippumattomuus verkkokaupasta. Yhtiön kiinteistöt muodostavat jakeluverkon, joka soveltuu mm. postikuljetuksille sekä muille palveluille verkkokauppaan liittyen. Näiden myötä yhtiön riskiprofiili on näkemyksemme mukaan keskimääräistä liiketilakiinteistöyhtiötä matalampi.

Tavoitteena korkea suhdanteista riippumaton osinko

Yhtiön tavoitteena on pitkällä aikavälillä kasvaa ja luoda arvoa hankkimalla, kehittämällä ja hallinnoimalla päivittäistavaraoppakiinteistöjä Pohjoismaissa. Fokuksena ovat erityisesti ruokakauppaketjuihin ja päivittäistavaraketjuihin ankkuroidut kiinteistöt. Liiketoimintamallin päätavoitteena on varmistaa ja ylläpitää portfolion vakaa kassavirta, mikä mahdollistaa korkean ja suhdanteista riippumattoman osingon. Cibus tavoitteleeekin korkeaa ja epäsyklistä osinkotuottoa omistajilleen. Yhtiö maksaa osinkoa neljä kertaa vuodessa, osinko nousee joka kvartaali ja yhtiön tavoitteena on nostaa osinkoa 5 % vuosittain.

Cibus on kertonut tavoitteekseen laajentua Pohjoismaissa ja on kertonut priorisoivansa Ruotsia. Pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee lähivuosina laajentumaan osakeantivetoisesti muihin Pohjoismaihin.

Kiinteistöportfolio 2018



Lähde: Cibus

Cibus Cibuksen erityispiirteet

- Päivittäistavarakiinteistöihin keskittynyt
- Aktiivinen kiinteistöjen hallinnointi
- Tavoittelee vakaata ja korkeaa osinkoa
- Tavoittelee laajentumista Pohjoismaissa

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Vahvan kassavirran vakaa osinko-osake

Cibus profiloituu näkemyksemme mukaan vakaaksi, vahvan kassavirran osinkoyhtiöksi. Osinkotuotto 8 % on Pohjoismaisen kiinteistösektorin korkeimpia ja osinkoon liittyvä riski on matala, koska se perustuu täysin yhtiön kassavirralliseen, ennustettavaan tulokseen. Ruokakauppakiinteistöihin painottuneen vuokralaisportfolion vuoksi yhtiön liiketoiminta on myös arviomme mukaan epäsyklisiä ja defensiivistä emmekä odota verkkokaupan yleistymisen vaikuttavan tähän kiinteistötyyppiin. Pidämme lähivuosina yhtiön tavoittelemaa vuotuista 5 %:n osingon kasvua uskottavana.

Vaikka yhtiön noteeraus on Ruotsin kruunuissa, niin yhtiön euroissa sijoittava ei teoriassa kannata Ruotsin kruunuriskiä sijoituksestaan. Cibuksen toimintaan ei liity valuuttakurssiriskiä, sillä yhtiön kaikki omaisuuserät ovat Suomessa ja tuotot ja kulut euroissa. Myös osingot maksetaan euroissa ja osingon veroprosentti Suomalaiselle yksityissijoittajalle on sama kuin Suomeen listatuissa pörssi-yhtiöissä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Cibuksen osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Lainojen uudelleenrahoitus. Odotamme Cibuksen pystyvän jälleenrahoittamaan vieraan pääoman lainojaan lähivuosina selvästi nykyistä matalammalla korkotasolla ja näin laskemaan korkokulujaan ja nostamaan tulostaan.

Uudet kiinteistöhankinnat. Yhtiö on kertonut jatkavansa pienten omistaja-arvoa kasvattavien kiinteistöhankintojen tekemistä ja arvioimme, että yhtiö pystyy nykyisen taseensa turvin ostamaan kiinteistöjä lähivuosina noin 90 MEUR:lla eli noin 11 %:lla Q4'18-kiinteistöportfolion tasosta.

Uuden organisaation rakentaminen. Cibuksen suunnitelmassa on rakentaa oma organisaatio, joka korvaisi nykyisen Pareton ja Sirius Capital Partnersin hallinnon. Tämän myötä yhtiön liiketoiminta olisi aikaisempaa skaalautuvampi ja arvioimme myös, että järjestelyn myötä nykyisiä hallinnon kustannuksia voitaisiin saada laskettua.

Yritysjärjestelyt. Yhtiön johto on viestinyt olevansa valmis tekemään myös suurempia yrityskauppoja ja järjestelyjä, mutta vain jos näiden myötä osakekohtaiset tunnusluvut paranevat. Suurempi yrityskauppa parantaisi Cibuksen portfolion hajautusta ja voisi myös arviomme mukaan tuoda joitain mittakaavaetuja. Pidämme myös mahdollisena, että Cibus voisi itsessään olla yritysostokohde.

Riskit

Sijoittajien kannalta keskeiset riskitekijät ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit ovat näkemyksemme mukaan keskeisin Cibukseen liittyvä riski. Yhtiön tavoitteleva vuotuinen ylläpitoinvestointitaso 2,5 MEUR on arviomme mukaan pitkällä aikavälillä matala ja pidämme todennäköisenä, että ne tulevat asettumaan noin 5,0 MEUR:n tasolle pitkällä tähtäimellä. Yllättävät peruskorjaustarpeet (esimerkiksi putkivuota) voisi

kasvattaa vuotuisia ylläpitoinvestointeja myös selvästi tätä korkeammaksi, jolloin yhtiön tulos ja kassavirta voisivat jäädä ennustamaamme heikommiksi.

Joihinkin yhtiön omistamiin kiinteistöihin liittyy arviomme mukaan **jäännösarvoriski**. Yhtiön kiinteistöportfolion arvosta on Inderesin arvioin mukaan 2-3 % sellaisia vanhoja kohteita, jotka sijaitsee muuttotappiopaikkakunnalla ja joiden jäännösarvo voi olla lähellä nolaa näiden vuokrasopimusten päättyessä.

Vuokralaisten hyvä neuvotteluasema. Keskon osuus yhtiön vuokralaisportfoliosta on noin 55 % ja Tokmannin 28 %. Arviomme mukaan näillä kahdella vuokralaisilla on suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan. Cibuksen neuvotteluasemaa parantaa kuitenkin se, että yhtiö omistaa arviomme mukaan 15 % Keskon kaikista Supermarket-kiinteistöistä ja noin 17 % Tokmannin kaikista kiinteistöistä.

Pääomistajan irtautuminen voi lähivuosina painaa osakekurssia. Yhtiön pääomistajana on kaksi Sirius Capital Partnersin hallinnoimaa rahastoa, joiden tavoitteena on irtaantua omistuksesta seuraavan 3-vuoden aikana. Riskiä lieventää se, että Sirius on painottanut irtaantumisen tapahtuvan hallitusti ja se, että Cibuksen osakkeen vaihtomäärä on suhteellisen suuri. Näiden myötä irtaantumisen vaikutus osakekurssiin voi lopulta olla vähäinen.

Korkotason nousu kasvattaisi yhtiön rahoituskuluja ja voisi laskea yhtiön omistamien kiinteistöjen tasearvoja tuottovaatimusten nousun kautta, mikä heikentäisi yhtiön vakavaraisuutta.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kassavirta sekä ennustettava ja korkea osinko

2.

Liiketoiminta epäsyklistä ja defensiivistä

3.

Tuloskasvunäkymät ja osingon kasvunäkymät lähivuosille hyvät

4.

Kahden vuokralaisen osuus portfolioista yli 80 %

5.

Pitkän aikavälin tuloskasvuajurit vaisut

Potentiaali



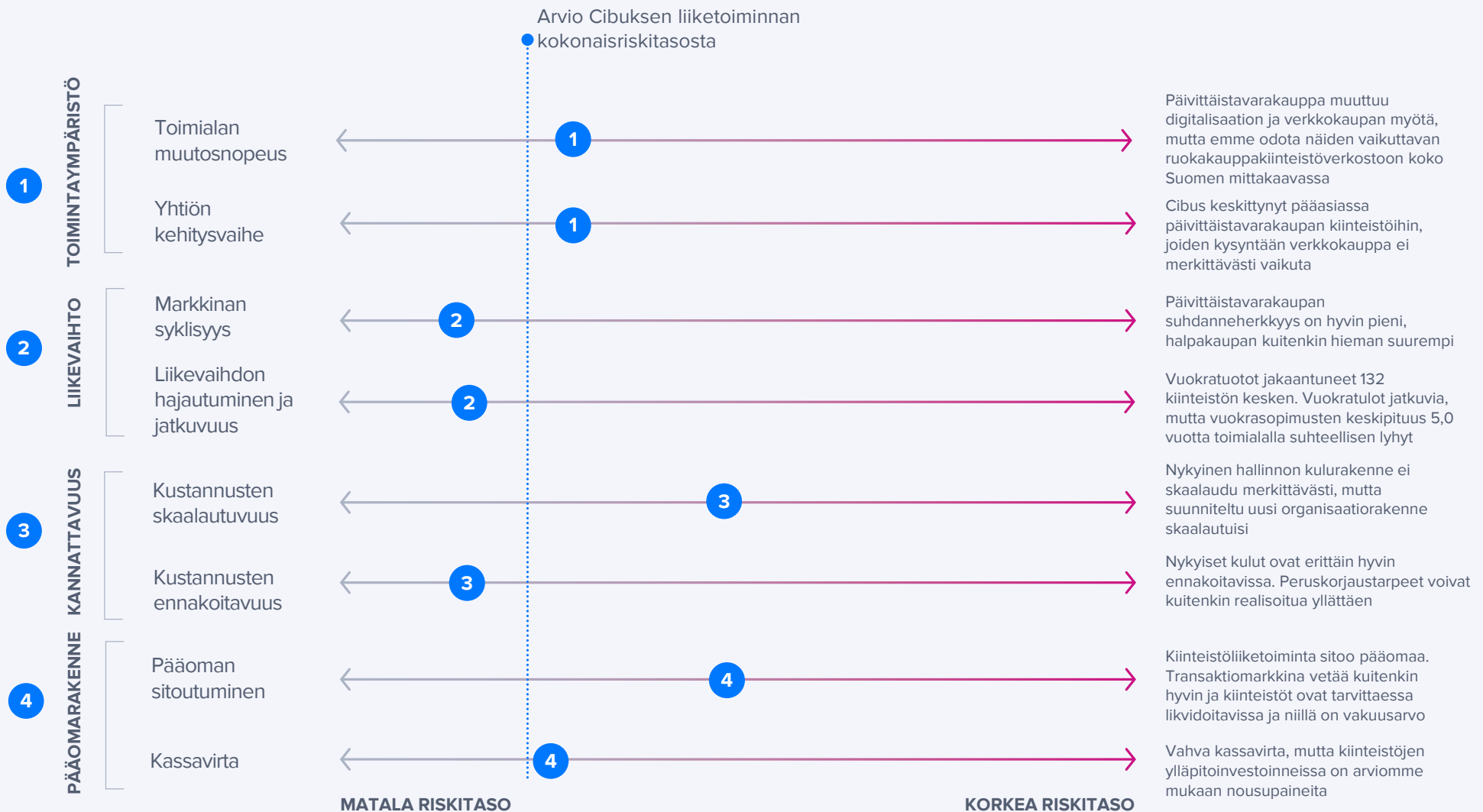
- Lainojen uudelleenrahoitus ja rahoituskulujen laskeminen
- Uudet omistaja-arvoa kasvattavat kiinteistöhankinnat
- Oman organisaation rakentaminen, jonka myötä kulurakenne olisi nykyistä skaalautuvampi
- Cibus voisi osallistua suurempaan yritysjärjestelyyn ja olla myös itse yritysostokohde

Riskit



- Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit tulevat näkemyksemme mukaan kasvamaan nykyisestä
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin (2-3 % kiinteistöportfolion arvosta) liittyy korkea jäännösarvoriski
- Vuokralaisten suhteellisen hyvä neuvotteluasema Cibusta vastaan
- Pääomistajan irtaantuminen voi painaa osakekurssia lähivuosina
- Korkotason mahdollinen nousu

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoimintamalli 1/9

Kassavirrat ovat ennustettavia

Tuottokyky 12-kuukautta eteenpäin

Cibuksen liiketoiminta on suhteellisen hyvin ennustettavaa ja yhtiö on viimeisissä tulosraporteissaan julkaissut arvion tuottokyvystä seuraavalle 12 kuukaudelle. Tuottokyky ei ole ennuste, vaan se kuvaa tuottoja ja kuluja vuositason tietyllä hetkellä senhetkiselä kiinteistösalkulla ja vuokrasopimuksilla. Se olettaa, että mm. vajaakäyttöasteeseen, vuokratasoihin, kiinteistöjen kuluihin, korkotasoon ja käyvän arvon muutoksiin ei tule muutoksia. Näin ollen todelliset tuotot ja kulut voivat lopulta poiketa tuottokyvyn heijastamasta tasosta.

2018 tilinpäätösraportin perusteella tuottokyky parani helmikuuhun 2019 mennessä noin 10 %:lla vuodentakaiseen nähden. Muutos johtui arviomme mukaan kiinteistöhankeista, lainojen

uudelleenrahoituksista ja vuokrien indeksikorotuksista.

Liikevaihdon ennustettavuus on heikompi kuin nettotuoton

Cibuksen liiketoiminnassa bruttovuokratuotot ja nettotuotot ovat hyvin ennustettavia, mutta liikevaihto ei. Tämä johtuu liikevaihtoon kirjattavista palvelutuotoista ja vuokralaisten hoitokulujen vaihteluista. Vuokralaisten hoitokulujen määrä vaihtelee ja Cibus edelleenlaskuttaa nämä erät suurilta osin vuokralaisilta, kirjaa nämä liikevaihtoon kuuluviksi palvelutuotoiksi ja kirjaa kulut omiin hoitokuluihin. Käytännössä liikevaihto siis vaihtelee tämän läpilaskutuksen takia, mutta nettotuottoon tämä vaihtelu ei heijastu. Suosittelemme tästä syystä sijoittajia keskittymään Cibuksessa liikevaihdon sijaan bruttovuokratuottoihin ja nettotuottoihin.

Käyvän arvon muutoksilla voi olla huomattava vaikutus raportoituun tulokseen

Tuottokyky ei ota huomioon kiinteistöjen käyvän arvon muutoksia. Ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija (historiassa mm. Newsec) määrittää Cibuksen kiinteistöjen käyvät arvot kvartaaleittain ja yhtiö kirjaa tämän kirjauksen perusteella laskennalliset käyvän arvon muutokset tuloslaskelmaansa. Nämä erät ovat tyypillisesti laskennallisia eikä niillä ole vaikutusta kassavirtaan. Käypien arvojen muutokset voivat kuitenkin myös realisoitua, mikäli yhtiö myy kiinteistöjä. Käyvän arvon muutoksiin vaikuttavat heikentävästi myös kiinteistöjen ajanmukaistamisinvestoinnit ja nämä erät ovat luonteeltaan kassavirallisia.

Kokonaisuutena yhtiön liiketoimintamallissa kassavirrat ovat hyvin ennustettavia 12 kuukauden tähtäimellä ja tämä osaltaan laskee yhtiön riskiprofilia sijoittajien näkökulmasta.

Tuottokyky 12-kuukautta eteenpäin (MEUR)

	27.2.2019	Q4'18	Q3'18	Q2'18	7.3.2018	Muutos (2/2019 vs. 3/2018)
Bruttovuokratuotto	51 100	51 100	49 150	49 050	47 900	
Hoitokulut	-3 300	-3 300	-3 250	-3 250	-3 200	
Nettotuotto	47 800	47 800	45 900	45 800	44 700	7 %
Hallinnon kulut	-3 620	-3 620	-3 545	-3 541	-3 500	
Rahoituskulut	-13 194	-13 550	-13 500	-13 500	-13 113	
Vuokraustoim. tulos	30 986	30 630	28 855	28 759	28 087	10 %
Per osake	1,00	0,98	0,93	0,92	0,90	10 %

Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 2/9

Vuokrasopimukset

Määräaikaisia sopimuksia

Cibuksen taloudellinen vuokrausaste oli vuoden 2018 lopussa 96 % ja vuokrasopimusten keskimääräinen maturiteetti oli 5,0 vuotta. Suurin osa vuokrasopimuksista on määräaikaisia vuokrasopimuksia, jotka päättyvät vuosina 2019-2052. Tavanomainen vuokrasopimus sisältää pidennysoption vuokralaiselle, jota käyttämällä vuokralainen voi pidentää vuokrasopimusta tyypillisesti 3-5 vuodella samoin ehdoin kuin nykyinen vuokrasopimus. Yhtiön mukaan optiot yleensä käytetään ja suurin piirtein sama määrä vuokrasopimuksia pidennetään joka vuosi ja näiden myötä maturiteettirakenne todennäköisesti pysyy vakaana tulevina vuosina.

Yhtiön vuokrasopimusten keskimääräinen pituus 5,0 vuotta on arviomme mukaan suhteellisen lyhyt, sillä esimerkiksi KTI:n mukaan Suomessa Supermarket-kiinteistöissä vuokrasopimusten

tyypillinen pituus on 10-15 vuotta. Cibuksen suhteellisen lyhyt sopimusten pituus heijastaa arviomme mukaan sitä, että yhtiöllä on paljon pitkään jatkuneita vanhoja vuokrasopimuksia. Lyhyt maturiteetti mielestämme lievästi kasvattaa yhtiön riskiprofiilia.

Vuokratuotot ovat hyvin ennustettavia

Yhtiön mukaan lähes kaikki vuokrasopimukset on linkitetty elinkustannusindeksiin ja yhtiöllä ei käytännössä ole liikevaihtosidonnaisia vuokria. Näiden myötä yhtiön vuokratuotot ovat suhteellisen hyvin ennustettavia. Kesko ja S-ryhmä eivät anna vuokravakuuksia, mutta muuten käytössä on vuokravakuuksia. Historialliset luottotappiot vuokrasopimuksista ovat olleet hyvin pieniä.

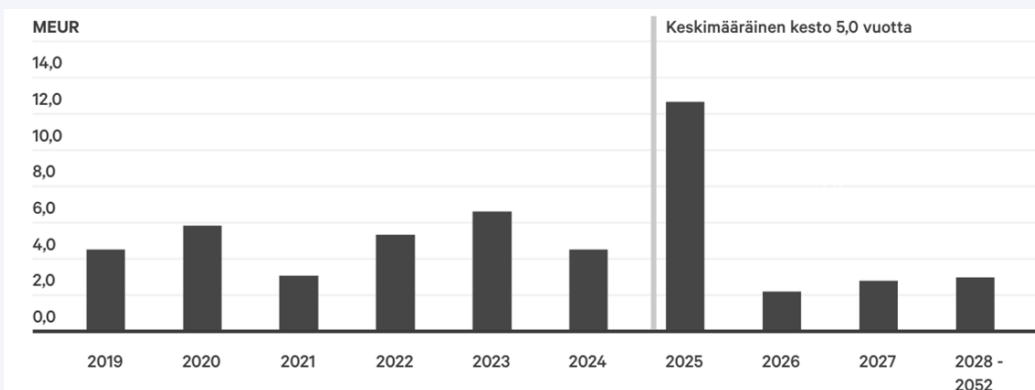
Vuokrasopimusten määrä vuonna 2018 oli 470 ja kiinteistöjen määrä 132. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiöllä on kiinteistöissään ankkurivuokralaisen lisäksi keskimäärin 2-3 muuta vuokralaista

kiinteistöissä. Kiinteistöportfolion kohdekohtainen hajautus on silti hyvä, sillä 2018 lopussa yhtiön mukaan yksikään kiinteistö ei tuo enempää kuin 3,0 % portfolion kokonaisnettovuokratuotosta.

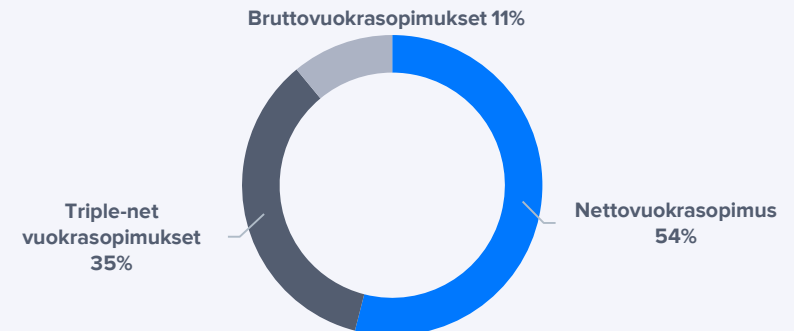
Vuokralaiset vastaavat pääosin itse hoitokuluista

Cibuksen vuokralaiset vastaavat pääosin kiinteistöjen hoitokuluista. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön vuokratuotot ja tuleva kassavirta ovat suhteellisen hyvin ennustettavia. Suurin osa, noin 54 % yhtiön vuokrasopimuksista on ns. nettovuokrasopimuksia, joissa vuokralainen vastaa kaikista kuluista lukuun ottamatta kiinteistövero, kiinteistövuokautusta ja peruskorjauksia. 35 % sopimuksista on ns. triple-net vuokrasopimuksia, joissa vuokralainen vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista. Vain 11 % sopimuksista on bruttovuokrasopimuksia, joissa Cibus vastaa itse kaikista kiinteistöön liittyvistä kuluista.

Vuokrasopimusten maturiteetti



Sopimustyytit



Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 3/9

Hallintorakenne on muutoksessa

Kiinteät hallinnon kulut 3,6 MEUR per vuosi

Cibuksen hallinnointi on tällä hetkellä jakautunut niin, että osa hallinnoinnista hoidetaan Ruotsista ja osa Suomesta. Nykyinen hallintorakenne on väliaikainen ja sen taustalla on yhtiön muutosprosessi rahastosta kiinteistö-sijoitusyhtiöksi. Cibuksen suunnitelmana on muuttaa organisaatorakennetta ja hallintorakenne tulisi tämän myötä yksinkertaistumaan ja muuttumaan skaalautuvammaksi. Nykyiset Cibuksen hallinnon kulut ovat seuraavat:

Pareto vastaa Ruotsista käsin mm. Cibuksen konsernin kirjanpidosta, tilinpäätöksistä, osavuositarkastuksista, verotuksesta ja compliance-toiminnoista. Vuotuinen veloitus on noin 0,5 MEUR ja sopimus voidaan irtisanoa Cibuksen puolesta 6 kuukauden irtisanomisajalla. Nämä kustannukset ovat luonteeltaan kiinteitä kuluja.

Muut konsernikulut Ruotsista sisältävät mm. Cibuksen toimitusjohtajan palkan, pörssin kustannuksia ja muita Ruotsista aiheutuvia kuluja, jotka ovat yhteensä noin 0,5 MEUR vuodessa. Nämä kulut ovat luonteeltaan kiinteitä kuluja.

Sirius Capital Partners hoitaa Cibuksen kiinteistöjen hallinnoinnin Suomesta ja saa tästä korvauksena 3,75 % vuotuisista nettotuotoista. Tämä korvaus tulee olemaan noin 1,8 MEUR vuonna 2019 yhtiön tuottokyvyn perusteella. Sopimus on Cibuksen puolesta irtisanottavissa 3-kuukauden irtisanomisajalla. Sิริuksen mukaan se on tehnyt sopimuksen, jonka mukaan sen palkkiota voidaan vähentää mikäli vastuita siirretään Cibuksen omaan organisaatioon

Siriukselta. Nämä kustannukset ovat tällä hetkellä muuttuvia kuluja, mutta ne muuttuvat kiinteiksi kuluiksi tehtävien siirtyessä omalle organisaatiolle.

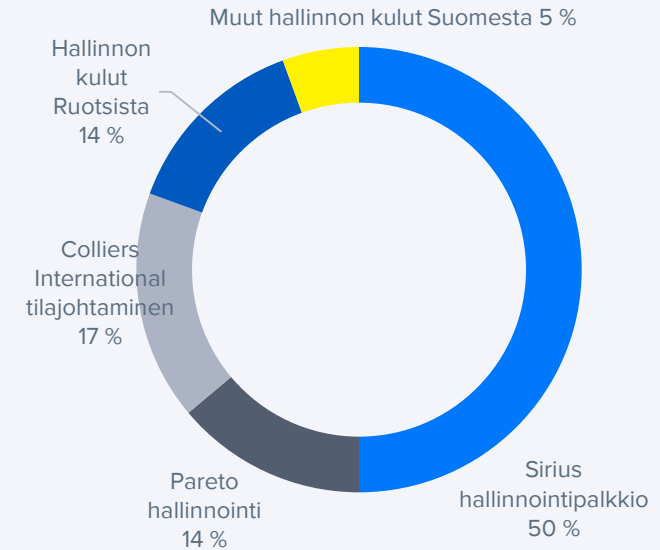
Muut hallintokulut Suomessa käsittää mm. kiinteistöjen tilajohtamisen, mitä hoitaa tällä hetkellä Colliers International. Colliers hoitaa mm. kiinteistöjen vuokrausta, vuokralaishallintoa ja osittain teknistä isännöintiä. Colliersin laskutus on arviomme mukaan noin 0,6 MEUR vuodessa. Tämän lisäksi kiinteistöjen hallinnoinnista aiheutuu myös muita kuluja ja arvioimme näiden olevan noin 0,2 MEUR vuodessa. Muut hallintokulut Suomessa ovat osittain kiinteitä kuluja ja osittain muuttuvia.

Yhtiön suunnitelmana on muuttaa organisaatorakennetta

Cibus on kertonut, että sen suunnitelmana on luoda seuraavan noin 18 kuukauden aikana oma organisaatio. Tällöin Pareton ja Sิริuksen palveluista voitaisiin luopua ja uuden organisaation kokonaisbudjetti olisi sama kuin nyt eli noin 3,6 MEUR vuodessa. Sirius on viestinyt tukevansa tätä muutosta ja sen hallinnointipalkkiosta vähennetään kaikki Cibukselle siirtyvät kulut niin että Cibuksen kiinteä kulurakenne säilyy samana noin 3,6 MEUR:n vuositasolla myös muutosvaiheessa.

Merkittävin etu omassa organisaatiossa olisi näkemyksemme mukaan kulujen skaalautuminen. Omalla organisaatiolla yhtiön kiinteät kulut eivät enää kasvaisi suhteessa nettotuottoihin eli yhtiön tulos skaalautuisi aikaisempaa voimakkaammin. Pidämme myös mahdollisena, että omalla organisaatiolla kuluja voitaisiin saada keskipitkällä aikavälillä hieman laskettua nykyisestä tasosta.

Cibuksen hallinnon kulurakenne



Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli 4/9

Kiinteistöportfolio

Maantieteellisesti hajautunut portfolio

Cibus omisti 2018 lopussa 132 kiinteistöä, jotka sijaitsivat 80 eri kaupungissa Suomessa. Merkittävin osa kiinteistöistä sijaitsee kasvukeskuksissa, mutta joukossa on myös joitain kohteita pienissä muuttotappioisissa kaupungeissa. Kiinteistöjen keskimääräinen (mediaan) rakennusvuosi oli 1996. Yhtiö jakaa kiinteistönsä viiteen eri luokkaan:

Supermarketit ovat neliömäärältään ja nettotuotolla mitattuna yhtiön merkittävien kiinteistötyyppi. Yhtiö omisti viime vuoden lopussa 48 Supermarkettia, joiden ankkurivuokralaisia olivat Kesko, S-ryhmä, Lidl sekä Wihuri (1 kiinteistö). Nämä kiinteistöt tuottavat 43 % yhtiön nettotuotoista.

Discount eli halpakauppa oli toiseksi merkittävin kiinteistötyyppi ja ne vastaavat noin 25 % yhtiön nettotuotoista. Yhtiö omisti viime vuoden lopussa 33 tämän kiinteistötyypin kiinteistöä, joiden keskimääräinen neliökoko oli 4831 neliötä. Kiinteistöjen koot vaihtelevat huomattavasti, pienin oli noin 1500 neliötä ja suurin lähes 11 000 neliötä. Ankkurivuokralaiset ovat Tokmanni (31 kiinteistöä) sekä Halpa-Halli ja Minimani (1 kiinteistö kummatkin).

Hypermarketit vastaavat noin 17 % yhtiön nettotuotoista. Yhtiö omisti 2018 lopussa 7 Hypermarkettia, joiden keskikoko oli 8438 neliötä eli kyseessä ovat huomattavan kokoisia kiinteistöjä. Kesko oli ankkurivuokralaisena kaikissa näissä kiinteistöissä.

Marketit vastaavat noin 10 % nettotuotoista. Yhtiö omisti viime vuoden lopussa 38 markettia, joiden keskimääräinen koko oli 1003 neliötä. Marketeissa ankkurivuokralaisina ovat Kesko ja S-ryhmä.

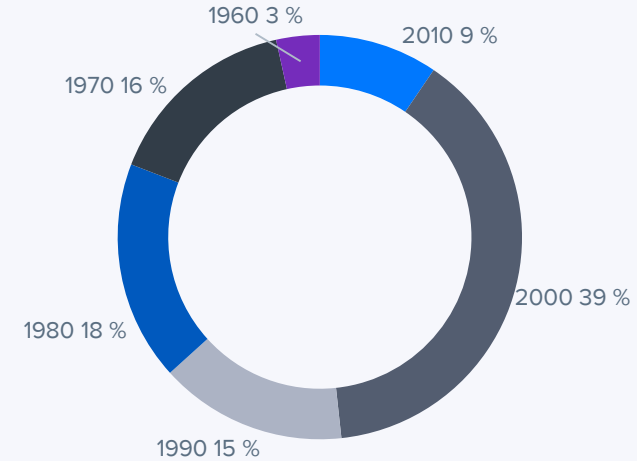
Muut kiinteistöt vastaavat noin 5 % yhtiön nettotuotoista. Yhtiö omisti viime vuoden lopussa 6 tähän ryhmään kuuluvaa kiinteistöä, joiden keskimääräinen neliökoko oli 5021 neliötä. Ankkurivuokralaisina näissä kiinteistöissä olivat Jysk, Motonet, H&M, Vepsäläinen ja Hietala Rest.

Jäännösarvoriski

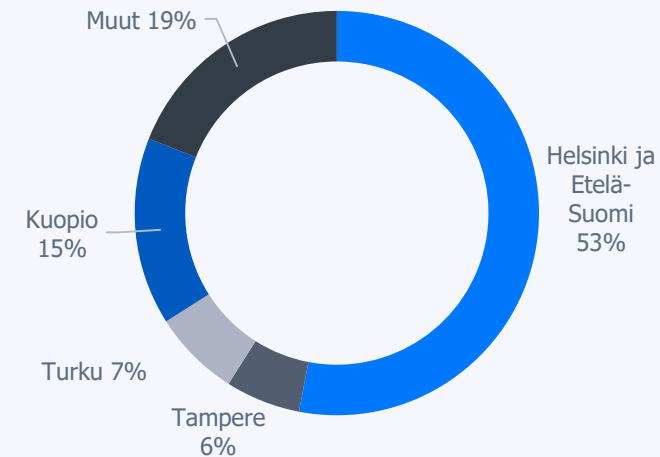
Arviomme mukaan tietyissä Cibusen kiinteistöissä on jäännösarvoriski eli riski, että vuokralainen ei uusi vuokrasopimusta sopimuksen päättymisen jälkeen ja tilalle voi olla vaikea löytää uutta vuokralaista. Tällöin kiinteistön käypä arvo voi olla vuokrasopimuksen päättymisen jälkeen hyvin pieni tai nolla. Yhtiö ei ole eritellyt eri kiinteistöissä tehtyjä remontteja eikä tarkkoja kiinteistökohtaisia vuokrasopimuksia, joten tämän riskin tarkka arviointi ei ole mahdollista.

Arviomme, että neliömäärältään karkeasti noin 9 % kiinteistöportfoliosta eli noin 40 000 neliötä on tilaa, jossa kiinteistö sijaitsee muuttotappiopaikkakunnalla (esimerkiksi Keuruu, Savonlinna, Kuhmo, Kouvola) ja kohde on 30-50 vuotta vanha. Näiden kiinteistöjen käypä arvo on todennäköisesti luokkaa 300-700 euroa per neliö eli kokonaisuutena karkeasti 12-28 MEUR eli noin 2-3 % koko kiinteistöportfoliosta. Sijoittajille tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö voi joutua tulevaisuudessa alaskirjaamaan tämän osan kiinteistöportfoliostaan, kun niiden vuokrasopimukset päättyvät.

Kiinteistöjen ikäjakauma 2018*



Kiinteistöjen maantieteellinen jakauma 2018*



*Vuokrakassavirran perusteella
Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 5/9

Ylläpitoinvestoinnit

Ylläpitoinvestoinnit

Cibuksen kiinteistöt vaativat vuotuisia ylläpitoinvestointeja, jotta ne pysyvät käytön kannalta hyvässä kunnossa. Yhtiön kiinteistöportfoliosta noin 37 % on 60-luvulla, 70-luvulla ja 80-luvulla rakennettuja kohteita, jotka tulevat arviomme mukaan vaatimaan myös suurempia peruskorjausinvestointeja lähivuosikymmeninä. Ylläpitoinvestointeja arvioitaessa on olennaista tiedostaa, että 35 % yhtiön vuokrasopimuksista on ns. Triple-net vuokrasopimuksia, joissa vuokralainen vastaa itse kiinteistöjen peruskorjauksista. Cibus myös valvoo, että nämä kiinteistöt pidetään kunnossa.

Yhtiö on laatinut 10 vuotta käsittävän PTS-suunnitelman kaikkiin kohteisiinsa ja on arvioinut, että sen vuotuiset ylläpitoinvestoinnit tulevat tänä aikana olemaan keskimäärin noin 2,5 MEUR vuosittain. Arvioon sisältyy osaltaan epävarmuutta, sillä esimerkiksi yllättävä peruskorjaustarve (esimerkiksi putkivuoto kohteessa) voi yksittäisenä vuotena nostaa peruskorjaustarvetta. Arvioimme myös, että vuokrasopimusten päättyessä kohteet saattavat vaatia uudistuksia, jotta ne saadaan uudelleenvuokrattua suotuisilla ehdoilla.

Odotamme ylläpitoinvestointien olevan yhtiön kommenttien perusteella noin 3 MEUR lähivuosina, mutta pidemmällä aikavälillä arvioimme niiden olevan selvästi tätä korkeampia. Yhtiön 472 000 neliön kiinteistöportfolion pinta-alan ylläpitoinvestoinneista karkeasti 65 %:ista eli noin

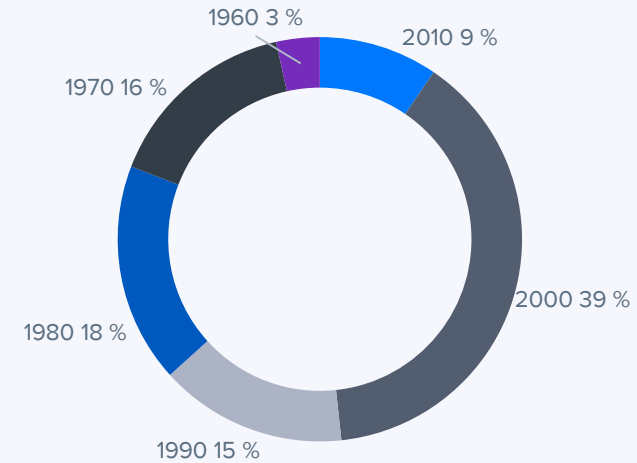
306 800 neliöstä vastaa Cibus. Arvioimme yhtiön kiinteistöjen teknisen käyttöiän olevan karkeasti noin 30-40 vuotta, minkä jälkeen niihin on tehtävä noin 500-700 euroa per neliö peruskorjaus. Näiden oletusten perusteella vuotuinen peruskorjaustarve niihin kiinteistöihin, joissa ei ole Triple-net -sopimuksia olisi noin 3,8-7,2 MEUR per vuosi. Ennustamme itse Cibuksen vuotuisen ylläpitoinvestointien asettuvan noin 5 MEUR:n tasolle vuoden 2021 jälkeen.

Korjaustarpeet voivat realisoitua yllättäen

Huomautamme, että yhtiön kiinteistöjen korjaustarpeet voisivat realisoitua äkillisesti, mikäli yhtiön vuokralainen päättäisi olla uusimatta vuokrasopimusta sopimuksen päättyessä tai vuokralainen haluaisi tehdä uuden vuokrasopimuksen merkittävästi aikaisempaa pienemmällä neliömäärällä. Tällöin yhtiö voisi joutua investoimaan tiloihin ja/tai tekemään niihin huomattavia muutoksia uuden vuokralaisen löytämiseksi.

Riski koskee arviomme mukaan erityisesti yhtiön pienillä muuttotappiopaikkakunnilla sijaitsevia yksittäisiä kiinteistöjä (esimerkiksi Keuruu, Sysmä ja Suonenjoki) ja myös suuria Hypermarket-kiinteistöjä, joissa vuokralainen voi haluta vuokrata aikaisempaa vähemmän neliöitä itselleen.

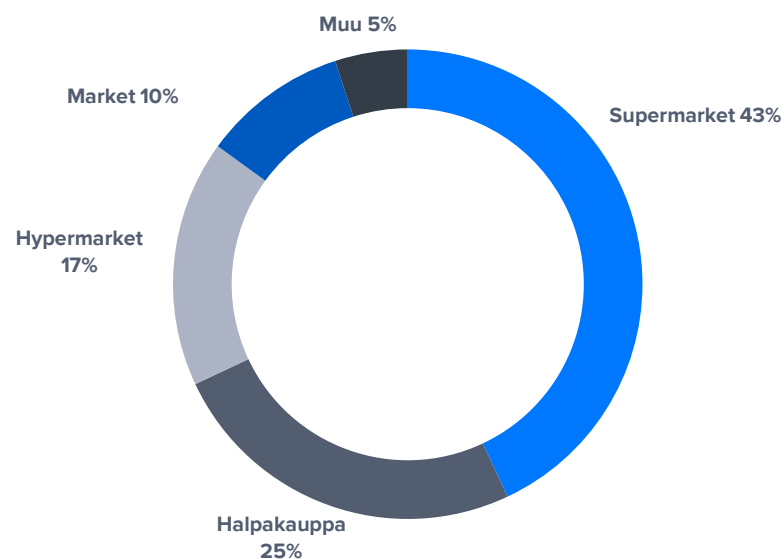
Kiinteistöjen ikäjakauma 2018



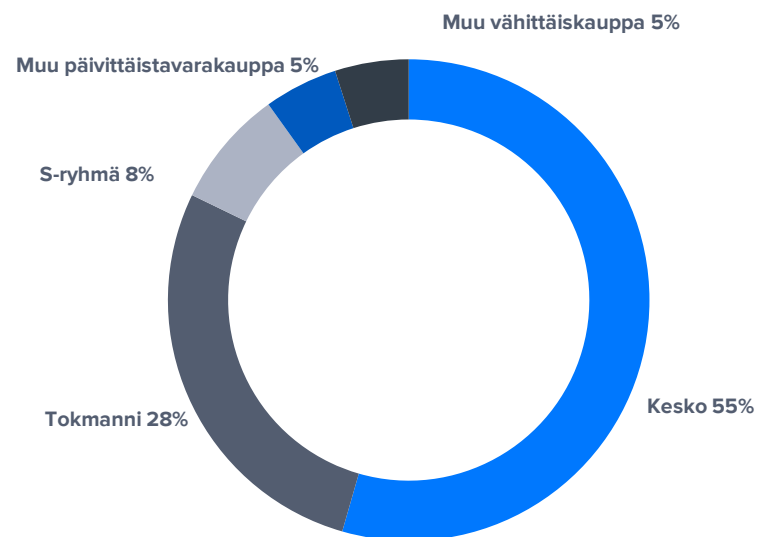
Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 6/9

Cibuksen kiinteistöt 2018 lopussa



Cibuksen vuokralaiset 2018 lopussa



Päävuokralainen	Kohteiden lkm	Vuokrattava pinta-ala, m ²	Vuokrasopimuksen pituus	Päävuokralaisen sopimuspituus	Päävuokralaisen osuus vuokratuotosta
Kesko	73	217 974	4,6	5,0	84 %
Tokmanni	32	161 293	6,1	5,3	82 %
S-ryhmä	15	33 792	4,7	7,6	70 %
Muu Päivittäistavara-kauppa	6	24 489	5,6	5,5	63 %
Muu vähittäiskauppa	6	34 201	4,2	n.a	n.a
Portfolio yhteensä	132	471 748	5,0	5,6	81 %

Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 7/9

Yhteenveto vuokralaisista

Vuokralaisten riskiprofiili matala

Cibuksen päävuokralaiset ovat suuria, vakavaraisia ja vakiintuneita päivittäistavara-kauppaan keskittyneitä yhtiöitä, joiden liiketoiminnan riskiprofiili on näkemyksemme mukaan erittäin matala. Emme odota verkkokaupan yleistymisen heikentävän merkittävästi näiden vuokralaisten liiketoimintaa keskipitkällä aikavälillä ja Cibuksen vuokralaisiin liittyvä riski on mielestämme tällä hetkellä kokonaisuutena matala.

Yli 90 % Cibuksen nettovuokratuotosta tulee kiinteistöistä, joissa päävuokralaisena ovat Kesko, Tokmanni tai S-ryhmä. Keskon osuus yhtiön nettotuotoista on noin 55 %, Tokmannin noin 28 % ja S-ryhmän noin 8 %. Muut päivittäistavara-kauppavuokralaiset (5 %) sisältää Lidlin ja itsenäiset ruokakauppiat. Muu vähittäiskauppa (5 %) sisältää mm. Postin, Alkon, Kappahlin, Lindexin, Jyskin ja Nordea.

Kesko on suurin vuokralainen

Nettovuokratuotolla mitattuna Cibuksen suurin vuokralainen on Kesko. Keskon markkinaosuus Suomen ruokakaupasta oli vuonna 2018 noin 36 % ja vuoden 2018 lopussa yhtiöllä oli 41 000 työntekijää ja 1800 kauppa kahdeksassa eri maassa. Yhtiö toimii kolmella liiketoiminta-alueella, jotka ovat Päivittäistavara-kauppa (52 % liikevaihdosta), rakentaminen ja talotekninen kauppa (40 %) ja autokauppa (9 %). Noin 79 % yhtiön viime vuoden liikevaihdosta tuli Suomesta.

Keskon käyttökatemarginaali vuonna 2018 oli 4,0 % ja omavaraisuusaste oli 2018 lopussa 51,4 %.

Kaikki Cibuksen vuokrasopimukset on allekirjoitettu Keskon emoyhtiön Kesko Oyj:n kanssa, vaikka ruokakauppoja operoivat pääosin kauppiat.

S-ryhmä

S-ryhmä on suomalainen osuuskaupparyhmä, joka koostuu 20 itsenäisestä alueellisesta osuuskaupasta sekä näiden omistamasta SOK-yhtymästä. S-ryhmän pääliiketoiminta-alueet ovat supermarketit, tavaratalot ja erikoiskaupat ja sillä on noin 1600 toimipaikkaa Suomessa. S-ryhmä on Suomen markkinajohtaja päivittäistavara-kaupassa ja sen markkinaosuus oli vuonna 2018 noin 46 %. S-ryhmän liikevaihto oli vuonna 2018 yhteensä noin 11,5 miljardia euroa ja tulos ennen veroja 346 MEUR.

Tokmanni

Tokmanni on Suomen suurin valtakunnallinen halpakauppa. Yhtiön markkinaosuus halpakaupasta oli vuonna 2017 noin 42 % ja ruokakaupasta vuonna 2018 noin 3 %. Vuoden 2018 lopussa yhtiöllä oli 186 myymälää ja 3558 työntekijää. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2018 noin 870 MEUR ja käyttökatemarginaali oli kaupan alan toimijaksi vahva 7,3 %. Omavaraisuusaste oli 2018 lopussa 36 %, mikä ei ole absoluuttisesti korkea, mutta korolliset nettovelat/käyttökate oli vain 2,1x mikä heijastaa mielestämme vahvaa vakavaraisuutta ja luottokelpoisuutta.

Päävuokralaisten avaintiedot



Kesko

Liikevaihto:	10,4 miljardia euroa
EBITDA-%:	4,0 %
Päämarkkina-alue:	Suomi
Markkina-arvo:	5,2 miljardia euroa
Markkina-osuus:	36 % ruokakaupasta

Kesko 36 %



S-ryhmä

Liikevaihto:	11,5 miljardia euroa
EBITDA-%*	3,0 % *(arvio)
Päämarkkina-alue	Suomi
Markkina-arvo	Yksityisesti omistettu
Markkina-osuus	46 % ruokakaupasta

S-ryhmä 46 %



Tokmanni

Liikevaihto	870 MEUR
EBITDA-%*	7,3 %
Päämarkkina-alue	Suomi
Markkina-arvo	534 MEUR
Markkina-osuus	42 % halpakaupassa

Tokmanni 42 %



Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli 8/9

Tase

Lainaportfolio

Cibuksella oli vuoden 2018 lopussa noin 486 MEUR pitkäaikaista korollista velkaa ja noin 25,5 MEUR kassavaroja. Korollisista nettoveloista laskettu velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli 58,4 %, omavaraisuusaste oli 38,8 % ja korkokate (ICR) 3,4x. Yhtiön jvk-lainan ehdoissa on LTV-% kovenantti 70 % ja korkokate-kovenantti enintään 1,75x ja yhtiöllä oli 2018 lopussa selvää liikkumavaraa näiden kovenanttien osalta. Näiden lisäksi myös yhtiön pankkilainojen ehdoissa on velkaantuneisuusastetta ja korkokatetta koskevat kovenantit, joita yhtiö ei ole täsmännyt. Vuoden 2018 lopussa yhtiö kuitenkin täytti nämä kovenanttiehtot.

Korolliset velat koostuivat kolmen pohjoismaisen pankin myöntämistä 354 MEUR:n vakuudellisista pankkilainoista, joiden keskimarkkina oli 2018 lopussa 1,9 % lisättyä 3kk Euribor-korolla. Lainoissa ei ole lyhennyksiä ja niiden keskimaturiteetti oli 2,9

vuotta. Cibus on pantannut kiinteistöt korollisten lainojen vakuudeksi. Noin 68,3 % pankkilainoista on suojattu korkojohdannaisilla, korkokattojen muodossa. Korkokattojen myötä yhtiön korko oli kiinnitetty kiinteäksi vuoden 2018 lopussa keskimäärin 2,1 vuodeksi.

Pankkilainojen lisäksi Cibus on laskenut liikkeelle vakuudettoman 135 MEUR:n joukkovelkakirjalainan. Laina erääntyy 26.5.2021 ja sen korko on 4,5 % lisättyä 3kk Euribor-korolla.

Keskikorkoa on saatu alaspäin

Yhtiö on viime aikoina onnistunut jälleenaioittamaan pankkilainojaa ja näiden myötä laskemaan keskimääräisiä rahoituskulujaan alaspäin. Marraskuussa 2018 yhtiö jälleenaioitti ensimmäisen osan (142 MEUR) pankkilainoistaan ja helmikuussa 2019 toisen osan (114 MEUR). Yhtiön mukaan näiden jälleenaioitusten myötä lainamarginaalit pienenevät ja lainojen maturiteetti kasvoi. Jälleenaioitusten myötä yhtiön raportoiman 12-kuukauden tuottokyvyn

perusteella Cibusen keskimääräiset vuotuiset rahoituskulut laskivat noin 2,7 %:iin helmikuun 2019 loppuun mennessä syyskuun 2018 lopun noin 2,9 %:ista.

Yhtiö on viestinyt, että se tavoittelee pankkilainojen viimeisen osan jälleenaioitusta kuluvan vuoden aikana. Pidämme viimeaikaisen kehityksen ja yhtiön johdon kommenttien perusteella hyvin todennäköisenä, että myös kolmas osa pankkilainoista saadaan jälleenaioitettua nykyistä matalammalla korkotasolla.

Yhtiön 135 MEUR:n jvk-laina on mahdollista lunastaa takaisin vuoden 2020 lopussa 101 %:n nimellisarvolla. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee hyödyntämään tämän mahdollisuuden ja jälleenaioittamaan myös tämän lainan. Lainan efektiivinen korko on pörssissä ollut 3,5-3,0 %:n välillä, joten jälleenaioitus tällä tasolla laskisi vuotuisia korkokuluja selvästi.

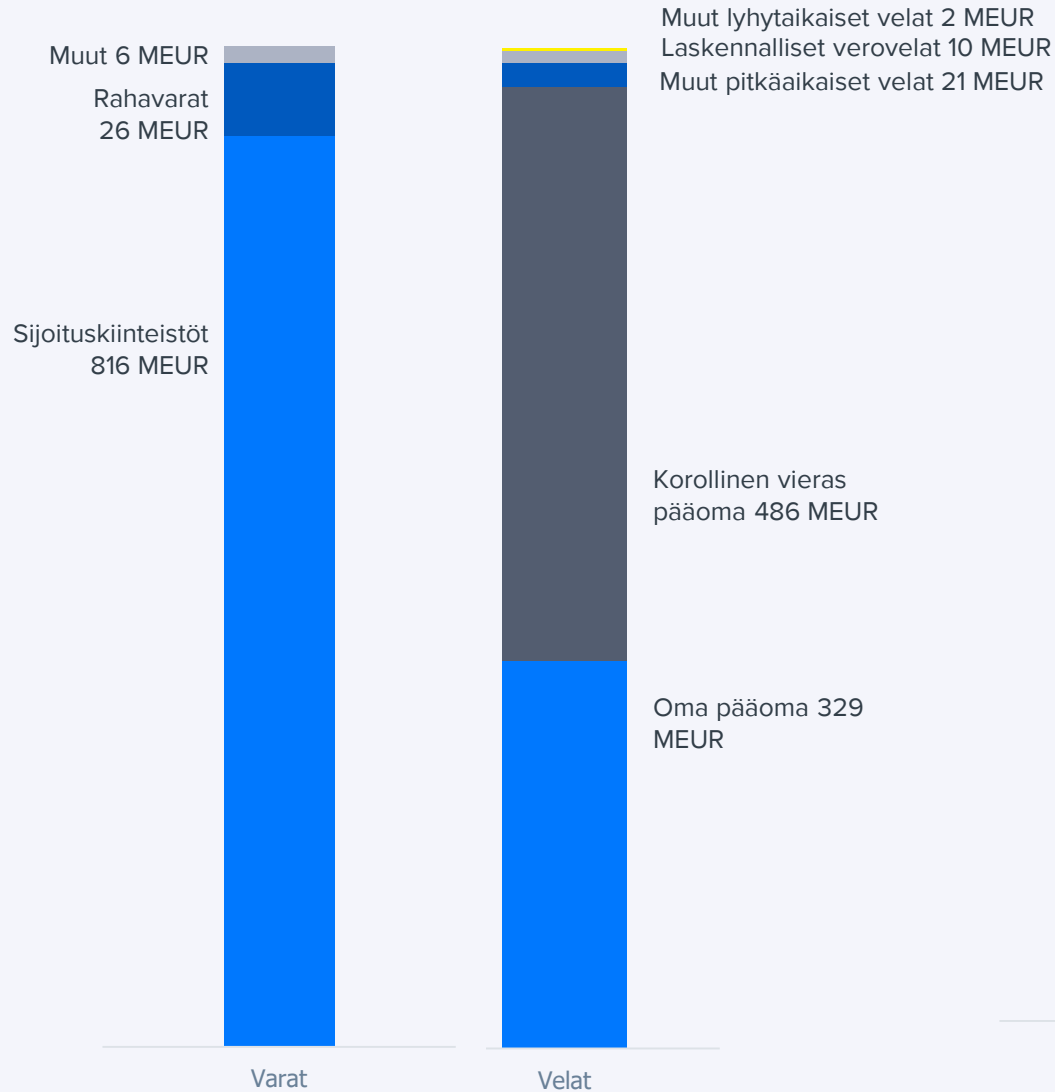
Keskimääräinen vieraan pääoman kokonaiskulu-%

	Q3'2018		Q4'2018		27.2.2019	
	MEUR	Kulu-%	MEUR	Kulu-%	MEUR	Kulu-%
Pankkilainat	324	-2,3 %	354	-2,1 %	354	-2,0 %
Jvk-laina	135	-4,5 %	135	-4,5 %	135	-4,5 %
Lainat yhteensä	459	-2,9 %	489	-2,8 %	489	-2,7 %
Rahoituskulut vuodessa	-13,5		-13,6		-13,2	

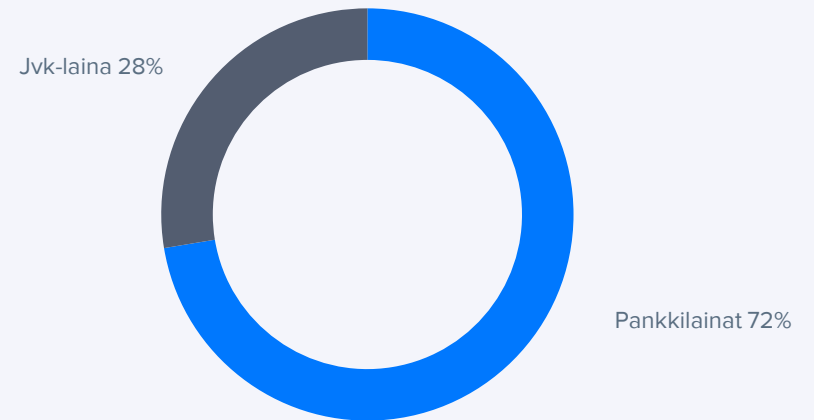
Lähde: Cibus

Liiketoimintamalli 9/9

Taserakenne Q4'18 (MEUR)



Korolliset velat 2018 lopussa



Lainojen maturiteetti (MEUR)



Lähde: Inderes

Strategia 1/2

Strategia

Osinko ja omistaja-arvo strategian keskiössä

Cibuksen strategia kiteytyy omistaja-arvoon ja osinkoon. Yhtiön tavoitteena on tarjota osakkeenomistajille korkeaa ja ennakoitavaa osinkotuottoa. Yhtiö maksaa kvartaaleittain kasvavaa osinkoa neljännesvuosittain ja vuotuinen osingon kasvutavoite on 5 %. Korkean osingon taustalla ovat yhtiön vahva kassavirta ja liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys.

Yhtiö näkee liiketoiminnassaan kasvumahdollisuuksia ja on kertonut, että se tulee tekemään noin 50 MEUR:n edestä kiinteistöhankintoja vuonna 2019. Cibus on myös kertonut, että pitkällä aikavälillä on todennäköistä, että yhtiö laajentuu muihin pohjoismaihin ja yhtiö on maininnut priorisoivansa tässä Ruotsia. Yhtiön johdon kommenttien perusteella myös laajemat yritysjärjestelyt voivat tulevaisuudessa olla mahdollisia. Kuitenkin, kaikissa järjestelyissä lähtökohtana on se, että Cibuksen osakekohtaisten tunnuslukujen pitää järjestelyiden myötä parantua. Yhtiöllä ei ole absoluuttista kasvutavoitetta eikä se pyri väkisin edes kasvamaan ellei kasvu luo omistaja-arvoa.

Suhtaudumme omistaja-arvoa korostavaan strategiaan lähtökohtaisesti myönteisesti ja mielestämme sijoittajien kannalta erittäin arvokasta, ettei yhtiö pyri väkisin kasvamaan omistaja-arvon kustannuksella. Pidemmällä tähtäimellä laajentuminen muihin pohjoismaihin on mielestämme perusteltua, sillä se parantaisi

kiinteistöportfolion maantieteellistä hajautusta ja siten laskisi yhtiön kokonaisriskiprofiilia.

Rahoituspolitiikka

Yhtiöllä on seuraavat pitkäaikaiset tavoitteet rahoituksen suhteen:

- Pitkän tähtäimen luototusaste (LTV-%) 55-65 %
- Lainojen keskimaturiteetti vähintään 2 vuotta
- Korkeintaan 50 % lainoista erääntyy seuraavan 12kk kuluessa
- Rahoittajina on vähintään kaksi eri lainanantajaa
- Yksi rahoittaja voi vastaa ainoastaan 60 % yhtiön lainoista
- Vähintään 50 % lainasalkusta suojataan korkojohdannaisilla

Rahoituksen suhteen yhtiö täytti vuoden 2018 lopussa tavoitteet, sillä velkaantuneisuusaste oli 58,4 % ja keskimääräinen laina-aika oli 2,1 vuotta. Tavoiteltu luototusaste 55-65 % on arviomme mukaan suhteellisen korkea listatuksi kiinteistösijoitusyhtiöksi, mutta se on mielestämme perusteltu huomioiden Cibuksen ennustettava ja vakaa kassavirta. Korkean velkavivun myötä yhtiön on mahdollista yltää myös suhteellisen korkeaan oman pääoman tuottoon.

Suunnitelmana on oman organisaation rakentaminen

Cibuksen johto on kertonut suunnittelevansa oman sisäisen organisaation rakentamisen

seuraavan noin 18 kuukauden aikana. Tällä hetkellä Pareto ja Sirius Capital vastaavat osittain yhtiön hallinnosta. Emme odota tämän muutoksen kuitenkaan vaikuttavan hallinnon kuluihin. Olemme käsitelleet yhtiön hallintorakennetta ja tavoitteita tämän osalta raportin sivulla 13.

Oman organisaation lisäksi yhtiö on kertonut suunnittelevansa Tukoholman Pörssin päälistalle siirtymistä, mikä voisi arviomme mukaan tapahtua vuonna 2020. Tämä voisi toteutuessaan kasvattaa osakkeen vaihtomäärää ja tehostaa siten osakkeen hinnanmuodostumista.

Pääomistaja tulee todennäköisesti irtautumaan osakkeesta

Cibuksen taustalla on kaksi Sirius Capital Partnersin hallinnoimaa rahastoa, jotka ovat edelleen yhtiön pääomistajia ja omistivat 2018 lopussa 41,3 % Cibuksesta. Rahastojen ns. lock-upit päättyivät maaliskuussa 2019 ja käsityksemme mukaan rahastot pyrkivät myymään omistuksensa seuraavan 3-vuoden aikana. Sirius on painottanut, että se ei tule myymään omistustaan kerralla vaan pyrkii irtautumaan vähitellen ja hallitusti. Cibuksen osakkeen vaihto oli viimeisen 12-kuukauden aikana noin 7,9 miljoonaa osaketta ja euromääräisesti karkeasti 79 MEUR. Tämän perusteella rahastojen 12,8 miljoonan osakkeen myyminen (noin 147 MEUR) pitäisi arviomme mukaan olla mahdollista 3-vuoden aikana ilman merkittävää vaikutusta osakekurssiin.

Strategia 2/2



Kiinteistösjoitustyhtiön perustaminen

- Kiinteistöportfolion hankinta
- Hallinnon järjestäminen
- Listautuminen pörssiin

Omistaja-arvon kasvu aktiivisella hallinnoinnilla

- Täydentävät kiinteistöhankinnat
- Vuokrasopimusten uudelleen neuvottelu
- Vieraan pääoman lainojen uudelleen neuvottelu
- Vakaan ja kasvavan kassavirran sekä osingon ylläpitäminen
- Oman hallinto-organisaation rakentaminen

Osingon kasvun ylläpitäminen

- Tavoitteena osingon kasvu 5 % vuosittain
- Pörssin päälistalle siirtyminen
- Laajentuminen muihin Pohjoismaihin

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Kiinteistöjen osto Sirius Capital Partnersilta ja onnistunut pörssilistautuminen
- Jvk-lainan liikkeeseenlasku ja pankkirahoitus järjestetty
- Toimitusjohtaja palkattu
- Tulos ja osinko saatu kasvu-uralle

Lähitulevaisuus 1-2v

- Oman hallinto-organisaation rakentaminen
- Siriuksen irtaantuminen
- Vieraan pääoman lainojen uudelleen neuvottelu ja optimointi
- Kassavirran ja osingon pitäminen kasvu-uralla

Seuraavat 5 vuotta

- Pitkän tähtäimen kasvusuunnitelman ja strategian täsmentäminen
- Onnistunut laajentuminen muihin Pohjoismaihin
- Nykyisen portfolion peruskorjausten ja ylläpitoinvestointien onnistunut toteuttaminen

Markkinakatsaus 1/3

Makronäkymät

Toimintaympäristön näkymät myönteiset

Kokonaisuutena Suomen yleistalouden näkymät ovat mielestämme Cibuksen kannalta myönteiset ja odotamme yhtiön hyötyvän matalan korkotason jatkumisesta sekä hiljalleen kiihtyvistä inflaatiosta. Suomen talouskasvu oli vuosina 2016-2018 vahvaa ja euroalueen kasvua nopeampaa. Vuosina 2019-2020 kasvun ennustetaan kuitenkin hidastuvan. Finanssiala ry:n kokoaman viimeisimpien talousennusteiden mukaisesti BKT:n kasvu jää noin 1,4-1,9 %:n tuntumaan kuluvana vuonna ja 0,8-1,5 %:iin ensi vuonna. Inflaation ennustetaan puolestaan kiihtyvän 1,4-1,6 %:iin vuoteen 2020 mennessä.

Suomalaisten kotitalouksien luottamus on edelleen historiallisestikin korkealla tasolla ja työllisyys on ollut vahvassa kasvussa, vaikka luottamusindikaattoreissa huippu on todennäköisesti jo ohitettu. Valoisa työllisyysnäköyksi ja yksityisen kulutuksen kasvu kulkevat käsi kädessä ja odotamme kotitalouksien kulutuksen pysyvän hyvällä tasolla lyhyellä aikavälillä. Kulutuksen tukena on lisäksi reaali-palkkojen kasvu.

Sen sijaan vientinäköyksi on alkanut heiketä ja teollisuustuotanto tasaantua, minkä vuoksi talouskasvu on yhä selvemmin kuluttajan harteilla. Pienenä avotaloutena Suomi on vahvasti riippuvainen kansainvälisistä suhdanteista, ja mielestämme suurimmat uhat taloudelle tulevat tällä hetkellä maan rajojen ulkopuolelta ja poliittisista riskeistä.

Ennustamme korkotason pysyvän matalana

Kiinteistö-sijoitusyhtiöiden liiketoimintaa on viimeisen 10-vuoden aikana euroalueella tukenut matala korkotaso ja korkotaso onkin näkemyksemme mukaan kaikkein olennaisin makrotalouden ajuri Cibukselle. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen pitkälti negatiivinen (10.4. -0,112 %) ja Euroopan keskuspankki on viestinyt rahapolitiikan pysyvän vahvasti elvyttävänä. Edellisessä kokouksessa EKP sitoutui pitämään ohjauskorkonsa nykytasolla ainakin vuoden 2019 loppuun asti, mikä entisestään jarrutti korko-odotuksia.

Nykytilanteessa ensimmäinen ohjauskoron nosto olisi edessä aikaisintaan vuonna 2020, ja sen jälkeenkin tahti pysynee hitaana. Odotamme 12 kuukauden euribor-koron nousevan positiiviseksi vasta vuonna 2020. Ennuste olettaa, ettei mikään negatiivisista yllätyksistä realisoidu ja maltillinen talouskasvu jatkuu sekä inflaatio kiihtyy hiljalleen. Poissuljettua ei ole sekään, että keskuspankki ei ehdi nostamaan ohjauskorkoa kertaakaan ennen seuraavaa taantumaa, mikä siirtäisi korko-odotuksia edelleen eteenpäin.

Talousnäköyksi tukee erittäin maltillisia korkoennusteita: euroalueella on nähtävissä jo merkkejä kasvun taitumisesta etenkin teollisuudessa ja pitkän aikavälin inflaatioennusteet ovat laskeneet viime kuukausina, mikä pitää korkotason tukevasti nollan alapuolella.

BKT:n kasvuennusteet 2019-2020

	2019	2020
Danske Bank	1,7	1,2
Aktia	1,7	1,3
Säästöpankkiryhmä	1,4	1,2
S-Pankki	1,6	1,4
Nordea	1,5	1,0
OP Ryhmä	1,6	0,8
Hypo	1,5	1,5
Handelsbanken	1,9	1,2

Lähde: Finanssiala ry

Inflaatioennusteet 2019-2020

	2019	2020
Danske Bank	1,3	1,5
Aktia	1,5	1,6
Säästöpankkiryhmä	1,2	1,5
S-Pankki	1,3	1,4
Nordea	1,2	1,6
OP Ryhmä	1,4	1,5
Hypo	1,5	1,5
Handelsbanken	1,5	1,6

Lähde: Finanssiala ry

Markkinakatsaus 2/3

Päivittäistavarakauppa

Vähän suhdanteista riippuvainen markkina

Päivittäistavaroihin luetaan elintarvikkeet ja päivittäin käytettävät kulutustavarat, joita hankitaan ruokaostosten yhteydessä. Näitä ovat mm. kodin paperit, tupakkatuotteet, lehdet ja päivittäiskosmetiikka. Elintarvikkeiden osuus päivittäistavaramyynnistä on noin 80 %. Markkinaa voi Suomessa kuvata oligopolistiseksi, sillä kahden suurimman toimijan S-ryhmän ja K-ryhmän yhteenlaskettu markkinaosuus oli viime vuonna yli 82 %. Kolmantena markkina-osuudella mitattuna oli Lidl, jonka markkinaosuus oli noin 10 %. Kaikkien toimijoiden kannattavuus on myös erittäin hyvällä tasolla ja selvästi yleiseurooppalaista tasoa korkeampi.

Päivittäistavarakauppa ry:n mukaan päivittäistavaramyynti oli Suomessa vuonna 2018 noin 18,2

miljardia euroa ja kasvoi 3,4 % edellisvuodesta. Markkina on viimeisen 14-vuoden aikana kasvanut keskimäärin noin 3,2 % vuosittain (CAGR-%) ja selvästi BKT:n kasvua nopeammin (1,1 %). Tämän markkinan kasvuvauhti on historiassa osittain seurannut BKT:n kasvuvauhtia, mutta se on kehittynyt selvästi BKT:n kasvua vakaammin ja esimerkiksi 2008-2009 finanssikriisillä oli suhteellisen vähäinen vaikutus kasvuvauhtiin. Kokonaisuutena päivittäistavarakaupan markkinaa voi mielestämme kuvata Suomessa kasvavaksi ja vähän suhdanteista riippuvaiseksi markkinaksi.

Verkkokaupan osuus on pieni, mutta kasvava

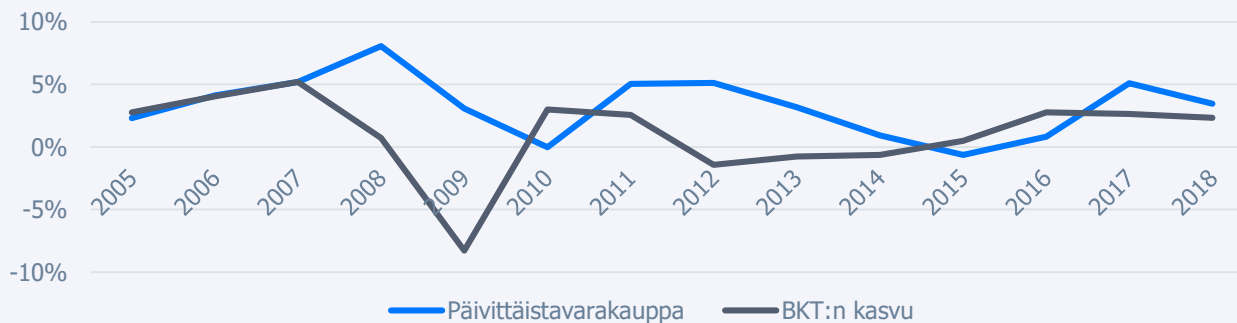
Verkkokaupan osuus Suomen päivittäistavara-kaupan mynnistä oli viime vuonna noin 0,4 % eli karkeasti noin 70 MEUR. Vaikka verkkokauppa kasvoi voimakkaasti (44,3 % edellisvuodesta) sen absoluuttinen osuus on hyvin pieni emmekä odota sen yleistyvän merkittävästi lähivuosina koko

Suomen alueella. Suomi on harvaan asuttu maa ja ongelmaksi ruokakaupan verkkokaupassa muodostuu logistiikkaketju ja jakelu.

Pidämme todennäköisimpänä, että ruoan verkkokauppa tulee Suomessa tulevaisuudessa kehittymään olemassa olevan fyysisen jakeluverkoston ympärille siten, että supermarketista tulee jakelupisteitä verkkokaupasta ostettaville tuotteille. Esimerkiksi Suomessa Kesko on viestinyt uskovansa vahvasti verkkokaupan ja fyysisen kivijalkakaupan yhdistelmään, jossa verkko-ostokset voi noutaa kaupan noutopisteestä.

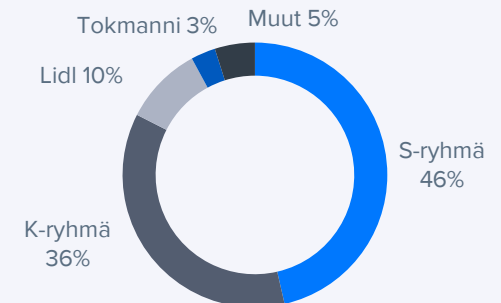
Kokonaisuutena emme odota verkkokaupan vaikuttavan päivittäistavara-kaupan kiinteistöjen kysyntään negatiivisesti Suomessa keskipitkällä aikavälillä. Poikkeuksena ovat mahdollisesti suurten kaupunkien Helsingin, Turun ja Tampereen ydinkeskustat joihin vaikutus voi olla negatiivinen.

Päivittäistavarakaupan ja BKT:n vuotuinen kasvu-% Suomessa 2005-2018



Lähde: Tilastokeskus ja Suomen päivittäistavara-kauppayhdistys

Päivittäistavarakauppamarkkina 2018



Lähde: Päivittäistavarakauppa ry

Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusmarkkina

Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökauppariikkinat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. Catellan tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiovolyymi oli vuonna 2018 noin 8,9 miljardia euroa, mikä on tilaston kaikkien aikojen toiseksi korkein taso.

Transaktiovolyymit olivat vuonna 2018 selvästi yli vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen antavan tukea myös Cibuksen kiinteistöjen käyville arvoille.

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

Päivittäistavarakauppa-kiinteistömarkkina

Suomen päivittäistavara-kiinteistömarkkina on arviomme mukaan karkeasti 6 miljardin euron kokoinen. Näistä kiinteistöistä noin puolet omistavat Kesko ja S-ryhmä itse. Vajaa 2 miljardin euron edestä näitä kiinteistöjä omistavat kolme toimijaa: Cibus, Mercada ja Trophi Fastighets. Loput noin 1 miljardia euroa omistavat suhteellisen hajautetusti muut tahot kuten erilaiset rahastot ja pienemmät instituutiosijoittajat.

Cibuksen lisäksi myös Mercada ja Trophi ovat viime vuosina kasvaneet kiinteistöhankinnoilla ja arvioimme, että toimialalla on konsolidaatiopaineita. Suurempi kiinteistöportfolio tarkoittaa parempaa hajautusta ja siten matalampaa riskiprofilia. Lisäksi toiminnassa on arviomme mukaan mahdollista saavuttaa pieniä mittakaavaetuja rahoituksessa ja hallinnoinnissa. Pidämme todennäköisenä, että kilpailu myytävistä kiinteistöistä tulee konsolidaation myötä vähitellen kiristymään, minkä myötä Cibuksen kasvu Suomessa voi tulevaisuudessa vaikeutua ja kallistua. Toisaalta, tuottovaatimukset voivat tämän kehityksen myötä myös laskea, mikä toteutuessaan nostaisi yhtiön kiinteistöjen arvoja.

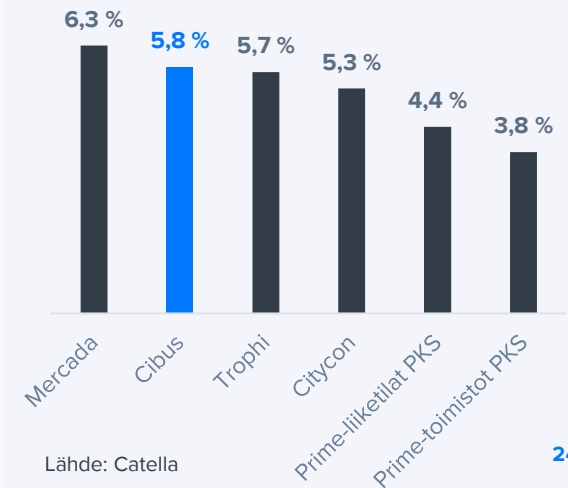
Kokonaisuutena emme odota Cibuksen kiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan nykyisestä näiden kiinteistöjen maantieteellinen sijainti ja riskiprofilii huomioiden. Vastaavasti, emme odota tuottovaatimusten myöskään nousevan.

Kiinteistötransaktiot Suomessa



Lähde: Catella

Tuottovaatimukset



Lähde: Catella

Ennusteet 1/4

Yhteenveto ennusteissa

Osingon kasvutavoite on lähivuodet uskottava

Cibus itse tavoittelee osakekohtaisen osingon 5 %:n kasvua vuosittain ja arviomme mukaan tämä tavoite on lähivuosina uskottava ja sen saavuttamiseen liittyvä riski suhteellisen pieni. Cibuksen kassavirta on hyvin ennustettava ja yhtiö on jo saanut nostettua vuoden 2019 kassavirtapohjaista tulostaan lainojen uudelleenrahoituksella ja kiinteistöhankinnoilla arviomme mukaan yli 12 %:lla alkuvuoden 2018 tasosta. Ennustamme yhtiön osingon kasvavan vuosittain 5 % vuosina 2019-2021, jolloin vuotuinen osingonjakosuhte on noin 89-91 %.

Vuoden 2021 jälkeen ennustamme kuitenkin yhtiön tuloksen vuotuisen kasvun hidastuvan selvästi noin 1,5 %:iin. Tämän myötä emme odota yhtiön osinkoon kasvua merkittävästi, sillä emme pidä yli 90 %:n osingonjakosuhdetta kestäväenä tasona Cibukselle pitkällä aikavälillä. Merkittävästi ennusteitamme korkeampi tuloskasvu vuoden 2021 jälkeen ennustamallamme osinkotasolla vaatisi näkemyksemme mukaan a) pienempiä kiinteitä kuluja esimerkiksi organisaatiomuutoksen kautta b) osakeantia tai yritysjärjestelyä, jonka myötä yhtiö pystyisi investoimaan kasvuun tai c) yhtiön nykyistä strategiaa korkeampaa velkavipua.

Merkittävimmät ennusteisiimme liittyvät riskit liittyvät arviomme mukaan yhtiön omistamien kiinteistöjen vaatimiin ylläpitoinvestointeihin ja ns. jäännösarvoriski.

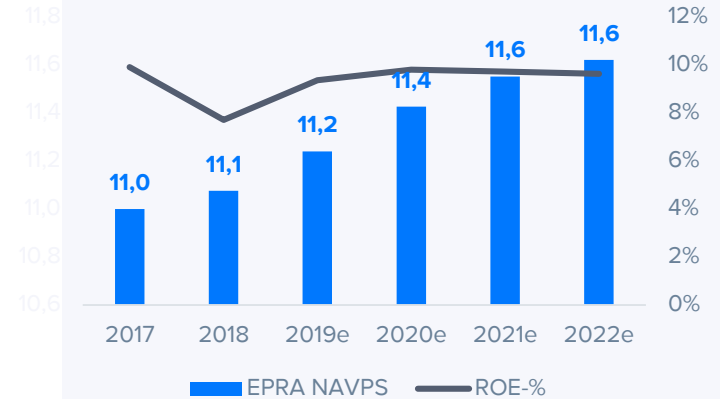
Lyhyen tähtäimen ennusteet

Cibuksen liiketoiminta ja kassavirrat ovat 12-kuukauden tähtäimellä erittäin hyvin ennustettavia yhtiön vuokrasopimusten sekä sitoviin sopimukseen liittyvän hallinnon takia. Yhtiöllä on vuonna päättyviä vuokrasopimuksia noin 4 MEUR:n edestä, mutta johto on viestinyt olevansa luottavainen että näitä sopimuksia saadaan jatkettua emmekä itse ennusta merkittäviä muutoksia yhtiön vuokrausteeseen, vaan ennustamme sen olevan 95 % lyhyellä ja pitkällä aikavälillä (2018: 96 %).

Cibuksella ei ole varsinaista tulosohjeistusta vuodelle 2019, mutta yhtiö raportoi tuottokyvyn seuraavalle 12-kuukaudelle ja tämä toimii lähtökohdana ennusteillemme. Tuottokyvyn lisäksi ennustamme yhtiön hankkivan vielä noin 20 MEUR:n edestä kiinteistöjä H2'19 aikana, minkä lisäksi ennustamme, että viimeinen kolmas osa yhtiön pankkilainoista jälleenrahoitetaan Q2'19 aikana ja tämän myötä yhtiön keskimääräiset rahoituskulut laskevat noin 2,6 %:iin (Q1'19 noin 2,7 %). Vuoden 2019 ylläpitoinvestoinnit ovat ennusteessamme 3,0 MEUR eli hieman yhtiön tavoittelemaa 2,5 MEUR:n tasoa korkeampia ja 2019 operatiivisen toiminnan verot ovat verosaamisten myötä ennusteessamme vain 5 %.

Näiden oletusten myötä yhtiön 2019 osakekohtainen tulos on 1,00 euroa ja ennustamme osingon kasvavan 5,0 % 0,88 euroon per osake (2018: 0,84 euroa per osake).

EPRA NAV ja ROE-%



EPS ja osinko per osake



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/4

Pidemmän aikavälin ennusteet

Cibuksen vuokrasopimukset ovat indeksiin sidottuja ja ennustamme yhtiön bruttoneliövuokrien ja hoitokulujen per neliö nousevan vuosittain keskimäärin 1,5 % vuodessa inflaatiovauhdin mukana. Ennustamme vuokrausasteen pysyvän vakaana ja myös nettotuottojen suhteellisen osuuden bruttovuokratuotoista (ns. surplus ratio) säilyvän 2019 tasolla koko ennusteperiodimme ajan. Käytännössä siis uusien hankittujen kiinteistöjen vuokrasopimukset ja kaikki uudistetut vuokrasopimukset solmitaan ennusteessa samoilla ehdoilla kuin yhtiön sopimuskanta keskimäärin.

Ennustamme hallinnon kulujen olevan uudella organisaatiolla noin 3,7 MEUR vuonna 2020 (2019 tuottokyky-arvio 3,6 MEUR) ja kasvavan tämän jälkeen 1,5 % vuodessa. Yhtiön johto on viestinyt, että tulevan uuden organisaation kulurakenne on sama kuin nykyinen. Pidämme mahdollisena, että yhtiö pystyisi omalla organisaatiolla laskemaan hallinnon kuluja nykyisestä lähivuosina, mutta vastaavasti yhtiön mahdollinen pörssin päälisalle siirtyminen 2020 ja ennustamamme kiinteistöportfolion kasvu tuovat myös lisää kuluja, minkä takia emme ennusta hallinnon kulutasoon merkittävää muutosta.

Rahoituskulujen osalta ennustamme, että yhtiö tulee uudelleenrahoittamaan jvk-lainansa vuonna 2021 noin 3,5 %:n korolla (nykyinen 4,5 %), jolloin keskimääräiset rahoituskulut laskevat noin 2,3 %:iin. Odotamme rahoituskulujen säilyvän tällä tasolla keskipitkällä aikavälillä ennusteissamme ja nousevan pitkällä aikavälillä 4,0 %:iin.

Cibus pystyy hyödyntämään verotuksessa enintään 7 %:n poistoja kiinteistöissään ja tämän lisäksi enintään 25 %:n poistoja tiettyjen kiinteistöjen osien osalta (mm. koneet ja laitteet). Nämä poistot eivät näy yhtiön IFRS-tuloslaskelmassa, mutta ne laskevat yhtiön verotettavaa tulosta. Arvioimme, että Cibuksen operatiivisen toiminnan efektiivinen veroprosentti asettuu noin 10 %:n tasolle tämän myötä. Kiinteistöjen käyvän arvon muutosten osalta yhtiö kirjaa verovelan 20 %:n veroasteella.

Tuottovaatimukset vakaana

Cibuksen kiinteistöportfolio oli arvostettu ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan arvonmäärityksessä 5,8 %:n nettotuottovaatimuksella vuoden 2018 lopussa, mikä oli sama taso, kuin kesäkuun lopussa 2018. Emme odota tuottovaatimusten muutosta Cibuksen kiinteistöportfolioon näiden kiinteistöjen maantieteellinen sijainti huomioiden ja kiinteistöjen käypä arvo säilyy ennusteessamme muuttumattomana.

Investoinnit

Ennustamme yhtiön investoivan uusiin kiinteistöihin 50 MEUR vuonna 2020 ja 10 MEUR vuosittain 2021 ja 2022. Näiden jälkeen emme enää ennusta investointeja, koska yhtiön nettovelan velkaantuneisuusaste nousee mallissamme 63 %:iin eli lähelle yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaista ylärajaa (tavoite 55-65 %). Arvioimme, että yhtiö halua pitää pienen turvamarginaalin tavoitetason ylärajaan. Odotamme uusien hankittujen kohteiden nettotuotto-%:n olevan keskimäärin 6,3 %, mikä vastaa marraskuussa 2018 hankittujen

kohteiden tuottotasoa. Arvioimme, että nämä kohteet arvotetaan yhtiön taseessa 5,8 %:n nettotuotto-%:illa eli Cibus kirjaa hankinnoista pienen positiivisen (ei-kassavirallisen) käyvän arvon muutoksen tulokseensa. Tämä vastaa sitä, mitä Q4'18 hankittujen kiinteistöjen osalta (30 MEUR) tapahtui.

Ylläpitoinvestoinnit

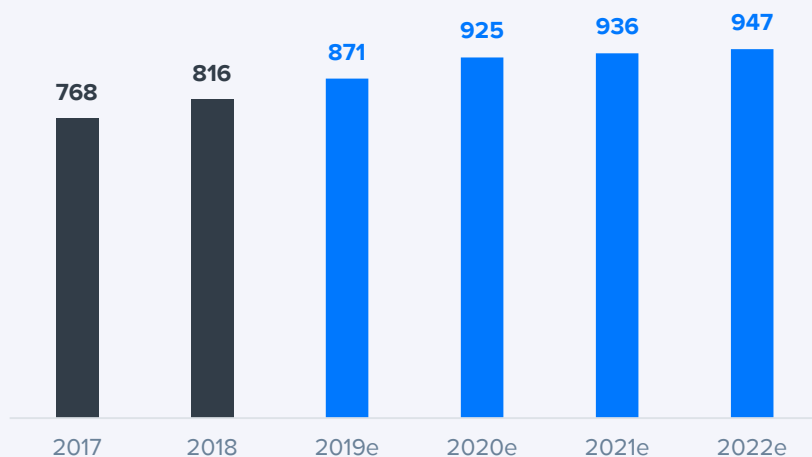
Cibus on viestinyt arvioivansa vuotuisten ylläpitoinvestointien olevan keskimäärin 2,5 MEUR seuraavan 10-vuoden aikana. Pidämme itse tätä tasoa liian matalana huomioiden yhtiön kiinteistöportfolion koko ja rakennusvuodet. Olemme käsitelleet ylläpitoinvestointeja tarkemmin raportin sivulla 15. Ennustamme vuotuisten ylläpitoinvestointien olevan 3,0 MEUR 2020-2021 ja nousevan tämän jälkeen 5,0 MEUR:oon, minkä jälkeen ne kasvavat 1,5 % vuosittain. Ennustemallissamme ylläpitoinvestoinnit eivät heijastu kiinteistöjen käypiin arvoihin lainkaan, koska arvioimme, että vuokrasopimusten päätyttyä kiinteistöt vaativat investointeja, jotta ne saadaan vuokrattua aikaisemmilla ehdoilla. Ylläpitoinvestoinnit näkyvät IFRS-raportoinnin mukaisesti negatiivisina käyvän arvon muutoksina tuloslaskelmassa.

Tuloskasvu hiipuu vuoden 2021 jälkeen

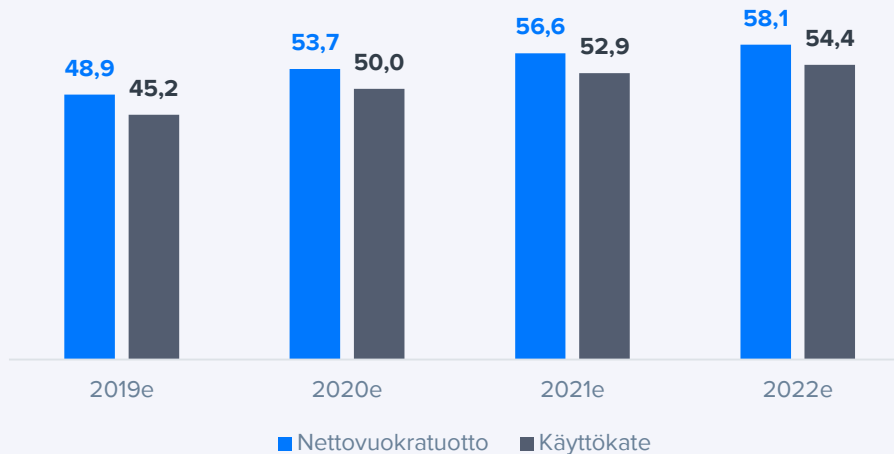
Ennusteidemme mukaisesti Cibus yltää keskimäärin 9,6 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon vuosina 2019-2028. EPS kasvaa 8 % vuosittain 2020-2021, mutta tämän jälkeen tuloskasvu ja myös osingonkasvu hiipuu keskimäärin noin 1,5 %:oon.

Ennusteet 3/4

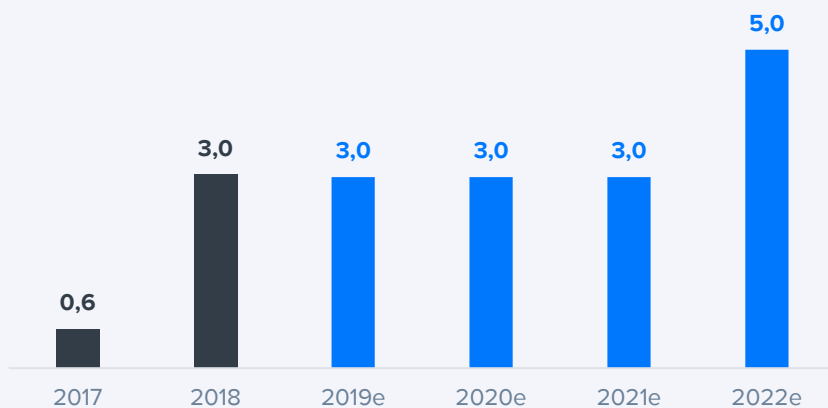
Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)



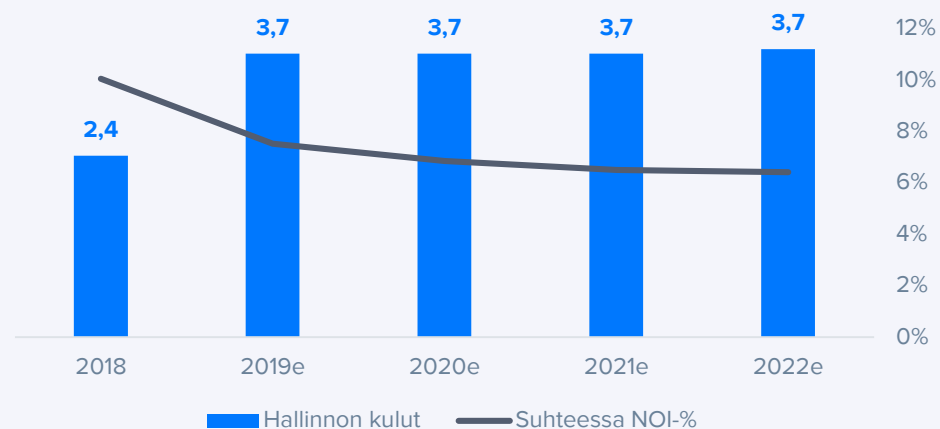
Nettovuokratuotto ja käyttökate (MEUR)



Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit (MEUR)



Kiinteät hallinnon kulut (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

	2018*	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Tuotot yhteensä	28,9	14,2	14,6	15,0	15,5	59,2	64,8	68,3
Bruttovuokratuotot	25,0	12,8	12,8	13,1	13,6	52,3	57,4	60,5
Palvelutuotot	3,9	1,4	1,8	1,8	1,9	6,9	7,4	7,8
Kulut yhteensä	-5,5	-3,7	-2,1	-2,2	-2,3	-10,3	-11,2	-11,7
Hoitokulut	-4,5	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-8,7	-9,5	-10,1
Kiinteistövero	-1,0	-1,6	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,6	-1,6
NOI	23,4	10,4	12,4	12,8	13,2	48,9	53,7	56,6
Hallinnon kulut	-2,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,7	-3,7
Muut tuotot	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	22,9	9,5	11,5	11,9	12,3	45,2	50,0	52,9
Rahoituskulut netto	-8,2	-3,4	-3,4	-3,4	-3,5	-13,6	-14,6	-14,2
Rahoitustuotot	0,4	-	-	-	-	-	-	-
Rahoituskulut	-8,6	-	-	-	-	-	-	-
Vuokraustoiminnan tulos	14,7	6,1	8,2	8,5	8,9	31,7	35,4	38,7
Realisoitumattomat kiint. arvonmuutokset	2,0	1,8	-0,8	0,1	0,1	1,3	1,3	-2,1
Johdannaiset	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Realisoituneet kiint. arvonmuutokset	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	16,4	7,9	7,4	8,6	9,0	33,0	36,7	36,6
Operatiivisen toiminnan verot	-0,8	0,0	0,0	-0,8	-0,9	-1,7	-3,5	-3,9
Laskennalliset verovelat lisäys	-2,3	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,4
Raportoitu tulos	13,4	7,6	7,6	7,7	8,1	31,0	32,9	33,1
EPS	0,43	0,24	0,24	0,25	0,26	1,00	1,06	1,07
Osinko per osake	0,84	-	-	-	-	0,88	0,93	0,97
Tunnusluvut	2018*	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Bruttovuokrien kasvu-%	-	-	-	-	-	-	1,5 %	1,5 %
Vuokrausaste-%	96 %	95,0 %	95,0 %	95,0 %	95,0 %	95,0 %	95,0 %	95,0 %
Surplus ratio-%	93,7 %	81,5 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %	93,5 %	93,5 %	93,5 %
Käyttökate-%	79,1 %	67,1 %	79,1 %	79,3 %	79,5 %	76,4 %	77,1 %	77,5 %

*Tilikausi 07/2018-12/2018

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Yhteenveto

Perustamme Cibuksen arvonmäärityksemme verrokkiryhmän arvostustasoon, osakkeen historialliseen arvostustasoon ja DCF-laskelmaan. Eri arvostusmenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 113-149 SEK välillä. Annamme suurimman painoarvon tasepohjaisille kertoimille ja osinkotuotolle, koska odotamme markkinoiden hinnoittelevan osaketta näiden perusteella.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Cibuksen osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Hyvät tuloskasvunäkymät lähivuosille
- Liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys ja hyvä ennustettavuus
- Suhteellisen korkea oman pääoman tuotto
- Vahva kassavirta ja korkea osinkotuotto
- Omistaja-arvon kasvua korostava strategia
- Yritysopto

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan:

- Ylläpitokorjausten tasoon liittyvä riski
- Joihinkin yhtiön kiinteistöihin liittyvä jäännösarvoriski
- Mielestämme vaatimattomat pitkän tähtäimen tuloskasvunäkymät

- Kahden vuokralaisen suuri osuus (yli 80 %) vuokralaisportfoliosta
- Verrokkeja korkeampi velkaantuneisuus

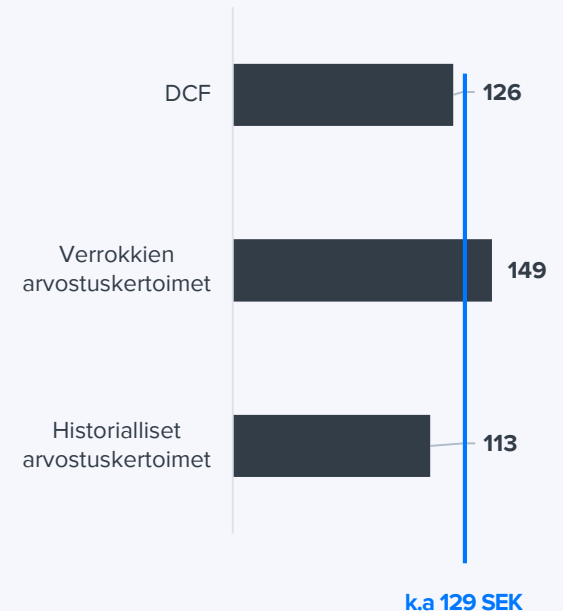
Suositus ja tavoitehinta

Annamme Cibukselle lisää-suosituksen ja asetamme tavoitehintamme 129 kruunuun per osake (SEK). Cibuksen kassavirtaan perustuvan osingon osinkotuotto on tällä hetkellä 8 %:n, mikä on mielestämme houkutteleva huomioiden yhtiön kassavirtojen hyvä ennustettavuus ja liiketoiminnan vähäinen suhdanneherkkyys. Odotamme osingon kasvavan vuosina 2019-2021 noin 5 % vuosittain yhtiön jo saavuttaman ja ennustamamme tuloskasvun myötä. Vastaavasti osakkeen nykyisissä tasepohjaisessa arvostustasossa on mielestämme laskuvaraa verrokkiryhmä ja osakkeen historiallinen arvostustaso huomioiden ja siten sijoittajien tuotto-odotus nojaa lyhyellä aikavälillä puhtaasti osinkoon.

Myönteistä näkemystämme tukee osakkeeseen liittyvä yrityskauppaoptio, jonka arvo on mielestämme positiivinen. Yrityskaupan mahdollisuus ei kuitenkaan mielestämme ole itsessään riittävä peruste Cibuksen osakkeen positiivisen suosituksen perustelemiseksi.

Suurimmat arvostukseen liittyvät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön ylläpitokorjausten tasoon sekä joidenkin yhtiön kiinteistöjen jäännösarvoihin. Näiden riskien realisoituminen voisi laskea yhtiön tulosta, kassavirtaa ja osinkoa ja näin laskea osakkeen käypää arvoa.

Yhteenveto arvonmäärityksestä (SEK)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Historialliset arvostuskertoimet

Cibuksen kaupankäynti Tukholman pörssin First North -markkinapaikalla alkoi 9.3.2018 eli yhtiö on ollut julkisen kaupankäynnin kohteena noin vuoden ajan. Historiallinen arvostustaso tältä ajanjaksolta antaa siten referessin arvioida osakkeen käypää arvoa.

Viimeisen noin vuoden aikana osake on ollut arvostettuna pörssissä keskimäärin noin 6 % alle viimeisimmän EPRA NAV:in ja noin 11x Forward-P/E-kertoimella. Osinkotuotto on ollut keskimäärin 7,9 %. Näiden kertoimien, 2018 lopun NAV:in ja 2019 ennusteidemme perusteella Cibuksen arvoksi muodostuisi 10,4-11,2 euroa per osake eli viimeisimmällä vaihtokurssilla 109-117 SEK per osake. Painotamme näitä kertoimia yhtä suurilla painoilla ja yhtiön historialliseen arvostustasoon perustuva arvonmäärityksemme antaa siten osakkeen arvoksi 113 SEK per osake.

Arvostus suhteessa verrokkeihin

Olemme valinneet Cibuksen verrokkiryhmään pääasiassa suuria Ruotsalaisia kiinteistösiirtoyhtiöitä, joista on laadukkaat konsensusennusteet saatavilla. Näiden lisäksi olemme Suomesta valinneet verrokeiksi Cityconin, Kojamon ja Hoivatilat ja Norjasta Entran. Verrokkiryhmän yhtiöt omistavat hieman toisistaan poikkeavia kiinteistöjä, mutta tuotto/riski -profiililtaan ne ovat mielestämme kuitenkin suhteellisen lähellä toisiaan. Tämän puolesta puhuu mm. verrokkiryhmän suhteellisen yhtenäisen tasepohjainen arvostustaso.

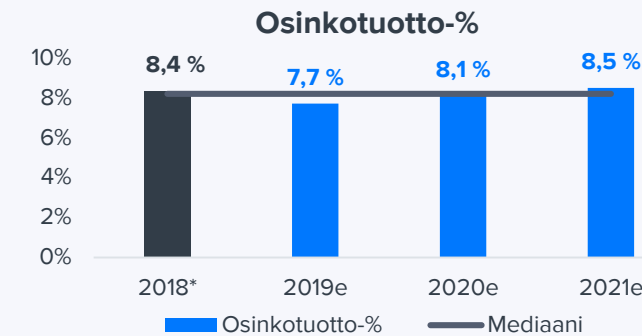
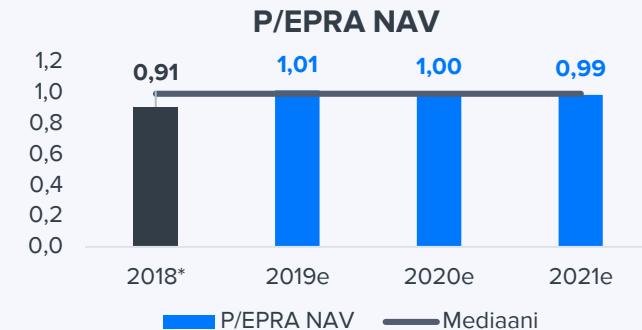
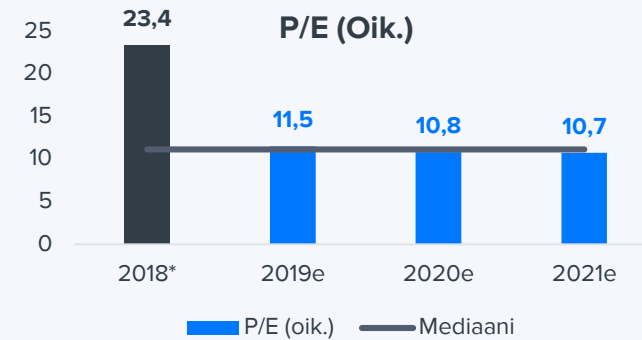
Verrokkeihin nähden Cibuksen liiketoiminta on

mielestämme keskimääräistä matalariskisempää ja vakaampaa. Cibuksen liiketoiminta ei ole merkittävästi suhdanteista riippuvaista, verkkokauppa ei arviomme mukaan uhkaa yhtiön liiketoimintaa ja lisäksi Cibuksen vuokralaisten maksukykyyn liittyvä riski on hyvin pieni. Edelleen, Cibuksen kasvunäkymät ovat mielestämme tällä hetkellä kohtuullisen hyvät. Näiden myötä verrokkeja korkeampi arvostustaso voisi olla Cibukselle perusteltua. Toisaalta, Cibuksen velkaantuneisuusaste on hieman verrokkiryhmän keskiarvoa korkeampi.

Edelliset tekijät huomioiden verrokkiryhmän keskimääräinen 2019e P/NAV-kerroin on noin 0,95 ja vastaava P/E-kerroin on noin 17,8x. Näiden kertoimien ja omien ennusteidemme perusteella osakkeen käypä arvo on 50/50 painoilla 14,2 euroa eli noin 149 SEK per osake. On myös huomiotava, että Cibuksen lähivuosien osinkotuotto 7,7-8,1 % on ennusteillamme selvästi verrokkiryhmää korkeampi (verrokkit mediaani 3,0-3,2 %).

DCF-laskelma

Olemme laatineet Cibuksesta DCF-arvonmäärityksen, mutta emme anna sille suurta painoarvoa erityisesti terminaaliolietuksiin eli ikuisuusolietuksiin liittyvän herkkyyden vuoksi. DCF-mallimme indikoi osakkeelle noin 12,1 euron eli noin 126 SEK käypää arvoa 9,4 %:n oman pääoman tuottovaateella ja 6,0 %:n keskimääräisellä pääoman kustannuksella (WACC). DCF-mallin terminaalikasvuoletus on 2,0 % ja terminaaliveroprosentti on 20 %.

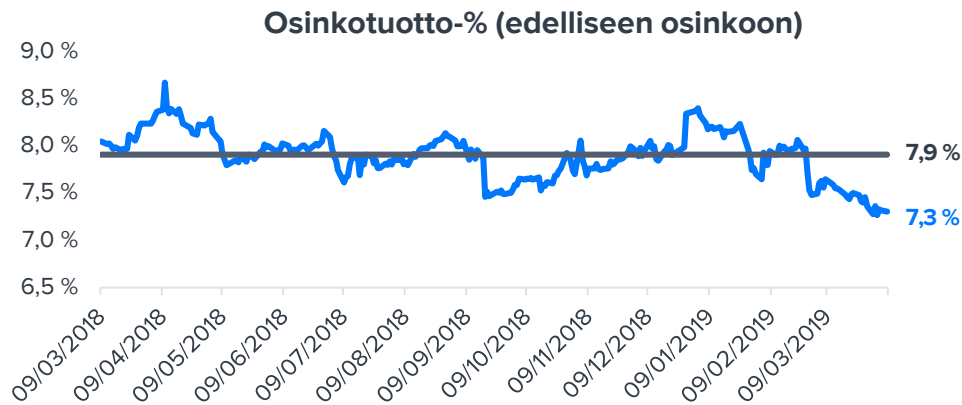


Arvonmääritys 3/4

Avainluvut	2018*	2019e	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,43	1,00	1,06	1,07
EPRA EPS	0,45**	0,96	1,02	1,12
Osinko per osake	0,84	0,88	0,93	0,97
Osingonjakosuhte-%	195 %	89 %	87 %	91 %
ROE-% (raportoitu)	7,7 %	9,4 %	9,8 %	9,7 %
EPRA NAV per osake	11,08	11,24	11,43	11,55
Nettovelka LTV-%	58 %	61 %	62 %	63 %
Omavaraisuusaste-%	39 %	38 %	36 %	36 %
Osakekurssi (SEK)	103,5	119,5	119,5	119,5
Valuuttakurssi (EUR/SEK)	10,29	10,45	10,45	10,45
Markkina-arvo (MEUR)	312,7	355,7	355,7	355,7
EV (MEUR)	773,3	867,0	913,9	919,8
P/E (oik.)	23,4	11,5	10,8	10,7
P/EPRA EPS	22,5	11,9	11,2	10,2
P/EPRA NAV	0,91	1,01	1,00	0,99
Osinkotuotto-%	8,4 %	7,7 %	8,1 %	8,5 %

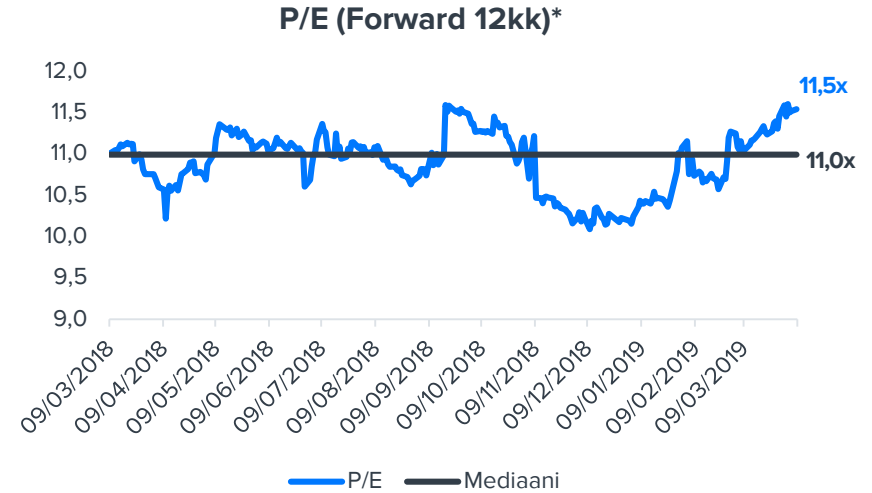
*Tilikausi 07/2018-12/2018

** Inderesin arvio

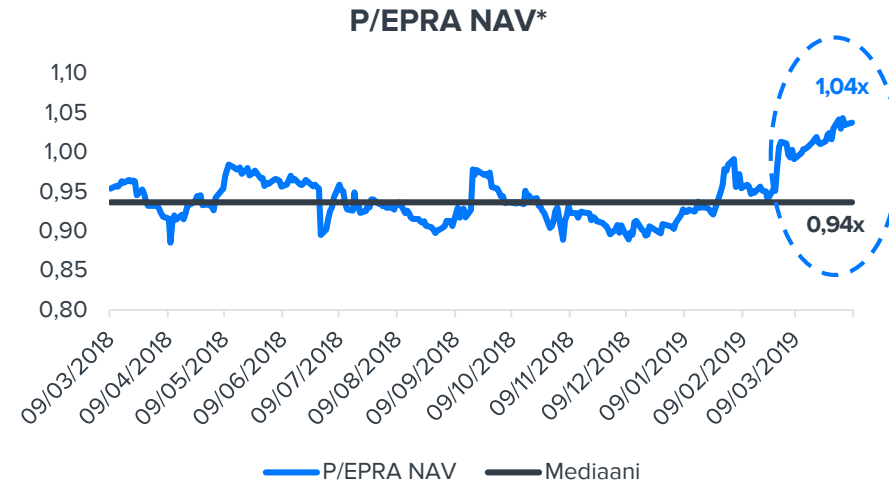


Lähde: Inderes

— Osinkotuotto-% — Mediaani



*Tulos vuokraustoiminnasta (PFFM) seuraavan 12kk tuottokyvyn perusteella



*Suhteessa viimeisimpään EPRA NAV:iin

Arvonmääritys 4/4

Yritysosto-optio

Arviomme mukaan Cibus voisi itsessään olla mahdollinen yritysostokohde. Kansainvälisten sijoittajien kiinnostus Suomalaisia ja Pohjoismaisia kiinteistösijoituksia kohtaan on tällä hetkellä suurta ja transaktiovolyymit ovat historialliseen tasoon nähden korkeita. Toimialalla on nähty lukuisia suuria yrityskauppoja viime vuosina.

Cibus omistaa sellaisia kiinteistöjä Suomesta, joita on käsityksemme mukaan haasteellista ostaa ainakaan suurina portfolioina. Ostamalla Cibuksen ostaja saisi yhdellä kaupalla hajautetun, vahvan kassavirran (nettotuotto 5,9 %) kiinteistöportfolion mielenkiintoiselta kiinteistösektorilta. Vastaavasti, ostajana voisi olla myös taho, joka jo tällä hetkellä omistaa näitä kiinteistöjä ja haluaa mittakaavaetuja (Trophie tai Mercada).

Arviomme mukaan nykyinen pääomistaja (Siriuksen hallinnoimat rahastot) tuskin vastustaisi

myyntiä, mikäli vain hinta on kohdillaan. Sirius on ilmoittanut näiden rahastojen tavoittelevan irtaantumista Cibukselta seuraavan 3-vuoden aikana ja myynti voisi olla nopea ja kustannustehokas tapa toteuttaa irtaantuminen.

Yrityskauppaoptio tukee arvostusta

Yrityskauppaa vastaa puhuu se, että Sirius on arviomme mukaan tutkinut yrityskauppaa exit-keinona ja kartoittanut ostajia, mutta kuitenkin päätyneet pörssilistautumiseen. Todennäköisesti Sirius on arvioinut, että pörssissä saataisiin korkeampi hinta omistukselle kuin yrityskaupalla. Yrityskauppaa voi myös hankaloittaa se, että Cibuksen hallinnointi on tällä hetkellä osittain jaettu Cibuksen, Siriuksen ja Pareton kesken ja tätä hallinnointia voisi olla haastava siirtää tällä hetkellä uudelle omistajalle. Yrityskauppa voisi vaatia sen, että Cibuksella olisi kokonaan oma hallinnointi.

Kokonaisuutena pidämme kuitenkin yrityskauppaa mahdollisena muutaman vuoden tähtäimellä. Ostohinnan pitäisi arviomme mukaan kuitenkin olla yli nykyisen osakkeen arvostustason eli yli EPRA NAV:in, jotta pääomistaja hyväksyisi myynnin. Toimialalla on nähty tämänkaltaisia arvostuskertoimia yrityskaupoissa, esimerkiksi Tukholman pörssiin listattu Victoria Park ostettiin noin 16 % yli EPRA NAV:in viime vuoden syyskuussa. Vastaava arvostustaso tarkoittaisi Cibukselle noin 12,8 euroa per osake arvostusta eli noin 134 SEK per osake. Arviomme mukaan pääomistaja ja suurin osa osakkeenomistajista hyväksyisi tällä tasolla olevan ostotarjouksen.

Arviomme mukaan Cibuksen osakkeeseen liittyy yrityskauppaoptio, joka on arvoltaan positiivinen. Mielestämme kuitenkin yrityskauppaoptio ei ole itsessään riittävä syy omistaa Cibuksen osaketta sen realisoitumiseen liittyvän epävarmuuden takia.

Sektorin yrityskauppoja

Ostokohde	Toteutunut	Pörssi	Kauppahinta (MEUR)	Kaupan arvostus EPRA NAV:iin
Sponda	8/2017	Helsinki	1763	94 %
Victoria Park	9/2018	Tukholma	832	116 %
Technopolis	10/2018	Helsinki	730	100 %
Kauppakeskus Itis	12/2018	-	516	92 %*
Stendörren Fastigheter	2/2019	Tukholma	270	91 %

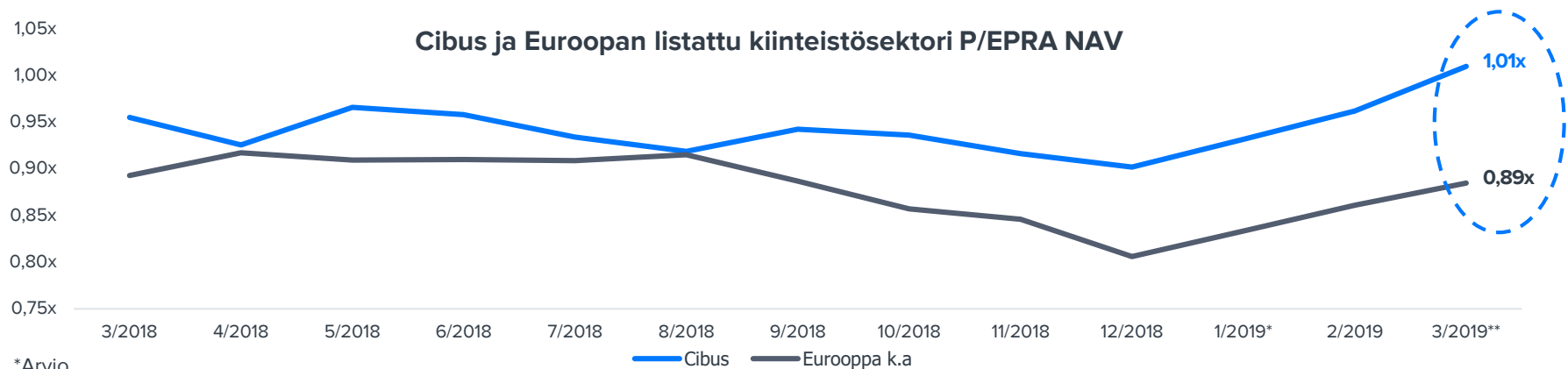
*Suhteessa tasearvoon

Lähde: Inderes

Arvostus suhteessa verrokkeihin

Verkkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E (oik.)		P/NAV		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Atrium Ljunberg	166,00	2053	3793	18,7	18,0	0,83	0,77	3,1	3,2
Balder	294,40	4777	11781	16,8	16,4	0,97	0,88	0,0	0,0
Castellum	178,20	4700	8541	17,3	16,5	0,98	0,92	3,6	3,7
Citycon	9,05	1611	3747	11,9	11,8	0,85	0,84	7,2	7,2
Entra ASA	130,20	2498	4701	18,2	17,4	0,88	0,85	3,6	3,9
Fabege	135,10	4308	6814	30,3	28,0	0,85	0,79	2,1	2,3
Hembla	183,00	1514	3043	34,9	30,4	1,04	0,90	0,0	0,0
Hemfosa	79,80	1473	3495	10,9	12,0	0,98	0,89	3,2	3,6
Hufvudstaden	162,40	3720	4320	31,7	29,9	0,91	0,87	2,4	2,5
Hoivatilat	8,98	228	388	8,1	10,0	1,07	0,98	2,1	2,3
Kungsleden	73,50	1538	3109	14,8	14,2	0,86	0,81	3,5	3,8
Kojamo	10,50	2595	4758	19,2	17,9	0,86	0,78	3,2	3,4
Pandox	165,80	1503	4127	13,8	13,1	0,94	0,87	3,0	3,1
Sagax	179,00	3116	4526	18,6	17,1	1,94	1,60	1,3	1,5
Wallenstam	94,75	2684	4709	30,2	29,4	1,08	1,01	2,1	2,2
Wihlborgs	130,40	1922	4089	13,3	12,9	0,96	0,89	3,2	3,4
Cibus (Inderes)	11,44	356	867	11,5	10,8	1,01	1,00	7,7	8,1
Keskiarvo				19,3	18,4	1,00	0,91	2,7	2,9
Mediaani				17,8	16,8	0,95	0,88	3,0	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				-35 %	-36 %	6 %	14 %	155 %	156 %

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



*Arvio

**Maaliskuun lopun taso Euroopan keskiarvon osalta
Tiedot kerätty 11.4.2019

Lähde: Inderes

DCF-arvonmääritys

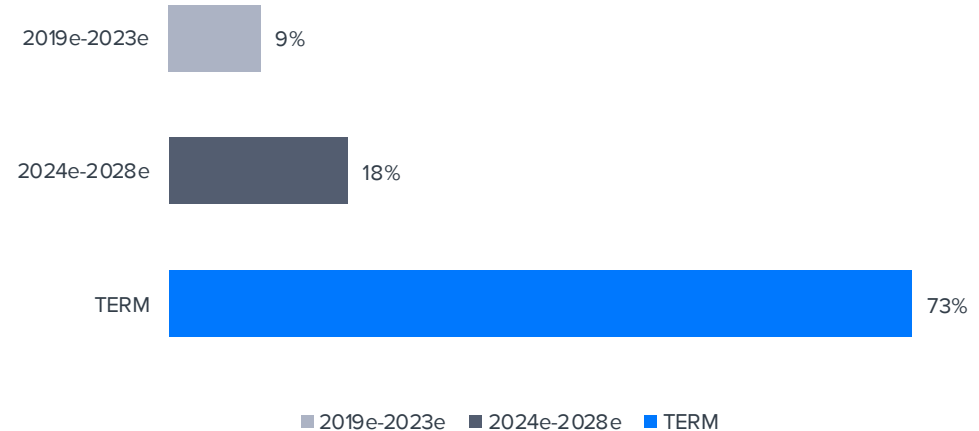
DCF-laskelma	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Käyttökate	45,2	50,0	52,9	54,4	55,6	56,4	57,2	58,1	59,0	59,9	
- Kiinteistöjen ylläpitoinvestoinnit	-3,0	-3,0	-3,0	-5,0	-5,1	-5,2	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	
- Maksetut verot	-0,1	-3,5	-3,9	-4,1	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,3	-8,6	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-1,6	-1,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-4,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,0	1,6	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
Operatiivinen kassavirta	38,2	43,5	45,8	44,8	45,7	46,3	47,0	47,7	48,4	41,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investoinnit uusiin kiinteistöihin	-50,0	-50,0	-10,0	-10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,8	-6,5	35,8	34,8	45,7	46,3	47,0	47,7	48,4	41,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-11,8	-6,5	35,8	34,8	45,7	46,3	47,0	47,7	48,4	42,0	1077
Diskontattu vapaa kassavirta	-11,3	-5,9	30,5	28,0	34,7	33,2	31,8	30,5	29,2	23,9	612
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	837	848	854	823	795	761	728	696	665	636	612
Velaton arvo DCF	837										
- Korolliset velat	-486,1										
+ Rahavarat	25,5										
-Vähemmistöosuus	0,0										
-Osinko/pääomapalautus	0,0										
Oman pääoman arvo DCF	376										
Oman pääoman arvo DCF per osake (EUR)	12,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake (SEK)	126,3										

Pääoman kustannus (wacc)

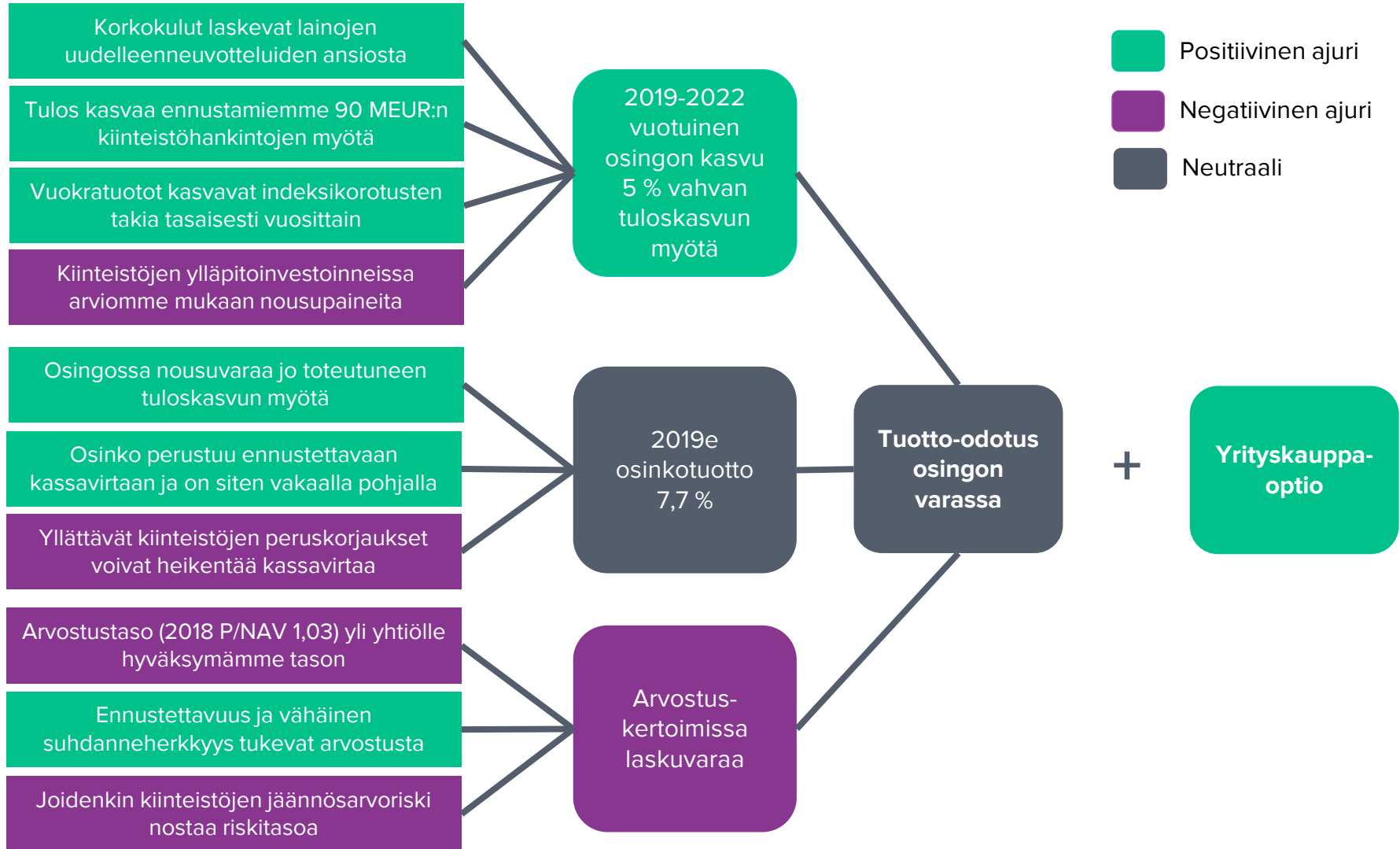
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	55,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,10 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksotta



Cibuksen osakkeen arvoajurit 2019-2021



Tase

Tase

Vastaavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	819	871	926	937
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	816	871	925	936
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,7	0,7	0,7
Laskennalliset verosaamiset	1,6	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	28,9	10,6	11,4	11,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,9	2,9	2,9	2,9
Myyntisaamiset	0,4	1,8	1,9	2,0
Likvidit varat	25,5	5,9	6,5	6,8
Taseen loppusumma	848	882	937	948

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	329	334	339	343
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarat	27,6	32,4	37,9	42,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	301	301	301	301
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	498	530	577	583
Laskennalliset verovelat	10,1	10,3	10,6	10,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	486	517	565	571
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,2	2,2	2,2	2,2
Lyhytaikaiset velat	20,6	19,0	20,8	21,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,6	19,0	20,8	21,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	848	882	937	948

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/04/2019	Lisää	129 SEK	119,5 SEK



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**