

Ovaro Kiinteistösijoitus

Yhtiöraportti

16.08.2024 09:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yhtiön päivät asuntosijoittajana alkavat olla takanapäin

Ovaron Q2-raportti oli operatiivisesti hieman odotuksiamme heikompi ja raportoitu tulos jäi selvästi odotuksistamme asuntojen käypien arvojen laskun takia. Kukkula-hankkeen kehityskohteiden hankinnalla oli merkittävä vaikutus ennusteisiimme. Hankkeen lähivuosien tuottojen ja kustannusten arviointiin liittyy merkittävää epävarmuutta, mutta sen kehityspotkussa on myös merkittävää tulospotentiaalia pitkälle tulevaisuuteen, jonka näemme mielenkiintoisena. Tulosvaroitusriski, asuntomarkkinan edelleen erittäin sumuinen näkymä ja historiaa korkeampi arvostustaso pitävät meidät 12 kuukauden aikajänteellä varovaisempana. Yhtiön arvostus on mielestämme lyhyellä aikajänteellä varsin käyvällä tasolla ja laskemme tavoitehintamme 4,40 euroon (aik. 4,5 €) ja suosituksemme vähennä-tasolla (aik. lisää).

Q2-tulos jäi ennusteista asuntojen käypien arvojen laskun takia

Ovaron operatiivinen tulos oli 0,36 MEUR (Q2'23: 0,39 MEUR) ja jäi hieman ennusteestamme hoitokulujen oltua odotuksiamme suuremmat. Raportoitu tulos oli 0,7 MEUR, joka jäi selvästi korkeista 1,5 MEUR:n odotuksistamme. Taustalla oli asuntojen -1,0 MEUR käyvän arvon muutokset, jotka olivat selvästi odotuksiamme negatiivisemmat ja lisäksi Ovaro myi asuntoja yhteensä -0,2 MEUR luovutustappiolla. Yhteensä käyvän arvon muutokset olivat silti 0,4 MEUR positiiviset yhtiön tulouttaessa Forumin noin 1,25 myyntivoiton sekä huomioiden toimistokiinteistöjen käyvän arvon muutokset. Jatkoa ajatellen huomioitavaa on, että asuntojen osuus kiinteistösalkun käyvästä arvosta on painunut jo varsin pieneksi. EPRA NAV per osake oli kauden lopussa 5,22 euroa (Q2'23: 5,34e), laskien hieman Q1:n 5,36 euron tasosta. Yhtiö jatkoi Q2:lla ja kesällä aktiivista kehitystyötä, joista merkittävin uutinen oli Kukkula-hankkeen kehityskohteiden (vaiheet 2 ja 3) [hankinta](#) yhtiön täyteen omistukseen.

Ohjeistus jättää kirittävää loppuvuodelle

Ovaro toisti ohjeistuksensa viime vuoteen (2,6 MEUR) verrattuna paranevasta tuloksesta. Asuntojen käypien arvojen laskun jälkeen H1:n 0,8 MEUR:n tulokertymä jättää merkittävästi kirittävää loppuvuodelle. Arvioimme tuloksen jäävän noin vertailukauden tasolle 2,6 MEUR:oon. Mahdollinen tulosvaroitus ei olisi mielestämme yhtiön käyvän arvon kannalta erityisen dramaattinen, mutta Ovaroa painaa sijoittajien silmissä edelleen menneisyyden taakat, jonka takia luottamuksen ylläpitäminen on erittäin tärkeää. Keskeiset tulosajurit loppuvuoteen ovat Hervannan rakennusoikeuden kaupan loppuun saatto, nykyisten kehityskohteiden käyvän arvon muutokset sekä mahdolliset realisoinnit. Näkyvyys kehityskohteiden ennustamiseen on kuitenkin heikko. Huomioimme päivityksessä Kukkula-hankkeen kehityshankkeiden oston, jolla oli merkittävä vaikutus ennusteisiimme. Arvioimme nyt Kukkula-hankkeen vaiheen 3 käyvän arvon muutosten (rakennusoikeuden vahvistamisesta) tuloutuvan osissa vuosina 2025-2027, mikä laski erityisesti ensi vuoden ennustettamme. Hankkeen aikatauluun ja toteutustapaan liittyy edelleen merkittävästi epävarmuutta, ja asetimme ennusteemme asteen varovaisempaan asentoon. Vaikka alustavia merkkejä asuntosektorin pohjasta on havaittavissa, niin arviomme mukaan nykyisestä erittäin vaikeasta tilanteesta tapahtuva todennäköinen hidas palautuminen tulee viivästyttämään kehitys- ja rakennuttamisliiketoiminnan ylösajoa.

Yhtiön arvostus varsin käyvällä tasolla lyhyellä aikavälillä

Arvioimme Ovaron kykenevän nykyisellä taseellaan normalisoituun noin 7-9 %:n tuottoon EPRA NAV:lle ja soveltamamme 10-12 %:n oman pääoman tuottovaatimuksen perustella hyväksyttävät P/EPRA NAV-arvostuskertoimet liikkuvat 0,58x-0,90x välillä. Huomioitavaa on, että Kukkula-hankkeen lähivuosien merkittävien kertaluonteisten tuottojen ja etupainotteisten kustannusten takia normalisoidun tulostason arviointiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Tavoitehintamme vastaa 2024e P/EPRA NAV-kerrointa 0,80x. Yhtiön arvostus ei ole vaativa ja näemme Ovaron kehityspotken potentiaalin mielenkiintoisena keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, mutta nykyisessä markkinatilanteessa putken hedelmien keräämiseen menee nähdäksemme vielä aikaa ja yhtiöllä on sijoittajien silmissä vielä todistettavaa uuden liiketoimintamallin ylösajossa. Yhtiön arvostus on mielestämme lyhyellä aikajänteellä varsin käyvällä tasolla. Tulosvaroitusriski, asuntomarkkinan edelleen erittäin sumuinen näkymä ja historiaa korkeampi arvostustaso pitävät meidät 12 kuukauden aikajänteellä varovaisempana. Keskeisiä kurssiajureita olisivat nähdäksemme taseen voitolliset realisoinnit ja kukkula-hankkeen toteutuksen eteneminen.

Suositus

Vähennä

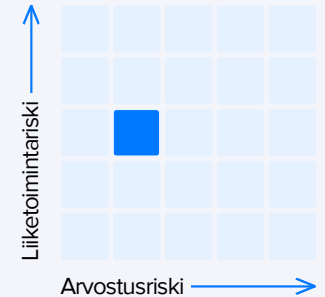
(aik. Lisää)

4,40 EUR

(aik. 4,50 EUR)

Osakekurssi:

3,98



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttovuokrat	5,6	6,1	6,0	6,4
Nettotuotot	2,7	3,1	4,1	4,7
EPRA-tulos	0,9	0,9	0,8	-5,7
Nettotulos	2,6	2,6	3,9	-2,1
EPRA EPS	0,11	0,11	0,09	-0,70
EPS (oik.)	0,30	0,31	0,48	-0,26
P/EPRA EPS	32,7	35,7	42,4	-5,7
P/EPRA NAV	0,66	0,72	0,67	0,70
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,5 %	0,5 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

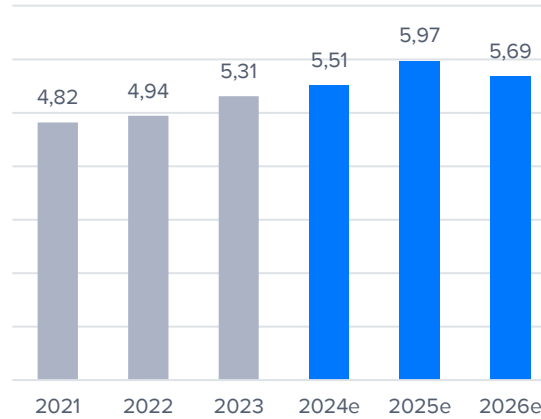
Ovaro Kiinteistösijoitus ohjeistaa, että vuoden 2024 tilikauden tulos paranee vuodesta 2023.

Osakekurssi

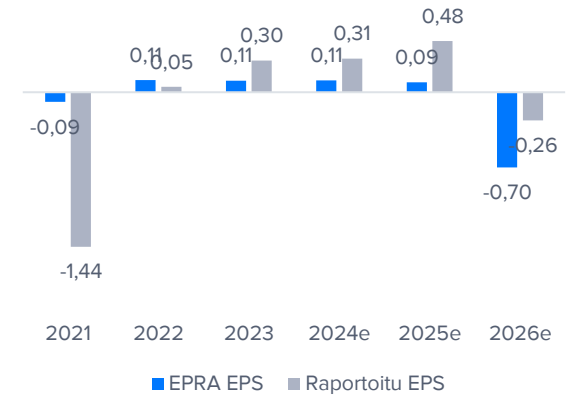


Lähde: Millistream Market Data AB

EPRA NAV per osake



EPRA EPS ja raportoitu EPS



Arvoajurit

- Oman taseen hankekannan kehityspotentiaali
- Portfolion tervehdyttäminen vanhaa asuntokantaa myymällä
- Kulurakenteen tehostaminen ja skaalautuminen investointien kautta
- Kukkula-hankkeen huomattava kehityspotentiaali



Riskitekijät

- Maakuntiin painottuneen asuntosalkun vaisut arvonkehitysnäkymät
- Kiinteistökannan korjausvelkaan, tasearvoihin ja pidemmän aikavälin tuottokykyyn liittyvä epävarmuus
- Raskas kulurakenne
- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Kiinteistösijoitusmarkkinan kehitykseen liittyvät yleiset riskit

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,98	3,98	3,98
Osakemäärä, milj. kpl	8,3	8,1	8,1
Markkina-arvo	32	32	32
P/EPRA EPS	35,7	42,4	-5,7
P/EPRA NAV	0,72	0,67	0,70
P/E	12,8	8,3	neg.
Osinko/tulos (%)	6,3 %	4,2 %	neg.
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,5 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Asuntojen käypien arvojen lasku yhä riesana

Liikevaihto kääntyi kasvuun investointien ansiosta, mutta hoitokulutaso oli odotuksiamme korkeampi

Ovaron liikevaihto kasvoi Q2:lla 16 % 1,64 MEUR:oon (Q2'23: 1,41 MEUR) uusien kiinteistöhankintojen ja vuokrakorotusten ajamana ja jäi hieman odotuksistamme. Liikevaihdon kehitystä jarruttaa asuntomyynnit maakunnista. Liikevaihtoa rasittaa myös Nisulankadun entisen toimistokiinteistön muutostyöt, joiden takia kiinteistö tyhjennettiin. Nettotuotot olivat 0,81 MEUR ja lähes viime vuoden tasolla. Nettokulut jäivät odotuksistamme hoitokulutason ylitettyä ennusteemme.

Tulos jäi selvästi odotuksista asuntojen käyvän arvon laskun takia

Kiinteissä kuluissa ei ollut yllätyksiä ja ne olivat kokonaisuutena noin edellisvuoden tasolla. Nettorahoituskulut kasvoivat odotetusti selvästi

vertailukaudesta. Kukkula-hankkeen osakkuusyhtiöistä ennakoimme yhtiö kirjasi 0,3 MEUR:n tulosoosuuden, joka jäi 0,6 MEUR odotuksestamme. Tästä operatiivinen osuus oli noin 0,17 MEUR. Näitä tekijöitä mukaillen operatiivinen tulos (EPRA) jäi hieman vertailukaudesta sekä odotuksistamme ja oli 0,36 MEUR.

Ovaro teetti Q2'24-katsaukseen päivitettyt arviokirjat kiinteistöjensä käyvistä arvoista. Tulos luovutuksista ja käyvän arvon muutoksista oli yhteensä +0,4 MEUR, joka jäi selvästi 0,9 MEUR odotuksestamme. Jyväskylän Forumin kauppakeskuksen myynnistä yhtiö kirjasi noin 1 MEUR myyntivoiton laskennallisten verojen ja transaktiokulujen jälkeen. Näin ollen asuntojen käyvät laskivat noin 1,0 MEUR, selvästi ennakoimaamme enemmän. Ovaro myi katsauskaudella 34 asuntoa. Velattomat kauppahinnat asunnoista olivat yhteensä 1,8 MEUR ja

ne tapahtuivat -0,2 MEUR alle tasearvojen. Edellisten tekijöiden summana Ovaron raportoitu EPS:n asettui Q2:lla hyvälle 0,08 euron tasolle (Q2'23: 0,41 euroa) ja jäi varsin selvästi 0,18 euron ennusteestamme. Vertailukaudella tulos oli erittäin vahvalla tasolla Kukkula-hankkeen positiivisten arvon muutosten ajamana.

Jatkoa ajatellen huomioitavaa on, että asuntojen osuus kiinteistöosalkun käyvästä arvosta on painunut jo varsin pieneksi. EPRA NAV per osake oli kauden lopussa 5,22 euroa (Q2'23: 5,34e), laskien hieman Q1:n 5,36 euron tasosta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	1,41	1,64	1,56				5 %	6,1
Nettovuokratuotot	0,83	0,81	0,93				-13 %	3,1
Arvonmuutokset ja myyntitappiot	0,46	0,41	0,89				-54 %	2,4
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,39	0,36	0,42				-13 %	0,9
Katsauskauden tulos	3,57	0,69	1,53				-55 %	2,6
Raportoitu EPS	0,41	0,08	0,18				-55 %	0,31
Liikevaihdon kasvu, %	10 %	16 %	11 %				5,5 %-yks.	8 %
Nettovuokratuotot/bruttovuokratuotot, %	59,1 %	25,2 %	59,6 %				-34,5 %-yks.	51,0 %

Lähde: Inderes

Kiinteistökehityshankkeet

KIINTEISTÖKEHITYSHANKKEET

Asuntorakennuttamisen hankkeet

Hanke	Osoite	Hankintahetki	Kehitysvaihe	Rakennusoikeus	Hankekoko (€)
Kortepohjan Liikekeskus	Isännäntie 1, 40740 Jyväskylä	18.10.2021	Kaavoitus meneillään	5.500 kem2	18 000 000
Keravan tontti	Laurintie 9, 04200 Kerava	31.12.2024	Kaavasta valitettu, hankintaa siirretty	1.750 kem2	7 500 000
Helsingin Malmin tontti	Nallenrinne, 00700 Helsinki	14.1.2022 (varaus)	Lainvoimainen	2.900 kem2	10 000 000
Pappilan Hotellihanke	Vapaudenkatu 26, 40100 Jyväskylä	1.5.2023	Rakenteille arviolta 3/2024	800 kem2	2 500 000

Toimitilahankkeet

Hanke	Osoite	Hankintahetki	Kehitysvaihe	Vuokrattava-ala	Vuokrausaste 12.8.2024
Hermia2	Hermiankatu 12, 33720 Tampere	1.7.2022	Vuokrausasteen kehitys	9.950 m2	85 %
Voimala Business Park	Sepänkatu 4, 40100 Jyväskylä	1.10.2022	Vuokrausasteen kehitys	3.440 m2	95 %
Leipomo Business Park	Nisulankatu 78, 40100 Jyväskylä	1.10.2022	Ankkurivuokrasopimukset tehty, Käyttötarkoituksenmuutosremontti 5-12/24	1.900 m2	90 %
Koy Yrjönkatu 42	Yrjönkatu 42, 40100 Jyväskylä	31.10.2023	Vuokraus	2.350 m2	100 %
Teollisuuskatu 1	Teollisuuskatu 1, 70620 Kuopio	21.2.2024	Kaavoitus ja vuokraus	14.000 m2	60 %

Jyväskylän Kukkula-alueen kehityshanke:

Vaihe	Ovaron omistus-%	Toimintasuunnitelma	Hankeaikataulu	Kehitysvaihe	Pinta-ala
Vaihe I (Apitare Oy)	33 %	Sale & Leaseback K-S hyvinvointialueen kanssa	12/2021-12/2041	Triple-Net Vuokrasopimus allekirjoitettu 4.7.2023	17.600 m2
Vaihe II (Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy)	100 %	Kukkulan alueen suojeltujen rakennusten kehitys uusiokäyttöön	8/2023-1/2026	Kaavamuutokset, vuokraus ja myyntitoiminta käynnistetty	20.000 m2
Vaihe III** (Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy)	100 %	Kukkulan alueen uudelleen kaavoitus ja rakennuttaminen	8/2023→	Kaavoitus 2024-2025 Rakentaminen 1.1.2026	100.000 k-em2 (tavoite/arvio)

Kukkula-hankkeen ostosta ja Forumin myynnistä iso mylläys ennusteisiin

Ohjeistuksen pitävyydessä riski

Ovaro toisti ohjeistuksensa viime vuoteen (2,6 MEUR) verrattuna paranevasta tuloksesta. Asuntojen käypien arvojen laskun jälkeen H1:n 0,8 MEUR:n tulokertymä jättää merkittävästi kirittäväää loppuvuodelle. Arvioimme tuloksen jäävän vuonna 2024 noin vertailukauden tasolle 2,6 MEUR:oon.

Mahdollinen tulosvaroitus ei olisi mielestämme yhtiön käyvän arvon kannalta erityisen dramaattinen, mutta Ovaroa painaa nähdäksemme sijoittajien silmissä edelleen menneisyyden taakat, jonka takia luottamuksen ylläpitäminen on erittäin tärkeää.

Keskeiset tulosajurit loppuvuoteen ovat Hervannan rakennusoikeuden kaupan loppuun saatto, nykyisten kehityskohteiden käyvän arvon muutokset sekä mahdolliset realisoinnit. Näkyvyys kehityskohteiden ennustamiseen on kuitenkin heikko.

Kukkulaa sisään ja Forum ulos

Huomioimme päivityksessä Kukkula-hankkeen kehityshankkeiden oston, jolla oli merkittävä vaikutus ennusteisiimme. Arvioimme nyt Kukkula-hankkeen

vaiheen 3 käyvän arvon muutosten (rakennusoikeuden vahvistamisesta) tuloutuvan osissa vuosina 2025-2027, mikä laskee erityisesti ensi vuoden ennustettamme. Hankkeen aikatauluun ja toteutustapaan liittyy edelleen merkittävästi epävarmuutta, ja asetimme ennusteemme asteen varovaisempaan asentoon. Vaikka alustavia merkkejä asuntosektorin pohjasta on havaittavissa, niin arviomme mukaan nykyisestä erittäin vaikeasta tilanteesta tapahtuva todennäköinen hidas palautuminen tulee viivästyttämään kehitys- ja rakennuttamisketjoihin.

Poistimme ennusteistamme myös Jyväskylän Forumin, jolla oli noin 1 MEUR:n negatiivinen vaikutus nettotuottoihin.

Laskimme lähivuosien osinkoennusteemme hyvin mataliksi, koska arvioimme yhtiön kanavoivan lyhyellä aikavälillä pääomat Kukkula-hankkeen vaatimiin investointeihin ja potentiaaliin vaikean kiinteistömarkkinan tarjoamiin mahdollisuuksiin.

Kukkula-hankkeen ennusteisiin lisää konservatiivisuutta

Merkittävin muutos ennusteissamme on Kukkula-hankkeen rakennusoikeuden vahvistamisesta tuloutuvan käyvän arvon muutoksen ajoitus. Arvioimme rakennusoikeuden hinnalla olevan noin 38 MEUR, josta olemme vähentäneet (tontin hankintahinnan 13,5 MEUR, 6 MEUR maankäyttömaksut sekä tässä päivityksessä Kukkula-kaupan hankinnasta syntyneen aineettoman omaisuuden 6 MEUR:n arvon. Näin ollen arvioimme rakennusoikeuden vahvistamisen tulosvaikutuksen olevan yhteensä noin 4,2 MEUR. Aiemmasta poiketen arviomme rakennusoikeuden vahvistuksen tapahtuvan asteittain vuosina 2025-2027, kun aiemmin odotimme sen kohdistuvan täysin vuoteen 2025.

Vaiheen 3 kolme rakennuttamisen toteutustapaan liittyy merkittävästi epävarmuutta ja arvioimme Ovarolle tuloutuvan rakennuskatteen olevan koko projektissa 12 %. Ensimmäisten rakennuttamiskatteiden odotamme tuloutuvan vuonna 2027.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Bruttovuokrat	6,3	6,1	-4 %	7,9	6,0	-24 %	8,4	6,4	-24 %
Nettovuokratuotot	3,1	3,1	-1 %	3,9	4,1	7 %	4,3	4,7	9 %
Arvonmuutokset	1,0	2,4	152 %	-0,6	5,0	-955 %	-0,8	4,2	-643 %
Raportoitu tulos	2,7	2,6	-6 %	8,4	3,9	-53 %	-0,6	-2,1	230 %
Oper. tulos EPRA	1,1	0,9	-17 %	1,9	0,8	-59 %	2,2	-5,7	-360 %
EPRA EPS	0,13	0,11	-16 %	0,23	0,09	-59 %	0,26	-0,70	-365 %
Raportoitu EPS	0,33	0,31	-5 %	1,01	0,48	-53 %	-0,08	-0,26	236 %
Osinko	0,06	0,02	-67 %	0,08	0,02	-75 %	0,10	0,08	-20 %

Osake vaikuttaa käyvästi hinnoitellulta

Arvostus kokonaistuoton ja P/EPRA NAV:n kautta tarkasteltuna houkuttelevalla tasolla

Olemme oikealla olevassa sivupalkissa tarkastelleet Ovaron hyväksyttävää P/EPRA NAV-perusteista arvostustasoa NAV:n kokonaistuoton (nettotulos / EPRA NAV keskimäärin) ja oman pääoman tuottovaatimuksen kautta. Ennustamme Ovaron kokonaistuoton EPRA NAV:lle asettuvan lähivuosina 7-9 %:n haarukkaan. Voimakkaasti noussut korkotaso ja yhtiön riskiprofiili huomioiden Ovarolle järkevä oman pääoman tuottovaatimus on puolestaan mielestämme noin 10-12 %:n tasolla.

Taulukosta voidaan havaita, että 7-9 %:n ennustetulla kokonaistuotolla ja 10-12 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella Ovaron hyväksyttävä P/EPRA NAV-arvostuskerroin olisi 0,58x-0,90x välillä. Tavoitehintamme (4,4 euroa/osake) vastaa vuoden 2024 ennusteellamme P/EPRA NAV-kerrointa 0,80x. Arvostus on Ovaron historiallista tasoa (P/EPRA NAV 0,67x) korkeampi, joka on mielestämme perusteltua kiinteistöportfolion huomattavasti paremman rakenteen ja kehityspotentiaalini ansiosta, vaikka noussut korkotaso jarruttaakin arvostusta.

Arvostus ei ole vaativa ja näemme Ovaron kehityspotentialin mielenkiintoisena keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Putken hedelmien keräämiseen nykymarkkinassa menee nähdäksemme vielä aikaa ja yhtiöllä on sijoittajien silmissä yhä todistettavaa uuden liiketoimintamallin ylösajossa. Arvostus on mielestämme lyhyellä aikajänteellä varsin käyvässä tasolla.

Huomautamme, että mikäli Ovaro onnistuisi lähivuosina vakiinnuttamaan EPRA NAV:n kokonaistuoton esimerkiksi lähemmäs 10 %:n tasoa, olisi osakkeessa huomattavaa

nousupotentiaalia sekä parantuvan kannattavuuden että hyväksyttävien arvostuskertoimien nousun kautta. Tulokäänne on kuitenkin historiassa ollut hapuilevaa ja uskomme tämän heijastuvan edelleen lyhyellä aikavälillä sijoittajien riskikäsitykseen ja siten markkinoiden hyväksyntään arvostuskertoimiin.

Tulosvaroitusriski, asuntomarkkinan edelleen erittäin sumuinen näkyminen ja historiaa korkeampi arvostustaso pitävät meidät 12 kuukauden aikajänteellä varovaisempina. Keskeisiä kurssiajureita olisivat nähdäksemme taseen voitolliset realisoinnit ja kukkula-hankkeen toteutuksen eteneminen. Positiivista on myös, mikäli yhtiö kykenee jatkamaan asuntojen realisoiteja sen omaa arvostusta korkeammin tasoin ja kanavoimaan varoja tuottaviin investointeihin/omien osakkeiden ostoihin.

Kukkula-hankkeessa huomattava kehityspotentiaali, mutta tuottojen ajoitukseen ja määrään liittyy merkittävää epävarmuutta

Toimme [edeltävässä päivityksessämme](#) esiin, että näemme Kukkula-hankkeen vaiheen 3 kehityspotentiaalini huomattavan arvokkaana Ovarolle. Arvioimme päivityksessämme, että kehityspotentiaalini nykyarvo voisi olla Ovarolle hyvin karkeasti arvioituna noin 1,2 euroa osakkeelta. Huomionarvoista kuitenkin on, että tämän vaiheen 3 kehitystuotot ulottuvat varsin pitkälle tulevaisuuteen (2026-) ja hankkeen lopullinen arvo on riippuvainen mm. rakennuttamisen onnistumisesta. Näin ollen emme myöskään usko asuntomarkkinan nykytilanteessa osakemarkkinoiden olevan valmiita hinnoittelemaan lyhyellä aikavälillä kehityspotentiaalia täysimääräisesti osakkeeseen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,98	3,98	3,98
Osakemäärä, milj. kpl	8,3	8,1	8,1
Markkina-arvo	32	32	32
P/EPRA EPS	35,7	42,4	-5,7
P/EPRA NAV	0,72	0,67	0,70
P/E	12,8	8,3	neg.
Osinko/tulos (%)	6,3 %	4,2 %	neg.
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,5 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Hyväksyttävä P/EPRA NAV

	Kokonaistuotto EPRA NAV:lle						
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
16 %	0,31x	0,38x	0,44x	0,50x	0,56x	0,63x	0,69x
15 %	0,33x	0,40x	0,47x	0,53x	0,60x	0,67x	0,73x
14 %	0,36x	0,43x	0,50x	0,57x	0,64x	0,71x	0,79x
13 %	0,38x	0,46x	0,54x	0,62x	0,69x	0,77x	0,85x
12 %	0,42x	0,50x	0,58x	0,67x	0,75x	0,83x	0,92x
11 %	0,45x	0,55x	0,64x	0,73x	0,82x	0,91x	1,00x
10 %	0,50x	0,60x	0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x
9 %	0,56x	0,67x	0,78x	0,89x	1,00x	1,11x	1,22x
8 %	0,63x	0,75x	0,88x	1,00x	1,13x	1,25x	1,38x

Arvostus graafeina

P/EPRA NAV¹



¹Suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA-nettovarallisuuteen

Avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	11,0	9,7	8,2	5,4	5,6	6,1	6,0	6,4	52,4
Nettotuotot	6,2	5,3	4,3	2,5	2,7	3,1	4,1	4,7	5,1
Liikevoitto	-4,8	-11,7	-11,6	0,6	3,2	4,2	5,7	-1,3	7,1
EPRA-tulos	0,6	0,2	-0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	-5,7	-3,1
Nettotulos	-6,4	-11,5	-13,1	0,4	2,6	2,6	3,9	-2,1	4,6
EPRA EPS	0,06	0,02	-0,09	0,11	0,11	0,11	0,09	-0,70	-0,38
Raportoitu EPS	-0,68	-1,24	-1,44	0,05	0,30	0,31	0,48	-0,26	0,57
Tase	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Kiinteistöomaisuus	150,1	109,3	43,2	48,3	41,7	46,1	53,5	70,0	44,7
Nettovelat	75	51	3,0	11	8	15	16	35	-1
Oma pääoma	71,1	58,9	45,2	44,8	46,1	51,4	55,2	52,9	56,8
EPRA NAV	73,0	57,9	43,3	43,1	44,7	44,8	48,5	46,2	50,2
LTV-%	43 %	47 %	7 %	23 %	18 %	33 %	30 %	50 %	-2 %
Omavaraisuusaste	44 %	51 %	76 %	71 %	73 %	71 %	72 %	56 %	92 %
ROE-%	-9 %	-18 %	-25 %	1 %	6 %	5,6 %	8,0 %	-4,4 %	9,3 %
Nettotuotto-% (k.a.)	3,8 %	4,1 %	5,7 %	5,5 %	6,0 %	7,0 %	8,3 %	7,6 %	8,9 %
Osakelukuja	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EPRA EPS	0,06	0,02	-0,09	0,11	0,11	0,11	0,09	-0,70	-0,38
Raportoitu EPS	-0,68	-1,24	-1,44	0,05	0,30	0,31	0,48	-0,26	0,57
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,03	0,13	0,02	0,02	0,08	0,15
EPRA NAV per osake	7,84	6,29	4,82	4,94	5,31	5,51	5,97	5,69	6,17
Arvostus	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,19	4,16	2,82	2,83	3,51	3,98	3,98	3,98	3,98
P/EPRA EPS	69,8	>100	neg	24,9	32,7	35,7	42,4	-5,69	-10,44
P/EPRA NAV	0,53	0,66	0,59	0,57	0,66	0,72	0,67	0,70	0,64
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %	3,7 %	0,5 %	0,5 %	2,0 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (MEUR)	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Bruttovuokrat	8,2	5,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,6	1,2	1,6	1,6	1,6	6,1	6,0	6,4	6,9
Asuntomyynnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,5
Liikevaihto yhteensä	8,2	5,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,6	1,2	1,6	1,6	1,6	6,1	6,0	6,4	52,4
Hoitokulut	-3,8	-2,9	-1,1	-0,6	-0,5	-0,7	-2,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-3,0	-2,8	-2,9	-3,0
Nettovuokratuotot	4,3	2,5	0,3	0,8	0,9	0,7	2,7	0,5	0,8	0,9	0,9	3,1	4,1	4,7	5,1
Materiaalit ja palvelut (as. myynti)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-39,5
Vuokraustoiminnan kulut	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Hallinnon kulut	-2,3	-1,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,9	-2,5	-3,1	-3,9
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-6,0	-3,0
Muut kulut yhteensä	-2,9	-1,9	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-1,9	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-2,0	-2,6	-9,2	-46,5
Tulos luovutuksista ja huoneistojen käyvän arvon muutoksista	-13,8	-0,5	0,0	0,5	-1,4	-1,7	-2,6	0,2	0,4	0,9	0,8	2,4	5,0	4,2	4,0
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	0,7	0,6	0,1	3,1	0,5	1,3	5,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,2
Liiketulos	-11,6	0,6	-0,1	3,9	-0,5	-0,2	3,2	0,5	1,1	1,4	1,3	4,2	5,7	-1,3	7,1
Rahoitustuotot ja kulut yhteensä	-2,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4
Tulos ennen veroja	-14,0	0,4	-0,2	3,9	-0,5	-0,3	2,8	0,3	0,9	1,2	1,0	3,5	4,8	-2,7	5,7
Verot	0,9	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	0,6	-1,1
Katsauskauden voitto/tappio	-13,1	0,4	-0,20	3,6	-0,3	-0,5	2,6	0,06	0,7	1,0	0,9	2,6	3,9	-2,1	4,6
EPRA-tulos	-0,8	1,0	-0,19	0,39	0,41	0,30	0,9	0,08	0,36	0,23	0,22	0,9	0,8	-5,7	-3,1
EPRA EPS	-0,09	0,11	-0,02	0,04	0,05	0,04	0,11	0,01	0,04	0,03	0,03	0,11	0,09	-0,70	-0,38
Raportoitu EPS	-1,44	0,05	-0,02	0,41	-0,03	-0,06	0,30	0,01	0,08	0,12	0,11	0,31	0,48	-0,26	0,57
Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
EPRA NAV	43,3	43,1	42,5	46,1	45,1	44,7	44,7	44,8	43,2	44,1	44,8	44,8	48,5	46,2	50,2
EPRA NAV per osake	4,82	4,94	4,91	5,34	5,31	5,31	5,31	5,36	5,22	5,37	5,51	5,51	5,97	5,69	6,17
Kokonaistuotto EPRA NAV:lle	-26 %	1 %	-	-	-	-	6 %	-	-	-	-	6 %	8 %	-5 %	10 %

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	55	52	64	68	85
Liikearvo	0	0	6	6	6
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	48	42	46	53	70
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	1	6	7	7	7
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	3	3	0	0
Laskennalliset verosaamiset	2	1	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	8	11	8	8	9
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	2	3	4	4	4
Likvidit varat	6	9	4	4	4
Taseen loppusumma	63	63	72	76	94

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	45	46	51	55	53
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-47	-45	-44	-40	-42
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	68	67	66	66	66
Vähemmistöosuus	0	0	5	5	5
Pitkäaikaiset velat	17	14	17	17	34
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	16	14	17	17	34
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	2	3	4	4	6
Korolliset velat	1	2	3	3	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
Taseen loppusumma	63	63	72	76	94

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/02/2019	Vähennä	5,00 €	4,78 €
09/03/2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
10/05/2019	Vähennä	4,50 €	4,32 €
19/06/2019	Vähennä	4,40 €	4,43 €
09/08/2019	Vähennä	4,00 €	3,95 €
15/11/2019	Vähennä	4,20 €	4,28 €
21/02/2020	Vähennä	4,20 €	4,30 €
16/04/2020	Vähennä	3,50 €	3,36 €
08/05/2020	Vähennä	3,50 €	3,48 €
28/07/2020	Vähennä	4,00 €	4,32 €
14/08/2020	Vähennä	4,00 €	4,25 €
20/11/2020	Vähennä	4,30 €	4,25 €
02/02/2021	Vähennä	4,30 €	4,45 €
26/02/2021	Vähennä	4,00 €	4,05 €
07/05/2021	Vähennä	3,80 €	3,88 €
20/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,66 €
17/11/2021	Vähennä	3,60 €	3,52 €
19/11/2021	Vähennä	3,40 €	3,35 €
01/03/2022	Vähennä	3,40 €	3,37 €
13/05/2022	Vähennä	3,40 €	3,20 €
21/07/2022	Vähennä	2,90 €	2,85 €
19/08/2022	Vähennä	2,90 €	3,14 €
18/11/2022	Vähennä	3,00 €	2,94 €
24/02/2023	Vähennä	3,00 €	2,94 €
12/05/2023	Vähennä	2,80 €	2,71 €
17/07/2023	Lisää	3,60 €	3,15 €
18/08/2023	Lisää	3,60 €	3,20 €
16/10/2023	Lisää	4,00 €	3,56 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
16/11/2023	Lisää	4,00 €	3,40 €
20/02/2024	Lisää	4,30 €	3,68 €
23/02/2024	Lisää	4,30 €	3,71 €
13/05/2024	Lisää	4,50 €	3,94 €
16/08/2024	Vähennä	4,40 €	3,98 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**