

Hoivatilat

Yhtiöraportti

06/2019

Länsirintamalta paljon uutta

Nostamme Hoivatilojen tavoitehintamme 10,30 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme aikaisemman lisää-suosituksemme. Hoivatiloilla on arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Näkemyksemme mukaan markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle ja näemme arvostustasossa edelleen nousuvaraa.

Kokonaisvaltainen omistaja ja kiinteistökehittäjä

Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen, koulujen sekä palvelukortteleiden tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut kiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa asiakaskohtaisen räätälöinnin ja nopean hanketoteutuksen.

Defensiivinen kasvuyhtiö

Hoivatilat profiloituu mielestämme defensiiviseksi ja kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Hoivatilojen riskiprofiili on kiinteistöyhtiöksi matala, sillä yhtiön kiinteistöt ovat kaikki käytännössä uusia, vuokrasopimukset ovat määräaikaista 12-20 vuoden mittaisia, vuokrasaste on täydet 100 % ja yhtiön vuokralaisia ovat julkinen sektori sekä suuret ja vakavaraiset hoiva-alan yritykset. Yhtiöllä ei ole historiallisten tilinpäätöstietojen perusteella ollut lainkaan luottotappioita, mikä mielestämme heijastaa hyvin matalaa riskiprofiilia.

Voimakkaasti kasvava loppukysyntä luo hyvät edellytykset kasvun jatkumiselle

Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat merkittävästi lisäämään yksityisten päiväkotien, koulujen ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2019-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja palvelusetelin käytön yleistymisen. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa vähintään 20 000-30 000 hoiva- ja palveluasumisen paikkaa ja satoja uusia päiväkoteja ja kouluja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviomme mukaan yli 4 miljardin euron investointeja. Tämä kehityksen myötä Hoivatiloilla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta kannattavaa kasvua. Kasvunäkymiä vahvistaa osaltaan yhtiön toiminnan laajentuminen siirtokelpoisiin tiloihin sekä vuonna 2018 aloitettu kansainvälistyminen Ruotsiin.

Markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle

Perustamme Hoivatilojen arvonmäärittämisemme osien summa -laskelmaan, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Inderesin näkemyksen mukaan Hoivatilojen osakkeen käypä arvo on 10,3 euroa. Mielestämme markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle ja/tai markkinat eivät hinnoitele Hoivatilojen osakkeeseen hoivakiinteistömarkkinoilla jo tapahtunutta hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskua. Suurimpana riskinä arvostukselle näemme yhtiön kasvuvauhdin mahdollisen hidastumisen sekä rakennuttamisen kilpailun kiristymisen.

Analytiikko



Jesse Kinnunen
+358 503738027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: Lisää

10,30 EUR

Edellinen: 10,0 EUR

Osakekurssi: 9,76 EUR

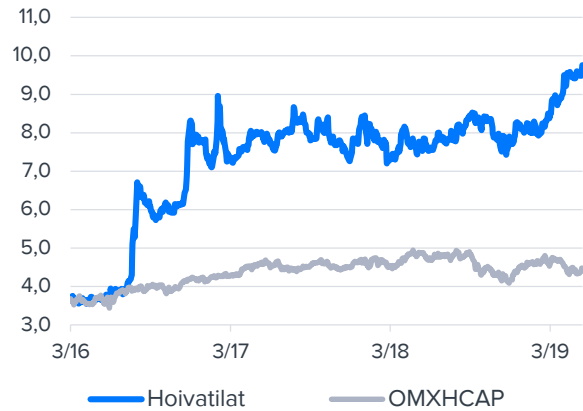
Potentiaali: +5,5 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	17,2	23,1	30,8
-kasvu-%	39 %	35 %	33 %
Käyvän arvon muutokset	36,7	23,7	16,2
Nettotulos	37,0	28,5	24,0
Oper. Tulos (EPRA)	7,7	9,6	11,1
Portfolion käypä arvo	349	499	625
EPRA NAV per osake	7,3	8,4	9,2
Kiint. tuottovaatimus-%	6,2 %	6,0 %	6,0 %
Oman pääoman tuotto-%	25 %	16 %	12 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,9 %	2,2 %
Omavaraisuusaste-%	44 %	37 %	33 %

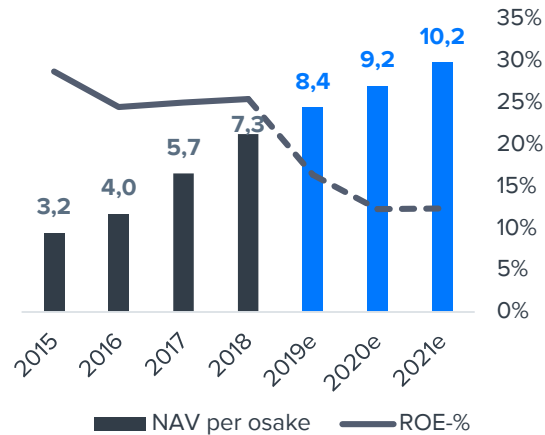
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

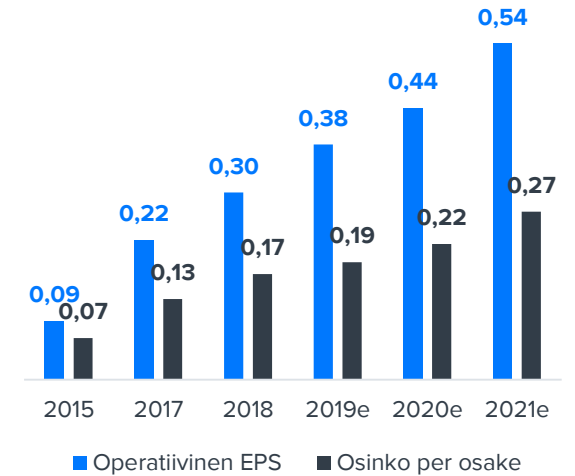


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV per osake ja ROE-%



EPRA EPS ja osinko per osake



Arvoajurit

- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä luo hyvät edellytykset kannattavan kasvun jatkumiselle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä
- Ruotsiin laajentuminen



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen rakennuttamisessa
- Mahdollinen kasvun hiipuminen
- Poliittinen riski ja SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kolmen asiakkaan osuus suhteellisen korkea



Arvostus

- Eri arvonnäytelmämenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 9,5-10,3 euroa per osake välillä.
- Inderesin näkemyksen mukaan osakkeen käypä arvo on 10,3 euroa per osake
- Osakkeen mielestämme matala riskiprofiili ja defensiivisyys tukevat arvostustasoa



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Sijoitusprofiili	8-10
Liiketoimintamalli ja strategia	11-15
Kilpailu ja kilpailuedut	16
Markkinakatsaus	17-19
Toimintaympäristön trendit	20-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-30
Arvonmääritys	31-33
Taulukot	34-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Hoivakiinteistöihin erikoistunut kiinteistöyhtiö

Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen, koulujen sekä palvelukortteleiden tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut kiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökemistoytoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa asiakaskohtaisen räätälöinnin ja nopean hanketoteutuksen.

Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli maaliskuun 2019 lopussa noin 394 MEUR. Yhtiö omisti maaliskuussa 2019 yhteensä 123 valmista hoivakotikiinteistöä, jotka sijaitsevat ympäri Suomea pääosin pääkaupunkiseudulla ja yliopistokaupungeissa. Näiden lisäksi yhtiöllä oli 46 keskeneräistä kiinteistöihanketta Suomessa ja kolme hanketta Ruotsissa. Vuonna 2018 Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 25,4 % ja nettovuokratuotto (alkutuotto) vuoden 2018 lopussa oli vuositasolla 6,15 %.

Hoivatilojen kiinteistöt on rakennettu vuosina 2012-2018 ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii tasapainoittamaan portfolion maantieteellistä ja asiakaskohtaista hajautusta ja yhtiö on siten

historiassa myös myynyt kiinteistöjään. Myyntien ansiosta Hoivatilojen vanhin kiinteistö on rakennettu vuonna 2012. Hoivatilat ei ole julkisesti kertonut miten sen kiinteistöportfolio jakautuu päiväkotien, hoivakotien, koulujen ja palvelukortteleiden kesken, mutta Inderesin käsityksen mukaan käypä arvo jakautuu noin 50/50 päiväkotien ja hoivakotien kesken.

Vuokralaisriski matala

Yhtiön vuokrasopimusten keskimaturiteetti oli maaliskuun 2019 lopussa hoivakiinteistöille tyypillisen korkea, 15 vuotta. Hoivatilojen vuokralaisriski on arviomme mukaan suhteellisen pieni, sillä yhtiön vuokralaiset ovat pääosin suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä ja vuokrauksen vakuudet ovat tyypillisesti pitkiä, noin 3-6 kk vuokraa vastaavia. Hoivatiloilla ei ole noin 10-vuoden historian aikana ollut historiallisten tilinpäätösten perusteella lainkaan luottotappioita, mikä on kiinteistösijoitusyhtiölle mielestämme poikkeuksellista.

Henkilöstö ja organisaatio

Hoivatilojen palveluksessa oli vuoden 2018 lopussa toimitusjohtajan lisäksi 18 työntekijää. Hoivatilojen organisaatiolla on kolme eri maantieteellistä yksikköä. Yhtiön pääkonttori on Oulussa ja toinen toimipiste Helsingissä. Kesällä 2018 yhtiö perusti tytäryhtiön Ruotsiin ja maaliskuussa 2019 yhtiö käynnisti ensimmäiset hankkeet Ruotsissa. Ruotsin tytäryhtiössä on tällä hetkellä vain maajohtaja, mutta yhtiö on kertonut rekrytoivansa lisää työntekijöitä Ruotsiin vielä vuoden 2019 aikana.

Hoivatilojen organisaatorakenne



Nykyinen valmis kiinteistöportfolio



Hoivatilat lyhyesti

Hoivatilat on päiväkotij- ja hoivakiinteistöjen, koulujen sekä palvelukortteleiden tuottamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut palveluyhtiö.

2008

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen pörssiin

394 MEUR (+47 % vs. Q1'18)

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q1'19 lopussa

+ 48 % 2015-2018

Operatiivisen osakekohtaisen tuloksen k.a vuosikasvu (CAGR-%)

15,0 vuotta

Vuokrasopimuskannan keskimaturiteetti Q1'19 lopussa

100 %

Taloudellinen vuokrausaste Q1'19 lopussa

6,15 %

Nettovuokratuotto-% (käyvälle arvolla Q1'19 lopussa)

25,4 %

Oman pääoman tuotto (ROE-%) 2018

2013-2014

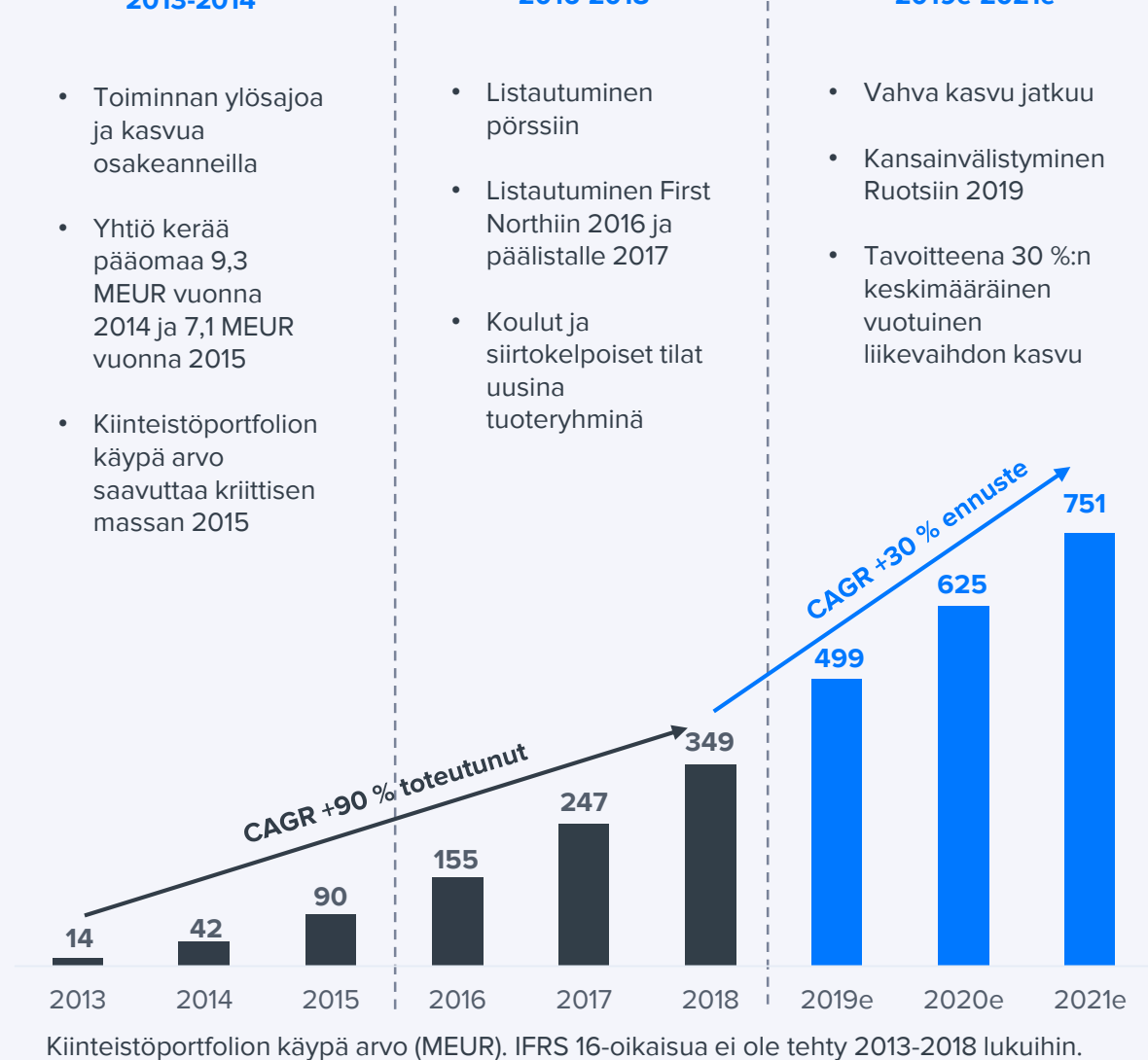
- Toiminnan ylösajoa ja kasvua osakeanneilla
- Yhtiö kerää pääomaa 9,3 MEUR vuonna 2014 ja 7,1 MEUR vuonna 2015
- Kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa kriittisen massan 2015

2016-2018

- Listautuminen pörssiin
- Listautuminen First Northiin 2016 ja päälistalle 2017
- Koulut ja siirtokelpoiset tilat uusina tuoteryhminä

2019e-2021e

- Vahva kasvu jatkuu
- Kansainvälistyminen Ruotsiin 2019
- Tavoitteena 30 %:n keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu



Kiinteistötyypit



Päiväkodit



Koulut



Yhteistyökumppanit



Rakennusliikkeet



Arkkitehdit ja suunnittelija



Hoivaoperaattorit



Pankit ja rahoittajat

Liiketoimintaidea

Hoivatilat on hoivakiinteistöjen tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut palveluyhtiö



- Hoivakiinteistöjen koko arvoketjun hallinta
- Oma rakennuttamisliiketoiminta
- Proaktiivinen liiketoimintamalli
- Kumppaniverkosto ja omat konseptit
- Voimakkaan kasvun yhtiö
- Uudet kiinteistöt, pitkät vuokrasopimukset ja 100 %:n vuokrausaste

Kilpailijat

Hoivakiinteistörahastot



Pienet, keskisuuret ja myös suuret rakennusliikkeet



Asiakkaat

3 suurinta asiakasta 54 % sopimuskannasta (2018)

Yksityiset hoivaoperaattorit



Kustannusrakenne

19 hlö (2018)

5,6 m€ (2018)



Tulovirrat

Liikevaihto 17,2 m€
EPRA tulos 7,7 m€ (2018)

Vuokratuotot

- Matalariskisin, kassavirtaan perustuva tuotokomponentti
- 15,0 vuoden kiinteät vuokrasopimukset
- 100 % vuokrausaste
- Vuokralaisriski matala

Rakennuttamisen kehityskate

- Perustuu rakennuttamiseen: valmiin kiinteistön arvo - rakennuttamiskustannus
- 2018 investoi 82 MEUR rakennuttamiseen
- Ei vaikutusta kassavirtaan

Tuottovaatimusten lasku

- Kaikkein riskisin tuotokomponentti
- Ei vaikuta kassavirtaan
- Osittain spekulatiivinen
- Perustuu siihen, mitä kiinteistömarkkinoilla on jo tapahtunut

Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Hoivatilat profiloituu mielestämme defensiiviseksi ja kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Hoivatilojen riskiprofiili on arviomme mukaan kiinteistöyhtiöksi poikkeuksellisen matala, sillä yhtiön kiinteistöt ovat kaikki käytännössä uusia, vuokrasopimukset ovat määräaikaista 12-20 vuoden mittaisia, vuokrausaste on täydet 100 % ja yhtiön vuokralaisia ovat julkinen sektori sekä suuret ja vakavaraiset hoiva-alan yritykset.

Rakennuttamisen takia erittäin korkea pääoman tuotto

Hoivatilat ylittää erittäin korkeaan pääoman tuottoon oman rakennuttamistoimintansa ansiosta. Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 25,4 % vuonna 2018 ja 25,0 % vuonna 2017. Yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan nykyisen taseensa turvin ylläpitämään vahvaa kasvuvauhtiaan ja suhteellisen korkeaa tuottotasoaan myös vuosina 2019-2021.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Hoivatilojen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvua.

Hoivatiloilla on suhteellisen vahvan taseensa (Q1'19 LTV-% 44,5 %) ja huhtikuussa 2019 sovitun rahoitusjärjestelyn myötä arviomme mukaan erinomaiset edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua Suomessa ja Ruotsissa näiden markkinoiden vahvoista kysyntäajureista johtuen. Yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan rakennuttamisella ylläpitämään erittäin korkeaa pääoman tuottoa myös lähivuodet.

Skaalautuva kulurakenne. Hoivatilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiön kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan selvästi positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen pitkällä aikavälillä ja tämä sijoittajien näkökulmasta erottaa Hoivatilat hoivakiinteistörahastoista.

Tuottovaatimusten lasku. Yksi selkeä arvoajuri Hoivatiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppeihin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin ja odotamme tuottovaatimusten laskutrendin jatkuvan vuonna 2019, mikä tukee yhtiön tuloskehitystä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Rakennuttamisen kilpailun kiristyminen.

Arviomme mukaan kilpailu hoivakiinteistöjen rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja nykyiset suhteellisen korkeat kehityskatteet siten laskemaan lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Tämä tulee arviomme mukaan osaltaan lievästi heikentämään yhtiön tuloskehitystä jo keskipitkällä aikavälillä.

Kasvun hiipuminen on arviomme mukaan riski arvostuksen kannalta, sillä osakkeen arvostus pohjautuu kasvun jatkumiseen. Pidämme tätä riskiä tällä hetkellä suhteellisen pienenä markkinan kysyntäajureista johtuen.

Maineriski. Hoivakiinteistöt ovat niitä operoiville yrityksille ja tahoille usein erittäin tärkeitä, mikä osaltaan nostaa näiden tilojen riskiprofiilia. Mahdollinen rakennusvirhe tai muu odottamaton ongelma kiinteistössä voisi heikentää Hoivatilojen mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista. Toiseksi, mahdollinen rakennusvirhe, (esimerkiksi sisäilmaongelma kiinteistössä) saattaisi johtaa myös korvausvaateeseen ja aiheuttaa taloudellisia menetyksiä yhtiölle. Hoivatilat pyrkii vähentämään näitä riskejä vakuutuksilla. Arviomme mukaan kiinteistöihin liittyvät riskit ovat Hoivatiloille tällä hetkellä suhteellisen pieniä, sillä yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia ja yhtiö on myös itse rakennuttanut kiinteistönsä, minkä johdosta se on pystynyt tehokkaasti valvomaan näiden rakentamista ja pyrkinyt minimoimaan rakennusvirheet.

Poliittinen ja lainsäädännöllinen riski ovat arviomme mukaan merkittäviä hoivakiinteistöihin liittyviä riskitekijöitä. Laki säätelee usein tarkasti hoivakiinteistöjä sekä niiden toimintaa ja muutokset esimerkiksi hoivakotirakennusten vaatimuksissa voisivat aiheuttaa lisäkustannuksia näiden tilojen omistajille. Historiallisesti viranomaiset ovat Suomessa ennalta arvaamatta muuttaneet mm. hoivakotien huonelukumääriä ja wc-tilojen määrää koskevia vaatimuksia. Inderesin arvion mukaan Hoivatilat on kuitenkin onnistunut rajoittamaan lainsäädännöllistä ja poliittista riskiä sopimusteknisillä toimenpiteillä.

Keskittynyt asiakasportfolio. Hoivatilojen kolmen suurimman asiakkaan paino on suurehko (54 %), mikä arviomme mukaan hieman nostaa yhtiön riskiprofiilia.

Sijoitusprofiili

1.

Korkea pääoman tuotto

2.

Matala riskiprofiili

3.

100 %:n vuokrausaste

4.

Pitkät vuokrasopimukset

5.

Yhtiö on voimakkaassa kasvussa

Potentiaali



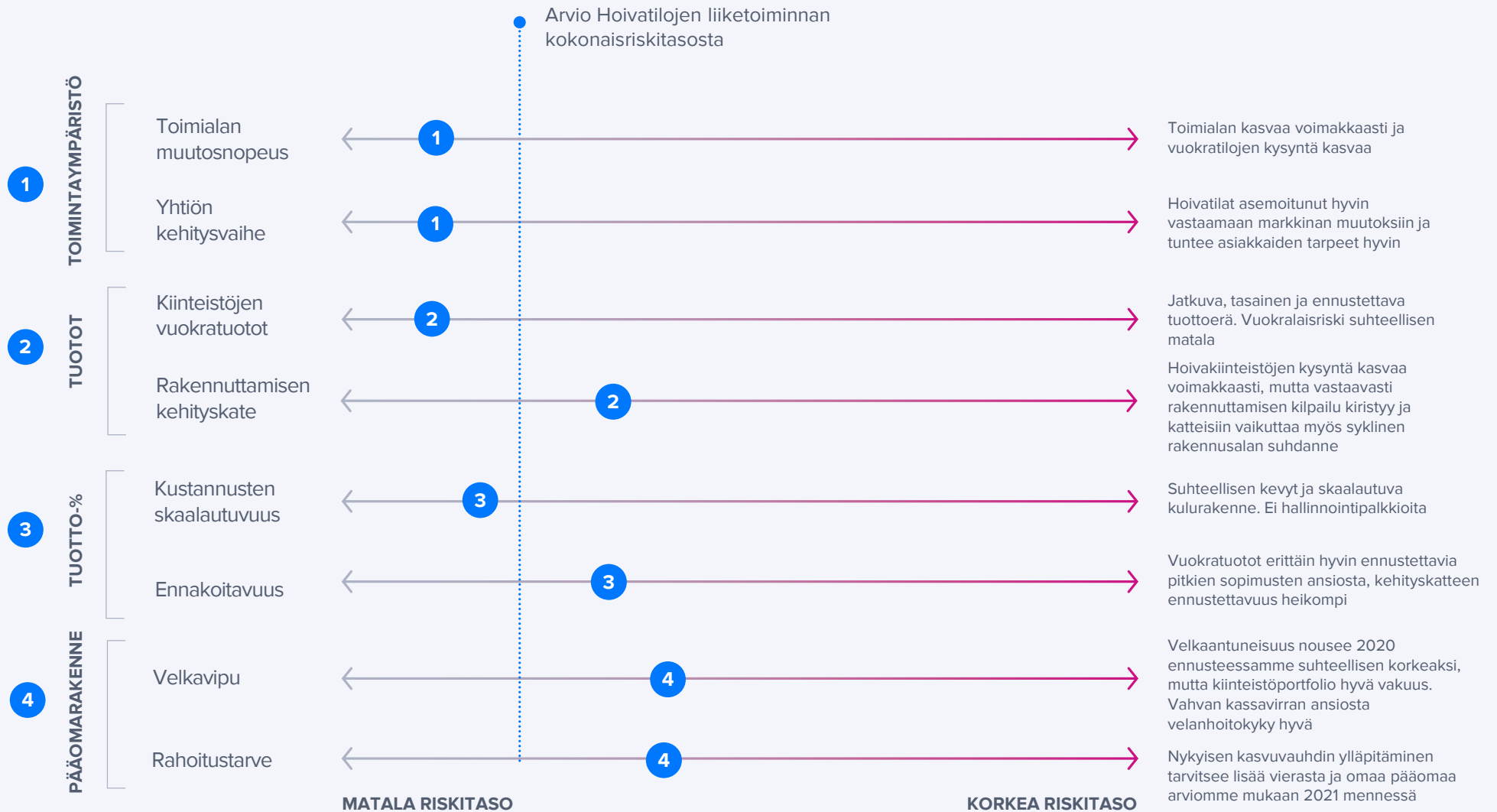
- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä luo hyvät edellytykset kannattavan kasvun jatkumiselle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä
- Ruotsiin laajentuminen

Riskit



- Kilpailun kiristyminen rakennuttamisessa
- Mahdollinen kasvun hiipuminen
- Poliittinen riski ja SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kolmen asiakkaan osuus suhteellisen korkea

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoimintamalli ja strategia

Kokonaisvaltainen palveluntuottaja

Hoivatilojen erityispiirteenä on toimintamallin kokonaisvaltaisuus. Hoivatilat ei ole pelkästään kiinteistöjä omistava ja vuokraava yhtiö, vaan kokonaisvaltainen rakennuttaja-kiinteistökehittäjä. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palveluntuottajien kanssa ja tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun päivä- ja hoivakodeille, kouluille sekä palvelukortteille ”avaimet käteen” -periaatteella alkaen tonttihausta ja rakennuttamistehtävistä täysin valmiiseen hoivakiinteistöön asti.

Hoivakiinteistöjen koko arvoketju hallussa

Hoivatilat hoitaa hoiva- ja päiväkotikiinteistöjen tuottamisen koko arvoketjun: hankkii tontin, käy hankkeen pohjakeskustelut kunnissa, suunnitteluttaa, rahoittaa, rakennuttaa, hoitaa lupaprosessit sekä viranomaisyhteydet ja hankkii tiloihin yksityisen operaattorin. Lopuksi yhtiö jää omistamaan tilat, jotka vuokrataan yksityisille palveluntarjoajille tai kunnille palvelutoimintaa varten.

Proaktiivinen toimintamalli

Yhtiö toimii läheisessä yhteistyössä kuntien ja hoivaoperaattoreiden kanssa ja pyrkii ennakoivasti hankkimaan ajantasainen tieto näiden palvelu- ja tilatarpeista sekä uusille hoivatiloille sopivista tonteista. Proaktiivisuus mahdollistaa nopean reagoinnin investointi- ja tilatarpeisiin ja mahdollistaa parhaimmillaan hoivakiinteistökehittämisen sopimisen ennen kilpailijoita.

Omat päiväkoti-, koulu- ja hoivakotimallit

Hoivatilat on kehittänyt oman koulu- päivä- ja

hoivakotitilojen mallistot, joita käytetään suunnittelun pohjana uusien kehityshankkeisiin. Tilat sovitetaan käytettävissä olevalle tontille ja tarvittaessa räätälöidään sisustukseltaan loppuasiakkaalle sopiviksi. Oma mallisto lisää osaltaan tehokkuutta ja mahdollistaa pienet mittakaavaedut rakentamisvaiheessa.

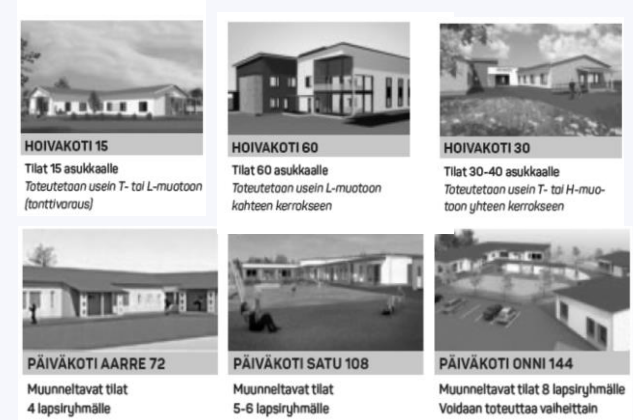
Kehitystoiminta luo kilpailuetua

Sijoittajien näkökulmasta Hoivatilojen toimintamalli on perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnallaan osan kehityskatteesta itselleen, mikä on Inderesin arvion mukaan noin 10-20 % hankkeen arvosta. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen, nopean hanketoteutuksen ja asiakkaan näkökulmasta helpon kokonaisratkaisun toimittamisen. Arvoketjun hallinta vähentää myös osaltaan kiinteistöjen omistamiseen liittyvää riskiä, sillä yhtiö pystyy tällöin itse vaikuttamaan mm. tonttien vuokrasopimusten ehtoihin, viranomaislupiin ja itse rakennusten suunnitteluun.

Erikoistuminen ja räätälöidyt ratkaisut

Hoivatilojen oma kehitystoiminta mahdollistaa osaltaan tilojen erilaistamisen, millä yhtiö pyrkii saavuttamaan kilpailuetua. Hoivatilat on esimerkiksi rakentanut Tampereelle luonto- ja ympäristökasvatukseen räätälöidyn yksityisen päiväkodin. Vuonna 2015 yhtiö kehitti palvelukortteli-konseptin, jossa yksityinen päiväkoti ja yksityinen vanhusten hoivakoti on yhdistetty yhdeksi kokonaisuudeksi. Konsepti tarjoaa erilaistamisen lisäksi myös skaalaetuja esimerkiksi kiinteistö-, ruokahuolto- ja siivouspalveluissa.

Päivä- ja hoivakotimallisto



Lähde: Hoivatilat

Koulukonsepti



Lähde: Hoivatilat

Liiketoimintamalli ja strategia

Useita eri tuottolähteitä

Hoivatilojen tuotot koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, rakennuttamisen kehityskatteista sekä mahdollisista kiinteistöjen arvonmuutoksista ja myyntivoitoista. Kiinteistömyyntien tarkoitus on lähinnä tasapainottaa yhtiön kiinteistöportfoliota ja parantaa sen hajautusta. Vuonna 2018 Hoivatilat myi kiinteistöjä noin 16,4 MEUR:lla.

Hoivatilat on kasvuyhtiö

Hoivatilojen tavoitteena on olla pitkäjänteinen kiinteistöjen omistaja ja vuokranantaja. Yhtiön strategisena tavoitteena lähivuosille on jatkaa voimakasta kasvua. Hoivatilojen tavoitteen mukaan kasvun tulee olla myös hallittua ja kannattavaa eli toteutettavien hankkeiden tulee täyttää tietyt taloudelliset ja laadulliset kriteerit. Käytännössä kasvutavoite vaatii arviomme mukaan yli 200 MEUR:n arvoisten kohteiden rakentamisen vuosina 2019-2020, mikä on mielestämme hyvin saavutettavissa oleva taso huomioiden yhtiön historiallinen kasvuvauhti ja maaliskuun 2019 lopun rakenteilla ja lupavaiheessa oleva hankinta-arvoltaan noin 159 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta.

Painopisteenä kasvukeskukset

Strategiansa mukaisesti Hoivatilojen kiinteistöhankeet keskittyvät Suomessa kasvukeskuksiin (pääkaupunkiseutu, Turku, Tampere, Oulu, Jyväskylä, Kuopio) tai niiden välittömään läheisyyteen, missä väestön kasvun tai väestörakenteen kehityksen arvioidaan myös tulevaisuudessa palvelevan tilojen tehokasta käyttöä. Ruotsissa yhtiö on vastaavasti keskittynyt Suur-Tukholman alueelle. Kiinteistöhankeita

toteutetaan myös alueellisesti vahvoihin maakuntakeskuksiin, jos palvelutarpeen nähdään olevan vakaalla pohjalla esimerkiksi väestön demografisesta rakenteesta johtuen.

Kohderyhmänä suuret päivä- ja hoivakotiketjut sekä kunnat ja kaupungit

Yhtiön strategisena tavoitteena on, että merkittävä osa yhtiön kiinteistökohteista on vuokrattu Suomen suurimmille ja tunnetuimmille päivähoito- ja hoivaketjuille, joiden taloudelliset voimavarat riittävät vuokranmaksuvelvoitteista huolehtimiseen. Pienemmille toimijoille toteutettavien kiinteistöhankeiden osalta varmistetaan jo ennen hankkeen aloitusta, että kiinteistön käyttäjän taloudelliset resurssit riittävät vuokravelvoitteiden hoitamiseen. Lisäksi kiinteistökohteiden vuokrasopimukset hajautetaan siten, että minkään yksittäisen vuokralaisen osuus vuokraliikevaihdosta kokonaisuutena ei kasva liian suureksi. Tämän lisäksi suorat vuokrasopimukset kuntien ja kaupunkien kanssa ovat viime vuosina kasvaneet mm koulusektorin kasvun myötä.

Pitkät vuokrasopimukset ja vakaa tulovirta

Kiinteistöihin tehdään pääsääntöisesti 15-20 vuoden määräaikaiset vuokrasopimukset, joilla varmistetaan vakaa tulovirta. Vuokratasot sidotaan elinkustannusindeksiin ja vuokrasopimukset sisältävät pääsääntöisesti 3-6 kk vuokraa vastaavan vakuuden. Kohteet rakennutetaan vain tarpeeseen, ja kiinteistöhankeet aloitetaan vasta kun asiakkaan kanssa on tehty kiinteistökohtetta koskeva sitova vuokrasopimus. Tällä tavoin vältetään riski siitä, että kiinteistökohteelle ei sen valmistuessa olisi käyttäjää.

Palvelukortteli-konsepti



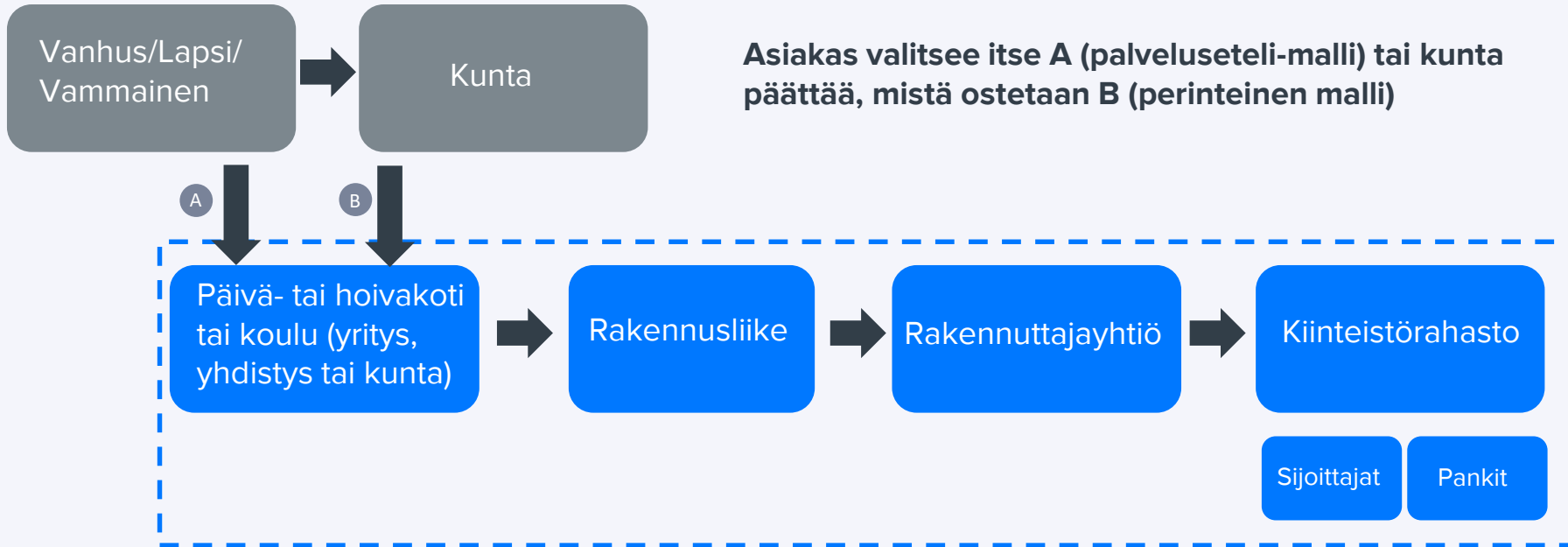
Lähde: Hoivatilat

Hoivatilojen 2019-2021 taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu vuosina 2019-2021 keskimäärin 30 %
- Operatiivinen tulos keskimäärin 40 % liikevaihdosta
- Omavaraisuusaste keskimäärin vähintään 30 %
- Vuotuinen osinko vähintään 50 % operatiivisesta tuloksesta

Hoivatiilojen liiketoimintamalli

Taustalla tilojen tarve lakisääteisille palveluille



Asiakas valitsee itse A (palveluseteli-malli) tai kunta päättää, mistä ostetaan B (perinteinen malli)



Inderesin kommentti:

Hoivatilat vastaa monen ”perinteisen” toimijan roolista verkostonsa ja konseptiosaamisensa avulla. Ei tuota itse hoivaa eikä ole rakennusyhtiö, mutta tuo osaavat operaattorit ja kilpailuttaa rakennusliikkeet hankkeisiin

Hoivatiilojen liiketoimintamalli ja arvoketju



Hoivatilat käytännössä

- Aktiivinen omistajuus ja jatkuva yhteistyö operaattorin kanssa
- Asiakkaat voivat keskittyä ydinliiketoimintaansa
- Hoivakiinteistöjen varusteet ja kalusteet
- Hoivatilat keskittyä asiakkaisiin, joiden liiketoiminta vakiintunut
- Rakentamisen kilpailutus, urakoitsijan valinta ja valvonta
- Noin 10 rakennusliikekumppania, joita kilpailutetaan
- Tilojen yksityiskohtainen arkkitehtisuunnittelu
- Tarvittavat luvat ja viranomaisyhteydet
- Pitkä vuokrasopimus solmitaan hoivaoperaattorin tai kunnan/kaupungin kanssa
- Aktiivinen tonttien hankinta (osto tai vuokraus)

Strategia



Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Liiketoimintaan saatu uudet tukijalat kouluista ja siirtokelpoisista tiloista
- Ruotsin ensimmäiset hankkeet käynnistetty
- Vieraan pääoman rahoituslähteet monipuolistuneet
- Kuntasektorin suora asiakkuus avattu
- Yhtiöllä merkittävä määrä referenssejä erilaisista kiinteistöhankeista ja myös suurista projekteista
- Ammattimainen oma organisaatio, joka ei riippuvainen yksittäisistä henkilöistä

Lähitulevaisuus 1-2v

- Ruotsin operatiivisen toiminnan ja prosessien saattaminen Suomen tasolle
- Kumppaniverkoston rakentaminen Ruotsiin
- Kasvuun tarvittavan rahoituksen turvaaminen
- Kulukontrollin ylläpitäminen
- Riskien hallinta vahvan kasvun aikana

Seuraavat 5 vuotta

- Kumppaniverkoston ylläpitäminen
- Hyvien suhteiden ja yhteistyön ylläpitäminen kuntiin ja yksityisiin hoivaoperaattoreihin
- Nykyisten liiketoimintamalliin liittyvien kilpailuetujen säilyttäminen kasvusta ja laajentumisesta huolimatta
- Kasvuvauhdin ylläpitäminen laajentamalla uusiin maantieteellisiin alueisiin tai/ja uusiin tuoteryhmiin

Kilpailu ja kilpailuedut

Kilpailijoina etenkin kiinteistörahastot

Hoivatiilojen kilpailijoita ovat muut päivä- ja hoivakoteja rakentavat ja vuokraavat tahot Suomessa. Rakennusliikkeet kilpailevat Hoivatiilojen kanssa hoivakiinteistöjen rakentamisen kehityskatteista ja hoivakiinteistöjä omistavat instituutiosijoittajat sekä hoivakiinteistörahastot kilpailevat vuokraustoiminnassa. Arviomme mukaan hoivakiinteistöjen vuokrauksen kilpailun taso Suomessa ei ole ollut erityisen kireää, koska alan vuokratuotot ovat historiallisesti olleet suhteellisen korkeita. Hoivakiinteistöjen rakennuttamisen kilpailutilanne ei arviomme mukaan ainakaan historiallisesti ole myöskään ollut korkeaa ja Hoivatiilat on pystynyt saavuttamaan terveitä katteita kiinteistökehitystoiminnassaan.

Suuret rakennusliikkeet eivät arviomme mukaan muodostu merkittävää kilpailun uhkaa Hoivatiilojen päiväkotien ja hoivakotien rakennuttamistoiminnalle, sillä tyypillisesti hoivakiinteistöhankkeet ovat yksittäisiä ja vain muutaman miljoonan euron kokoisia ja siten hankkeet ovat usein liian pieniä herättääkseen suurten rakennusyhtiöiden mielenkiintoa. Pienet ja keski-suuret rakennusyhtiöt ovat arviomme mukaan Hoivatiilojen pääkilpailijoita rakennuttamisessa. Hoivatiilat on pystynyt saavuttamaan Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkeita, 10-20 % kehityskatteita rakennuttamisessa, kun Suomessa keskimääräinen taso uudisrakentamisessa on tällä hetkellä selvästi tätä alempi, usein vain noin 10 %.

Arviomme mukaan kilpailu rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja kehityskatteet siten laskemaan nykyisestä lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Hoivatiilojen kanssa hoivakiinteistöjen vuokraustoiminnassa kilpailevat hoivakiinteistörahastot ja muut hoivakiinteistöjä omistavat ja vuokraavat tahot. Tällä hetkellä Inderesin tietojen perusteella Suomessa toimii ainakin 8 hoivakiinteistörahastoa (Hemsö, Titanium, Trevian, eQ, Evli, Northern Horizon Capital, FinCap ja Taaleri) ja näiden muodostama kilpailupaine on arviomme mukaan lisääntymässä päin.

Tärkeimmät kilpailuedut

Arviomme mukaan toimialalla on vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, mutta Hoivatiiloilla on joitain nykyiseen toimintamalliin liittyviä operatiivisia kilpailuetuja:

Kokonaisvaltaisuus ja helppous asiakkaalle:

Yhteistyö Hoivatiilojen kanssa on kunnille ja hoivaoperaattoreille lähtökohtaisesti helppoa, sillä yhtiö tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun hoivakiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Asiakkaan ei tarvitse erikseen hankkia tonttia, suunnitella rakennusta, rakennuttaa tai sopia rahoituksesta, sillä Hoivatiilat hoitaa tarvittaessa koko prosessin kokonaispalveluna asiakkaalle.

Nopeus ja tehokkuus: Koko arvoketjun hallinta ja yhtiön omat valmiit hoivakiinteistömallit sekä rakennuttajakumppani-verkosto mahdollistavat arviomme mukaan useita kilpailijoita tehokkaamman ja nopeamman hankintaprosessin.

Hoivatiilojen arvolupauksen mukaan yhtiö pystyy toteuttamaan hoivakiinteistö jopa alle vuodessa, kun usein hoivakiinteistöhanke saattaa kestää jopa 36kk.

Skaalautuvuus ja kustannustehokkuus:

Hoivatiilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiö hoitaa rakennuttamisen ja muut prosessit pääosin omalla henkilöstöllä. Yhtiön kasvu on siten skaalautuvaa, sillä sen kulut eivät kasva samassa suhteessa toiminnan kasvun kanssa kuten tärkeimmillä kilpailijoilla eli hoivakiinteistörahastoilla. Tämä mahdollistaa pitkällä aikavälillä kilpailijoita matalamman hinnoittelun ja auttaa hoivakiinteistöhankeiden voittamisessa kuntien tarjouskilpailuissa.

Hioutunut konsepti: Hoivatiilat on toiminut hoivakiinteistömarkkinoilla vuodesta 2008 alkaen ja toteuttanut jo yli 180 hoivakiinteistöhanketta. Arviomme mukaan yhtiön konsepti on hioutunut suhteellisen tehokkaaksi. Tätä heijastelee mm. yhtiön korkea tuottotaso (2018 oman pääoman tuotto noin 25 %).

Sitoutettu henkilöstö: Hoivatiilojen hallitus ja henkilöstö omistavat osakeluettelon mukaan henkilökohtaisesti huomattavan osan yhtiöstä ja heillä on siten vahva kannustin kehittää yhtiön omistaja-arvoa pitkäjänteisesti. Tämä arviomme mukaan turvaa myös ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä.

Markkinakatsaus 1/3

Päivähoitomarkkina

Päiväkotitoiminta on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite. Siihen käytetään karkeasti noin 3 miljardia euroa vuosittain, josta yksityisten päiväkotien osuus on noin 16 %. Ennustamme yksityisen päiväkotimarkkinan vuotuisen kasvun olevan lähivuosina yli 10 % ja tämä antaa näkemyksemme mukaan Hoivatiiloille hyvät edellytykset kasvulle.

Päivähoito yleistyy

Suomessa 1-6 vuotiaiden lasten määrä laski vuodesta 2011 vuoteen 2017. Tilastokeskus ennustaa edelleen lasten määrän Suomessa laskevan vuoteen 2020 asti. Sen sijaan päivähoitossa olevien lasten suhteellinen osuus on noussut jatkuvasti vuoden 2000 noin 59 prosentista noin 71 prosenttiin vuoteen 2017 mennessä. Odotamme tämän osuuden edelleen kasvavan, sillä muissa Pohjoismaissa päivähoitossa olevien lasten määrä on korkeampi. Esimerkiksi Ruotsissa päivähoitossa olevien lasten osuus oli vuonna 2014 noin 71 % ja Norjassa noin 76 %.

Yksityisten päiväkotien osuus kasvoi Suomessa vuoden 1997 noin 4 %:ista noin 16 prosenttiin (ml. Palvelusetelit) vuoteen 2017 mennessä. Osuus kuitenkin vaihtelee kunnittain ja kaupungeittain. Esimerkiksi Oulussa yksityisten päiväkotien osuus oli lähes 40 prosenttia vuonna 2016. Vuotuinen markkinakasvu on ollut vuosina 2010-2017 arviomme mukaan keskimäärin noin 11 %. Touhula Päiväkodit ennustaa yksityisten päiväkotien

penetraatioasteen nousevan 21 %:iin vuoteen 2020 mennessä. Tämä ennuste on mielestämme realistisia huomioiden historiallinen kehitys ja se tarkoittaisi toteutuessaan arviomme mukaan yksityisten päiväkotien yli 10 %:n vuotuista keskimääräistä vuosikasvua vuosina 2017-2020.

Hoivatiilojen asiakkaita ovat hoivaoperaattorit ja julkinen sektori

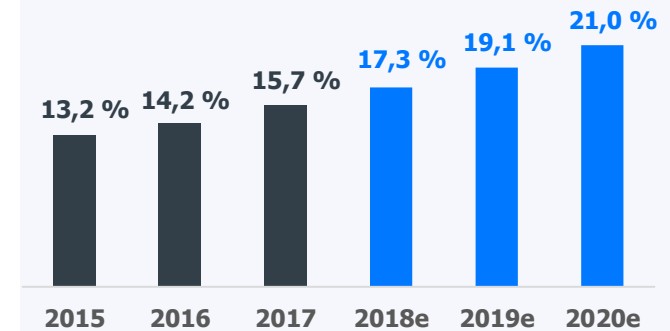
Odotamme yksityisten päiväkotien yleistyvän merkittävästi lähivuosikymmeninä, sillä yksityisten päiväkotien penetraatioaste on Suomessa suhteellisen pieni ja ala tarjoaa siksi merkittäviä kasvumahdollisuuksia suurille hoiva-alan yrityksille. Suomessa on myös kasvava tarve uusille päiväkodeille kaupungistumiskehityksen ja julkisen sektorin velkaantumisen takia. Markkinassa toimivat hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit ovat asiakkaita Hoivatiiloille, koska ne tyypillisesti eivät halua sitoa pääomaa kiinteistöihin, vaan tulevat mieluummin vuokralaisiksi.

Yksityinen päivähoito on usein myös kunnalle houkuttelevaa, koska siitä ei aiheudu erillisiä investointikustannuksia eikä se sido pääomaa päiväkotitiloihin. Edelleen yksityiset päiväkodit ovat keskimäärin kunnallisia päiväkoteja kustannustehokkaampia. Suomen kuuden suurimman kaupungin selvityksen perusteella yksityiset toimijat pystyivät järjestämään päivähoiton 15-30 % halvemmalla kuin kunta itse.

Päivähoito Suomessa (1-6 vuotiaat)



Yksityisten päiväkotien penetraatioaste-%



Lähde: THL, Tilastokeskus, ennusteet Touhula Päiväkodit

Markkinakatsaus 2/3

Hoivakotimarkkina

Kuntien ostot yksityisissä vanhusten ja vammaisten palvelutalo- ja asumispalveluissa olivat Tilastokeskuksen mukaa noin 1,6 miljardi euroa vuonna 2017 ja markkinan suuruus oli kokonaisuudessa arviomme mukaan tällä hetkellä karkeasti noin 3,6 miljardia euroa. Ikääntyneiden laitos- ja asumispalveluja sai THL:n mukaan Suomessa vuoden 2017 lopussa noin 21 prosenttia 75 vuotta täyttäneistä eli noin 105 000 henkilöä. Asiakasmäärät ovat kasvaneet 2000-luvulla tasaisesti ja yksityiset palveluntuottajat tuottavat ikääntyneiden palveluasumisesta merkittävän osan. Merkittävimmässä ikääntyneiden palveluasumisessa eli tehostetussa palveluasumisessa yksityisten palveluntuottajien osuus oli vuonna 2017 THL:n mukaan noin puolet.

Valtion tavoitteena on ollut viimeisen kymmenen vuoden aikana vähentää vanhusten kallista laitoshoidon ja ohjata asiakkaita kodinomaisempiin palvelutaloihin ja -asuntoihin. Tämä kehitys on ollut myönteistä Hoivatiloille, sillä yhtiön hoivakodit ovat käytännössä tällaisia voimakkaimmin kasvavan segmentin eli tehostetun palveluasumisen tiloja. Väestön ikääntymisen takia kunnilla on tällä hetkellä voimakas tarve lisätä hoivapaikkojen määrää ja odotamme siten tehostetun palveluasumisen ja yksityisten hoivakotien kysynnän kasvavan lähivuosikymmeninä merkittävästi. Voimistuva kysyntä luo arviomme mukaan hyvät edellytykset Hoivatilojen kasvuun tulevaisuudessa.

Hetkellinen ylitarjontatilanne mahdollinen

ARA:n vuoden 2017 selvityksen perusteella

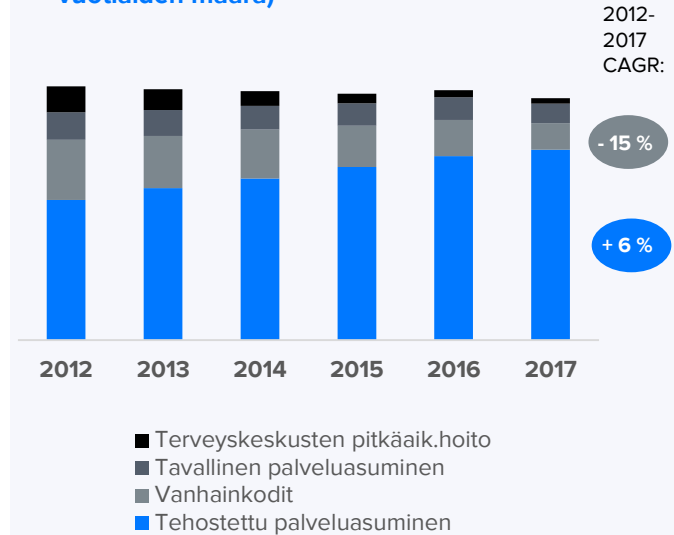
Suomeen on valmistunut niin paljon vapaarahoitteisia vanhusten tehostettuja palveluasuntoja, että ylitarjontaa esiintyy todennäköisesti lähivuosina joillakin alueilla. ARA:n mukaan lisääntyneen tarjonnan taustalla on mm. hoivakiinteistörahastojen voimakas kasvu. Emme ole pitkällä aikavälillä huolestuneita mahdollisista ylitarjonnasta, koska markkinan voimakkaan kasvun takia. Lähivuosina hetkelliset alueelliset ylitarjontatilanteet ovat kuitenkin mahdollisia ja tämä saattaa myös hetkellisesti vaikeuttaa Hoivatilojen kasvua tässä markkinasegmentissä.

Emme odota viimeaikaisen ”hoivakohun” vaikuttavan merkittävästi Hoivatiloihin

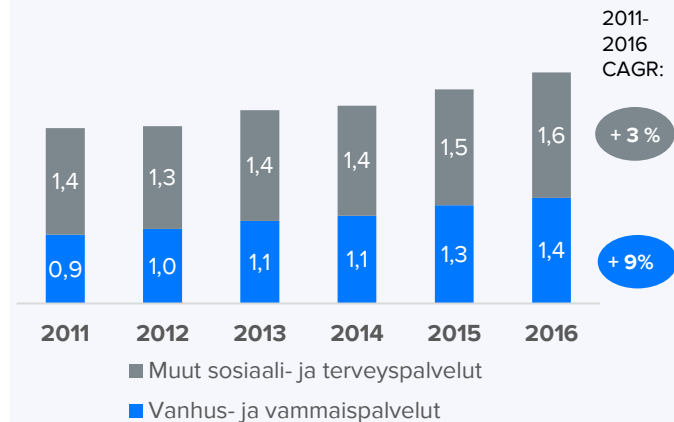
Suomessa ilmeni vuonna 2019 vakavia puutteita ja väärinkäytöksiä useiden yksityisten ns. hoivakotioperaattoreiden toiminnassa. Tämän hoivakohun takia useat yksityiset hoivapalveluyhtiöt (mm. Attendo ja Espero Care) ovat kertoneet hidastavansa investointejaan Suomessa. Uusien hoivakotiinrakennusten kysyntä tulee investointitahdin hiipumisen myötä todennäköisesti ainakin hetkellisesti laskemaan Suomessa lyhyellä aikavälillä.

Hoivatilat ei tuota tiloja pelkästään yksityisille toimijoille, vaan myös kunnille ja kolmannelle sektorille emmekä odota tämän takia hoivakohun merkittävästi vaikuttavan yhtiöön. Arvioimme lopulta myös yksityisten hoivaoperaattoreiden kysynnän hiipumisen jäävän tilapäiseksi, sillä Suomessa yli 75-vuotiaiden määrä lähes kaksinkertaistuu seuraavan noin 20-vuoden aikana ja tämä luo voimakkaan tarpeen uusille hoivakodeille.

Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaiden määrä)



Kuntien ostot yksityiseltä sektorilta (miljardia euroa)



Markkinakatsaus 3/3

Koulumarkkina

Suomessa on Tilastokeskuksen mukaan viime vuosina valmistunut noin 280-350 tuhannen neliömetrin edestä opetus- ja koulutoiminnan sekä tutkimustoiminnan rakennuksia. Olemme tämän perusteella arvioineet tämän tarkoittavan karkeasti noin 50-100 koulurakennuksen valmistumista vuosittain ja noin 0,5-1,0 miljardin euron markkinaa.

Suomalaiset koulut ovat huonossa kunnossa

Kouluissa on arviomme mukaan Hoivatiloille huomattavaa pitkän aikavälin potentiaalia. Suomessa oli Tilastokeskuksen mukaan vuoden 2018 lopussa 3236 oppilaitosta ja kuntaliiton tutkimuksen mukaan 12-18 % päiväkodeista ja kouluista kärsii merkittävästä kosteus- ja homevaurioista. Koulujen osalta lukema voi olla vielä suurempi, sillä vuonna 2012 tehdyn tutkimuksen perusteella 24 % koulurakennuksista löytyi kosteus- ja homevaurioita. Edelleen OAJ:n 2012 kyselytutkimuksen perusteella jonkinlaisia sisäilmaongelmia tuli esiin 2/3 kouluista. Kuntaliiton mukaan ongelmat johtuvat mm. Ennaltaehkäisevän kiinteistönhoidon ja -huollon puutteesta sekä rakennuskannan ikääntymisestä.

Kilpailu koulujen rakennuttamisessa voi olla päiväkoteja ja hoivakoteja kireämpää

Yksittäiset koulukiinteistöhankeet voivat Suomessa olla noin 10 MEUR:n suuruisia ja ne ovat siten investointiarvoltaan selvästi hoiva- ja päiväkotihankkeita suurempia (usein investointiarvoltaan luokkaa 2-4 MEUR). Koulujen

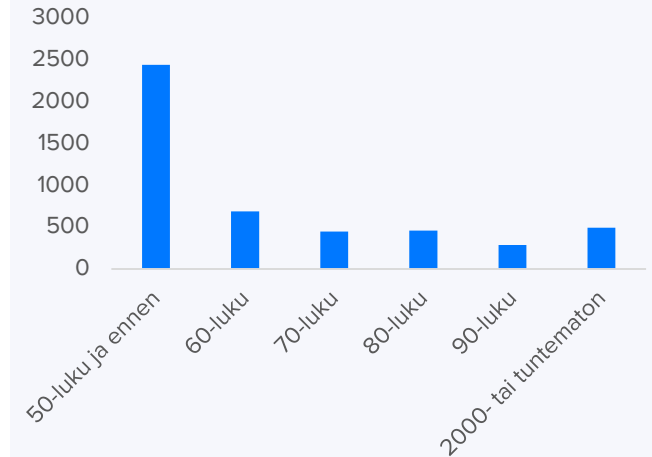
rakentaminen ja rakennuttaminen kiinnostaa siten arviomme mukaan myös suurempia rakennusliikkeitä ja siten kilpailu koulujen rakennuttamisessa on todennäköisesti kireämpää kuin hoivakodeissa ja päiväkodeissa. Esimerkiksi YIT ja Lehto Group tarjoavat Hoivatilojen tavoin rahoitusratkaisuja ja elinkaarimalleja kouluja varten. Arvioimme siksi koulujen rakennuttamisen kehityskatteiden olevan Hoivatiloille matalampia kuin päiväkodeissa ja hoivakodeissa.

Yksityisten toimijoiden osuus on pieni

Suomen kouluista vain murto-osa on yksityisiä (YLE:n mukaan Suomessa oli noin 80 yksityistä koulua vuonna 2012) ja Hoivatilojen potentiaaliset asiakkaat ovat koulusektorilla siten pääasiassa kunnat ja julkinen sektori. Markkina tältä osin eroaa päiväkodeista ja hoivakodeista, joissa suurimpia asiakkaita Hoivatiloille ovat tällä hetkellä tietojemme perusteella yksityiset hoivaoperaattorit. Siten kouluhankkeissa myyntisyklit ovat todennäköisesti Hoivatiloille pitkiä.

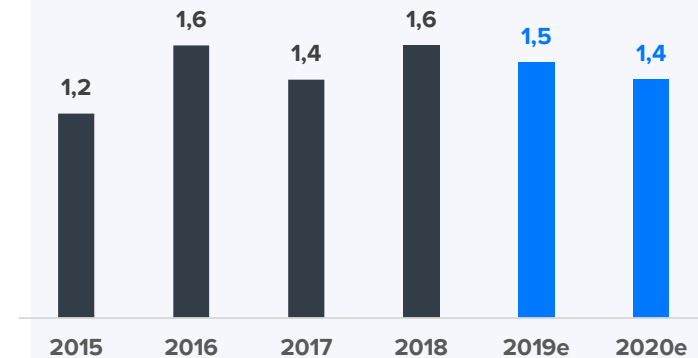
Hoivatilat julkaisi koulukonseptinsa syksyllä 2017 ja yhtiö kertoi sen ensimmäisestä kouluhankkeesta syksyllä 2018 ja toisesta kouluhankkeesta helmikuussa 2019. Toinen kouluhanke toteutetaan siirtokelpoisena tilaelementtiratkaisuna.

Suomen peruskoulut ja lukiot rakennusvuoden mukaan (2005)



Lähde: Kuntaliitto

Opetusrakennusten käynnistyminen, milj. m³



Lähde: Rakennusteollisuus RT

Toimintaympäristön trendit 1/3

Toimintaympäristössä positiivisia ajureita

Hoivatilat on keskittynyt hoivakiinteistöihin, joiden loppukysyntä ei arviomme mukaan ole merkittävästi riippuvainen yleistaloudellisesta suhdanteesta, vaan julkisen sektorin ostoista ja yksityisten palvelutuottajien markkinaosuuden kasvusta. Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päiväkotien, koulujen ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2019-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja palvelusetelin käytön yleistyminen. Arviomme mukaan Suomeen tarvitaan vähintään 20 000-30 000 uutta hoiva- ja palveluasumisen paikkaa ja satoja uusia päiväkoteja ja kouluja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviomme mukaan yli 4 miljardin euron investointeja.

Kaupungistuminen ja väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkeihin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärä kasvoi vuonna 2018 16 700 asukkaalla eli noin 1,4 %. Taustalla on erityisesti ihmisten muuttaminen työpaikkojen perässä kasvukeskuksiin ja kaupunkeihin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on arviomme mukaan selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä

kaupungistumiskehityksen takia. Väestön keskittyminen luo arviomme mukaan vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille, hoivakodeille ja kouluille seuraavan 20-vuoden aikana.

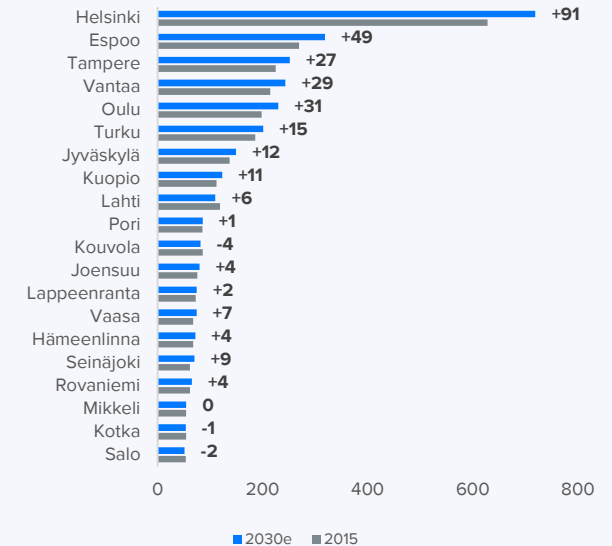
Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Tilastokeskuksen mukaan yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan lähes kaksinkertaistuvan vuodesta 2016 vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla ovat toisen maailmansodan jälkeen syntyneet suuret ikäluokat, sekä vanhusten parantunut terveys ja sen tuoma eliniänodotteen voimakas kasvu. Ikääntyneiden määrän kasvu tulee aiheuttamaan merkittävää kasvua vanhusten sosiaali- ja terveyspalveluiden, kuten vanhusten hoivatilojen kysynnälle tulevaisuudessa.

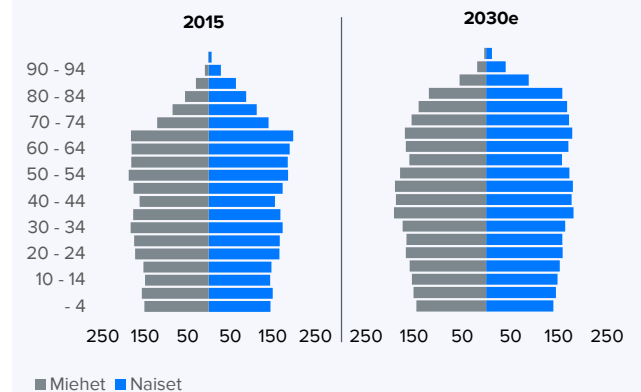
Julkisen sektorin velkaantuminen

Ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita Suomen julkisen sektorin taloudelle tulevaisuudessa. Väestöllisen huoltosuhteen eli alle 15-vuotiaiden lasten ja yli 65-vuotiaiden vanhusten määrän suhteessa työikäisiin ennustetaan kasvavan merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan huoltosuhte kasvaa vuoden 2015 noin 58 prosentista 77 prosenttiin vuoteen 2065 mennessä. Tämä tarkoittaa työikäisen väestön pienentymistä nykyisestä noin 63 prosentista noin 57 prosenttiin. Käytännössä julkisen sektorin menot kasvavat eläkkeiden sekä sosiaali- ja terveyspalveluiden kasvamisen myötä, samalla kun verotulot laskevat työvoiman vähentyessä.

Väestönkasvun ennuste Suomen 20 suurimmassa kaupungissa 2015-2030e



Väestön ikärakenne 2015 ja 2030e



Lähde: Tilastokeskus

Toimintaympäristön trendit 2/3

Väestön ikääntyminen ja heikentävä huoltosuhde tulevat aiheuttamaan merkittäviä haasteita erityisesti nykyiseltään velkaantuneelle kuntasektorille. Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on yli kaksinkertaistunut, ja se oli kuntaliiton mukaan noin 19 miljardia euroa eli noin 8 % vuoden 2018 BKT:stä.

Sosiaali- ja terveydenhuolto muodostavat suurimman yksittäisen erän paikallishallinnon menoista, joten niiden hillitseminen on olennaista kuntien pyrkiessä tasapainoittamaan talouttaan. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan ja uskomme siten Hoivatilojen kaltaisen yksityisten palvelutuottajien kysynnän kasvavan merkittävästi tulevaisuudessa.

Palvelusetelin käytön yleistyminen

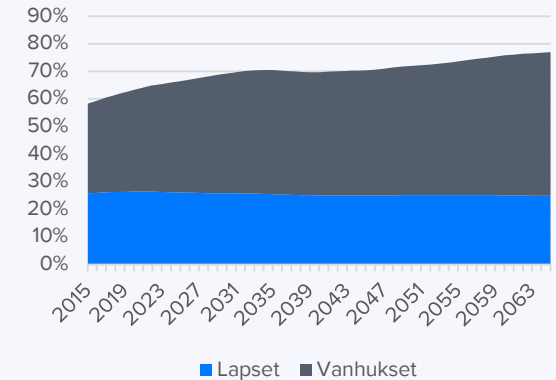
Odotamme palveluseleiden käytön jatkuvan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotikiinteistöille. Palvelusetelin idea on, että kunta voi antaa palvelusetelin henkilölle, joka tarvitsee jotain kunnallista palvelua. Setelillä henkilö voi itse valita ja ostaa tarvitsemansa palvelun yksityiseltä palveluntuottajalta. Vuonna 2009 palveluseleiden käyttö laajennettiin kaikkiin sosiaali- ja terveyspalveluihin. Palveluseleiden käyttö on tämän jälkeen lisääntynyt vahvasti sosiaali- ja terveydenhuollossa sekä päivähoidossa. Esimerkiksi varhaiskasvatuksessa palveluseteliostot kasvoivat vuonna 2017 noin 26 % 142 miljoonaan euroon.

Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökauppamarkkinat 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 taso. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen heijastuvan myös hoivakiinteistöihin. Odotamme hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan, mikä osaltaan nostaa näiden kiinteistöjen arvostustasoa. Odotamme myös voimistuvan sijoittajakysynnän lisäävän kilpailua hoivakiinteistöjen rakentamisessa, mikä saattaa keskipitkällä aikavälillä laskea Hoivatilojen rakentamisen kehityskatteita.

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinaa tukee erityisesti historiallisen alhainen korkotaso, joiden myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte 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 kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyypeissä. Odotamme tuottovaatimusten laskevan lyhyellä aikavälillä suhteellisesti voimakkaimmin juuri hoivakiinteistöissä, koska se on arviomme mukaan etenkin Suomessa defensiivinen ja matalan riskiprofiilin kiinteistösijoitusmuoto.

Väestöllinen huoltosuhde 2015-2065e



Lähde: Tilastokeskus

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa



Lähde: Catella

Toimintaympäristön trendit 3/3



Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan lähes kaksinkertaistuvan vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla on Suomen ns. suuri ikäluokka, sekä vanhusten eliniänodotteen voimakas kasvu.



Väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Väestön keskittyminen ja kaupungistuminen luo vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille ja kouluille sekä hoivailoille, erityisesti kasvukeskuksissa.



Julkisen sektorin velkaantuminen

Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on yli kaksinkertaistunut ja väestön ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita julkiselle sektorille. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa.



Palvelusetelin käytön yleistyminen

Odotamme palvelusetelien käytön jatkavan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotiinlaitoksille. Päivähoidossa yksityisen sektorin osuus on vasta noin 16 %.

Hoivakiinteistöjen loppukysyntä kasvaa voimakkaasti

Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa vähintään 20 000-30 000 hoiva- ja palveluasumisen paikkaa

Kunnat hakevat yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa

Hoivailojen kaltaisten yksityisten palvelutuottajien kysyntä kasvaa voimakkaasti

Muuttoliikkeestä johtuen Suomeen tarvitaan arviomme mukaan satoja uusia päiväkoteja ja kouluja seuraavan 25-vuoden aikana

Suomessa erityisesti koulut ovat huonossa kunnossa ja kärsivät sisäilmaongelmista

Valinnanvapaus tulee arviomme mukaan lisääntymään erityisesti päivähoitossa

Hoivakiinteistösijoitusten kysyntä kasvaa

Kilpailu hoivakiinteistö-hankkeista kasvaa, rakennuttamisen kehityskatteet tulevat laskemaan

Matalana jatkuva korkotaso lisää edelleen hoivakiinteistö-sijoitusten kysyntää

Tuottovaatimusten lasku tulee jatkamaan, hoivakiinteistöjen arvostustaso nousee

Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kehitys

Korkea pääoman tuotto

Vuodet 2008-2014 olivat Hoivatiloilla toiminnan ylösajon aikaa. Yhtiön kirjanpitoikäytännöt näiltä vuosilta eivät ole vertailukelpoisia vuosien 2015-2018 kanssa eivätkä ne mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön täydestä tulospotentialista. Vuoden 2014 lopussa yhtiön liiketoiminta saavutti näkemysksemme mukaan kiinteistöportfolion koon suhteen (42 MEUR) kriittisen massan ja siten vuoden 2015 tilinpäätösluvut ovat mielestämme aikaisin lähtökohta arvioitaessa yhtiön operatiivista suorituskykyä. Vuonna 2015 Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli noin 29 %, vuonna 2016 noin 24,5 %, vuonna 2017 25,0 % ja vuonna 2018 25,4 %. Nämä olivat arviomme mukaan kiinteistöyhtiölle erittäin vahvoja lukuja.

Vahvan kasvun ja tuoton lisäksi yhtiö on pystynyt jatkuvasti kasvattamaan osakekohtaisia tunnuslukuja, jotka mielestämme heijastavat sitä, että kasvu on luonut omistaja-arvoa. Operatiivisen osakekohtaisen tuloksen keskimääräinen vuotuinen oikaisematon kasvu (CAGR-%) oli vuosina 2015-2018 noin 48 %.

Taloudellinen tilanne

Vieras pääoma

Hoivatiloilla oli korollista velkaa 31.12.2018 taseessa yhteensä 170,4 MEUR, mikä koostui 158,9 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista ja 11,6 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista. Korolliset velat muodostuivat kiinteistöyhtiöiden taseessa olevista rahoituslainoista sekä Euroopan

Investointipankin (EIP) lainoista. Yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa suhteellisen hyvin taloudellista liikkumavaraa, sillä kassavarajoja oli 11,4 MEUR ja käyttämättömiä luottolimiittejä sekä nostamattomia lainoja yhteensä 40,1 MEUR:n edestä. Näiden lisäksi Hoivatilat tiedot huhtikuussa 2019 sopineensa 100 MEUR:n yritystodistusohjelmasta. Näiden myötä yhtiön arviomme mukaan mahdollista rahoittaa sen keskeneräinen hankekanta (159 MEUR Q1'19 lopussa) kokonaan.

Konsernin lainojen keskiporkko oli 2018 lopussa 1,47 %, mikä on arviomme mukaan poikkeuksellisen alhainen keskiporkko kiinteistöyhtiölle. Lainojen pääomilla painotettu laina-aika oli 2018 lopussa 8,8 vuotta. Yhtiö on osittain suojautunut korkorisiltä koronvaihtosopimuksilla, jotka päättyvät vuosina 2020-2024. Suojausaste oli 2018 lopussa 35,8 %, mikä vastasi yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaista tasoa (yhtiön politiikan mukaisesti 30-50 % lainoista suojataan koronvaihtosopimuksin).

Odotamme yhtiön keräävän lisää omaa pääomaa vuonna 2019 tai 2020

Hoivatilat on historiansa aikana kasvanut osakeantivetoisesti ja yhtiö on useaan otteeseen aikaisemmin kertonut tarvitsevansa tulevaisuudessa myös omaa pääomaa kasvunsa rahoittamiseksi. Nykyisten ennusteidemme mukaisesti odotamme yhtiön toteuttavan hankinta-arvolla mitattuna 210 MEUR:n edestä kiinteistöhankeita vuosina 2019-2020. Ennusteessamme yhtiön omavaraisuusaste laskee vuoteen 2021 mennessä noin 30 %:iin eli yhtiön

taloudellisen tavoitteen mukaisen tason alarajalle (tavoite keskimäärin vähintään 30 % omavaraisuusaste 2019-2021). Hoivatilojen pääoman tarpeeseen vaikuttaa lisäksi lainojen kovenanttiehdot, joita yhtiö ei ole julkisesti avannut. Olemme kuitenkin arvioineet, ettei yhtiö todennäköisesti pysty nostamaan LTV-% tasoa yli 65 %:n. Myös tämä raja arviomme mukaan tulee vastaan vuonna 2021 ennustamallamme investointitahdilla eli käytännössä yhtiö tarvitsee lisää omaa pääomaa tätä ennen jatkaakseen nykyistä kasvuvauhtiaan.

Hoivatilat tuskin jättää oman pääoman keräämistä aivan viime tintaan ja arviomme yhtiön ryhtyvän hyvissä ajoin valmistelemaan sitä. Pidämme siksi todennäköisenä, että osakeanti tulee tapahtumaan seuraavan noin vuoden kuluessa. Suhtaudumme antiin pääsääntöisesti myönteisesti, koska yhtiön pystyy sijoittamaan antivaransa erittäin kannattavasti (2018 ROE-% 25,4 %) ja uusilla varoilla vauhdittamaan kasvuaan. Yhtiön viimeksi vuonna 2017 toteuttama osakeanti (31,5 MEUR) tapahtui lisäksi vain 3,4 % alle antia edeltäneen päätöskurssin ja emme pidä nytkään merkittävää diluutiota (laimennusvaikutus) todennäköisenä.

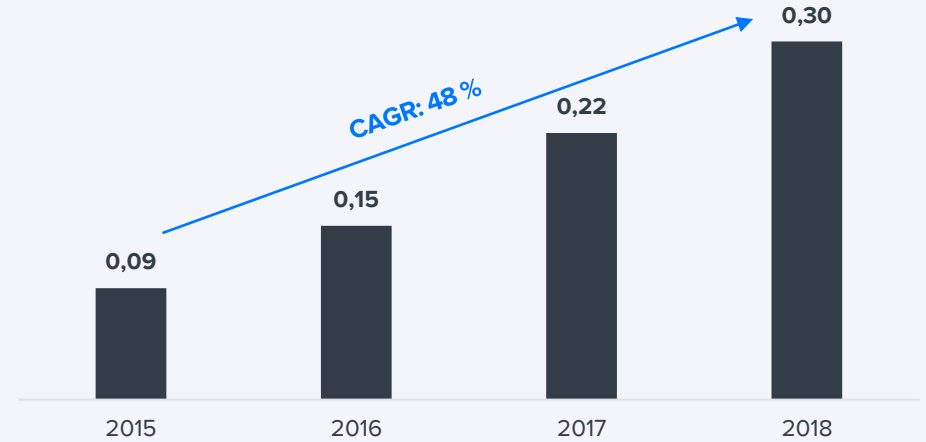
Hoivatilojen maaliskuussa 2019 kokoontunut yhtiökokous myönsi hallitukselle valtuuden enintään 5,08 miljoonan osakkeen liikkeeseen laskemiseen. Valtuutus on voimassa 30.6.2020 asti. Tämä vastaisi nykyisellä kurssitalolla noin 50 MEUR:n antia. Pidämme todennäköisenä, että anti tulee olemaan tätä luokkaa.

Historiallinen suorituskyky

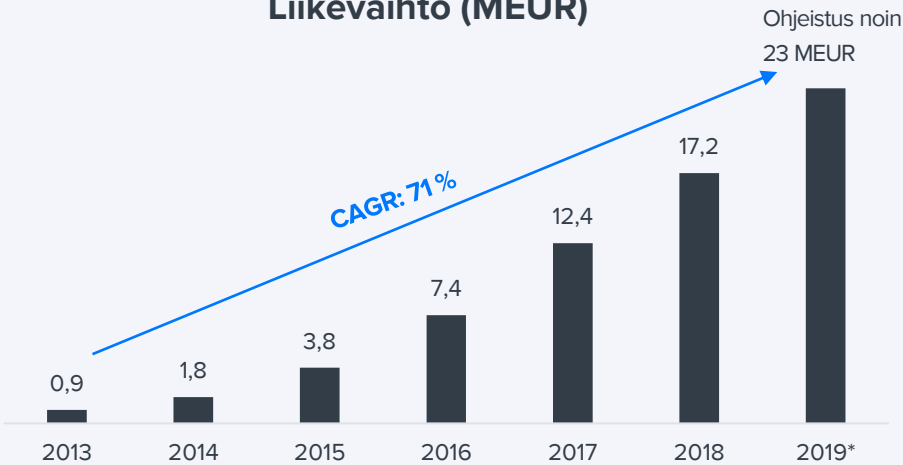
EPRA NAV per osake



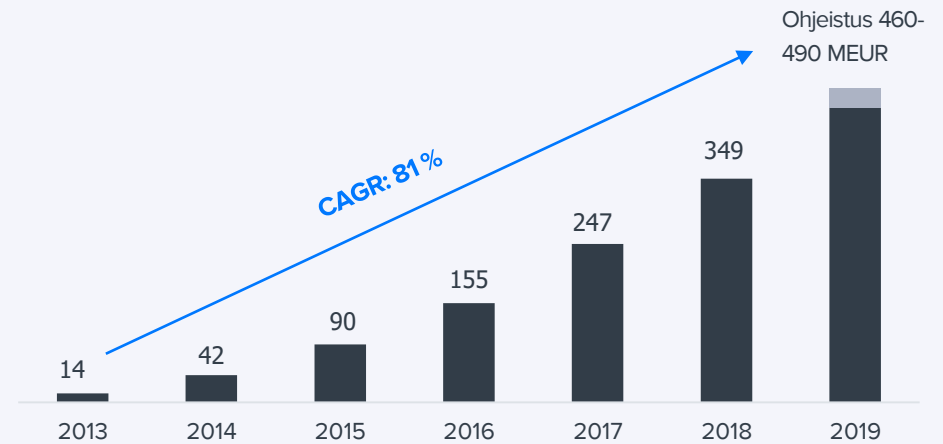
EPRA EPS 2015-2018



Liikevaihto (MEUR)

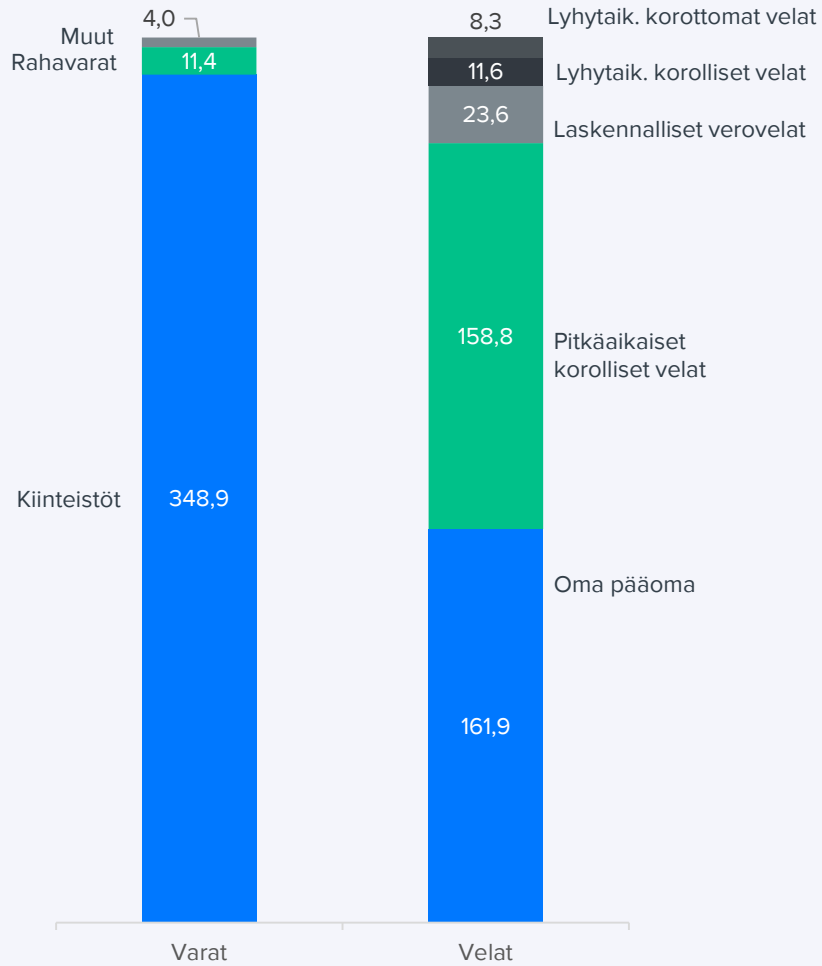


Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)

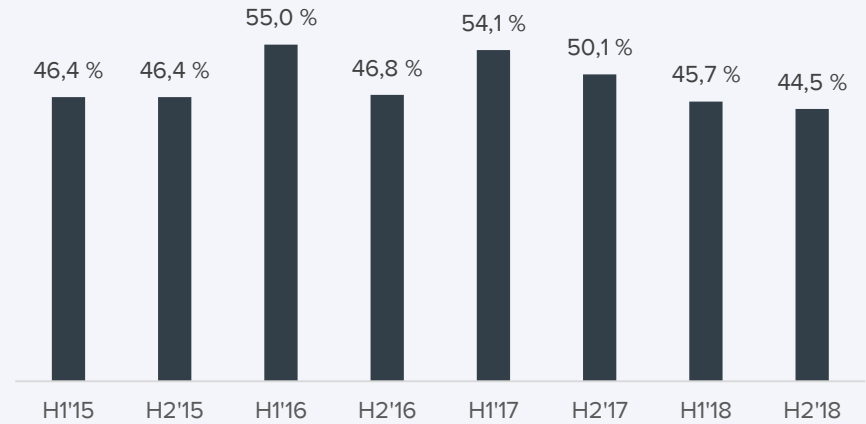


Taloudellinen tilanne

Tase 31.12.2018 (MEUR)



Omavaraisuusaste-%



Lainojen maturiteetti (MEUR)



Lähde: Inderes ja Hoivatilat

Ennusteet 1/5

2019-2020 ennusteet

Hoivatilojen 2019-2020 ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion vuokrasopimuksiin, ennustamiimme valmistuviin kiinteistökehityshankkeisiin sekä ennustamaamme tuottovaatimusten laskuun. Hoivatiloilla oli maaliskuun 2019 lopussa 123 valmista hoivakiinteistöjä, joiden nettovuokratuotto käypään arvoon oli 6,15 %. Vuokratuotot ovat hyvin ennustettavia, sillä kiinteistöjen taloudellinen vuokrausaste oli täydet 100 % ja tämänhetkiset vuokrasopimukset ovat keskimäärin 15-vuoden mittaisia. Yhtiöllä oli lisäksi tällä hetkellä suunnitteilla ja rakenteilla kiinteistöjä yhteensä 49 kpl noin 159 MEUR:n edestä, jotka alkavat tuottaa kassavirtaa aviomme mukaan pääosin vuosien 2019-2020 aikana.

Ennustamme yhtiön toteuttavan näiden hankkeiden lisäksi 51 MEUR:n edestä kehityshankkeita vuosina 2019-2020 ja oletamme Hoivatilojen saavuttavan kehityshankkeista keskimäärin noin 15 %:n kehityskatteen niiden valmistuttua.

Odotamme Hoivatilojen tuottovaatimuksen laskevan noin 6,0 prosenttiin vuoden 2019 loppuun mennessä ja tämän tuovan kertaluonteisen (ei-kassavirrallisen) 8,7 MEUR:n tuoton vuonna 2019. Ennustamamme laskutrendi vastaisi vuosina 2014-2018 jo tapahtunutta kehitystä.

Ennusteillamme vuoden 2019 liikevaihto on 23,1 MEUR ja operatiivinen tulos 9,6 MEUR. Kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa vuonna 2019 noin 499 MEUR. Osakekohtainen NAV kasvaa ennusteissamme noin 8,4 euroon vuonna 2019 ja noin 9,2 euroon vuonna 2020.

Ennusteemme ovat pääosin linjassa yhtiön 2019 ohjeistuksen kanssa, sillä Hoivatilat ohjeisti Q1'19 liiketoimintakatsauksessa 2019 liikevaihdon olevan noin 23 MEUR ja operatiivisen tuloksen olevan noin 40 % liikevaihdosta eli noin 9,2 MEUR. Vuoden 2019 lopun kiinteistöjen käyvän arvon ennusteemme 499 MEUR on kuitenkin yhtiön ohjeistamaa korkeampi, sillä yhtiö arvioi tämän olevan vuoden 2019 lopussa 460-490 MEUR. Ero johtuu arviomme mukaan siitä, ettei yhtiön ohjeistus sisällä muutoksia tuottovaatimuksissa.

2021 ennusteet ja pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2020 jälkeen Hoivatilojen kasvua rajoittaa nykyinen tase ja arvioimme ettei yhtiö pysty rakennuttamaan yli 110 MEUR:n edestä kiinteistöjä vuonna 2021 ilman osakeantia tai kiinteistömyyntejä. Tämän takia rakennuttaminen ei ennusteessamme kasva vuonna 2021. Vuosien 2019-2021 ennusteemme ovat kuitenkin kokonaisuutena yhteneviä yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa (2019-2021 liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin 30 %, operatiivinen tulos keskimäärin 40 % liikevaihdosta, omavaraisuusaste keskimäärin vähintään 30 % ja osinko vähintään 50 % EPRA tuloksesta).

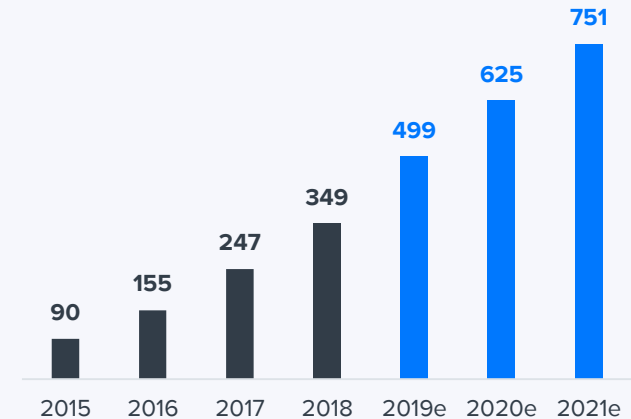
Hoivatilojen kasvunäkymät vuoden 2021 jälkeen ovat arviomme mukaan hyvät ja yhtiöllä on edelleen tilaa jatkaa kannattavaa kasvua nykyisillä markkina-alueilla. Hoivatilojen liiketoiminta on osittain skaalautuvaa, sillä kiinteät kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa, mikä tukee kannattavuutta. Hoivatilojen kasvaessa yhtiön kiinteistökohtainen ja maantieteellinen hajautus myös paranevat, mikä alentaa yhtiön kokonaisriskiprofiilia.

Hoivatilojen hankekanta 31.3.2019

	Valmiit	Keskeneräiset	Yhteensä
Kohteet, kpl	123	49	172
Vuokrattava pinta-ala, tkem ²	108,2	60,2	168,4
Vuosivuokrat, MEUR	22	11,4	33,4
Investointi (hankintameno), MEUR	245	158,6	403,6

Lähde: Hoivatilat

Kiinteistöjen käypä arvo (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/5

Kansainvälistyminen on nyt lähtenyt käyntiin

Hoivatilat perusti tytäryhtiön Ruotsiin kesäkuussa 2018 ja syyskuussa 2018 Ruotsin tytäryhtiön toimitusjohtaja aloitti tehtävässään. Maaliskuussa 2019 yhtiö tiedotti sopineensa kolmen päiväkotihankkeen käynnistymisestä Ruotsiin Eskilstunaan, Ronnebyhyn ja Norrtäljeen. Hankkeiden yhteenlaskettu investointiarvo on noin 11 MEUR ja ne valmistuvat vuoden 2020 aikana.

Ensimmäisistä hankkeista sopiminen oli arviomme mukaan strategisesti tärkeää, koska ne antoivat tärkeän referenssin potentiaalisille asiakkaille ja yhteistyökumppaneille tällä uudella markkinalla. Se myös todistaa, että yhtiön palveluille on kysyntää Ruotsissa.

Odotamme Ruotsin nousevan voitolliseksi 2021

Hoivatiilojen Ruotsin toimintojen ylösajo on osittain vielä kesken ja yhtiöllä on tällä hetkellä vain maajohtaja Ruotsissa. Lisäksi yhtiö käyttää paikallisia konsulttipalveluja. Yhtiön johto on painottanut, että se etenee vähitellen Ruotsissa eikä ota tarpeettomia riskejä. Liiketoimintamalli on sama kuin Suomessa, eli yhtään hanketta ei käynnistetä ennen kuin niistä on allekirjoitettu sitovat vuokrasopimukset.

Ruotsiin tarvittavat panostukset ovat Hoivatiilojen johdon mukaan suhteellisen pieniä ja liittyvät lähinnä henkilöstökuluihin. Odotamme itse yhtiön kulujen nousevan Ruotsin myötä vain 0,2 MEUR:lla vuonna 2020 ja toimintojen nousevan voitolliseksi vuonna 2021. Emme ole eritelleet Ruotsin toimintoja ennustemalliimme, vaani ennusteemme sisältävät Ruotsin vaikutuksen.

Näemme Ruotsissa pidemmän aikavälin potentiaalia

Hoivatiilojen useat asiakkaat (hoivaoperaattorit) toimivat jo nyt Ruotsissa ja näiden asiakkaiden liiketoimintamallit ovat käsityksemme mukaan samanlaisia Ruotsissa kuin Suomessa. Edelleen, Ruotsissa yhteiskuntarakenteet ovat samantyyppisiä ja hoiva-alaa ajavat useat samanlaiset megatrendit kuin Suomessa (mm. väestön ikääntyminen). Näiden myötä yhtiö pystyy operoimaan Ruotsissa nykyisellä liiketoimintamallilla ja arviomme mukaan myös hyödyntämään liiketoimintamallinsa vahvuuksia Ruotsissa.

Ruotsissa rakennuttamisen kilpailu on arviomme mukaa yleisesti Suomea kireämpää ja myös hoivakiinteistöjen tuottotasot ovat matalampia matalista tuottovaatimuksista johtuen. Esimerkiksi Realian mukaan Ruotsin hoivakiinteistöjen prime-tuottovaatimus oli vuonna 2017 vain noin 4,0 % eli selvästi Suomea alempana (Hoivatiilojen kiinteistöjen tuottovaatimus 2018 lopussa 6,15 %).

Hoivatiiloille relevantin hoivakiinteistömarkkinan koko (päiväkodit, hoivakodit ja koulut) on Ruotsissa käsityksemme mukaan yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna ja yhtiöllä on siten mahdollista kasvaa uuteen kokoluokkaan tällä markkinalla. Kasvu Ruotsissa myös parantaisi Hoivatiilojen kiinteistöportfolion maantieteellistä hajautusta ja siten laskisi yhtiön kokonaisriskiprofiilia.

Strategia Ruotsissa

- Sama liiketoimintamalli kuin Suomessa
- Koulut, päiväkodit, hoivakodit ja vammaisten hoivakodit
- Keskittyminen Suur-Tukholman alueelle
- Yliopistokaupungit ja kaupungit, joissa voimakas loppukysyntä myös mielenkiintoisia
- Maantieteellinen keskittyminen mahdollistaa hallinnollisen tehokkuuden

Lähde: Hoivatilat CMD 2019

Ennusteet 3/5

Rakennuttaminen

Yksi merkittävin tekijä mikä erottaa Hoivatilat useista muista kiinteistöyhtiöistä on rakennuttamistoiminta. Yhtiö ei pääsääntöisesti osta valmiita kiinteistöjä lainkaan vaan rakennuttaa ne ja se saa tästä rakennuttamistoiminnasta kehityskatteen. Yhtiön organisaatiomalli on suunniteltu rakennuttamista varten ja suurin osa sen henkilöstöstä työskentelee rakennuttamisessa. Vuonna 2018 Hoivatilat rakennutti hankinta-arvolla mitattuna noin 82 MEUR:n edestä kiinteistöjä, joista se saavutti Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkean noin 18 %:n kehityskatteen eli noin 15 MEUR voiton (käypä arvo - rakennuttamiskulut).

Hoivatiloilla oli Q1'19 lopussa keskeneräisenä 49 kiinteistökehityshanketta, joiden hankinta-arvo oli yhteensä noin 159 MEUR. Kaikista näistä hankkeista on allekirjoitettu sitovat vuokrasopimukset ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Siten niiden toteutumiseen liittyvä riski on mielestämme pieni. Ennustamme yhtiön pystyvän toteuttamaan noin 100 MEUR:n edestä hankkeita vuonna 2019 ja 110 MEUR:n edestä vuonna 2020 (hoivakodit, päiväkodit, koulut ja palvelukorttelit yhteensä Suomessa ja Ruotsissa).

Kermit on jo kuorittu toimialalla

Hoivakiinteistöjen rakennuttamisessa kilpailu on arviomme mukaan viime vuosina kiristynyt erityisesti hoivakiinteistörahastojen kasvun ja lisääntyneen aktiivisuuden takia. Ennustamme siksi Hoivatilojen rakennuttamisen kehityskatteen laskevan vuonna 2019 noin 15 %:n tasolle. Pidämme myös noin 15 %:n tasoa pitkällä aikavälillä realistisena yhtiölle.

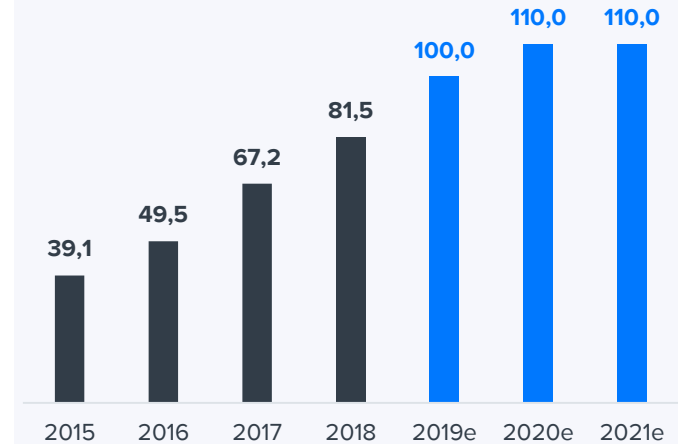
Tuotto ei lähtökohtaisesti ole kassavirrallista

Rakennuttamisen kate on Hoivatiloille laskennallista ja ei-kassavirrallista tuottoa, koska yhtiö ei pääsääntöisesti myy kiinteistöjään muille. Tuottoon liittyvä riski on kuitenkin mielestämme matala, koska hoivakiinteistöillä on Suomessa toimiva transaktiomarkkina ja hoivakiinteistöjen loppukysyntä on voimakkaassa kasvussa. Hoivatilojen esittämät kiinteistöjen käyvät arvot (6,15 % tuottovaatimus) ovat mielestämme hyvin konservatiivisia verrattuna siihen, millä tasolla markkinoilla tehdään tällä hetkellä kauppaa hoivakiinteistöillä eli kehityskate saataisiin myös realisoitua tarvittaessa. Tästä saatiin myös näyttöä vuonna 2018, kun yhtiö myi kiinteistöjä 16,4 MEUR:lla ja saavutti myynneistä noin 1 MEUR:n myyntivoiton verojen jälkeen eli kaupat syntyivät noin 8 % yli yhtiön esittämän tasearvon.

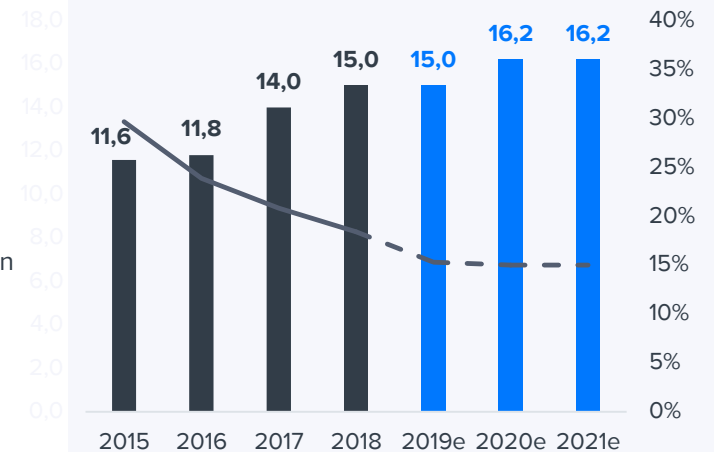
Rakennuttaminen on jatkuvaa liiketoimintaa

Hoivatilojen osakkeen arvonmääritykseen keskeisesti vaikuttava tekijä on, voiko rakennuttamisliiketoiminnan olettaa jatkuvaksi liiketoiminnaksi. Kuten olemme aikaisemmin todenneet, yhtiö ei arviomme mukaan pysty nykyisellä taseellaan kasvattamaan vuoden 2020 jälkeen nykyistä rakennuttamistahtiaan ilman oman pääoman keräämistä. Kuitenkin, yhtiöllä on vaihtoehtona myös myydä kiinteistöjään ja rahoittaa myyntituotoilla rakennuttamista. Nykyisessä vilkkaassa transaktiomarkkinassa tämän ei pitäisi muodostua ongelmaksi. Perustamme yhtiön arvonmäärityksessämme siihen, että rakennuttamisliiketoiminta on jatkuvaa liiketoimintaa.

Kehityshankkeet vuosittain (MEUR)



Kehityskate-% vuosittain



Lähde: Inderes

Ennusteet 4/5

Tuottovaatimusten lasku

Yksi keskeinen tulosajuri Hoivatiiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivatiilojen valmis kiinteistöportfolio oli arvostettu ulkopuolisen arvioitsijan mukaan noin 6,15 %:n tuottovaatimuksella vuoden 2018 lopussa. Pidämme tätä arviota konservatiivisena ja odotamme tuottovaatimuksen laskevan vuonna 2019 lähemmäksi Suomen muiden kiinteistötyyppien ja muiden maiden hoivakiinteistöjen tasoa.

Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppisiin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin. Esimerkiksi prime-toimistokiinteistöjen tuottovaatimus on Helsingissä KTI:n mukaan tällä hetkellä noin 3,95 % ja prime-asuntojen noin 3,6 %. Mielestämme näin suuri tuottovaatimusero ei ole perusteltua, sillä hoivakiinteistöt ovat arviomme mukaan riskiprofiililtaan selvästi kaupallisia kiinteistöjä matalariskisempiä ja niiden tuottovaatimus tulisi olla niiden alapuolella. Kansainvälisesti vertailluna Ruotsissa hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset olivat Realian mukaan noin 4 % vuonna 2017. Odotamme Suomen hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan vähitellen lähemmäksi tätä tasoa.

Inderesin arvion perusteella Suomessa on tehty hoivakotikiinteistöjen portfoliokauppoja vuonna 2018 vain 5,3 %:n tuottovaatimuksella. Tämä arvio tukee myös arviotamme siitä, että Hoivatiilojen tuottovaatimuksessa on selvää laskuvaraa. Emme

kuitenkaan odota yhtiön tuottovaatimuksen laskevan näin alhaisella tasolla, sillä portfoliokauppoihin liittyy ns. portfoliopreemio eli hoivakiinteistöistä voi saavuttaa korkeamman hinnan mikäli ne myydään suurina kokonaisuuksina. Hoivatiilat kirjaa kiinteistönsä yksittäisten kiinteistöjen summana, jolloin portfoliopreemio ei ole mukana arvossa.

Kertaluonteinen tuotto

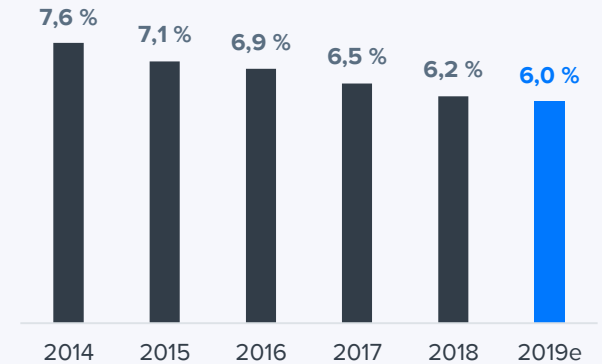
Odotamme Hoivatiilojen tuottovaatimuksen laskevan noin 6,0 prosenttiin vuoden 2019 loppuun mennessä. Tämä laskutrendi vastaisi vuosina 2014-2018 tapahtunutta kehitystä. Pidämme tätä suurempaakin laskua teoriassa myös mahdollisena. Ennustamme tuottovaatimuksen laskun seurauksena Hoivatiilojen kiinteistöportfolion arvo kasvaksi noin 8,7 MEUR:lla vuonna 2019 eli noin 2 %:lla.

Korostamme, että tuottovaatimusten laskun tuoma tuotto on luonteeltaan laskennallinen ja ei-kassavirallinen niin kauan kun yhtiö ei myy kiinteistöjään. Se on ennusteessamme myös kertaluonteinen, sillä odotamme yhtiön tuottovaatimuksen laskevan 6,0 %:iin ja pysyvän tällä tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

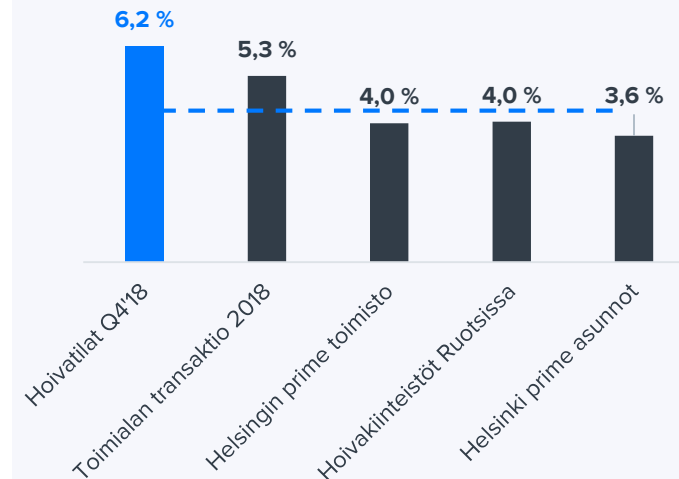
Tuottovaatimukset ovat myös riskitekijä

Tuottovaatimusten kehitykseen liittyy myös riskejä, sillä mikäli markkinakorot nousisivat selvästi tai markkinoiden riskipreemiot kasvaisivat voisivat tuottovaatimukset myös nousta ja yhtiö joutuisi tällöin todennäköisesti kirjaamaan käyvän arvon tappioita. Nykyisessä markkinatilanteessa emme kuitenkaan pidä tuottovaatimusten nousua lähivuosina todennäköisenä.

Hoivatiilojen ennustettu tuottovaatimus-%



Tuottovaatimus ja "verrokkit"



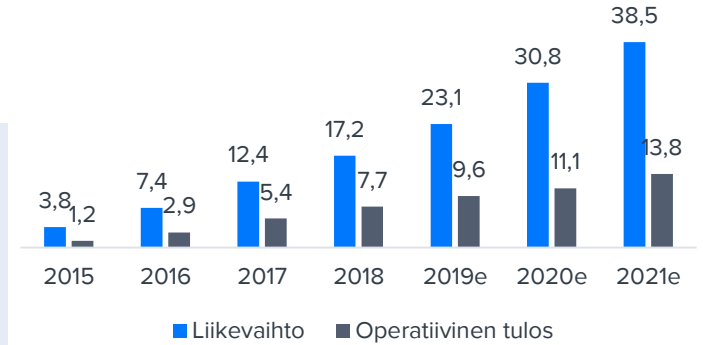
Lähde: Inderes

Ennusteet 5/5

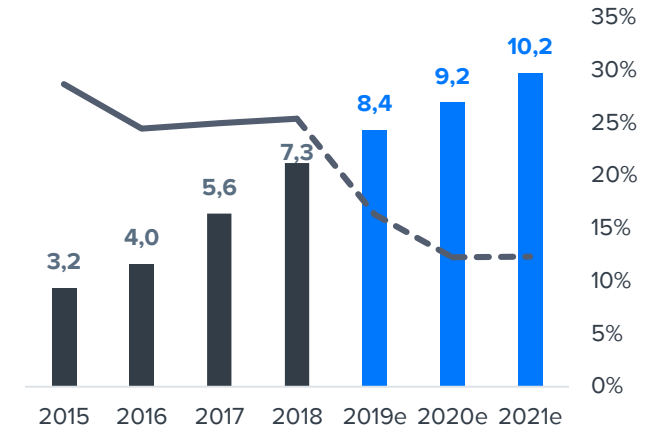
Oletukset (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Tuottovaatimus	7,1%	6,9%	6,5%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	90	155	247	349	499	625	751
Portfolion käypä arvo (k.a)	53	123	201	298	424	562	688
NAV vuoden lopussa	50	83	143	185	213	235	260
NAV k.a.	40	66	113	164	199	224	247
Nettovuokratuotto-% kaudella (k.a)	-	7,5%	7,4%	6,6%	6,3%	6,1%	6,0%
Henkilöstökulujen kasvu	61%	100%	28%	30%	25%	5%	5%
Kiinteiden kulujen kasvu	-11%	67%	55%	51%	25%	5%	5%
Kehitysinvestoinnit vuodessa	39,1	49,5	67,2	81,5	100	110	110
Kehityskate	30%	24%	21%	18%	15%	15%	15%
Hoitokulut-%	-0,8%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
Korkokulut	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,7%	2,5%	3,0%
Vero-%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Liikevaihto	3,8	7,4	12,4	17,2	23,1	30,8	38,5
Käyvän arvon muutos (kehitysvoitot)	11,6	11,8	14,0	15,0	15,0	16,2	16,2
Käyvän arvon muutos (tuottovaatimus)	-	3,0	11,1	21,7	8,7	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,4	-0,6	-1,0	-1,3	-1,8	-2,8	-3,4
Henkilöstökulut	-0,7	-1,5	-1,9	-2,5	-3,1	-3,2	-3,4
Kiinteät kulut	-0,5	-0,8	-1,2	-1,9	-2,3	-2,5	-2,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	13,8	19,3	33,3	48,5	39,5	38,6	45,3
Korkokulut	-0,6	-0,9	-1,4	-2,1	-3,8	-8,4	-11,8
Tulos ennen veroja	13,2	18,4	31,9	46,4	35,7	30,1	33,5
Verot	-2,7	-3,7	-6,4	-9,4	-7,3	-6,1	-6,8
Nettotulos	10,5	14,7	25,5	37,0	28,5	24,0	26,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	1,2	2,9	5,4	7,7	9,6	11,1	13,8
Kokonaistuotto NAV:ille (k.a)	26%	22%	23%	23%	14%	11%	11%
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	83%	73%	60%	56%	50%	50%	50%
Osinko	1,0	2,1	3,3	4,3	4,8	5,6	6,9
NAV per osake	3,2	4,0	5,6	7,3	8,4	9,2	10,2
Osinko per osake	0,07	0,10	0,13	0,17	0,19	0,22	0,27
EPS	0,79	0,75	1,05	1,45	1,12	0,94	1,05
EPS (EPRA)	0,09	0,15	0,22	0,30	0,38	0,44	0,54

Liikevaihto ja operatiivinen tulos



EPRA NAV ja ROE-%



Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Perustamme Hoivatilojen arvonmäärityksemme osien summa-laskelmaan, verrokkiryhmäarvonmääritykseen sekä osakkeen historiallisiin arvostuskertoimiin. Eri arvostusmenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 9,5-10,3 euron välillä. Annamme suurimman painoarvon osien summa -arvonmääritykselle, koska se mielestämme huomioi oikein Hoivatilojen rakennuttamisliiketoiminnan ja sen kiinteistöjen vuokraustoiminnan tuotoista eroavan tuotto/riski -profiilin.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Hoivatilojen osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Korkea oman pääoman tuotto
- Operatiivisen tuloksen vahva tuloskasvu
- Defensiivinen ja suhdanteista vähän riippuvainen toimiala
- Mielestämme hyvät kasvunäkymät
- Hyvä ennustettavuus vuokratulojen osalta
- Viime vuosien vahva track-record kannattavuuden ja kasvun osalta
- Kansainvälistyminen ja sen potentiaali

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttava tekijä ovat puolestaan:

- Asiakasportfolion kolmen suurimman asiakkaan suhteellisen suuri paino (54 %)

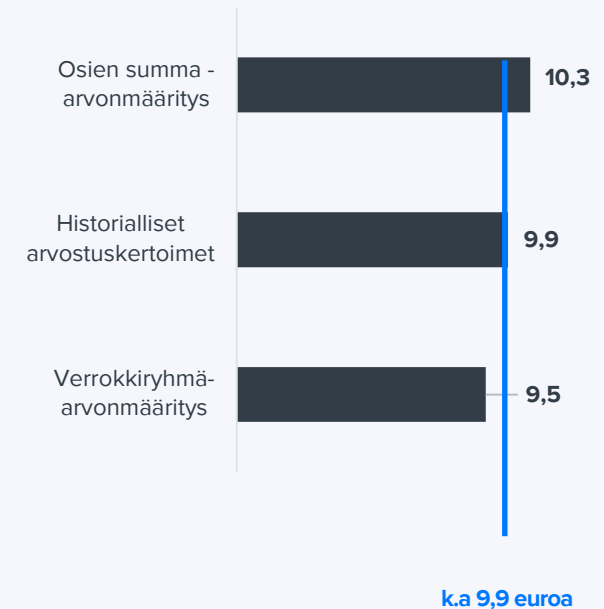
- Rakennuttamisen arvioimamme kilpailun kiristyminen
- Viimeaikainen ”hoivakohu” Suomessa ja sen vaikutus liiketoimintaan
- Uuden hallituksen tulevaan SOTE-uudistukseen liittyvä epävarmuus

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme Hoivatilojen tavoitehintamme 10,30 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme aikaisemman lisää-suosituksemme. Hoivatiloilla on arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Näkemyksemme mukaan markkinat antavat liian pienen arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle ja näemme arvostustasossa edelleen nousuvaraa.

Suurimpana riskinä arvostukselle näemme yhtiön kasvuvauhdin mahdollisen hidastumisen sekä rakennuttamisen kilpailun kiristymisen

Yhteenveto arvonmäärityksestä



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Arvostus suhteessa historialliseen tasoon

Hoivatilat listautui Helsingin pörssiin maaliskuussa 2016 eli yhtiön historiallista arvostustasoa on mahdollista tarkastella reilun kolmen vuoden ajalta. Tänä aikana Hoivatilojen osake on ollut arvostettuna keskimäärin 37 % yli viimeisimmän EPRA NAV:in, keskimäärin 27,4x operatiivisesta tuloksesta lasketulla P/E-kertoimella ja keskimäärin 2,0 %:n osinkotuotolla. Näiden kertoimien, Q1'19 NAV:in ja 2019 ennusteidemme perusteella Hoivatilojen osakkeen arvoksi muodostuisi 9,3-10,4 euroa. Painotamme näitä kertoimia yhtä suurilla painoilla ja historialliseen arvostustasoon perustuva arvonmäärityksemme antaa siten osakkeen arvoksi 9,9 euroa per osake.

Osakekurssin vertaaminen historialliseen NAV:iin on kuitenkin mielestämme osittain harhaanjohtavaa, koska yhtiöllä on ollut jatkuvasti rakenteilla merkittävä määrä kiinteistöjä, mitkä on jo vuokrattu, mutta ne eivät vielä näy NAV:issa, koska nämä keskeneräiset kiinteistöt on arvostettu yhtiön taseessa osittain hankintamenoon. NAV ja operatiivinen tulos eivät myöskään anna mitään arvoa yhtiön huomattavalle rakennuttamisliiketoiminnalle. Näiden syiden takia suosittelemme sijoittajia arvioimaan Hoivatilojen osaketta myös muiden mittareiden kuin historiallisten arvostuskertoimien kautta.

Arvostus suhteessa verrokkeihin

Hoivatiloilla ei ole suoria verrokkeja, sillä Pohjoismaissa ei tällä hetkellä ole Hoivatilojen lisäksi ainuttakaan pelkästään hoivakiinteistöihin keskittyntä listayhtiötä ja Euroopan tasollakin on

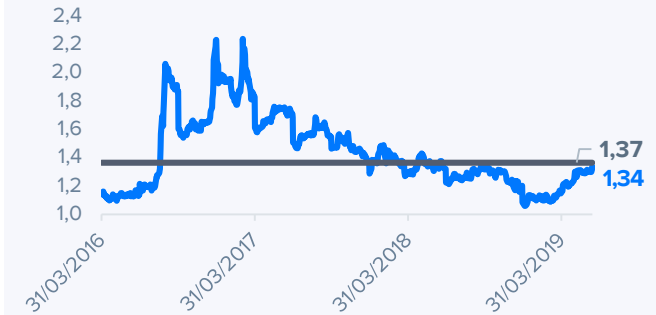
vain muutama alan listattu yhtiö. Olemme valinneet Hoivatilojen verrokkeiksi listattuja, pääosin hoivakiinteistöihin keskittyneitä kiinteistöyhtiöitä, joista on konsensusennusteet saatavilla.

Huomautamme, että Suomen toimintaympäristö (lainsäädäntö, verotus, valtion rooli hoiva-alalla) ja pääomamarkkinan fundamentit ovat hyvin erilaisia muihin Euroopan maihin verrattuna. Lisäksi tässä esitetyt verrokkit ovat pääosin huomattavasti Hoivatiloja suurempia ja näiden kiinteistöportfolion hajautus on Hoivatilaa parempi. Toisaalta, Hoivatilojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan verrokkeihin nähden hyvät ja Hoivatilojen näytöt kannattavasta kasvusta ovat erinomaiset.

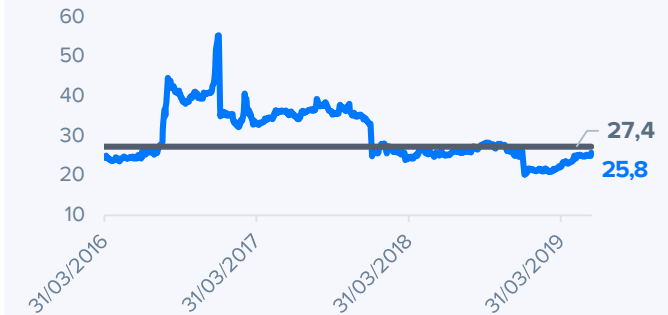
Edelliset tekijät huomioiden verrokkiryhmän keskimääräinen 2019e P/NAV-kerroin on noin 1,24x ja vastaava PE/-kerroin on noin 22,9. Näiden kertoimien ja omien ennusteidemme perusteella Hoivatilojen osakkeen käypä arvo olisi 50/50 painoilla noin 9,5 euroa per osake. P/E-kerrointa olemme soveltaneet pelkästään Hoivatilojen operatiiviseen tulokseen.

Korostamme, että tässä esitetty verrokkiryhmäarvonmääritys ei mielestämme ole paras tapa arvottaa Hoivatilojen osaketta johtuen siitä, ettei yhtiön tuotto/riski-profiili poikkea verrokeista ja yhtiön rakennuttamisliiketoiminta pitäisi mielestämme huomioida erikseen arvonmäärityksessä. Käsittelemme osakkeen arvonmääritystä vielä nämä näkökulmat huomioiden seuraavalla sivulla osien summa - arvonmäärityksessä.

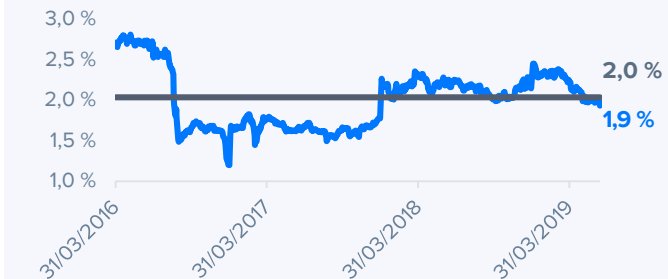
Arvostus edelliseen EPRA NAV:iin



P/EPRA EPS



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys 3/3

Osien summa -arvonmääritys

Perustamme Hoivatilojen arvonmäärityksemme pääosin osien summa -laskelmaan. Tässä laskelmassa arvo jaetaan komponentteihin, jotka ovat a) kiinteistöt, b) rakennuttamisliiketoiminta, c) konsernikulut ja d) nettovelat. Arviomme mukaan markkinat antavat tällä hetkellä vain noin 67 MEUR:n arvon yhtiön rakennuttamisliiketoiminnalle, mikä ei ole perusteltua sillä olemme arvioineet rakennuttamisliiketoiminnan arvoksi noin 81 MEUR. Osien summa -arvonmäärityksemme antaa Hoivatilojen osakkeen arvoksi noin 10,3 euroa per osake.

Kiinteistöjen arvo

Huomioiden Hoivatilojen kiinteistöjen riskiprofiili ja niiden odotettu tuottotaso, voidaan kiinteistöt arvostaa mielestämme niiden tasearvoon osien summa-laskelmassa. Laskelmassa kiinteistöjen arvo 499 MEUR on vuoden 2019 lopussa, koska yhtiön tänä vuonna valmistuvat merkittävät kehityshankkeet (Inderesin ennuste 100 MEUR hankinta-arvolla mitattuna) on jo käytännössä sovittu ja niiden toteutumiseen liittyvä riski on siksi mielestämme pieni. Lisäksi pidämme ennusteisiimme sisältyvää tuottovaatimusten laskua 6,0 %:iin (2018: 6,15 %) käytännössä jo lähes varmana, koska markkinoilla tehtiin vuoden 2018 alussa kauppaa 5,3 %:n tuottovaatimuksilla Hoivatilojen kiinteistöjä vastaavilla hoivakiinteistöillä.

Nettovelka

Ennusteessamme Hoivatilat rahoittaa 2019 kehityshankkeensa lähes kokonaan vieraalla pääomalla ja korollinen nettovelka kasvaa vuoden loppuun mennessä noin 277 MEUR:oon. Emme pidä

tätä suurempaa nettovelan kasvua kovin todennäköisenä, koska yhtiön investointitarpeet ovat muuten vähäisiä. Yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia (keski-ikä noin 2 vuotta), eli niissä ei ole merkittäviä ylläpitoinvestointitarpeita.

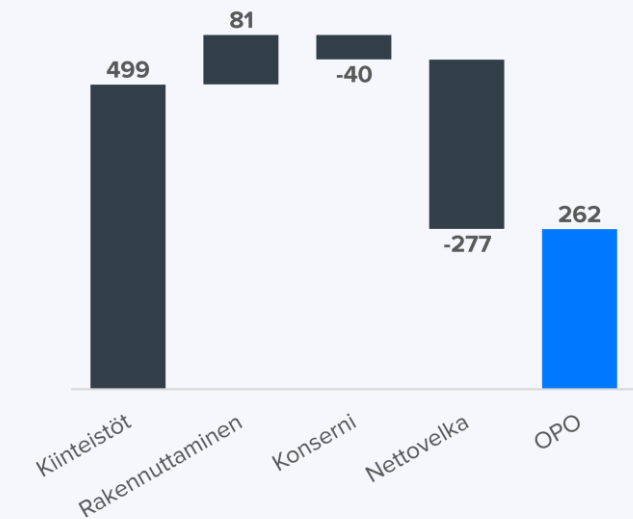
Konsernikulut

Hoivatilojen konsernikuluja ovat henkilöstökulut ja kiinteät kulut ja ennustamme näiden olevan 5,7 MEUR vuonna 2020. Arviomme mukaan suurin osa näistä kuluista liittyy kuitenkin suoraan rakennuttamisliiketoimintaan ja arvioimme että yhtiön kiinteistöjä voitaisiin hallinnoida 0,5 %:n vuotuisella palkkiolla kiinteistöjen käyvästä arvosta eli 2,5 MEUR:lla. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun 7,2 %:n WACC-tuottovaatimuksella ja 1 %:n vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen arvo on siten laskelmassamme noin -40 MEUR.

Rakennuttaminen

Rakennuttamisliiketoiminnan arvo perustuu 110 MEUR:n arvioimaamme vuotuisen hankekehitykseen ja 15 %:n kehityskatteeseen, joita ennustamme vuodelle 2020. Näiden lisäksi rakennuttamiseen pitää kohdistaa arviomme mukaan 3,2 MEUR Hoivatilojen vuotuisista 2020 ennustamistamme kiinteistä kuluista, joten rakennuttamisen vuotuinen 2020 EBITDA on arviomme mukaan noin 13,3 MEUR. Olemme soveltaneet rakennuttamisen arvottamisen 6,1x EV/EBITDA-kerrointa. Kerroin on 15 % alle valitsemamme verrokkiryhmän, mikä on mielestämme perusteltu yhtiön rakennuttamistoiminnan suhteellisen pieni koko huomioiden. Rakennuttamisliiketoiminnan arvoksi muodostuu laskelmassamme 81 MEUR.

Osien summa -laskelma (MEUR)



Rakennuttamisliiketoiminnan arvo (MEUR)

Verrokki	2020 EV/EBITDA
YIT	6,7
NCC	6,1
Veidekke	5,7
Peab	7,2
Bonava	8,6
Lehto	7,2
SRV	12,3
Mediaani	7,2
Alennus	15 %
Kerroin	6,1
EBITDA 2020e	13,3
EV	81

Lähde: Reuters, ennusteluvut Inderes. Tiedot kerätty 12.6.2019

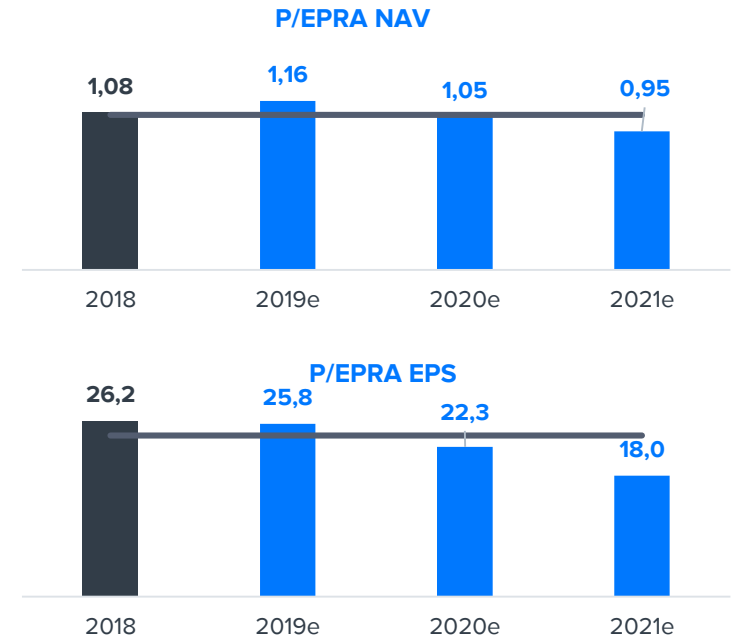
Avainluvut ja verrokkiryhmän arvonmääritys

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E (oik.)		P/NAV		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Aedifica SA	83,60	2040	3029	23,1	20,4	1,5	1,4	3,2	3,6
Care Property Invest NV	24,80	493	719	27,6	25,1	1,4	1,4	3,1	3,3
Cofinimmo SA	114,00	2609	4282	16,2	15,6	1,2	1,2	4,6	4,7
Gecina SA	131,30	10189	17618	22,7	22,1	0,8	0,8	4,2	4,3
Primary Health Properties PLC	137,40	1748	2506	23,3	21,8	1,3	1,2	4,2	4,4
Target Healthcare REIT Ltd	117,80	505	552	21,8	16,9	1,1	1,1	5,7	5,8
Hoivatilat (Inderes)	9,76	248	526	8,7	10,3	1,2	1,1	1,9	2,2
Keskiarvo				22,5	20,3	1,2	1,2	4,2	4,4
Mediaani				22,9	21,1	1,2	1,2	4,2	4,4
Erotus-% vrt. mediaani				-62 %	-51 %	-6 %	-12 %	-54 %	-49 %

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

Avainluvut	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi (euroa)	7,9	9,76	9,76	9,76
Markkina-arvo (MEUR)	201	248	248	248
Kiinteistöjen arvo (MEUR)	349	499	625	751
EPS (euroa)	1,45	1,12	0,94	1,05
EPRA EPS (euroa)	0,30	0,38	0,44	0,54
EPRA NAV per osake (euroa)	7,28	8,36	9,25	10,21
Osinko per osake (euroa)	0,17	0,19	0,22	0,27
Omavaraisuusaste-%	44 %	37 %	33 %	30 %
LTV-%	49 %	56 %	61 %	64 %
EV/EBITDA	7,4	13,3	16,3	16,0
P/E (oik.)	5,4	8,7	10,3	9,3
P/EPRA EPS	26,2	25,8	22,3	18,0
P/EPRA NAV	1,1	1,2	1,1	1,0
ROE-%	25 %	16 %	12 %	12 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,9 %	2,2 %	2,8 %

Lähde: Inderes. Kurssitiedot kerätty 12.6.2019



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	247	349	499	625	752
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	247	349	499	625	751
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	10,6	14,8	2,8	3,7	4,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,7	3,5	2,3	3,1	3,8
Likvidit varat	9,8	11,4	0,5	0,6	0,8
Taseen loppusumma	258	364	502	629	756

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	129	162	186	205	226
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	59,5	93,1	117	136	157
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Muu oma pääoma	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	116	182	291	391	488
Laskennalliset verovelat	14,4	23,6	26,7	30,0	33,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	101	159	264	361	455
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	13,3	19,9	25,0	33,8	42,4
Lainat rahoituslaitoksilta	8,9	11,6	13,9	19,0	23,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,4	8,3	11,1	14,8	18,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	258	364	502	629	756

Tuloslaskelma ja puolivuotisennusteet

	FY17	H1'18	H2'18	FY18	H1'19e	H2'19e	FY19e	FY20e	FY21e
Liikevaihto	12,4	8,1	9,1	17,2	10,9	12,2	23,1	30,8	38,5
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	14,0	6,3	8,7	15,0	7,1	8,0	15,0	16,2	16,2
Käyvän avon muutos (tuottovaat. lasku)	11,1	9,8	11,9	21,7	4,1	4,6	8,7	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-1,0	-1,1	-0,2	-1,3	-0,9	-1,0	-1,8	-2,8	-3,4
Henkilöstökulut	-1,9	-1,1	-1,4	-2,5	-1,4	-1,6	-3,1	-3,2	-3,4
Kiinteät kulut	-1,2	-0,9	-1,0	-1,9	-1,1	-1,2	-2,3	-2,5	-2,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	33,3	21,0	27,4	48,5	18,6	21,0	39,5	38,6	45,3
Korkokulut	-1,4	-1,0	-1,0	-2,1	-1,8	-2,0	-3,8	-8,4	-11,8
Tulos ennen veroja	31,9	20,0	26,4	46,4	16,8	18,9	35,7	30,1	33,5
Verot	-6,4	-4,1	-5,3	-9,4	-3,4	-3,8	-7,3	-6,1	-6,8
Nettotulos	25,5	16,0	21,0	37,0	13,4	15,1	28,5	24,0	26,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	5,4	3,2	4,5	7,7	4,5	5,1	9,6	11,1	13,8
EPS (raportoitu)	1,05	0,63	0,82	1,46	0,53	0,59	1,13	0,95	1,06
EPS (EPRA)	0,22	0,12	0,18	0,30	0,18	0,20	0,38	0,44	0,54

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 laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/04/2016	Lisää	4,00 €	3,68 €
29/08/2016	Osta	6,70 €	5,76 €
02/11/2016	Lisää	6,70 €	6,17 €
03/01/2017	Vähennä	7,90 €	8,23 €
02/02/2017	Vähennä	7,90 €	7,60 €
27/03/2017	Lisää	8,10 €	7,47 €
18/05/2017	Lisää	8,50 €	8,01 €
22/08/2017	Lisää	9,10 €	8,67 €
14/10/2017	Osta	9,10 €	7,85 €
08/11/2017	Lisää	9,10 €	8,40 €
17/01/2018	Osta	9,10 €	7,78 €
14/02/2018	Lisää	9,10 €	8,09 €
04/05/2018	Lisää	9,10 €	8,10 €
17/08/2018	Lisää	9,10 €	7,91 €
13/09/2018	Lisää	9,10 €	7,98 €
02/11/2018	Lisää	9,10 €	8,35 €
21/12/2018	Osta	9,10 €	7,43 €
22/02/2019	Lisää	9,20 €	8,28 €
09/05/2019	Lisää	10,00 €	9,50 €
13/06/2019	Lisää	10,30 €	9,76 €



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. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, 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.**