

# Asuntosalkku

Seurannan aloitus

27.1.2023 19:40



**Matias Arola**  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Asuntosijoittamista lahden molemmin puolin

Viime vuonna listautunut Asuntosalkku toimii kilpailijoista poikkeavalla strategialla ja yhtiön kautta pääsee osaksi vahvasti kehittyvän Tallinnan vuokra-asuntomarkkinan potentiaalia. Suhtaudumme yhtiön liiketoimintamalliin ja strategiaan positiivisesti, mutta tuottovaatimukseen kohdistuva nousupaine ja yhtiön merkittävät jälleenrahoitustarpeet pitävät riskiprofiilin tällä hetkellä koholla. Näemmekin riski/tuotto-suhteen kallistuvan lyhyellä aikavälillä negatiiviseksi. Aloitamme seurannan 100 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella.

## Asuntosalkku toimii isoista asuntosijoittajista poikkeavalla strategialla, kasvukulma Virossa

Asuntosalkku on asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa. Yhtiö keskittyy asuntoportfoliossaan pieniin asuntoihin painottaen Suomessa pääkaupunkiseutua ja Virossa Tallinnan vanhan kaupungin läheisyyttä. Asuntosalkun strategia (yksittäiset vuokra-asunnot omistustaloyhtiöissä) poikkeaa oleellisesti suurista suomalaisista kilpailijoista Kojamosta sekä Satosta. Strategia mahdollistaa yhtiölle vuokrien optimaalisen hinnoittelun, korkeat vuokrausasteet ja asuntokannan erittäin hyvän taloyhtiötason hajautuksen. Virossa Asuntosalkku on maan suurin markkinaehtoinen vuokranantaja ja yhtiön tavoitteena on pitää kasvun pääpaino myös tulevana vuosina vahvasti Tallinnan vuokramarkkinoilla. Yhtiön asuntoportfolio käsitti tilikauden 2022 lopussa 2009 valmista vuokra-asuntoa, joista 1414 sijaitsee Suomessa (käypä arvo 176 MEUR) ja 595 Virossa (käypä arvo 99,3 MEUR). Valmiiden asuntojen lisäksi yhtiöllä oli tilikauden lopussa Virossa rakenteilla 164 asuntoa.

## Kasvu jatkuu Virossa, rahoituskuluissa painetta ylös ja asuntojen arvostuksissa alas

Keskeisimmät ennusteparametrimme Asuntosalkun mallinnuksessa koskevat Viron kasvuinvestointeja, portfolion vuokra- ja vastikekehitystä sekä vajaakäyttöä, sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksia ja rahoituskustannuksia. Odotamme yhtiön nettovuokratuottojen ja operatiivisen käyttökatteen kasvavan tulevana vuosina reippaasti etenkin Tallinnan kasvuinvestointien ansiosta. Näemme kuitenkin nousseen korkotason sekä tilikausien 2023-2024 merkittävien jälleenrahoitustarpeiden johdosta yhtiön rahoituskustannuksissa huomattavaa nousupainetta ja tämä tulee arviomme mukaan heikentämään tulevana vuosina selvästi Asuntosalkun kassavirtaa (FFO). Odotamme kuitenkin nykyisellään yhtiön kykenevän pitämään osinkonsa lähivuosina vakaana. Yhtiön raportoitua tulosta tulee lyhyellä aikavälillä arviomme mukaan painamaan myös tuottovaatimusten noususta seuraavat sijoituskiinteistöjen negatiiviset käyvän arvon muutokset (2023e: -24,5 MEUR).

## Riski/tuotto-suhde kallistuu lyhyellä aikavälillä mielestämme negatiivisen puolelle

Perustamme Asuntosalkun arvonmäärityksen pääasiassa tuotto- ja taseperusteiseen arvostustarkasteluun. Asuntosalkku hinnoitellaan 2023-2024 ennusteillamme selvästi sekä laajaa verrokkiryhmää että lähimpiä verrokkeja (Kojamo, Balder) matalammalla tuottotasolla (EBITDA/EV 3,4-3,5%), kun tuottotason tulisi mielestämme lähtökohtaisesti olla linjassa verrokkien (EBITDA/EV 3,6-3,9 %) kanssa. Myös taseperusteisesti (2023e: P/EPRA NAV 0,81x) yhtiö arvostetaan preemiolla verrokkiryhmään (2023e: P/EPRA NAV 0,72x) nähden. Näin ollen näemmekin yhtiön arvostuksessa lyhyellä aikavälillä laskuvaraa. Huomautamme, että listatun asuntosektorin NAV-perusteiset arvostustasot ovat tällä hetkellä historiaan peilattuna matalat, mutta selvästi koholla olevat riskit (korkotilanne, kiinteistöjen arvonkehitys ja sektorin merkittävät jälleenrahoitustarpeet) rajaavat näkemyksemme mukaan lyhyellä tähtämällä arvostustasojen nousua.

## Suositus

### Vähennä

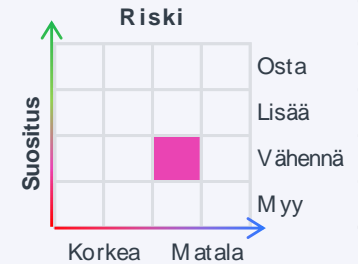
(aik. -)

### 100 EUR

(aik. -)

### Osakekurssi:

107



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e
<b>Bruttovuokrat</b>	13,7	15,3	16,3
<b>kasvu-%</b>	16 %	11 %	7 %
<b>Nettovuokratuotot</b>	9,8	10,8	11,6
<b>% vuokratuotoista</b>	71 %	71 %	71 %
<b>Oikaistu EBITDA</b>	7,8	8,6	9,1
<b>Realisoitunut voitto/tappio</b>	4,3	4,0	2,6
<b>EPS (raportoitu)</b>	34,16	-17,37	7,01
<b>P/E (raportoitu)</b>	3,5	neg.	15,3
<b>P/NAV (oikaistu)</b>	0,77	0,81	0,79
<b>FFO-tuotto</b>	3,8 %	4,2 %	2,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,8 %	2,0 %	2,0 %
<b>EBITDA/EV-%</b>	3,2 %	3,5 %	3,4 %

Lähde: Inderes

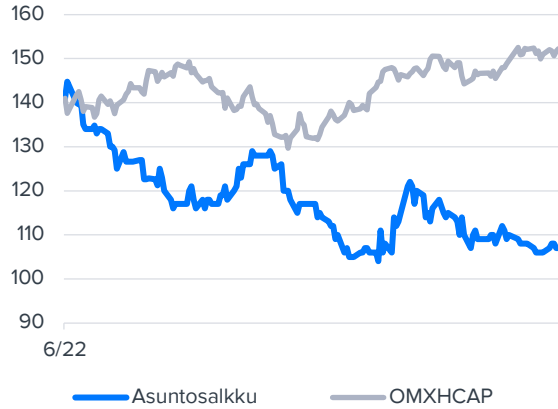
Huom. 2022 oikaistu EBITDA ja realisoitunut voitto/tappio on puhdistettu kertaeristä

## Ohjeistus

(Ennallaan)

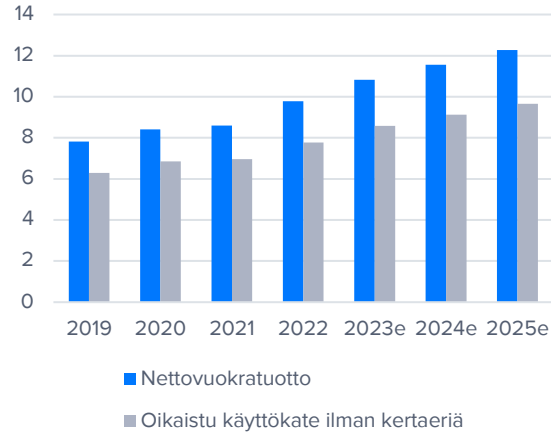
Yhtiön johto arvioi konsernin liikevaihdon olevan 14,5–16,0 miljoonaa euroa 30.9.2023 päättyvällä tilikaudella. Yhtiö ei tee ennustetta realisoitumattomasta voitosta/tappiosta sijoituskiinteistöjen arvostamisesta käypään arvoon. Johto arvioi 30.9.2023 päättyvän tilikauden realisoituneen voiton olevan 3,5–4,5 miljoonaa euroa.

## Osakekurssi

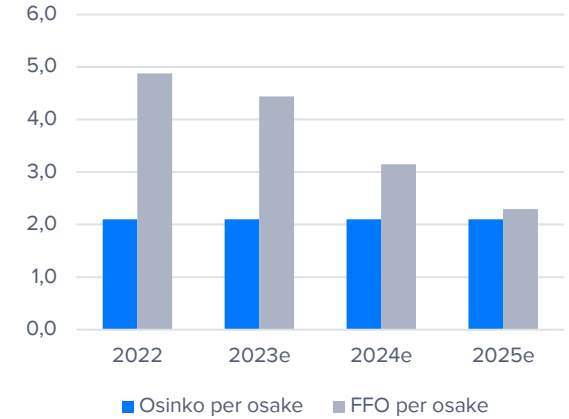


Lähde: Millistream Market Data AB

## Nettotuotot ja oikaistu EBITDA



## Osakekohtainen oikaistu FFO ja osinko



Huom. Vuoden 2022 FFO per osake laskettu yhtiön käyttämällä tilikauden painotetulla osakemäärällä



## Arvoajurit

- Kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli tukee Suomen vuokrausastetta ja vuokrahinnoittelua sekä takaa hyvän kohdekohtaisen hajautuksen
- Investoinnit Tallinnan kehittyvälle vuokra-asuntomarkkinalle, jonka pidemmän aikavälin potentiaali houkutteleva
- Korkojen ja/tai tuottovaatimusten kääntyminen laskuun



## Riskitekijät

- Taloussuhdanteeseen liittyvät riskit
- Lainojen jälleenerahoitukseen liittyvät riskit, yhtiöllä eräännytty merkittävä määrä lainoja tilikausilla 2023-2024
- Nousut korkotaso ja tuottovaatimusten kohoaminen
- Kilpailun kiristyminen Virossa
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	107,0	107,0	107,0
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	0,99	0,99	0,99
<b>Markkina-arvo</b>	106	106	106
<b>Yritysarvo (EV)</b>	248	265	288
<b>EBITDA/EV-%</b>	3,5 %	3,4 %	3,4 %
<b>P/NAV (oikaistu)</b>	0,81	0,79	0,75
<b>FFO-tuotto</b>	4,2 %	2,9 %	2,1 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-14</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>15</b>
Taloudellinen tilanne	<b>16-17</b>
Markkinakatsaus	<b>18-21</b>
Taloudelliset tavoitteet	<b>22</b>
Sijoitusprofiili	<b>23-24</b>
Ennusteet	<b>25-31</b>
Arvonmääritys	<b>32-35</b>
Liitteet	<b>36-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40</b>

# Asuntosalkku lyhyesti

Asuntosalkku on vuokraustoimintaa harjoittava asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa

## 2012

Asuntosalkun toiminta käynnistyi, kun yhtiön vanhin osa perustettiin rahastomuodossa

## 2022

Listautuminen First North -markkinapaikalle

## 275 MEUR

Valmiin asuntoportfolion käypä arvo tilikauden 2022 lopussa

## 33 MEUR

Virossa rakenteilla olevien asuntojen käypä arvo valmiina

## 4,4 %

Valmiin asuntoportfolion juokseva nettotuotto tilikauden 2022 lopussa

## 97,7 %

Taloudellinen vuokrausaste tilikauden 2022 lopussa

## 46,5 %

Luototusaste (LTV) tilikauden 2022 lopussa

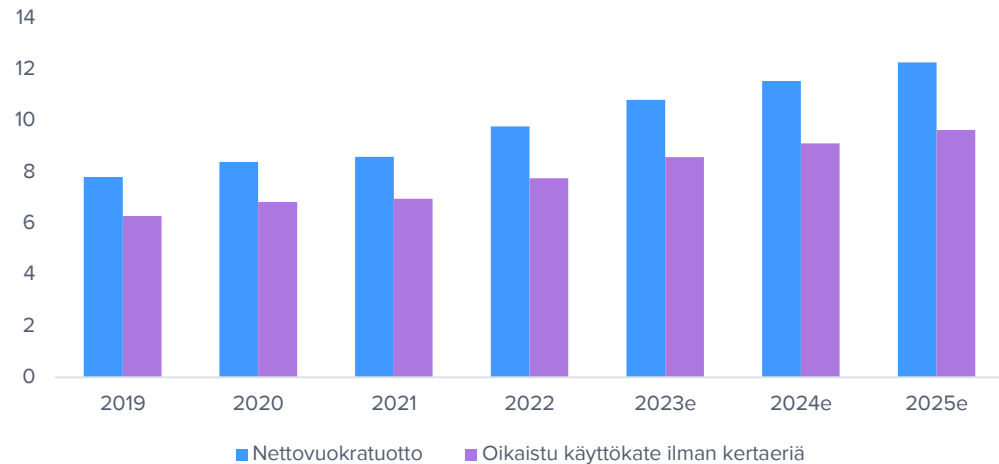
## 2012-2021

- Jaakko Sinnemaa ja Timo Metsola perustavat vuonna 2012 Asuntosalkun vanhimman osan eli Suomen ensimmäisen pääosin yksittäisiin asuntoihin sijoittavan vaihtoehtorahaston
- Suomen toimintaa kasvatetaan kiinteistöhankeilla 2012-2015, toinen Suomen vaihtoehtorahasto perustetaan vuonna 2015
- Sijoitustoiminta Tallinnassa käynnistyy vuonna 2013, perustetusta rahastosta tulee vuonna 2017 Viron suurin yksityinen markkinaehtoinen vuokranantaja
- Konsernirakennetta muokataan vuonna 2018 ja Asuntosalkku-konserni syntyy

## 2022-

- Asuntoturva Oy sulautuu 2/2022 Asuntosalkku Oy:öön, Asuntosalkku-konsernin Suomen portfolio kasvaa 246 asunnolla
- Listautuminen First North -markkinapaikalle 6/2022
- Kasvuinvestointien jatkaminen Virossa, tavoitteena kasvattaa Viron portfolio euromääräisesti samaan kokoluokkaan Suomen salkun kanssa tilikauden 2025 loppuun mennessä
- Korkotaso nousee vuonna 2022 merkittävästi, kiinteistöjen tuottovaatimuksiin kohdistuu nousupainetta
- Merkittävä määrä lainoja tulee tilikausilla 2023-2024 jälleenerahoitettavaksi

## Nettovuokratuotot ja oikaistu EBITDA (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Asuntosijoittamista Suomenlahden molemmin puolin

Asuntosalkku on vuokraustoimintaa harjoittava asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa. Yhtiö keskittyy asuntoportfoliossaan pieniin asuntoihin painottaen Suomessa pääkaupunkiseutua ja Virossa Tallinnan vanhan kaupungin läheisyyttä. Asuntosalkku on Viron suurin markkinaehtoinen vuokranantaja ja yhtiön tavoitteena on pitää kasvun pääpaino tulevana vuosina Tallinnan vuokramarkkinoilla.

Asuntosalkun asuntoportfolio käsitti 30.9.2022 2009 valmista vuokra-asuntoa, joista 1414 sijaitsee Suomessa ja 595 Virossa. Valmiin asuntoportfolion käypä arvo oli syyskuun lopussa 275,3 MEUR, josta Suomen osuus oli 176,0 MEUR ja Viron 99,3 MEUR. Valmiiden asuntojen lisäksi Asuntosalkulla oli katsauskauden lopussa Virossa rakenteilla 164 asuntoa, joiden käyvän arvon ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija on arvioinut olevan valmiina ja vuokrattuna noin 33,4 MEUR.

Asuntosalkun asuntoportfolion taloudellinen vuokrausaste oli syyskuussa 2022 päättyneellä tilikaudella noin 97,7 %. Portfolion arvostus vastasi katsauskauden lopussa noin 4,4 %:n juoksevaa nettovuokratuottoa. Asuntosalkun velkaantuneisuutta kuvaava luototusaste (LTV) oli syyskuun lopussa 46,5 %.

### Konsernirakenne

Asuntosalkku-konsernin muodostavat emoyhtiö Asuntosalkku Oyj, 100 %:sesti omistettu Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü sekä Suomen tytäryhtiöt Asuntosalkku Suomi Oy (100 %) ja Suomen Asuntovarainhoito Oy (100 %). Asuntosalkku-konsernin raportointikausi poikkeaa kalenterivuodesta konsernin tilikauden ollessa 1.10.-30.9. Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü:n tilikausi ajoittuu puolestaan 1.8.-31.7. välille. Tästä johtuen Asuntosalkun asuntoportfolion käypä arvo 31.3. ja 30.9. heijastelee Viron osalta tammikuun lopun ja heinäkuun lopun tilannetta.

### Omistus ja johto

Asuntosalkku teki teknisen listautumisen Helsingin First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2022. Yhtiön suurimpia omistajia ovat reiluilla 10 %:n omistusosuuksilla yhtiön perustajien Timo Metsolan ja Jaakko Sinnemaan määräysvalta-yhteisöt Vuokraterva-Yhtiöt Oy ja Sinnemaa Oy. Asuntosalkun kolmanneksi ja neljänneksi suurimmat osakkeenomistajat ovat Puolimatkojen suvun sijoitusyhtiö Rausanne Oy ja sijoittaja Erkki Myllärniemen perheen sijoitusyhtiö Umo Capital Oy. Kymmenen suurinta osakkeenomistajaa pitää hallussaan noin 52 % osakekannasta.

Asuntosalkun toimitusjohtajana toimii perustaja Jaakko Sinnemaa. Toinen perustajaosakas Timo Metsola toimi yhtiön hallituksen puheenjohtajan viimeisimpään yhtiökokoukseen saakka, jolloin puheenjohtajan paikan otti Hille Korhonen.

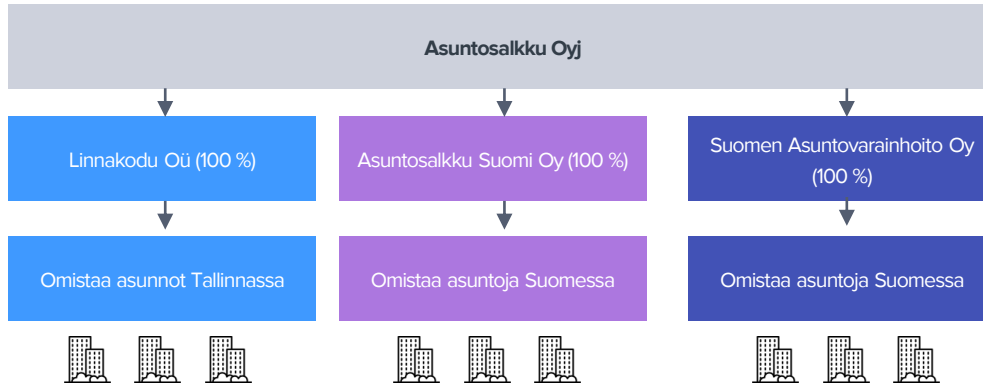


- Asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa
- Asuntosalkku on Viron suurin markkinaehtoinen vuokranantaja ja yhtiön tavoitteena on pitää kasvun pääpaino tulevana vuosina Tallinnan vuokramarkkinoilla
- Asuntoportfolio käsitti tilikauden 2022 lopussa 2009 valmista vuokra-asuntoa, joiden käypä arvo on noin 275 MEUR. Valmiiden asuntojen lisäksi yhtiöllä oli syyskuun lopussa rakenteilla 164 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina noin 33 MEUR.

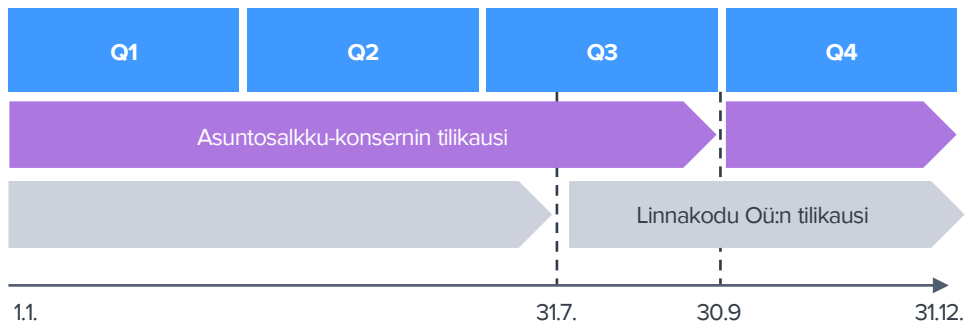
Suurimmat osakkeenomistajat	% osakekannasta
Vuokraterva-Yhtiöt Oy	10,6 %
Sinnemaa Oy	10,2 %
Rausanne Oy	9,3 %
Umo Capital Oy	4,2 %
Helsingin Yliopiston Rahastot	4,2 %
Väisänen Kim	4,0 %
Turun Yliopistosäätiö	2,8 %
Sarasvuo Jari	2,5 %
Maa- ja Vesitekniiikan Tuki ry.	2,4 %
Oy Prestum AB	1,8 %
<b>10 suurinta yhteensä</b>	<b>51,8 %</b>
<b>Muut</b>	<b>48,2 %</b>

# Asuntosalkun konsernirakenne

## Asuntosalkun konsernirakenne 31.3.2022 lähtien



## Asuntosalkku-konsernin ja tytäryhtiö Linnakodu Oü:n tilikaudet poikkeavat toisistaan



## Inderesin huomioita

- Asuntosalkku-konsernin muodostavat emoyhtiö Asuntosalkku Oyj, 100 %:sesti omistettu Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü sekä Suomen tytäryhtiöt Asuntosalkku Suomi Oy (100 %) ja Suomen Asuntovainhoito Oy (100 %).
- Yhtiön mukaan konsernirakenteen yksinkertaistaminen Suomen tytäryhtiöiden keskinäisellä sulautumisella on myöhemmässä vaiheessa mahdollista.

## Inderesin huomioita

- Asuntosalkku-konsernin raportointikausi poikkeaa kalenterivuodesta konsernin tilikauden ollessa 1.10.-30.9. Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü:n raportointi tapahtuu konsernin kanssa eri syklissä tilikauden ollessa 1.8.-31.7.
- Tästä johtuen Asuntosalkku-konsernin 30.9. taseeseen kirjataan Linnakodun asunnot 31.7. tilanteen mukaan.
- Yhtiö investoi Linnakodun kautta uusiin asuntoihin Virossa, jossa asunnon valmistumisesta vuokratulojen syntyymiseen kuluu asuntojen kalustaminen ja vuokraus huomioiden arviomme mukaan tavanomaisesti noin 3 kk.
- Asuntosalkku siirtyi vuoden 2023 alussa raportoimaan kehityksestään neljä kertaa vuodessa (Q1: 1.10.-31.12., Q2: 1.1.-31.3., Q3: 1.4.-30.6. ja Q4: 1.7.-30.9.) Kolmen ja yhdeksän ensimmäisen kuukauden osalta yhtiö julkaisee ainoastaan keveämmät liiketoimintakatsaukset.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## Liiketoimintamalli

### Asuntosalkulla on suurista asuntosijoittajista poikkeava strategia

Asuntosalkku on keskittynyt strategiassaan hankkimaan pääosin valikoituja yksittäisiä asuntoja omistusasuntotaloissa. Tämä mahdollistaa yhtiölle sijoittamisen tarkkaan valikoituihin pieniin asuntoihin, joissa on yhtiön näkemyksen mukaan vuokrauskäyttöön parhaiten soveltuva sijainti, pohja ja muut ominaisuudet. Yksittäiset asunnot mahdollistavat Asuntosalkulle myös vuokran asettamisen kulloisenkin markkinatilanteen mukaisesti, kun vuokrattavat asunnot ovat yksittäisiä asuntoja tyypillisesti ilman identtistä vertailupistettä vuokralaisille. Yksittäisiin asuntoihin painottuvan portfolion vuokralaiset eivät tyypillisesti tiedä toisistaan tai toistensa vuokrista ja tämä mahdollistaa yhtiölle jokaisen asunnon vuokran itsenäisen ja optimaalisen hinnoittelun.

Asuntosalkun omistustaloyhtiöissä sijaitsevien

yksittäisten vuokra-asuntojen omistamiseen keskittyneen strategian taustalla on osaltaan johdon näkemys, jonka mukaan yksi tärkeimmistä vuokralaisten asumisviihtyvyyteen ja asunnon haluttavuuteen vaikuttavista tekijöistä on asuinkiinteistön omistusrakenne. Yhtiön näkemyksen mukaan vuokra-asunto omistusasuntotalossa on haluttavin vuokralla asumisen muoto, mikä on mielestämme helppo hyväksyä. Asuntosalkun keskittyminen vuokra-asuntojen tarjoamiseen omistusasuntotaloissa tukee yhtiön vuokrausasteita, jotka ovat historiassa olleet korkealla tasolla.

### Portfolion rakenne eroaa merkittävästi suurten yksityisten vuokranantajien salkuista

Asuntosalkun portfolion rakenne eroaa sen poikkeavasta sijoitusstrategiasta johtuen merkittävästi isojen kotimaisten yksityisten vuokranantajien Kojamon ja Saton salkuista. Yksityiset isot vuokranantajat omistavat pääasiassa kokonaisia vuokrakerrostaloja ja tämän myötä yhtiöllä on yksittäisissä asuinkiinteistöissä

tavanomaisesti noin 40-50 asuntoa. Asuntosalkulla oli tilikauden 2022 lopussa 2009 valmista vuokra-asuntoa, jotka jakautuivat 873 taloyhtiöön. Täten yhtiöllä on yhtä taloyhtiötä kohden keskimäärin vain noin 2 asuntoa ja asuntojen kohdekohtainen hajautus on siten erittäin hyvä.

Asuntosalkun portfolion rakenne ei ole kilpailijoille helposti kopioitavissa, sillä vastaavanlaisen, yksittäisistä omistustaloissa sijaitsevista vuokra-asunnoista koostuvan salkun rakentaminen veisi arviomme mukaan aikaa useita vuosia. Portfolion rakenteen varjopuolena näemme sen, että yksittäisten asunto-omistusten takia yhtiöllä on vain vähän sanavaltaa taloyhtiöiden taloudenpidossa (esim. peruskorjaukset). Lisäksi portfolion rakenne tekee salkusta irtaantumisen hypoteettisessa exit-tilanteessa vaikeaksi, sillä asuntojen myyminen yksitellen olisi pitkä prosessi. Toisaalta asuntoja voidaan toki myydä myös suuremmilla nippukaupoilla.



### Erot strategiassa heijastuvat portfolion rakenteeseen

Yhtiö	x kojamo	Asuntosalkku	sato
Taloyhtiöiden lkm	716	873	757
Asuntojen lkm	36 897	2 009	27 316
Asunnot per taloyhtiö	52	2	36

Lähde: Asuntosalkun yhtiöesite, Asuntosalkun tilinpäätös 2022, Kojamon ja Saton tilinpäätökset 2021.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Näemme myös, että kohteiden omistusrakenne vähentää institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta portfoliota kohtaan, sillä ammattimaiset sijoittajat haluavat tyypillisesti omistaa kohteet kokonaan. Tämä laskee näkemyksemme mukaan Asuntosalkun kohdalla selvästi ostokohteeksi tulon todennäköisyyttä.

## Vuokrausasteet ovat korkeat

Asuntosalkun vuokrausasteet ovat olleet viime vuosina korkeita taloudellisen vuokrausasteen oltua tilikausien 2019-2022 aikana 97-99 %. Vuokrausaste on ollut viime vuosina selvästi suuria asuntosijoittajia korkeampi ja kilpailijoilla vuokrausasteita ovat painaneet yhtiöiden omien kommenttien mukaan koronapandemian takia vähentynyt vuokralaiskysyntä ja vilkkaan rakentamisen myötä kasvanut vuokra-asuntotarjonta. Korkea vuokrausaste suhteessa isoihin kotimaisiin toimijoihin tukee osaltaan argumentteja Asuntosalkun strategian tuomista eduista. Toisaalta Asuntosalkun keskineliövuokrat eivät jaksolla Q3'19-Q3'22 ole Suomessa käytännössä kasvaneet lainkaan, kun samalla ajanjaksolla Kojamolla ja Satolla neliövuokrien vuosikasvu oli laskelmiemme mukaan keskimäärin 1,3-2,7 % (CAGR). Näin ollen Kojamon ja Saton vuokrausasteiden heikompi kehitys voi selittyä sillä, että yhtiöt ovat olleet tietoisesti valmiita sallimaan vajaakäytön turvatakseen vuokrien nousun.

## Hallinnointi on salkun rakenne huomioiden kohtuullisen tehokasta

Asuntosalkun organisaatio on suhteellisen ketterä ja yhtiö on ulkoistanut toimintoja varsin paljon

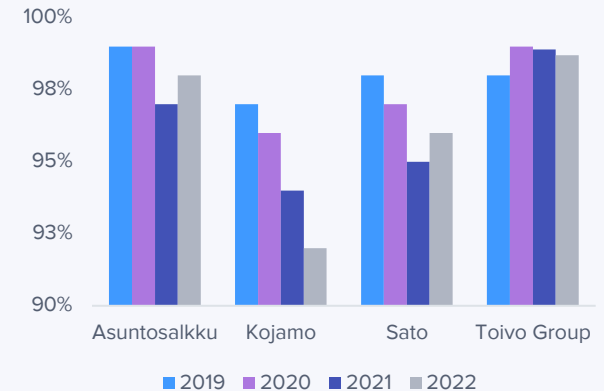
konsernin ulkopuolelle. Asuntojen vuokrauksesta vastaavat lähipiiriyritykset Vuokratuura Oy (Suomi) sekä Koduengel Oü (Viro) ja ostot näiltä yhtiöiltä olivat viime vuonna noin 0,7 MEUR. Asuntosalkun palveluksessa oli tilikaudella 2022 kokoaikaiseksi henkilöiksi muutettuna keskimäärin 11 työntekijää. Yhtiön oma organisaatio vastaa kiinteistösalkun hallinnoinnista ja analysoinnista, uusien sijoituskohteiden kartoittamisesta sekä taloushallinnosta. Lisäksi yhtiöllä on palkkalistoilla asiakaspalveluhenkilökuntaa (vastaavat mm. vuokravakuuksien käsittelystä) sekä omia sisutussuunnittelijoita.

Asuntosalkun kiinteät hallintokulut olivat kertaeristä puhdistettuna viime tilikaudella 2,0 MEUR eli laskelmiemme mukaan noin 2,2 euroa neliöltä per kuukausi. Asuntosalkku ei yllä kulutehokkuudessa lähellekään Kojamon tasoa (~1,6 EUR/m<sup>2</sup>/kk), mutta neliöperusteiset hallintokulut ovat laskelmiemme mukaan kuitenkin kohtuullisen lähellä Satoa (~2,1 EUR/m<sup>2</sup>/kk). Kokonaisuudessaan Asuntosalkun hallinto pyörii laajalle hajautuneesta kiinteistökannasta huolimatta suhteellisen tehokkaasti.

## Suomen asuntoportfolio

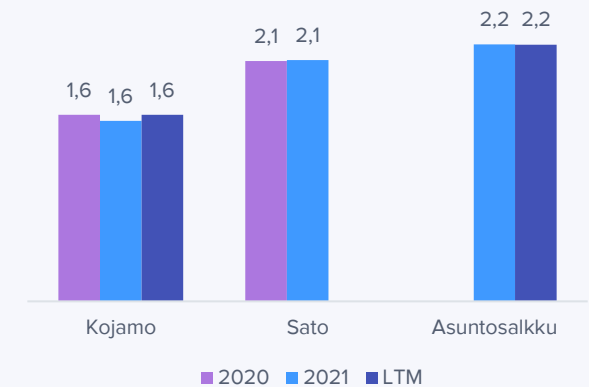
Asuntosalkun Suomen portfolio käsitti syyskuun 2022 lopussa 1414 asuntoa, joiden käypä arvo oli 176 MEUR. Käyvillä arvoilla mitattuna Helsingin, Vantaan ja Espoon osuus portfolioista oli noin 78 %, Tampereen, Turun ja Lahden seudun osuus noin 9 % ja pk-seudun kehyskuntien sekä muun Etelä-Suomen noin 13 %. Suomen portfolion nettotuottotaso oli syyskuun lopussa noin 4,6 %.

## Taloudellinen vuokrausaste



Lähde: Yhtiöt. Kilpailijoiden kohdalla vuosi 2022 on 1-9/2022 tilanne.

## Hallinnointikulut (EUR/m<sup>2</sup>/kk)



Lähde: Yhtiöt. Kilpailijoilla hallinnon kulut voivat pitää sisällään kertaeriä, joita ei ole eritelty. LTM-lukua ei ole laskettavissa Satolle. Laskelmassa sovellettu kauden keskimääräistä pinta-alaa, Asuntosalkun kohdalla 2021 pinta-ala Inderesin arvio.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Asuntosalkku pyrkii Suomessa tarjoamaan vuokralaisille kokonaiskustannuksiltaan edullisia asuntoja, joissa asukkaat viihtyvät pidempään ja jotka ovat asuntoina mahdollisimman kilpailukykyisiä kaikissa vuokramarkkinoiden sykleissä. Tätä mukaillen Suomen portfolio koostuu valtaosin pienistä yksioista sekä kaksioista. Asuntojen keskipinta-ala oli tilinpäätöshetkellä noin 38 neliötä ja keskivuokra 648 euroa/kk. Asunnot sijaitsevat valtaosin omilla tonteilla ja yhtiö näkee tämän tukevan asuntojen vahvempaa kate- ja arvonkehityspotentiaalia. Lisäksi yhtiö on kiinnittänyt salkkua rakentaessa huomiota asuntojen mikrosijaintiin ja yhtiön mukaan noin 69 % asunnoista sijaitsee kilometrin säteellä olemassa olevasta asemasta.

Asuntosalkun Suomen portfolioon on huomattavaa hajontaa kiinteistöjen rakennusvuoden tai tehtyjen peruskorjausten ajankohdan mukaan. Yhtiö kertoo yhtiöesitteessä, että 31.3.2022 sillä oli omistuksessa 241 asuntoa sellaisissa 70-80-luvun kerrostaloissa, jotka on tarkoitus pitää vuokrakäytössä rakennusteknisen käyttöikänsä loppuun asti, eikä niitä peruskorjata. Kerrostalot ovat yhtiön kokonaan omistamia ja ne sijaitsevat Turussa, Sipoossa, Heinolassa ja Pirkkalassa. Turun ja Sipoon kerrostalot sijaitsevat täysin omalla tontilla ja Pirkkalan kerrostalo on osin omalla ja osin kaupungin vuokratontilla. Yhtiön johto arvioi, että rakennusten teknistä käyttöikää on jäljellä 10-20 vuotta, minkä jälkeen rakennus puretaan ja rakennetaan uusi tai vaihtoehtoisesti tontti myydään. Edellä mainittuja kokonaisia kohteita on vaikea nähdä yhtiön strategian mukaisina. Käsitksemme mukaan kyseiset kohteet on hankittu pitkälti yli

toistakymmentä vuotta sitten ja hankinnat ovat tuolloin tehty mm. hajautussyihin perustuen.

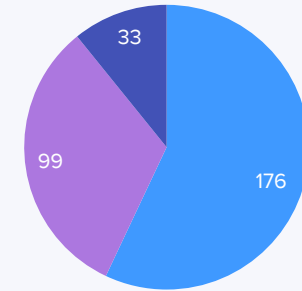
## Viron asuntoportfolio

Viron portfolio käsitti syyskuun 2022 lopussa 595 valmiita, Tallinnassa sijaitsevaa asuntoa, joiden käypä arvo oli noin 99 MEUR. Tämän lisäksi yhtiöllä oli Tallinnassa rakenteilla 164 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina 33,4 MEUR. Viron asuntojen sijainti on pääsääntöisesti keskeinen eli alle 2,5 kilometrin etäisyydellä Tallinnan vanhan kaupungin rajasta. Viron valmiin portfolioon nettotuotto oli syyskuun lopussa 4,0 %.

Asuntosalkun Viron portfolio koostuu valtaosin yksioista ja kaksioista, keskipinta-ala ollessa 36 neliötä. Virossa yhtiön asuntojen keskikuukausivuokra oli 2022 tilikaudella 568 euroa. Vuokraustoiminta eroaa Virossa Suomesta siten, että vuokralaiset vastaavat kommunaalimaksuista, eli suomalaista yhtiövästikettä vastaavista maksuista.

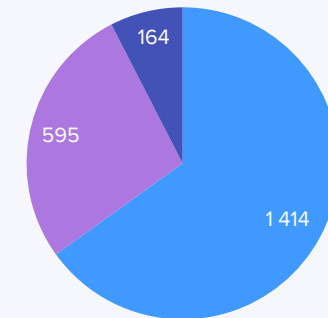
Yhtiön tavoitteena on tarjota Virossa premium-luokan asuntoja, joille on tunnusomaista korostetun laadukkaat asuinneliöt. Virossa yleinen käytäntö on, että uudet asunnot myydään tavallisesti ilman keittiön kiintokalusteita ja koneita ja näiden asentaminen on ostajan vastuulla. Asuntosalkku vuokraa asuntonsa kalustettuina ja niihin teetetään ennen vuokrausta asunnon brändinmukainen sisustus suunnittelu, jota johtavat yhtiön omat sisustus suunnittelijat Virossa. Arviomme mukaan korkeatasoinen kalustus ja sisustus toimivat Tallinnassa yhtiölle selkeänä positiivisena erottautumistekijänä muusta vuokra-asuntotarjonnasta.

## Asuntoportfolion käyvän arvon jakautuminen (MEUR)



■ Suomi ■ Viro, valmiit ■ Viro, rakenteilla

## Asuntojen lukumäärän jakautuminen

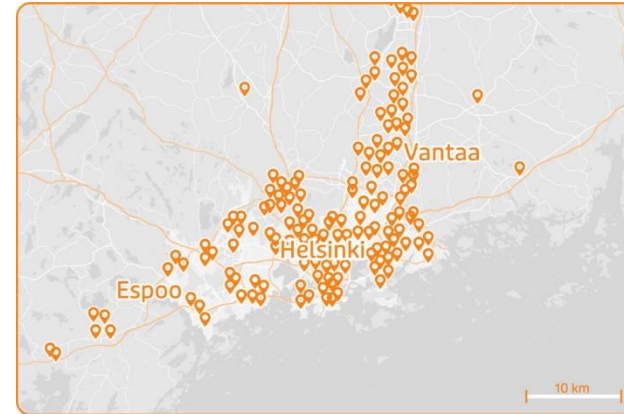


■ Suomi ■ Viro, valmiit ■ Viro, rakenteilla

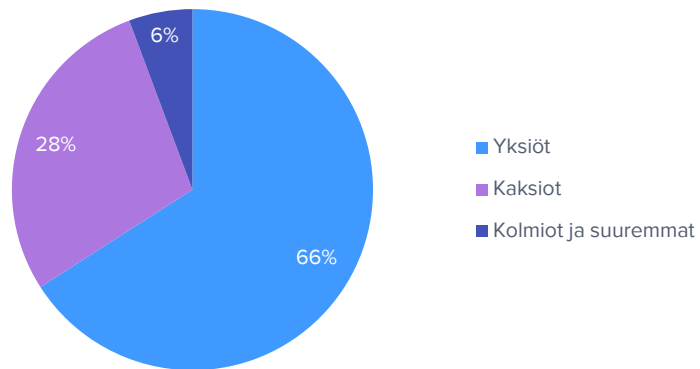
# Asuntosalkun Suomen portfolion perustietoja

## Suomen asuntoportfolio

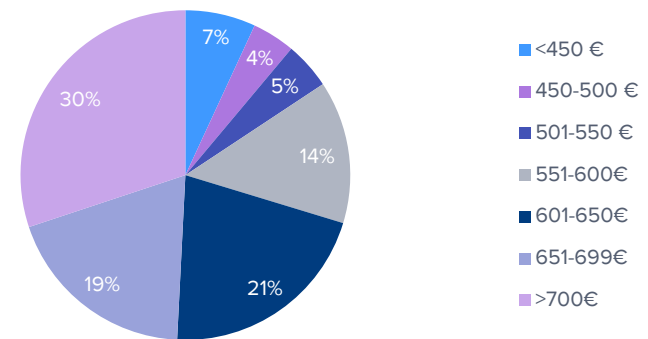
Käypä arvo (MEUR)	176
Asuntojen lkm	1 414
Vuokrattava pinta-ala (m <sup>2</sup> )	54 346
Keskikoko (m <sup>2</sup> /asunto)	38
Taloudellinen vuokrausaste	97,3 %
Pääkaupunkiseudun osuus käyvistä arvoista	78 %
Asunnoista omalla tontilla	91 %
Asunnot, jotka sijaitsevat enintään 1km päässä raiteliikenteestä	69 %
Keskibruttovuokra per asunto (EUR/kk)	648
Nettotuotto-%	4,6 %
Keskiarvostus (TEUR/asunto)	124
Keskiarvostus (EUR/m <sup>2</sup> )	3 239



Asuntojen lkm huoneistotyyteittäin, Suomi



Asuntojen kappalemääräinen jakauma kuukausivuokrien mukaan, Suomi



# Asuntosalkun Viron portfolion perustietoja

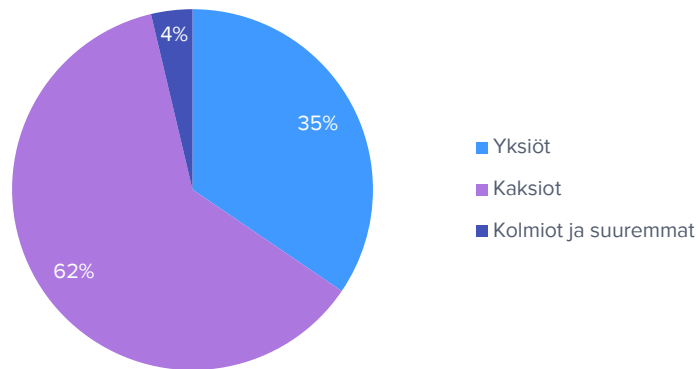
## Viron valmis asuntoportfolio<sup>1</sup>

Käypä arvo (MEUR)	99
Asuntojen lkm	595
Vuokrattava pinta-ala (m <sup>2</sup> )	21 699
Keskikoko (m <sup>2</sup> /asunto)	36
Taloudellinen vuokrausaste	98,7 %
Pääkaupunkiseudun osuus käyvistä arvoista	100 %
Asunnoista omalla tontilla	100 %
Asunnot, jotka sijaitsevat enintään 1km päässä raideliikenteestä	98 %
Keskibruttovuokra per asunto (EUR/kk)	568
Nettotuotto-%	4,0 %
Keskisarvostus (TEUR/asunto)	167
Keskisarvostus (EUR/m <sup>2</sup> )	4 576

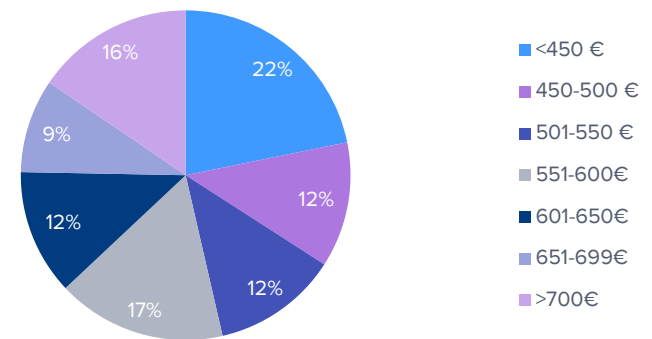


○ Etäisyys kehältä vanhan kaupungin rajalle noin 2,5 km

Asuntojen lkm huoneistotyyteittäin, Viro



Asuntojen kappalemääräinen jakauma kuukausivuokrien mukaan, Viro



<sup>1</sup> Asuntosalkulla oli tilinpäätöshetkellä rakenteilla Virossa 164 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina 33,4 MEUR

# Suomen ja Viron vuokraportfolioiden sekä niiden hallinnoinnin ominaispiirteet



## Suomen vuokrasegmentti



Edullinen

Keskihintainen

Premium

- Asuntokohtaisten vuokrien alueellinen optimointi
- Potentiaalisten vuokralaisten joukko suuri
- Jatkuva tuottoanalyysi
- Salkkurakenteen hallinnointi
- Asuntojen tarkoituksenmukainen ylläpito ja remontointi



## Tallinnan vuokrasegmentti






Edullinen

Keskihintainen

Premium

- Tallinnan asunnoilla on yhtiön näkemyksen mukaan vahva brändi ja erinomaiset sijainnit
- Kalustetut asunnot ja laadukas sijoitussuunnittelu
- Laadukkaat asunnot mahdollistavat korkeamman vuokratason
- Virossa vuokralaiset vastaavat kommunaalimaksuista, eli suomalaista yhtiövastiketta vastaavista maksuista

# Asuntosalkku suhteessa relevantteihin kotimaisiin verrokkeihin

	 Asuntosalkku	 TOIVO	 kojamo	 sato	OP-Vuokratuotto	 ÅLANDSBANKEN Real Estate Fund A	 S-PANKKI ASUNTO
Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR) <sup>1</sup>	275	161	8 857	5 035	1 770	1 047	670
Valmiit asunnot (kpl)	2 009	440	38 983	24 947	5 950	3 552	2 824
Rakenteilla olevat asunnot (kpl)	164	631	2 012	1 387	641	n.a.	313
Valmiiden asuntojen keskipinta-ala (m <sup>2</sup> )	38	41	54	n.a.	n.a.	53	42
Pk-seudun, Turun ja Tampereen osuus portfoliosta <sup>2</sup>	>80%	98 %	89 %	98 %	82 %	82 %	85 %
Vuokrausaste	98 %	99 %	92 %	96 %	98 %	98 %	98 %
Keskineliövuookra (EUR/kk)	16,5	19,6	17,2	17,8	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion tuottovaatimus <sup>3</sup>	4,4 %	4,4 %	3,6 %	4,2 %	n.a.	n.a.	n.a.

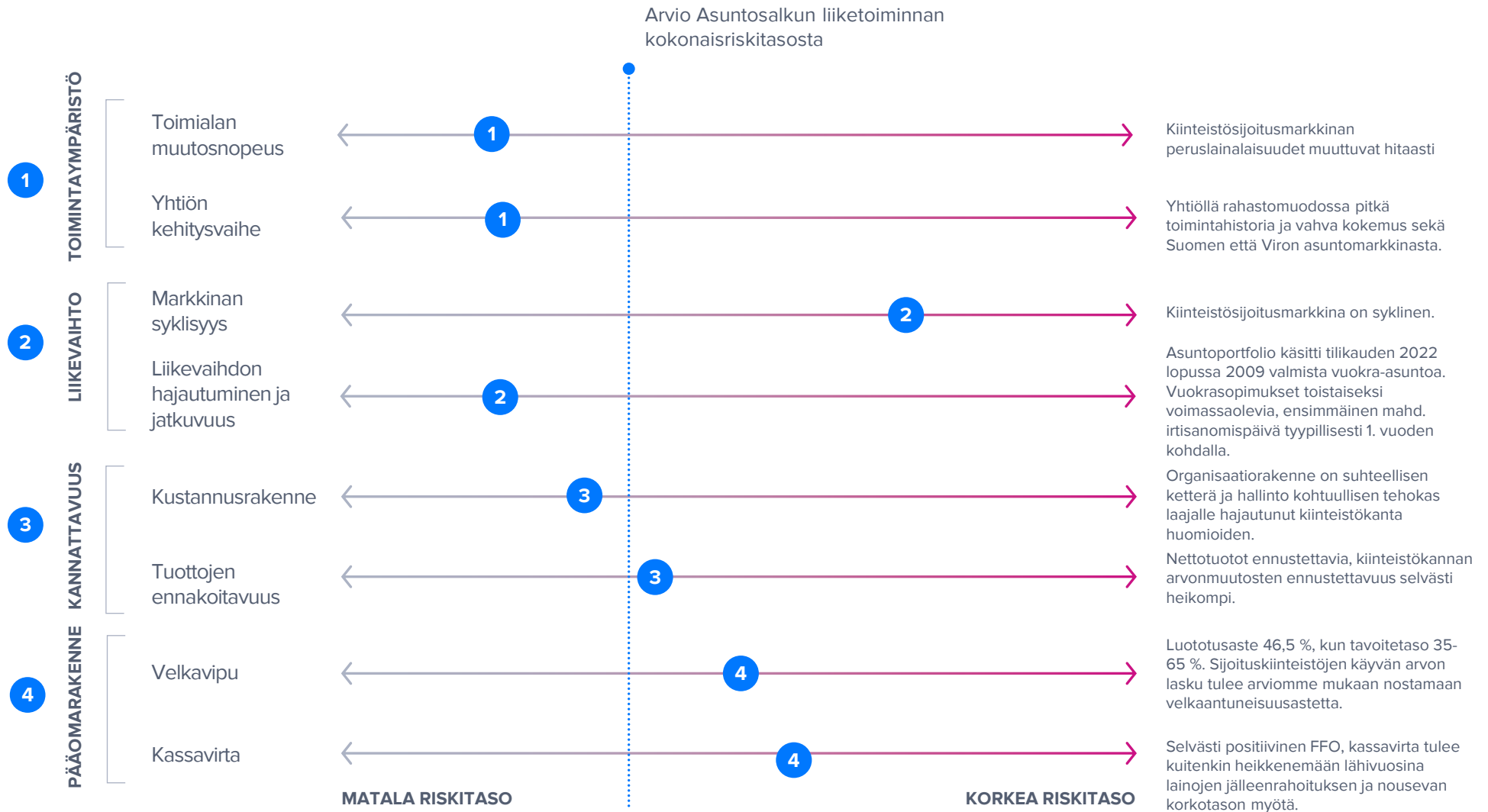
Lähde: Inderes, yhtiöt ja rahastot

<sup>1</sup> Yhtiöiden kohdalla sijoituskiinteistöjen käypä arvo, rahastoilla GAV.

<sup>2</sup> Lukemat eivät välttämättä ole vertailukelpoisia keskenään, sillä yhtiöt ja rahastot voivat määritellä esimerkiksi pk-seutuun kuuluvat alueet toisistaan poikkeavalla tavalla.

<sup>3</sup> Toivon tuottovaatimus Inderesin arvio Q3'22:n lopun tilanteesta. Kojamolla ja Asuntosalkulla tuottovaatimukset syyskuun 2022 lopun tilanne, Satolla vuoden 2021 lopun tilanne.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase on kiinteistösijoitusyhtiölle tyypilliseen tapaan varsin keskittynyt

Asuntosalkun tase on kiinteistösijoitusyhtiölle tyypilliseen tapaan varsin keskittynyt. Yhtiön taseen loppusumma oli H2'22:n lopussa 297 MEUR ja taseesta noin 95 % muodostui kiinteistöistä ja kiinteistöarvopapereista. Kiinteistöt pitävät sisällään Viron valmiit asunnot ja rakenteilla olevista kiinteistöistä maksetun osuuden ja arvopaperit asunto-osakeyhtiöiden osakekirjat Suomessa omistetuista asunnoista. Kiinteistöt ja kiinteistöarvopaperit -erään ei tehdä poistoja ja ne arvostetaan taseessa käypään arvoon. Taseen vastaavaa-puolella muita relevantteja eriä ovat koneet ja kalusto (H2'22: 1,9 MEUR), mikä koostuu pääasiassa Viron asuntojen irtokalusteista. Vaihtuvien vastaavien 0,3 MEUR:n saamiset koostuvat vuokrasaamisista (0,2 MEUR) sekä siirtosaamisista (0,1 MEUR). Rahavaroja konsernitaseessa oli syyskuun lopussa 14,8 MEUR:n edestä.

## LTV oli syyskuun lopussa 46,5 %

Asuntosalkku on rahoittanut taseen vastaavaa-puolesta 148 MEUR omalla pääomalla ja 143 MEUR:n korollisella pankkirahoituksella. Taseen muut velat koostuvat kiinteistöjen käypään arvoon arvostamisesta syntyneistä laskennallisista verovelvoista (4,5 MEUR) sekä lyhytaikaisista ostovelvoista, siirtovelvoista ja menojäämistä (yht: 1,9 MEUR).

Asuntosalkun luototusaste (korollisten nettovelkojen suhde sijoituskiinteistöjen käypiin arvoihin) oli syyskuussa 46,5 %, tavoitetason ollessa 35-65 %:n välillä. Tavoitetason yläraja mahdollistaisi Asuntosalkulle laskelmiemme

mukaan teoriassa noin 146 MEUR:n kiinteistöinvestointien tekemisen.

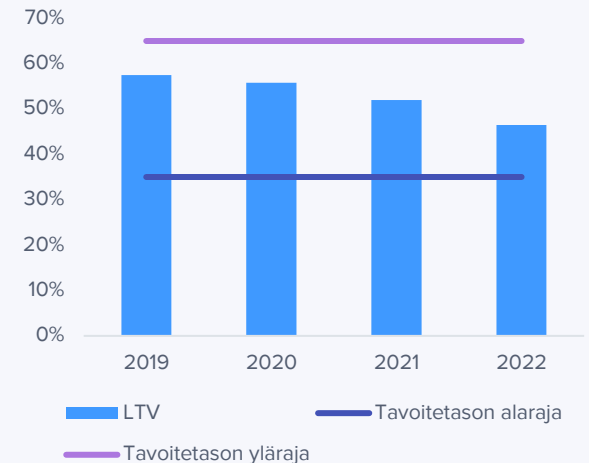
## Yhtiöltä erääntyy merkittävä määrä rahoitusvelkoja vuosina 2023-2024

Asuntosalkun korollisten velkojen painotettu keskimaturiteetti oli syyskuun lopussa noin 2,4 vuotta. Yhtiö kertoi 6/2022 yhtiöesitteessä, että sen korollisista veloista noin 20 MEUR erääntyy vuonna 2023 ja noin 84 MEUR vuonna 2024. Näin ollen yhtiöllä on edessä lähivuosina merkittäviä lainojen jälleenrahoitustarpeita. Voimakkaasti muuttuneen korkotason johdosta nämä jälleenrahoitukset tulevat arviomme mukaan nostamaan huomattavasti yhtiön rahoituskustannuksia. Asuntosalkun korollisten velkojen keskikorko oli tilikaudella 2022 laskelmiemme mukaan noin 1,8 %.

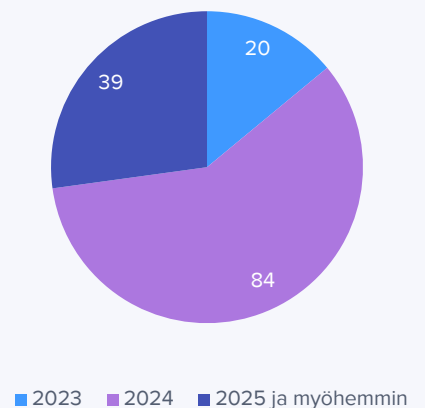
## Asuntoportfolion käypä arvo määritetään tuottoarvoperusteisesti

Asuntosalkun asuntoportfolion käypä arvo määritetään tilinpäätöksiin ja puolivuotiskatsauksiin tuottoarvomenetelmällä ulkopuolisen arvioitsijan toimesta. Asuntosalkun Suomen portfolio oli arvostettu syyskuun lopussa 4,6 % nettotuottovaatimuksella. Suomen portfolion tuottovaatimus vaikuttaa suurten kaupunkien tuottotasoihin peilattuna korkealta, sillä JLL:n ja Catellan raporttien mukaan asuntojen prime-tuottovaatimukset olivat syksyllä Helsingissä, Turussa ja Tampereella 3,1-3,9 %:n välillä. Vastaavasti Viron portfolion tuottotaso (4,0%) vaikuttaa mielestämme matalalta, sillä Catellan arvion mukaan asuntojen prime-tuottovaatimukset olivat Tallinnassa Q3'22:n lopussa noin 5,2 %.

## Luototusasteen (LTV) kehitys



## Korollisten velkojen maturiteettijakauma (MEUR)





# Taloudellinen tilanne 2/2

Käsityksemme mukaan tuottovaatimuksen määrittely on Tallinnassa suhteellisen laveaa, sillä kaupankäyntiaktiiviteetti kaupungissa on vähäistä ja käsityksemme mukaan prime-tuottovaatimukseen määrittelyyn luetaan mukaan myös heikomman sijainnin kohteita. Vastaavasti Asuntosalkun Tallinnan asunnot ovat keskeisellä sijainnilla ja valtaosin uusia.

Asuntosalkun koko portfolion nettotuottovaatimus oli syyskuun lopussa 4,4 %. Muuttuneen korkotilanteen johdosta uskomme, että asuntosektorin tuottovaatimustasot tulevat kuluvana vuonna nousemaan ja uskomme tämän koskevan myös Asuntosalkku. Käsittelemme tuottovaatimusten kehitystä tarkemmin Markkinakatsaus- ja Ennusteet-osioissa.

## Pohdintaa Asuntosalkun portfolion riski- ja tuottovaatimustasosta

Ulkopuolinen arvioitsija määrittää Asuntosalkun asuntojen arvonmäärityksessä sovellettavan tuottovaatimuksen kaupunki- ja osamarkkinakohtaisten kokonaisten asuinkiinteistöjen vertailukauppojen tuottovaatimustasojen perusteella. Koska Asuntosalkun omistukset koostuvat kokonaisten asuinkiinteistöjen sijasta yksittäisistä asuinhuoneistoista, soveltaa ulkopuolinen arvioitsija arvonmäärityksessä vertailukauppa-aineistoon riskipreemiota. Tämä voi arviomme mukaan selittää Suomen kohdalla Asuntosalkun verrokkeja korkeampaa tuottovaatimustasoa.

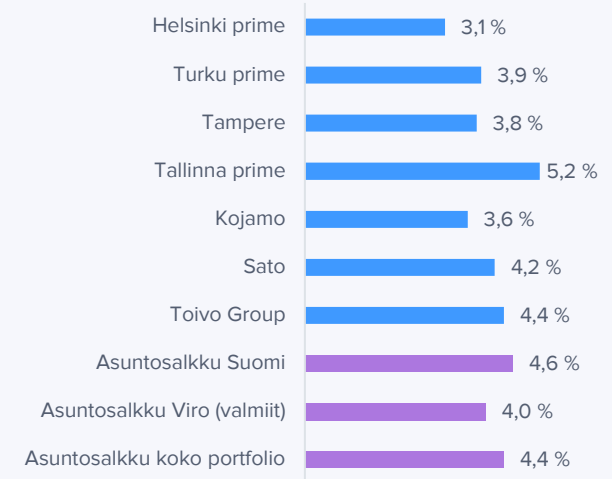
Teema on mielenkiintoinen, sillä riskipreemion soveltaminen tarkoittaa käytännössä sitä, että ulkopuolinen arvioitsija näkee arvonmäärityksessä Asuntosalkun asuntoportfolion riskitason olevan

huoneistopohjaisesta rakenteesta johtuen kokonaisista asuinkiinteistöistä koostuvia salkkuja korkeampi.

Riskien arviointi on luonteeltaan subjektiivista ja näkemyksemme mukaan Asuntosalkun kohdalla joku voisi argumentoida yhtiön portfolion riskitason olevan paremman kohdekohtaisen hajautuksen (vähemmän asuntoja per taloyhtiö) johdosta kokonaisista asuinkiinteistöistä koostuvia portfolioita matalampi. Vasta-argumentti hyvälle kohdekohtaiselle hajautukselle on kuitenkin suurten verrokkien (Kojamo ja Sato) selvästi parempi asuntokohtainen hajautus. Edellä mainittujen yhtiöiden salkut pitävät sisällään noin 27000 – 37000 asuntoa, kun taas Asuntosalkun omistukset jäävät reiluun 2000 asuntoon.

Riskipreemiota perustelee näkemyksemme mukaan osaltaan myös Asuntosalkun portfolion heikompi likviditeetti eli rahaksi muunnettavuus (yksittäisten asuinhuoneistojen myynti vie paljon aikaa vs. kokonaisista asuinkiinteistöistä koostuvan salkun myynti kerralla mahdollista). Kun Asuntosalkun tuottovaatimusta tarkastellaan portfolion sijasta yhtiötasolla ja verrataan listaverrokki Kojamoon, huomioitava on myös Asuntosalkun raskaammat hallinnointikulut, mitkä arviomme mukaan johtuvat osaltaan portfolion hajanaisesta rakenteesta. Jos Asuntosalkun ja Kojamon portfoliot olisivat riskiprofiililtaan yhteneväiset, tulisi korkeampien hallintokulujen johtaa yhtiötasolla Asuntosalkun kohdalla lähtökohtaisesti korkeampaan nettotuottovaatimukseen. Tämä siksi, että hallintokulut ovat sijoittajan näkökulmasta suoraan tuotto-odotusta vähentävä tekijä.

## Asuntosektorin tuottovaatimustasoja



Lähde: Asuntosalkku, JLL, Catella, Kojamo, Sato. Toivon kohdalla tuottovaatimus Inderesin arvio



# Markkinakatsaus 2/4

## Sijoittajakysynnän vahvin vaihe takana päin, tuottovaateissa nousupainetta

Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut Suomessa viime vuodet vilkasta ja KTI:n mukaan suuria kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa vuonna 2022 noin 7,2 mrd. eurolla, josta ulkomaisten sijoittajien osuus oli 48 %. Kiinteistöjen kysyntää on tukenut viime vuosina historiallisen alhainen korkotasoa, minkä myötä kiinteistöistä on tullut aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja niiden hintoja. Tilanne on korostunut etenkin vakaisissa ja turvallisina pidetyissä kiinteistötyypeissä kuten asunnoissa, joissa tuottovaateet ovat painuneet etenkin prime-sijainneissa mataliksi.

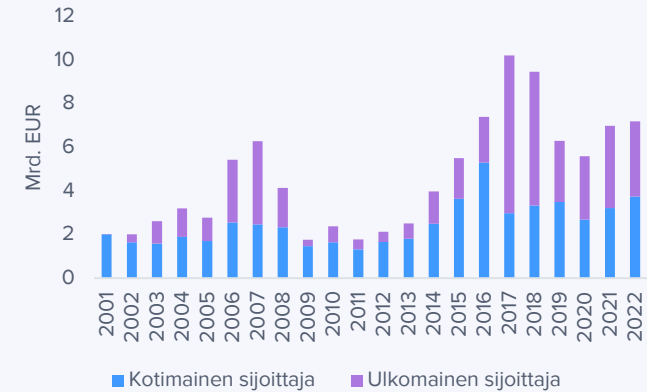
Korkotilanne on muuttunut viimeisen vuoden aikana merkittävästi ja Suomen valtion 10 vuoden obligaatiokorko on noussut vuoden 2021 alun 0,1 %:sta noin 3,0 %:iin (3.1.2023. tilanne). Kehitys ei vielä viime syksynä heijastunut oleellisesti kiinteistöjen tuottovaatimukseen ja esimerkiksi JLL arvioi asuntojen prime-tuottovaatimuksen olleen tuolloin Helsingissä 3,1%. Tuottovaatimusten hidas sopeutuminen korkotason muutoksiin selitty arviomme mukaan sillä, että kiinteistösijoitusmarkkinoilla kauppaa käydään suhteellisen harvakseltaan ja arvonmäärityksissä sovellettavat tuottovaatimukset perustuvat osaltaan toteutuneisiin kauppoihin. Mielestämme tuottovaateisiin kohdistuva nousupaine on ilmeinen, ja odotamme tuottovaatimusten reagoivan muuttuneeseen korkotilanteeseen kuluvan vuoden aikana.

Olemme piirtäneet sivupalkkiin alempaan graafiin aikasarjan asuntojen prime-tuottovaateen (oikea akseli) sekä Suomen 10 vuoden valtiolainan koron (vasen akseli) kehityksestä jaksolla Q2'18-Q3'22. Prime-asunnoilta on vaadittu tilastojen mukaan viime vuosina keskimäärin 3,0 %-yksikön tuottolisää Suomen 10 vuoden velkakirjan korkotasoon nähden. KTI Kiinteistöindeksin aineiston perusteella vaadittu riskilissä on viimeisten 15 vuoden aikana ollut keskimäärin 3,6 %-yksikköä ja matalimmillaan tuottoero Suomen 10 vuoden velkakirjakorkoon nähden on ollut 1,3 %-yksikköä.

Olemme sovittaneet graafiin myös Q4'23:lle ulottuvat odotukset Suomen 10v velkakirjan korkotasosta. SEB ennustaa Saksan 10v velkakirjakoron asettuvan Q4'23:n loppuun mennessä 2,4 %:n tasolle ja historiallisella 20 korkopisteen riskilissä Suomen 10v velkakirjan korko olisi tuolloin 2,6 %. Korko-odotusta ja vuosien 2018-2022 keskimääräistä 3,0 %-yksikön tuottoeroa soveltamalla on piirrettävissä kehityskulku (skenaario 1), jossa prime-tuottovaateet nousisivat 5,6 %:iin. Pidemmän aikavälin keskimääräisellä 3,6 %-yksikön tuottoerolla prime-tuottovaatimus nousisi korko-odotusten perusteella puolestaan 6,2 %:iin (skenaario 2).

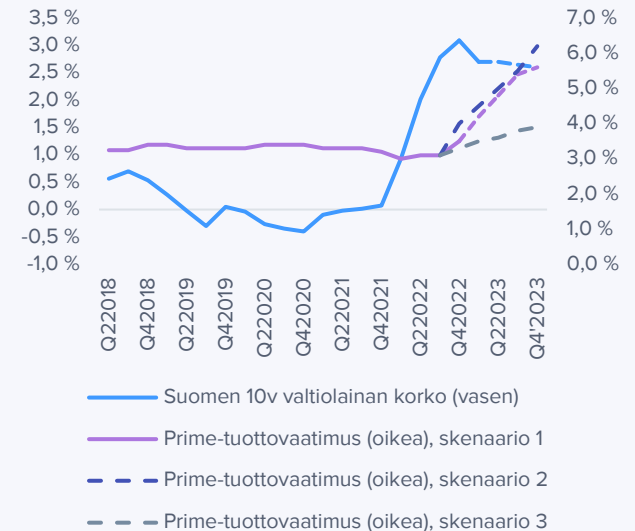
Skenaariossa 3 olemme soveltaneet viimeisen 15 vuoden matalinta riskilissä (1,3 %-yksikköä), jolloin korko-odotukset indikoisivat prime-tuottovaatimusten nousevan 3,9 %:iin. Tämä on skenaariomme, johon myös Asuntosalkku koskevat ennusteemme pitkälti pohjautuvat.

### Kiinteistötransaktiivolyymi Suomessa



Lähde: KTI

### Asuntojen prime-tuottovaatimus ja Suomen 10v obligaatiokorko



Lähde: KTI, Catella, JLL, SEB, Suomen Pankki ja Inderes

# Markkinakatsaus 3/4

## Viro

### Viron kansantalouden odotetaan kasvavan kuluvana vuonna hieman

Euroopan komissio (11/2022 ennuste) arvioi Viron kansantalouden supistuneen viime vuonna hienoisesti (-0,1 %), mutta odottaa BKT:n kääntyvän kuluvana vuonna 0,7 %:n kasvuun. Asuntomarkkinoille tärkeän työllisyystilanteen odotetaan kuitenkin heikkenevän vuonna 2023 Virossa hieman ja Euroopan komissio ennustaa työttömyysasteen nousevan noin 6,6 %:iin. Vuonna 2024 työttömyysasteen odotetaan palautuvan vuosien 2021-2022 tasolle 6,2 %:iin.

Inflaatio on ollut Virossa muuhun euroalueeseen suhteutettuna erittäin voimakasta ja Euroopan komissio arvioi yleisen hintatason nousseen maassa viime vuonna peräti 19 %:lla. Kuluvana vuonna Euroopan komissio odottaa inflaation asettuvan 6,7 %:iin.

### Viron vuokra-asuntomarkkinoiden erityispiirteet

Virossa vuokra-asumisen suosio on huomattavasti Suomea matalampaa, mikä selittyy pitkälti maan uudelleenitsenäistymisellä vuonna 1991, jolloin neuvostoaikana rakennetut talot päätettiin myydä edullisin ehdoin talojen vuokralaisille. Vanhat omistusoikeudet palautettiin pääosin entisille omistajille tai heidän perillisilleen. Tämä vuokra-asuntojen poistuminen selittää Viron ja Tallinnan korkeaa omistusasumisen astetta ja tukee osaltaan vuokramarkkinan vahvaa tulevaisuuden kehityspotentiaalia. Tallinnassa

vuokralla asuvien osuus väestöstä oli vuonna 2021 noin 27 %, kun esimerkiksi Helsingissä vastaava luku on lähes 50 %. Tallinnan vuokrausmarkkinan houkuttelevuutta tukee ammattimaisten asuntosijoittajien näkökulmasta myös vuokra-asuntojen hajautunut omistusrakenne, jossa iso osa vuokra-asuntotarjonnasta koostuu paikallisten yksityissijoittajien omistamista asunnoista. Näiden sijoittajien toiminta on tavanomaisesti vähemmän ammattimaista.

### Rakentaminen on ollut Virossa viime vuosina vilkasta, mutta selvää jäähtymistä nähtävissä

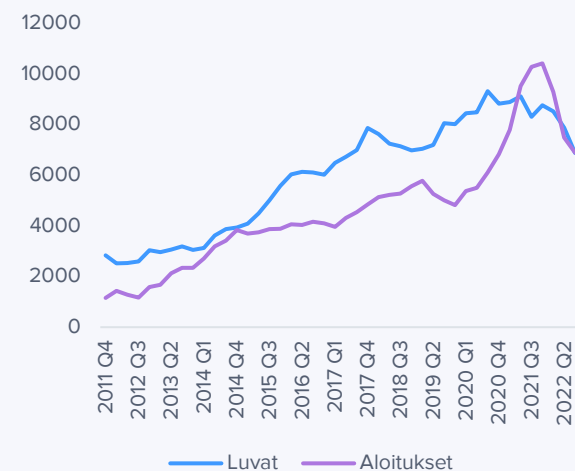
Rakentamisen kasvu on kiihtynyt Virossa vauhdilla läpi 2010-luvun. Vuonna 2011 maassa uusia asuntoja aloitettiin rakentamaan 1150 kappaletta ja samana vuonna valmistui noin 1900 asuntoa. Perspektiiviä rakentamisaktiiviteetin viime vuosien voimakkaalle kasvulle antavat vuoden 2021 tilastot: vuonna 2021 Virossa asuntoaloitukset olivat noin 10400 kappaletta ja asuntoja valmistui noin 6700 kappaletta.

Rakentamistahti on kuitenkin myös Virossa vähentynyt viime aikoina voimakkaasti ja Q3:lla kappalemääräisten asuntoaloitusten liukuva vuosisumma oli 33 % viime vuoden vastaavan jakson alapuolella. Rakentamista on vähentänyt rakennuskustannusten voimakas nousu sekä heikon kuluttajaluottamuksen ja korkojen nousun myötä kasvanut epävarmuus asuntomarkkinoilla.

Viron taloutta koskevat ennusteet	2022	2023	2024
BKT-kasvu	-0,1 %	0,7 %	2,1 %
Inflaatio	19,3 %	6,6 %	2,6 %
Työttömyysaste	6,1 %	6,6 %	6,2 %

Lähde: Euroopan komissio, 11/2022

### Asuntoaloitukset ja luvat Virossa (kpl, liukuva 12kk)



Lähde: Statistics Estonia

# Markkinakatsaus 4/4

## Tallinnan vuokra-asuntomarkkinoille on tullut viime vuosina myös ammattimaisia toimijoita

Viron ja Tallinnan vuokra-asuntomarkkinoilla on ollut historiassa varsin vähän ammattimaisia toimijoita, mutta viime vuosina instituutionaalisten sijoittajien aktiviteetissa on nähty selkeää kasvua. Esimerkiksi virolaisen finanssikonserni LVH Groupin eläkerahastot ovat kertoneet tavoittelevansa Tallinnasta 500 asunnon portfolioa ja julkisten tietojen perusteella rahastot ovat hankkineet tähän mennessä omistukseensa ainakin 293 asuntoa. Vastaavasti EFTEN Capitalin kiinteistörahasto on hankkinut Tallinnasta omistukseensa ainakin 112 vuokra-asuntoa.

Vuonna 2020 markkinassa nähtiin historian isoin asuntoportfoliokauppa, kun International Capital Group (ICG) hankki 1200 asunnon salkun LNC Capital Partnersilta. LNC hankki salkun alun perin

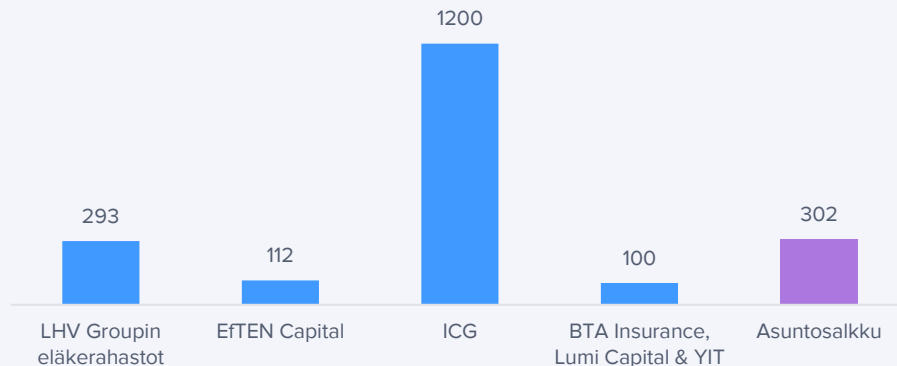
Tallinnan kaupungilta ja kyseiset asunnot vuokrataan käsityksemme mukaan sosiaalisin perustein. Vakuutuskonserni Vienna Insurance Groupin latvialainen tytäryhtiö BTA Insurance, Lumi Capital ja suomalainen rakennusliike YIT ovat puolestaan rakentamassa Baltiaan 479 asunnon portfolioa ja näistä 100 asuntoa sijoittuu Tallinnaan. Asuntojen on määrä valmistua vuosien 2022-2023 aikana.

Edellä mainitut toimijat ovat näkemyksemme mukaan Asuntosalkun keskeisiä kilpailijoita Tallinnan asuntosijoitusmarkkinoilla. Asuntosalkulla oli syyskuun 2022 lopussa 525 valmista vuokra-asuntoa ja vuosien 2019-2022 välillä Viron valmiiden asuntojen lukumäärä on kasvanut laskelmiemme mukaan reilulla 300 asunnolla.

## Odotamme sijoittajakysynnän heikkenevän lyhyellä aikavälillä

Näkemyksemme mukaan kiinteistömarkkinoiden kasvanut epävarmuus tulee lyhyellä aikavälillä iskemään myös Tallinnan sijoittajakysyntään ja uskomme, että korkojen nousun johdosta kiinteistösijoituksissa nähdään myös Virossa uudelleenhinnoittelua. Keskipitkällä aikavälillä uskomme Tallinnan transaktiovolyymien olevan kuitenkin kasvavia.

Tallinnan viime vuosien asuntoinvestointeja (asuntojen lkm)



Lähde: Asuntosalkun yhtiöesite 6/2022, Ober Haus Market Report Baltic States 2022, muut julkiset tietolähteet

Huom. ICG:n LNC Capital Partnersilta hankkimat 1200 asuntoa ovat alun perin Tallinnan kaupungin omistamia asuntoja, jotka vuokrataan käsityksemme mukaan sosiaaliperusteisesti.

# Taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet koskevat Viron portfolion kasvua ja velkaantumisasatetta

Asuntosalkulla on kaksi julkistettua taloudellista tavoitetta, jotka ovat:

- Viron valmiiden ja rakenteilla olevien asuntojen yhteenlaskettu käypä arvo saavuttaa Suomen valmiiden ja rakenteilla olevien asuntojen käyvän arvon vuonna 2025 päättyvän tilikauden loppuun mennessä
- Luototusaste (Loan to value, LTV) on 35–65 %

Taloudellisten tavoitteiden ja yhtiön kommenttien perusteella on ilmeistä, että Asuntosalkun kasvu tulee painottumaan lähivuosina vahvasti Viron markkinoille. Asuntosalkun Suomen 1 414 asunnon portfolion käypä arvo oli syyskuun lopussa 176 MEUR ja Viron valmiiden sekä rakenteilla olevien asuntojen (759 asuntoa) käypä arvo puolestaan noin 133 MEUR. Mikäli havainnollistamistarkoituksessa oletamme, ettei Suomen portfolion käyvässä arvossa tapahtuisi lähivuosina muutoksia, edellyttäisi kasvutavoitteen saavuttaminen sitä, että Viron portfolio kasvaisi vuoden 2025 loppuun mennessä käyvillä arvoilla mitattuna noin 43 MEUR:lla. Viron valmiiden ja rakenteilla olevien asuntojen keskiarvostusta (175 TEUR/asunto) soveltamalla tämä tarkoittaisi sitä, että Viron portfolion asuntomäärä kasvaisi 248 asunnolla 1007 asuntoon.

Pidämme Asuntosalkun Viron kasvutavoitetta taseen puolesta lähtökohtaisesti realistisena. Selkänöjaa tavoitteelle antaa myös yhtiön viime vuosien vahva kasvuvauhti Virossa, sillä 1.1.2019-30.9.2022 väliisellä periodilla yhtiö on onnistunut

kasvattamaan Viron portfolioa laskelmiemme mukaan reilulla 300 asunnolla.

Asuntosalkun taloudellisten tavoitteiden mukainen LTV-haarukka (35-65 %) on hyvin leveä ja kuten Taloudellinen tilanne -kappaleessa totesimme, mahdollistaisi nykyinen LTV-taso (46,5 %) yhtiölle tavoitetason ylärajaan peilattuna teoriassa huomattavan lisävelan oton. Uskomme kuitenkin yhtiön mukavuusalueen löytyvän LTV:lle lähempänä haarukan keskikohtaa noin 50 %:n tasolta ja myös verrokeista Kojamolla ja Satolla LTV-tavoitteet ovat samansuuntaiset (LTV-tavoitteet molemmilla alle 50 %).

## Osinkopolitiikkana vuosittain kasvava absoluuttinen osinkosumma

Asuntosalkun osinkopolitiikkana on listayhtiönä kokonaisosinkosumman vuosittainen kasvattaminen. Lähtötason tälle muodostaa tilikauden 2022 tuloksesta jaettava osinkosumma, joka on 2,1 MEUR.

Asuntosalkun osinkopolitiikan mukaisen vuosittain kasvavan osingon yhdistäminen Viron portfolion kasvutavoitteeseen on mielestämme keskipitkällä aikavälillä haastava yhtälö. Perustelemme tätä sillä, että odotamme yhtiön kassavirran ennen käyttöpääoman muutoksia (FFO) heikentyvän tulevina vuosina selvästi nousevien rahoituskustannusten johdosta.

Rahoituskustannuksia tulevat arviomme mukaan nostamaan Viron kasvuihdistämisen myötä kasvava absoluuttinen velkamäärä sekä lainojen jälleenrahoittamisen myötä nouseva korkotas. Selvästi heikentyvän kassavirran johdosta pidämme osinkosumman vuotuista kasvattamista

kunnianhimoisena tavoitteena ja odotamme itse nykyisellään yhtiöltä lähivuosina vakaata voitonjakoa.

# Sijoitusprofiili 1/2

## Sijoitusprofiili

Asuntosalkku profiloituu mielestämme kohtuullisen vakaaksi kiinteistösijoitusyhtiöksi sen keskittyessä varsin defensiivisenä pidettyyn kiinteistöluokkaan ja yhtiön velkaantuneisuusasteen ollessa verrattain maltillinen. Lisämausteen yhtiön sijoittajaprofiiliin tuo Tallinnan vahvasti kehittyvälle vuokra-asuntomarkkinalle kohdistuvat kasvuinvestoinnit. Keskeisimmät riskit liittyvät lyhyellä aikavälillä puolestaan korkojen nousun myötä asuntojen tuottovaatimuksiin ja rahoituskustannuksiin sekä lähivuosien merkittäviin jälleenerahoitustarpeisiin.

### Positiiviset tekijät ja vahvuudet

Asuntosalkun positiivisiksi tekijöiksi ja/tai vahvuuksiksi erottuvat mielestämme seuraavat seikat:

**Kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli Suomessa.** Asuntosalkku on keskittynyt Suomen kiinteistösijoituksissaan yksittäisiin omistusasuntotaloissa sijaitseviin vuokra-asuntoihin. Strategia eroaa merkittävästi kotimaisista suurista yksityisistä vuokranantajista Kojamosta ja Satosta. Näkemyksemme mukaan strategia edesauttaa ylläpitämään korkeita vuokrausasteita ja mahdollistaa vuokratasojen optimoinnin. Lisäksi strategia parantaa huomattavasti portfolion kohdekohtaista hajautusta asuntojen ollessa hajautuneena yli 870 taloyhtiöön.

**Kasvuinvestoinnit Tallinnan vahvasti kehittyvään vuokra-asuntomarkkinaan.** Tallinnan vuokra-asuntomarkkina on osin historiallisista syistä

johtuen yhä vahvassa kehitysvaiheessa ja mielestämme on ilmeistä, että vuokralla asuvien osuus väestöstä (27 %) tulee kaupungissa nousemaan ennen pitkää lähemmäs muita verrokkikaupunkeja (esim. Helsinki lähes 50 %, Tukholma noin 35 %). Asuntosalkku on Tallinnassa vahvassa kasvuvaiheessa ja yhtiön kautta sijoittaja pääsee osaksi kaupungin vuokramarkkinan kasvupotentiaalista.

**Verotehokas tapa sijoittaa Viron asuntomarkkinoille.** Virossa yhtiöt maksavat yhteisöveroä yleensä vain, mikäli ne jakavat voittovaroja tai suorittavat muita veronalaisia maksuja ja näin ollen yhtiö voi halutessaan sijoittaa kertyneitä voittovaroja uudelleen ilman välittömiä veroseurauksia. Myös käyvän arvon muutosten verotuskäytäntö on Virossa yhdenmukainen vuokraustoiminnan tuloksen verotuksen kanssa. Näin ollen Asuntosalkku tarjoaa sijoittajalle osaltaan verotehokkaan tavan sijoittaa Viron asuntomarkkinoille.

### Negatiiviset tekijät ja heikkoudet

Vastaavasti negatiivisina tekijöinä ja/tai heikkouksina näemme seuraavat seikat:

**Lainojen jälleenerahoitukseen liittyvät riskit.** Asuntosalkulla erääntyy yli 100 MEUR lainoja vuosina 2023-2024. Kiristyneet rahoitusolot huomioiden näiden lainojen jälleenerahoitukseen liittyy epävarmuutta ja on ilmeistä, että yhtiön korkokulut tulevat jälleenerahoituksen myötä nousemaan selvästi.

### Kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu.

Kiinteistöjen tuottovaatimuksiin kohdistuu voimakkaasti nousut korkotaso huomioiden nousupainetta. Toteutuessaan tämä aiheuttaisi Asuntosalkun kiinteistöportfolioon negatiivisen arvonmuutoksen, mikä painaisi yhtiön raportoitua tulosta ja nostaisi velkaantumisastetta.

**Kilpailun kiristyminen Virossa.** Tallinnan vuokramarkkinan houkuttelevat pitkän aikavälin fundamentit huomioiden on mahdollista, että kilpailu kohteista markkinalla ennen pitkää kiristyy. Tämä voi toteutuessaan vaikeuttaa Asuntosalkulle mielekkäiden sijoituskohteiden löytämistä ja vähentää investointimahdollisuuksia. Toisaalta kiristynvä kilpailu voi painaa asuntojen tuottovaatimuksia, mikä tukisi yhtiön Viron portfolion arvonkehitystä.

### Yritystoston todennäköisyys alhainen.

Asuntosalkun kiinteistökanata on hajanainen ja mielestämme rakenne vähentää institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta portfolioa kohtaan. Tämä näkemyksemme mukaan laskee Asuntosalkun kohdalla selvästi yritystostokohteeksi tuleamisen todennäköisyyttä ja eliminoi sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisän.

# Sijoitusprofiili 2/2

1.

**Kotimaisista kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli ja kohdetasolla laajasti hajautettu kiinteistösalkku**

2.

**Kasvuinvestoinnit Tallinnan vahvasti kehittyvään vuokra-asuntomarkkina**

3.

**Kiinteistöjen tuottovaatimusten nousu aiheuttanee painetta kiinteistöportfolion käyväälle arvolle**

4.

**Lainojen jälleerahoitus tulee nostamaan selvästi rahoituskuluja ja heikentämään kassavirtaa**

5.

**Vahva riippuvuus avainhenkilöistä, perustajilla kuitenkin merkittävä omistus yhtiössä ja yhtenevät intressit muiden osakkeenomistajien kanssa**

## Potentiaali



- Kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli tukee Suomen vuokrausastetta ja vuokrahinnoittelua sekä takaa hyvän kohdekohtaisen hajautuksen
- Investoinnit Tallinnan kehittyvälle vuokra-asuntomarkkinalle, jonka pidemmän aikavälin potentiaali houkutteleva
- Korkojen ja/tai tuottovaatimusten kääntyminen laskuun

## Riskit



- Taloussuhdanteeseen liittyvät riskit
- Lainojen jälleerahoitukseen liittyvät riskit, yhtiöllä erääntyä merkittävä määrä lainoja tilikausilla 2023-2024
- Nousut korkotaso ja tuottovaatimusten kohoaminen
- Kilpailun kiristyminen Virossa
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä



# Ennusteet 1/7

Keskeisimmät ennusteparametrimme Asuntosalkun mallinnuksessa koskevat Viron kasvuinvestointeja, portfolion vuokra- ja vastikekehitystä sekä vajaakäyttöä, sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksia ja rahoituskustannuksia. Käymme seuraavassa läpi lähivuosien ennusteemme edellä mainittujen päärivien osalta.

## Asuntoportfolion operatiivinen kehitys

Asuntosalkun asuntoportfoliota koskevat operatiiviset ennusteemme perustuvat arvioihimme rakenteilla olevien asuntojen valmistumisaikataulusta. Asuntoportfolion asuntomäärän kehityksen lisäksi olemme ennusteissamme tehneet oletuksia asuntokannan vuokratason, vastikkeiden ja vuokrausasteiden kehityksestä.

Ennustamme, että Asuntosalkulla valmistuu tilikauden 2023 aikana Virossa 98 asuntoa ja tilikausina 2024-2025 odotamme valmistumisen olevan 101-125 asuntoa. Suomen asuntoportfolion asuntomäärän odotamme säilyvän muuttumattomana 1414 asunnossa. Viron kasvuinvestointien myötä Asuntosalkun valmiin asuntokannan asuntojen lukumäärä nousee ennusteissamme 2 333 asuntoon tilikauden 2025 loppuun mennessä.

Ennustamme Asuntosalkun keskineliövuokrien ja vastikkeiden kasvavan keskipitkällä inflaation mukaisesti noin 2 % vuosittain. Taloudellisen vuokrausasteen odotamme asettuvan Suomessa tilikauteen 2025 mennessä 96,5 %:iin (2022: 97,3

%) ja Virossa noin 98,0 %:iin (2022: 98,7 %).

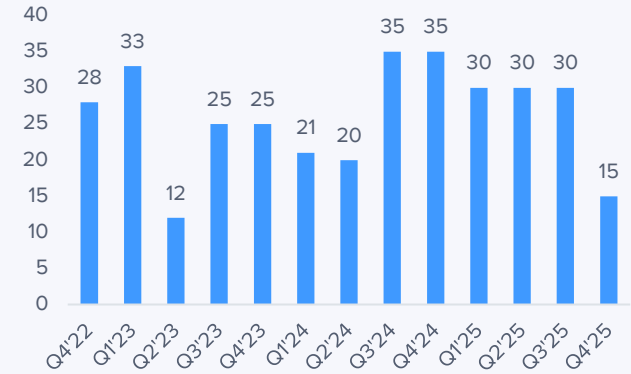
Edellisiä ennusteita mukailien odotamme Asuntosalkun bruttovuokratuottojen kasvavan ennustejaksolla keskimäärin 8 % vuodessa. Nettovuokratuottojen suhde bruttovuokriin on 70-71 % (2022: 71 %) tilikausina 2023-2025.

## Käyvän arvon muutokset

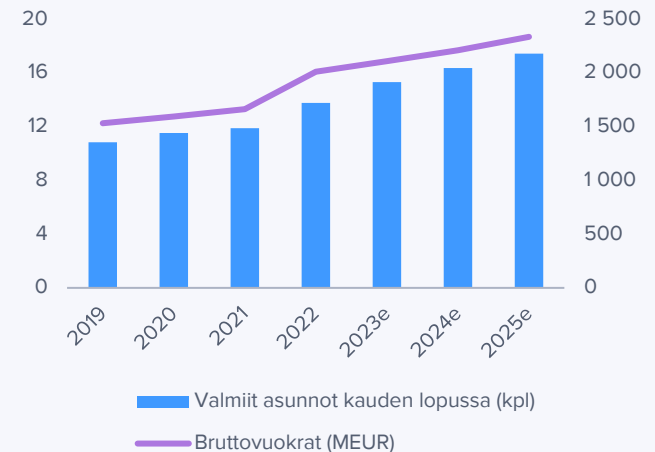
Asuntosalkun Suomen portfolion nettotuottovaatimus nousi 30.9.2022 tilinpäätöksessä laskelmiemme mukaan noin 0,2 %-yksikköä 31.3.2022 tilanteeseen nähden ja oli 4,6 %. Suomen portfolion käyvän arvon muutokset olivat H2'22-katsauskaudella -7,7 MEUR eli -4,2 % suhteessa Suomen portfolion maaliskuun lopun kiinteistömäärään. Viron portfolion nettotuottovaatimuksessa ei tapahtunut maalish Heinäkuun välillä muutoksia ja juokseva nettotuotto oli noin 4,0 %.

Olemme ennusteissamme olettaneet, että korkojen nousu tulee aiheuttamaan edelleen tilikaudella 2023 yleisesti nousupainetta asuntojen tuottovaatimuksille. Markkinakatsauksessa esitetyn skenaarion 3 mukaisesti odotamme asuntojen prime-tuottovaatimuksen nousevan viime kesän/syksyn tilanteesta (3,1 %) noin 0,8 %-yksiköllä. Ennustamme Asuntosalkun Suomen portfolion tuottovaatimuksen nousevan prime-tuottovaatimuksen kanssa samassa suhteessa 3/2022 lähtötilanteeseen nähden ja näin ollen ennustamme nettotuottovaatimuksen kohoavan tilikauden 2023 aikana noin 5,2 %:iin (3/2022 lähtötilanne 4,4 %).

Viron vuokra-asuntojen arvioidut valmistumiset (kpl)



Bruttovuokratuottojen ja asuntomäärän kehitys



# Ennusteet 2/7

Arvioimme tämän aiheuttavan yhdessä ennustamamme vertailukelpoisen nettovuokratuoton 2 %:n kasvun kanssa Suomen portfolioon tilikaudella 2023 noin -17 MEUR:n laskennallisen käyvän arvon muutoksen (-9,7 % suhteessa Suomen portfolioon käypään arvoon tilikauden 2022 lopussa).

Olemme ennusteissamme olettaneet, että Viron tuottovaatimukset kehittyvät Suomen kanssa samansuuntaisesti ja näin ollen ennustamme Viron portfolioon tuottovaatimukseen myös 0,8 %-yksikön nousua. Tämä tarkoittaa yhdessä olettamamme portfolioon vertailukelpoisen 8 % nettotuottojen kasvun kanssa (like for like-vuokrien kasvu oli Virossa tilikaudella 2022 +6,3 %) sitä, että ennusteissamme Viron valmiisiin asuntoihin kohdistuu -8,9 MEUR:n eli noin -9 %:n käyvän arvon muutos. Suomen ja Viron valmiiden asuntojen käyvän arvon arvioitua herkkyyttä nettotuottovaatimuksen sekä nettotuottojen kasvun muutoksille on tarkasteltu raportin liitteissä.

Tuottovaatimusten nousu tulee arviomme mukaan aiheuttamaan painetta lyhyellä aikavälillä myös Viron valmistuvista asunnoista kirjattaville laskennallisille käyvän arvon muutoksille (yhtiö kirjaa käyvän arvon muutokset rakenteilla olevista asunnoista vasta niiden valmistuttua). Asuntosalkun lokakuussa julkaisemasta [tiedotteesta](#) ilmenee, että rakenteilla olevat 164 asuntoa sitovat kokonaisuudessaan pääomaa noin 28 MEUR (171 TEUR per asunto) ja asuntojen käypä arvo on valmiina noin 33 MEUR (204 TEUR per asunto). Näin ollen yhtiö tuolloisten tietojen perusteella kirjaisi yhtä valmistuvaa asuntoa kohden

laskennallista arvostusvoittoa noin 32 TEUR. Koska rakenteilla olevien asuntojen kaupat on solmittu rakennusliikkeiden kanssa käsitksemme mukaan valtaosin kiinteisiin hintoihin, tulee asuntojen hintojen lasku aiheuttamaan lyhyellä tähtämellä painetta myös valmistuvista asunnoista kirjattaville laskennallisille arvonmuutoksille.

Edellä esitettyjä oletuksia mukailien ennustamme Asuntosalkun sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten olevan tilikaudella 2023 kokonaisuudessaan -24,5 MEUR. Tilikausina 2024-2025 odotamme käyvän arvon muutosten olevan noin 4,3-6,3 MEUR positiiviset ja nämä koostuvat enemmiltä osin Viron valmistuvien asuntojen laskennallisista arvostusvoitoista.

## Velkaantuneisuus ja rahoituskulut

Ennustamme Asuntosalkun korollisten nettovelkojen nousevan tilikaudella 2023 noin 143 MEUR:on (2022: 128 MEUR) ja tilikausilla 2024-2025 edelleen noin 160-182 MEUR:oon. Keskeisin tekijä nettovelan kasvun taustalla on Viron kasvuinvestoinnit. Asuntosalkun luototusaste (LTV) asettuu ennusteissamme lähivuosina 53-58 %:iin ja velkaantuneisuusastetta nostaa tilikaudella 2023 sijoituskiinteistöihin ennakoimamme käyvän arvon lasku.

Asuntosalkulla eräänäntyy 2023-2024 rahoituslainoja arviomme mukaan yli 100 MEUR:lla ja odotamme näiden lainojen jälleerahoituksen nostavan selvästi yhtiön lainojen keskikorkoa. Asuntosalkun korollisten velkojen keskikorko oli tilikaudella laskelmiemme mukaan noin 1,8 % ja odotamme lainasalkun keskikoron nousevan

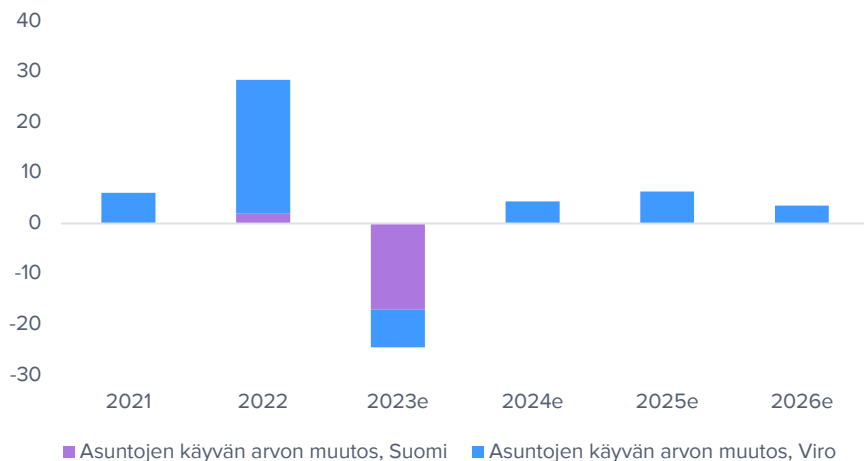
jälleerahoituksen jälkeen noin 3,7 %:iin. Lainojen korkotason nousun sekä investointien myötä kasvavan absoluuttisen velkatason johdosta yhtiön rahoituskulut nousevat ennusteissamme lähivuosina selvästi.

## Kassavirta- ja osinkoennusteet

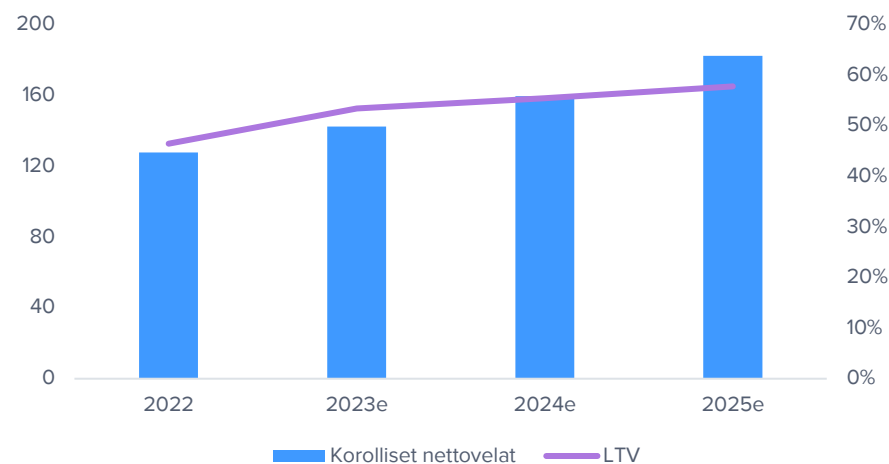
Ennusteissamme Asuntosalkun kassavirta ennen käyttö pääoman muutoksia (FFO) pysyy tilikaudella 2023 vakaana noin 4,4 MEUR:ssa. Tilikausien 2024-2025 aikana rahavirta heikkenee nousevien rahoituskustannusten myötä ennusteissamme kuitenkin selvästi ja ennustamme FFO:n asettuvan 2,3-3,1 MEUR:oon. Ennustamme Asuntosalkun absoluuttisen osinkosumman säilyvän lähivuosina vakaana 2,1 MEUR:ssa eli 2,1 eurossa per osake. Oikaistusta FFO:sta laskettu voitonjakosuhte asettuu ennusteissamme tilikaudella 2023 47 %:iin ja nousee vuosina 2024-2025 heikentyvän kassavirran myötä noin 67-91 %:iin.

# Ennusteet 3/7

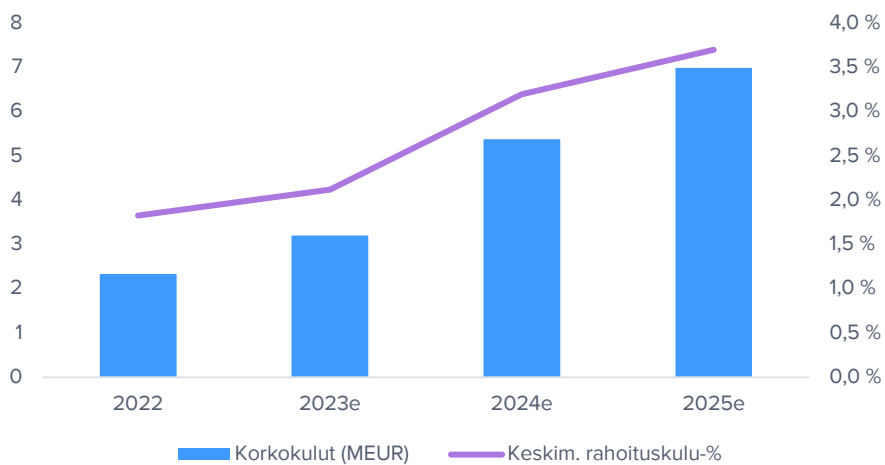
### Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset (MEUR)



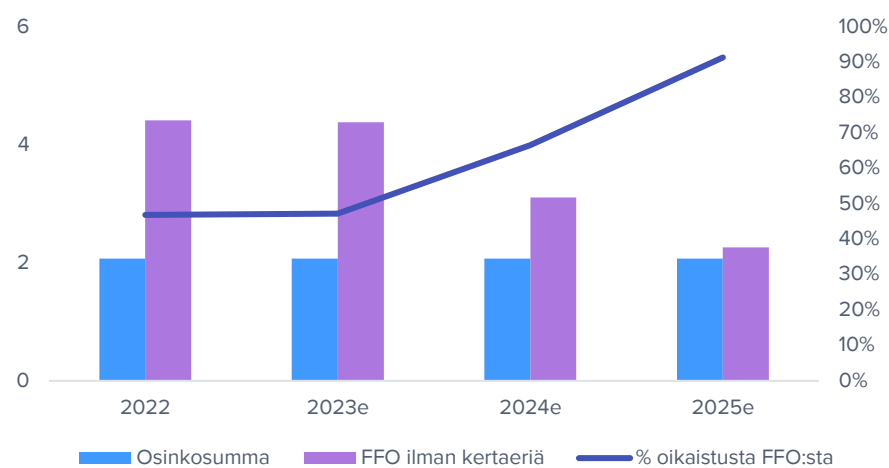
### Korollisten nettovelkojen (MEUR) ja LTV:n kehitys



### Korkokulut ja keskimääräinen rahoituskulu-%



### FFO ja osinkosumma (MEUR)



# Ennusteet 4/7

Konsernituloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>					
Vuokratuotto	11,9	13,7	15,3	16,3	17,4
Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Muu myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevaihto yhteensä</b>	<b>12,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,3</b>	<b>16,4</b>	<b>17,5</b>
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	16 %	10 %	7 %	7 %
<b>Liiketoiminnan muut tuotot</b>					
Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	2,0	-17,1	0,0	0,0
Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	6,1	26,4	-7,5	4,3	6,3
Muut liiketoiminnan tuotot	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Liiketoiminnan muut tuotot yhteensä</b>	<b>6,1</b>	<b>28,5</b>	<b>-24,5</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>
<b>Materiaalit ja palvelut</b>					
Vastikkeet/vuokrat	-3,1	-3,7	-4,2	-4,5	-4,9
Pienkorjaukset	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Muut ostot tilikauden aikana	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Aineet, tarvikkeet ja ostot yhteensä	-3,4	-4,1	-4,6	-5,0	-5,3
Välityspalkkiot	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Muut ulkopuoliset palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ulkopuoliset palvelut yhteensä	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Materiaalit ja palvelut yhteensä</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,9</b>
Henkilöstökulut	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1
<b>Oikaistu EBITDA</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>
% liikevaihdosta	58 %	44 %	56 %	56 %	55 %
<b>EBITDA</b>	<b>13,2</b>	<b>34,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,9</b>
% liikevaihdosta	109 %	248 %	-104 %	82 %	91 %
Poistot ja arvonalentumiset yhteensä	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,8
Liiketoiminnan muut kulut yhteensä	-0,6	-2,4	-0,8	-0,8	-0,9
% liikevaihdosta	5 %	17 %	5 %	5 %	5 %
<b>Liiketulos</b>	<b>12,9</b>	<b>34,3</b>	<b>-16,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>
Korkotuotot	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-1,8	-2,3	-3,2	-5,4	-7,0
<b>Nettorahoituskulut</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,9</b>
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>11,1</b>	<b>32,0</b>	<b>-19,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>
<b>Tuloverot</b>					
Katsauskauden verot	-0,9	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	-0,4	3,4	0,0	0,0
Laskennalliset verot tilikauden tappiosta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tuloverot yhteensä</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>
<b>Katsauskauden tulos</b>	<b>10,1</b>	<b>30,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>

# Ennusteet 5/7

Tunnuslukujen täsmäytys	2021	2022	2023e	2024e	2025e	Avainluvut	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Vuokratuotto	11,9	13,7	15,3	16,3	17,4	Sijoituskiinteistöt	197	275	267	288	316
-Vastikkeet/vuokrat	-3,1	-3,7	-4,2	-4,5	-4,9	Korollinen nettovelka	102	128	143	160	182
-Pienkorjaukset	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	Oikaistu NAV	101	152	130	134	140
<b>Nettovuokratuotto</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,6</b>	<b>12,3</b>	LTV	52 %	46 %	53 %	55 %	58 %
% vuokratuotoista	72 %	71 %	71 %	71 %	70 %	Omavaraisuusaste	45 %	50 %	44 %	42 %	40 %
Liikevoitto	12,9	34,3	-16,4	12,9	15,1	EPS (raportoitu)	13,33	34,16	-17,37	7,01	7,93
+Poistot ja arvonalentumiset	0,3	0,4	0,4	0,6	0,8	Osinko per osake	-	2,10	2,10	2,10	2,10
<b>Käyttökate</b>	<b>13,2</b>	<b>34,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,9</b>	FFO per osake	-	4,88	4,44	3,15	2,30
-Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	Osingonjakosuhte FFO:sta	-	47 %	47 %	67 %	91 %
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-6,1	-26,4	7,5	-4,3	-6,3	Oikaistu NAV/osake	160	154	131	136	142
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	-2,0	17,1	0,0	0,0	Oikaistu NAV/osake kasvu	28 %	-4 %	-15 %	4 %	4 %
<b>Oikaistu käyttökate</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>						
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0						
<b>Oikaistu käyttökate ilman kertaeriä</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>						
Tilikauden voitto/tappio	10,1	30,9	-17,1	6,9	7,8						
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-6,1	-26,4	7,5	-4,3	-6,3						
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	-2,0	17,1	0,0	0,0						
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	0,4	-3,4	0,0	0,0						
<b>Realisoitunut voitto/tappio</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>						
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0						
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0						
<b>Realisoitunut voitto/tappio ilman kertaeriä</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>						
Oikaistu käyttökate	7,0	6,1	8,6	9,1	9,7						
Maksetut korot	-1,8	-2,3	-3,2	-5,4	-7,0						
Maksetut verot	-1,0	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4						
<b>Kassavirta ennen käyttöpääoman muutosta (FFO)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>						
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0						
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0						
<b>FFO ilman kertaeriä</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>						
FFO-kate, % ilman kertaeriä	35 %	32 %	29 %	19 %	13 %						

Huom. Vuoden 2022 FFO per osake ja vuosien 2021-2022 raportoitu EPS laskettu yhtiön käyttämällä tilikausien painotetulla osakemäärällä

# Ennusteet 6/7

Konsernituloslaskelma	H1'2021	H2'2021	H1'2022	H2'2022	H1'2023e	H2'2023e
<b>Liikevaihto</b>						
Vuokratuotto	5,9	6,0	6,2	7,5	7,5	7,8
Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Muu myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevaihto yhteensä</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>
Liikevaihdon kasvu-%	-	-	6 %	26 %	18 %	3 %
<b>Liiketoiminnan muut tuotot</b>						
Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	9,7	-7,7	-8,5	-8,5
Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	3,0	3,0	19,3	7,1	-3,4	-4,1
Muut liiketoiminnan tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liiketoiminnan muut tuotot yhteensä</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>29,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,6</b>
<b>Materiaalit ja palvelut</b>						
Vastikkeet/vuokrat	-1,5	-1,6	-1,7	-2,1	-1,9	-2,3
Pienkorjaukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muut ostot tilikauden aikana	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Aineet, tarvikkeet ja ostot yhteensä	-1,7	-1,7	-1,9	-2,2	-2,1	-2,5
Välityspalkkiot	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Muut ulkopuoliset palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ulkopuoliset palvelut yhteensä	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Materiaalit ja palvelut yhteensä</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>
Henkilöstökulut	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6
<b>Oikaistu EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>
% liikevaihdosta	58 %	58 %	55 %	34 %	59 %	53 %
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>32,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-8,5</b>
% liikevaihdosta	110 %	109 %	515 %	28 %	-100 %	-108 %
Poistot ja arvonalentumiset yhteensä	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Liiketoiminnan muut kulut yhteensä	-0,3	-0,3	-0,4	-2,0	-0,4	-0,4
% liikevaihdosta	5,3 %	4,7 %	6,3 %	25,7 %	5,0 %	5,1 %
<b>Liiketulos</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>32,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>
Korkotuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-1,4	-1,8
<b>Nettorahoituskulut</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>31,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-10,5</b>
<b>Tuloverot</b>						
Katsauskauden verot	-0,6	-0,3	-0,6	0,0	-0,6	-0,4
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	0,0	-1,9	1,5	1,7	1,7
Laskennalliset verot tilikauden tappiosta	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Tuloverot yhteensä</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Katsauskauden tulos</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>28,9</b>	<b>2,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>-9,2</b>

# Ennusteet 7/7

Tunnuslukujen täsmäytys	H1'2021	H2'2021	H1'2022	H2'2022	H1'2023e	H2'2023e
Vuokratuotto	5,9	6,0	6,2	7,5	7,5	7,8
-Vastikkeet/vuokrat	-1,5	-1,6	-1,7	-2,1	-1,9	-2,3
-Pienkorjaukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Nettovuokratuotto</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>
% vuokratuotoista	72,7 %	72,1 %	71,1 %	71,2 %	72,8 %	68,8 %
Liikevoitto	6,4	6,5	32,4	1,9	-7,7	-8,7
+Poistot ja arvonalentumiset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Käyttökate</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>32,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-8,5</b>
-Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-3,0	-3,0	-19,3	-7,1	3,4	4,1
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	-9,7	7,7	8,5	8,5
<b>Oikaistu käyttökate</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	-0,1	-1,6	0,0	0,0
<b>Oikaistu käyttökate ilman kertaeriä</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>
Tilikauden voitto/tappio	4,9	5,2	28,9	2,1	-8,0	-9,2
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-3,0	-3,0	-19,3	-7,1	3,4	4,1
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	-9,7	7,7	8,5	8,5
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	0,0	1,9	-1,5	-1,7	-1,7
<b>Realisoitunut voitto/tappio</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	-0,1	-1,6	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
<b>Realistoinut voitto/tappio ilman kertaeriä</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>
Oikaistu käyttökate	3,5	3,5	3,5	2,6	4,4	4,1
Maksetut korot	-0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-1,4	-1,8
Maksetut verot	-0,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,6	-0,4
<b>Kassavirta ennen käyttö pääoman muutosta (FFO)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	-0,1	-1,6	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
<b>FFO ilman kertaeriä</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
FFO-kate, % ilman kertaeriä	41 %	29 %	32 %	32 %	33 %	24 %

# Arvonmääritys 1/4

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Perustamme Asuntosalkun arvonmäärityksen pääasiassa tuotto- ja taseperusteiseen arvostustarkasteluun. Pohjoismaiselta listatulta kiinteistösektorilta löytyy runsas joukko ruotsalaisia ja suomalaisia asuntosijoitusyhtiöitä ja vaikka yhtiöt toimivatkin eri maissa, antaa verrokkiryhmä mielestämme kokonaisuudessaan verrattain hyvän indikaation myös Asuntosalkulle hyväksyttävästä arvostustasosta. Verrokkiryhmän tämänhetkisen hinnoittelun lisäksi olemme tarkastelleet Asuntosalkun arvostusta myös Tukholman pörssin kiinteistösektorin pitkän aikavälin keskimääräisen arvostustason kautta.

Eri arvostusmenetelmämme indikoivat Asuntosalkun osakekannan arvoksi 75-131 euroa osakkeelta. Haarukan ylälaita heijastelee sektorin historiallista, huomattavasti nykyistä pienempää alennusta suhteessa EPRA NAV:iin ja alalaita pohjautuu puolestaan verrokkiryhmän vuoden 2024 EBITDA/EV-tuottotasoon. Eri arvonnäytelmämenetelmiemme keskipiste on 101 euroa osakkeelta ja tavoitehintamme pyöristyy 100 euroon. Koska päädymme arvonnäytelmässämme nykykurssin alapuolelle ja näemme lyhyen aikavälin tuotto/riski-suhteen negatiivisena, alkaa seurantamme vähennös-suosituksella.

## Tuottoperusteinen arvostus

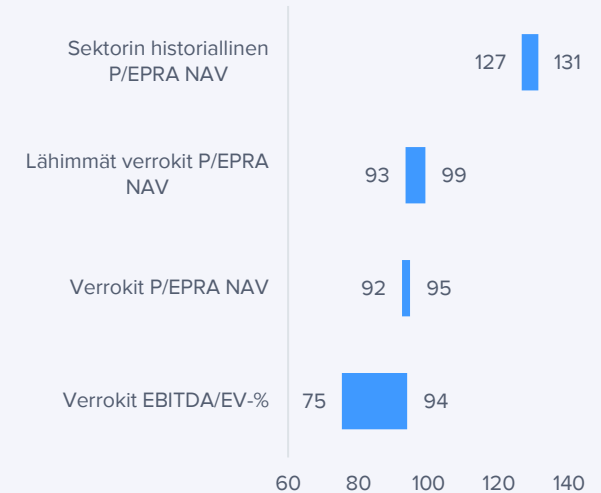
Lähestymme Asuntosalkun arvostusta vuosien 2023-2024 EBITDA/EV-tuottotason kautta.

EBITDA/EV-tunnusluku on listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden kohdalla käytännössä markkinaehtoinen vastine suorien kiinteistösijoitusten nettotuottovaatimuksille ja tunnusluvussa huomioidaan myös yhtiöiden hallintokulut. Käytännössä tunnusluku kuvastaa sitä, millaista EBITDA-tuottotasoa sijoittajat yhtiöiltä vaativat suhteessa niiden velattomiin yritysarvoihin (EV). EBITDA/EV-tuottotason selkeä etu onkin, että se tekee yhtiöiden taserakenteista vertailukelpoiset, kun arvostusta lähestytään velattomien arvojen kautta.

Kävimme Asuntosalkun tuottovaatimukseen ja riskitasoon liittyvää tematiikkaa läpi kattavammin raportin sivulla 17. Näkemyksemme mukaan Asuntosalkun taloyhtiötasolla hyvin hajautettu asuntokanta toimii osaltaan selvästi riskiprofiilia laskevana ja siten arvostusta tukevana tekijänä. Vastapainona kuitenkin näemme, että Asuntosalkun verrokkeja pienemmällä kokoluokalla tulisi olla selkeä riskiprofiilia nostava vaikutus. Kokonaisuudessaan näkemyksemme onkin, että Asuntosalkun EBITDA/EV-perusteisen tuottotason tulisi olla lähtökohtaisesti linjassa verrokkien kanssa.

Ennustamme Asuntosalkun operatiivisen käyttökäteen asetettavan tilikausilla 2023-2024 noin 8,6-9,1 MEUR:oon. Listattuja verrokkeja hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi Asuntosalkua korkeammalla tuottovaatimuksella EBITDA/EV-tuottotason ollessa 3,6-3,9 %.

## Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)





# Arvonmääritys 2/4

Verrokkien EBITDA/EV-tuottovaatimusta soveltamalla Asuntosalkun velaton yritysarvo asettuu 234-235 MEUR:oon ja 143-160 MEUR:n nettovelkaennusteillamme osakekannan arvoksi muodostuu 74-93 MEUR eli 75-94 euroa per osake.

Verrokkiryhmästä Asuntosalkulle parhaiksi verrokeiksi profiloituvat mielestämme Kojamo sekä Saton pääomistaja Balder (56 % omistusosuus), sillä molemmilla yhtiöillä on merkittäviä asuntosijoituksia Suomessa. Huomionarvoista on, että osakemarkkinoiden asettamat EBITDA/EV-tuottovaatimustasot (3,9-4,1%) ovat näiden yhtiöiden kohdalla jonkin verran koko verrokkiryhmän yläpuolella.

## Taseperusteinen arvostus

Kiinteistösijoitusyhtiöiden arvostusta tarkastellaan tyypillisesti tasesubstanssin eli nettovarallisuuden (Net Asset Value, NAV) kautta. IFRS:n mukainen NAV vastaa raportoitua omaa pääomaa ja siihen päästään kun taseen varallisuudesta vähennetään yhtiön velat. IFRS NAV:n sijaan kiinteistösijoitusyhtiöiden arvostusta lähestytään tyypillisesti kuitenkin EPRA NAV:n kautta, jossa kiinteistöjen laskennallisista arvonmuutoksista syntyneet verovelat jätetään huomioimatta. EPRA NAV kuvastaa ikään kuin tilannetta, jossa kiinteistöt olisivat yhtiöiden ikuisessa omistuksessa, eikä arvonnoususta syntynyt verovelka pääsisi realisoitumaan. Asuntosalkun raportoima oikaistu NAV on linjassa EPRA NAV:n

laskentaperiaatteiden kanssa.

Asuntosalkun verrokkiryhmä arvostetaan vuosien 2023-2024 konsensusennusteilla noin 28-32 % alle EPRA NAV:n. Mikäli sovellamme verrokkiryhmän NAV-hinnoittelua Asuntosalkun vuosien 2023-2024 oikaistuihin NAV-ennusteisiimme (131-136 euroa per osake), muodostuisi osakkeen arvoksi 92-95 euroa.

Lähimmät verrokut Kojamo ja Balder arvostetaan puolestaan tällä hetkellä 2023-2024 ennusteilla keskimäärin noin 27-29 % NAV-alennuksella. Näiden yhtiöiden arvostusta soveltaen Asuntosalkun osakkeen arvo olisi 93-99 euroa.

## Arvostus Tukholman kiinteistösektorin historiallisen NAV-alennuksen valossa

Tukholman pörssin kiinteistösektori on EPRA:n tilastojen mukaan arvostettu 2000-luvulla keskimäärin noin 4 %:n alennuksella EPRA-nettovarallisuuteen nähden. Mikäli Asuntosalkulle oltaisiin valmiita hyväksymään sektorin pitkän aikavälin arvostus (P/EPRA NAV 0,96x), muodostuisi osakkeen arvoksi 2023-2024 ennusteillamme noin 127-131 euroa. Vaikka uskomme, että arvostukset tulevat palautumaan ennen pitkää kohti historiallista keskiarvoa, emme ole valmiita antamaan tälle hinnoitteluperusteelle merkittävää painoarvoa lyhyellä aikavälillä kohollaan olevat epävarmuustekijät (mm. korkotilanne, ja kiinteistöjen arvonkehitys) huomioiden.

Verrokkiryhmän EBITDA/EV-%	2023e	2024e
<b>Oikaistu EBITDA</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>
Verrokut EBITDA/EV (mediaani)	3,6 %	3,9 %
<b>EV</b>	<b>235</b>	<b>234</b>
Korollinen nettovelka	-143	-160
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>93</b>	<b>74</b>
<b>Per osake</b>	<b>94</b>	<b>75</b>

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	107,0	107,0	107,0
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	0,99	0,99	0,99
<b>Markkina-arvo</b>	106	106	106
<b>Yritysarvo (EV)</b>	248	265	288
<b>EBITDA/EV-%</b>	3,5 %	3,4 %	3,4 %
<b>P/NAV (oikaistu)</b>	0,81	0,79	0,75
<b>FFO-tuotto</b>	4,2 %	2,9 %	2,1 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/4

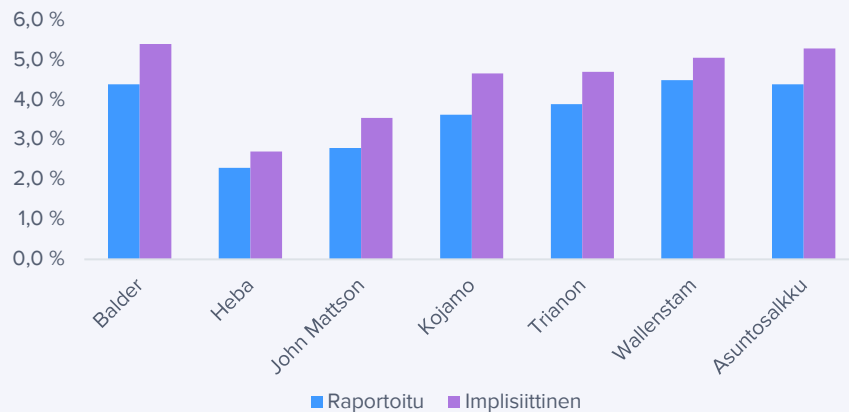
## Implisiittinen tuottovaatimus

Asuntosalkun arvostukseen ladattuja odotuksia on mahdollista tarkastella myös implisiittisten tuottovaatimusten kautta. Implisiittinen tuottovaatimus kuvastaa sitä tuottovaatimusta, joilla markkinat portfolioita pörssissä arvostavat, ja joilla yhtiöiden markkina-arvot saadaan täsmäämään raportoitujen EPRA-nettovarallisuuksien kanssa. Implisiittisen tuottovaatimuksen auki laskeminen edellyttää siis markkina-arvojen lisäksi tietoja yhtiöiden kiinteistöomistusten tasearvoista, nettovarallisuuksista sekä sovelletuista tuottovaatimuksista. Tarkastelu on luonteeltaan staattinen ja se olettaa, että yhtiön markkina-arvoon vaikuttavat ainoastaan kiinteistöjen tuottovaatimuksissa tapahtuvat muutokset.

Asuntosalkun tämänhetkisen arvostuksen kautta johdettuna osakemarkkinat hinnoittelevat

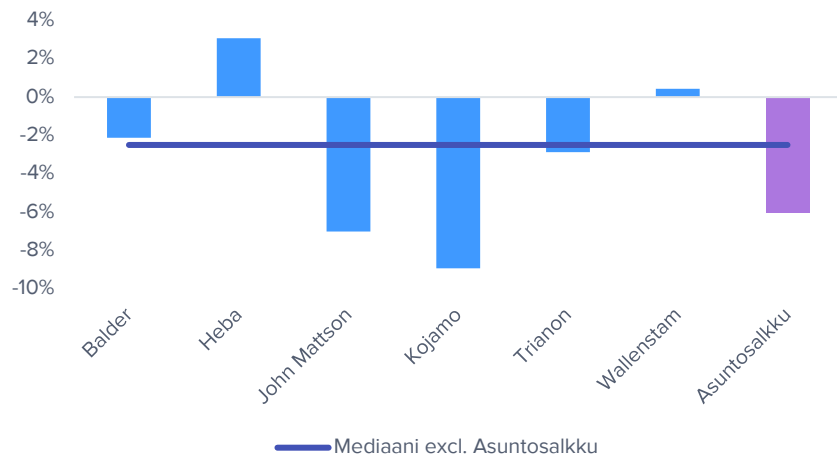
asuntoportfolion laskelmiemme mukaan implisiittisesti noin 5,3 % tuottovaatimuksella, kun syyskuun 2022 lopussa portfolion tuottovaatimus oli noin 4,4 %. Vastaavasti Asuntosalkun verrokkiryhmän portfoliot hinnoitellaan Q3'22-lukujen pohjalta laskettuna keskimäärin noin 0,8 %-yksikköä korkeammalla tuottovaatimuksella. Lähimpien verrokkien (Kojamo, Balder) kohdalla implisiittiset tuottovaatimukset ovat puolestaan noin 1,0 %-yksikköä raportoitujen tuottovaatimusten yläpuolella. Näin ollen osakemarkkinan odotukset ovat tästä tarkastelukulmasta katsottuna Asuntosalkun ja muun sektorin kanssa pitkälti yhteneviä.

Reportoidut ja implisiittiset tuottovaatimukset

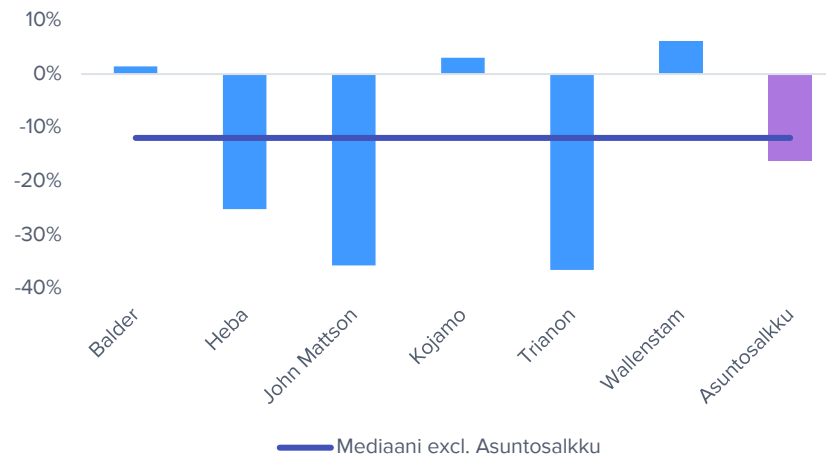


# Arvonmääritys 4/4

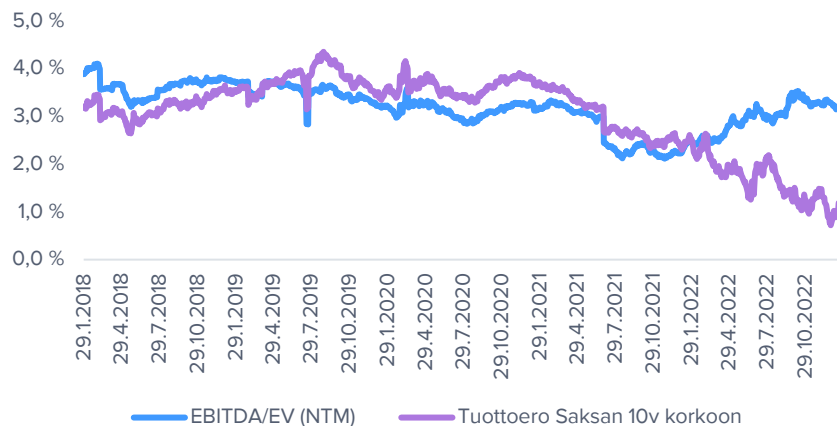
EPRA NAV:n ennustettu kasvu 2022-2024 välillä (CAGR)



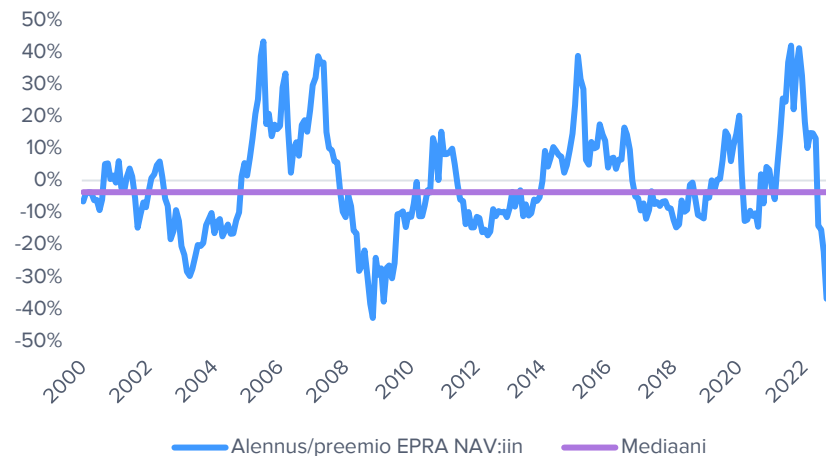
FFO:n ennustettu kasvu 2022-2024 välillä (CAGR)



Verkkiryhmän EBITDA/EV ja tuottoero Saksan 10v korkoon



Tukholman kiinteistösektorin pitkän aikavälin hinnoittelu



Lähde: Refinitiv, Vara Research, Bloomberg, EPRA, konsensusennusteet kerätty 26.1.2022.

# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EBITDA/EV-%		P/E		P/EPRA NAV		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Balder	5863	17192	4,1	4,4	13,5	13,2	0,67	0,67		
Heba	584	1215	2,7	2,9	25,6	41,7	0,70	0,69	2,3	2,5
John Mattson	295	894	3,6	3,9	38,7	51,8	0,56	0,60		
Kojamo	3601	7021	3,7	3,9	22,5	22,6	0,76	0,79	2,8	2,8
Trianon	334	986	4,0	4,4	22,7	24,8	0,74	0,67	2,1	2,2
Wallenstam	2858	5387	2,9	3,2	28,5	28,5	0,95	0,85	1,7	1,6
<b>Asuntosalkku (Inderes)</b>	<b>106</b>	<b>248</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>neg.</b>	<b>15,3</b>	<b>0,81</b>	<b>0,79</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>25,2</b>	<b>30,4</b>	<b>0,73</b>	<b>0,71</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>24,1</b>	<b>26,7</b>	<b>0,72</b>	<b>0,68</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-5 %</b>	<b>-12 %</b>		<b>-43 %</b>	<b>13 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-17 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Liite: Asuntosalkun verrokkiryhmä

Tämän kappaleen tarkoituksena on antaa lukijalle lyhyt kuvaus Asuntosalkun verrokkiryhtiöistä. Sivulla esitetyt tiedot on kerätty julkisista lähteistä hyödyntäen mm. yhtiöiden julkaisemia materiaaleja.

## Balder

Balder on ruotsalainen kiinteistösijoittaja, joka omistaa 56 % suomalaisesta asuntovuokraaja Satosta. Balderin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 19,1 mrd. euroa. Yhtiön kiinteistöportfoliosta noin 57 % muodostuu asunnoista ja loppuosa toimisto- liiketila- ja teollisuuskilteistöistä. Maantieteellisesti Balderin portfolio on painottunut Helsinkiin (26 % käyvistä arvoista), Göteborgiin (19 % käyvistä arvoista) ja Tukholmaan (17 % käyvistä arvoista).

## Heba

Heba on alun perin 1950-luvulla perustettu ja 1990-luvulla pörssilistautunut asuntosijoitusyhtiö. Yhtiön kiinteistöportfolion käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 1,4 mrd. euroa ja se pitää sisällään yli 3 700 vuokra-asunnon lisäksi myös kymmenkunta julkisrakennusta. Kiinteistökanta on painottunut Tukholma-Mälariinlaakson alueelle.

## John Mattson

John Mattson on kesäkuussa 2019 Tukholman pörssiin listautunut kiinteistösijoitusyhtiö. Yhtiön kiinteistöportfolio koostuu valtaosin asunnoista (+80 % salkun pinta-alasta) ja yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 1,4 mrd. euroa. Yhtiön vajaan 4 400

asunnon vuokra-asuntokanta on keskittynyt Tukholman lääniin.

## Kojamo

Kojamo on Suomen suurin yksityinen asuntosijoitusyhtiö, joka listautui Helsingin pörssiin päälistalle vuonna 2018. Kojamo keskittyy strategiassaan Suomen suurimpiin kasvukeskuksiin ja syyskuun 2022 lopussa Helsingin, Tampereen ja Turun seutu muodostivat portfolion käyvistä arvosta yli 80 %. Kojamon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 8,9 mrd. euroa.

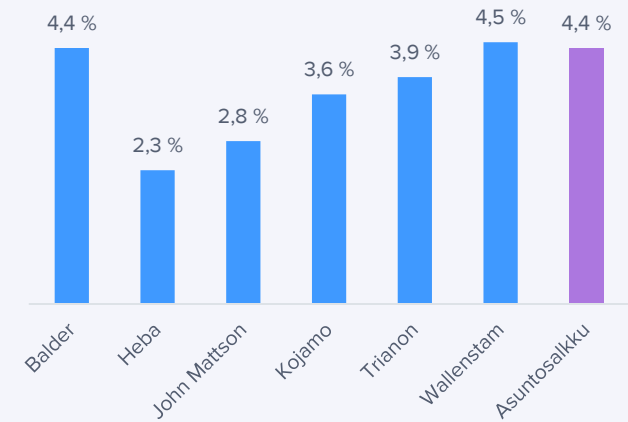
## Trianon

Trianon on ruotsalainen kiinteistösijoittaja, jonka portfolio koostuu pääosin asunnoista (74 % käyvistä arvoista), mutta myös yhteiskunta- ja liikekiinteistöistä. Trianonin kiinteistöportfolion käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 1,2 mrd. euroa ja omistukset sijaitsevat Etelä-Ruotsissa Malmössä sekä useassa Skånen kunnassa.

## Wallenstam

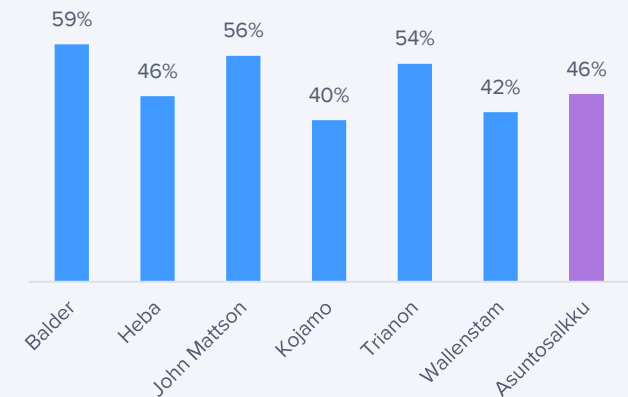
Wallenstam on ruotsalainen kiinteistösijoitusyhtiö joka hallinnoi, rakennuttaa ja kehittää kiinteistöjä pääasiassa Tukholman ja Göteborgin alueella. Wallenstamin sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli syyskuun 2022 lopussa noin 6,0 mrd. euroa ja asunnot muodostavat salkusta noin 51 %. Tämän lisäksi Wallenstamin tase pitää sisällään myös muun muassa toimisto- ja liiketilaja.

## Portfolion tuottovaatimus



Lähde: Inderes, yhtiöt

## Luototusaste<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Korolliset nettovelat / Sijoituskiinteistöjen käypä arvo

Lähde: Inderes, yhtiöt

# Liite: Suomen asuntoportfolion käyvän arvon herkkyys nettotuottovaatimuksen ja nettotuottojen kasvun muutoksille<sup>1</sup>

## Suomen sijoituskiinteistöjen arvonmuutos-%

	5,6 %	5,4 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	<b>4,6 %</b>	4,4 %	4,2 %	4,0 %	3,8 %	3,6 %
-10 %	-26 %	-23 %	-20 %	-17 %	-14 %	-10 %	-6 %	-1 %	3 %	9 %	15 %
-8 %	-24 %	-22 %	-19 %	-15 %	-12 %	-8 %	-4 %	1 %	6 %	11 %	17 %
-6 %	-23 %	-20 %	-17 %	-13 %	-10 %	-6 %	-2 %	3 %	8 %	14 %	20 %
-4 %	-21 %	-18 %	-15 %	-12 %	-8 %	-4 %	0 %	5 %	10 %	16 %	22 %
-2 %	-19 %	-16 %	-13 %	-10 %	-6 %	-2 %	2 %	7 %	13 %	18 %	25 %
0 %	-18 %	-15 %	-11 %	-8 %	-4 %	0 %	5 %	9 %	15 %	21 %	28 %
2 %	-16 %	-13 %	-10 %	-6 %	-2 %	2 %	7 %	12 %	17 %	23 %	30 %
4 %	-14 %	-11 %	-8 %	-4 %	0 %	4 %	9 %	14 %	19 %	26 %	33 %
6 %	-13 %	-10 %	-6 %	-2 %	2 %	6 %	11 %	16 %	22 %	28 %	35 %
8 %	-11 %	-8 %	-4 %	-1 %	4 %	8 %	13 %	18 %	24 %	31 %	38 %
10 %	-10 %	-6 %	-3 %	1 %	5 %	10 %	15 %	20 %	26 %	33 %	40 %

## Suomen sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutos (MEUR)

	5,6 %	5,4 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	<b>4,6 %</b>	4,4 %	4,2 %	4,0 %	3,8 %	3,6 %
-10 %	-45,7	-40,9	-35,8	-30,2	-24,2	-17,6	-10,5	-2,6	6,0	15,5	26,0
-8 %	-42,8	-37,9	-32,7	-27,0	-20,8	-14,1	-6,8	1,2	10,0	19,7	30,5
-6 %	-39,9	-34,9	-29,5	-23,7	-17,4	-10,6	-3,1	5,1	14,1	24,0	35,0
-4 %	-37,0	-31,9	-26,4	-20,5	-14,0	-7,0	0,6	8,9	18,1	28,2	39,5
-2 %	-34,1	-28,9	-23,3	-17,2	-10,7	-3,5	4,3	12,8	22,2	32,5	44,0
0 %	-31,3	-25,9	-20,2	-14,0	-7,3	0,0	7,9	16,6	26,2	36,7	48,5
2 %	-28,4	-22,9	-17,1	-10,8	-3,9	3,5	11,6	20,5	30,2	41,0	53,0
4 %	-25,5	-19,9	-14,0	-7,5	-0,5	7,0	15,3	24,3	34,3	45,3	57,4
6 %	-22,6	-16,9	-10,8	-4,3	2,8	10,6	19,0	28,2	38,3	49,5	61,9
8 %	-19,7	-13,9	-7,7	-1,0	6,2	14,1	22,7	32,0	42,4	53,8	66,4
10 %	-16,8	-10,9	-4,6	2,2	9,6	17,6	26,3	35,9	46,4	58,0	70,9

<sup>1</sup> Inderes arvio

# Liite: Viron valmiin asuntoportfolion käyvän arvon herkkyyys nettotuottovaatimuksen ja nettotuottojen kasvun muutoksille<sup>1</sup>

Viron valmiiden sijoituskiinteistöjen arvonmuutos-%

	5,3 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %	4,3 %	<b>4,0 %</b>	3,8 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %	2,8 %
-10 %	-31 %	-28 %	-24 %	-20 %	-15 %	-10 %	-4 %	3 %	11 %	20 %	30 %
-8 %	-30 %	-26 %	-22 %	-18 %	-13 %	-8 %	-2 %	5 %	13 %	22 %	33 %
-6 %	-28 %	-25 %	-21 %	-16 %	-11 %	-6 %	0 %	7 %	15 %	25 %	36 %
-4 %	-27 %	-23 %	-19 %	-15 %	-10 %	-4 %	2 %	10 %	18 %	28 %	39 %
-2 %	-25 %	-21 %	-17 %	-13 %	-8 %	-2 %	4 %	12 %	20 %	30 %	42 %
0 %	-24 %	-20 %	-16 %	-11 %	-6 %	0 %	7 %	14 %	23 %	33 %	45 %
2 %	-22 %	-18 %	-14 %	-9 %	-4 %	2 %	9 %	16 %	25 %	36 %	48 %
4 %	-21 %	-17 %	-12 %	-7 %	-2 %	4 %	11 %	19 %	28 %	38 %	51 %
6 %	-19 %	-15 %	-11 %	-6 %	0 %	6 %	13 %	21 %	30 %	41 %	54 %
8 %	-18 %	-13 %	-9 %	-4 %	2 %	8 %	15 %	23 %	33 %	44 %	57 %
10 %	-16 %	-12 %	-7 %	-2 %	4 %	10 %	17 %	26 %	35 %	46 %	59 %

Viron valmiiden sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutos (MEUR)

	5,3 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %	4,3 %	<b>4,0 %</b>	3,8 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %	2,8 %
-10 %	-31,1	-27,7	-23,9	-19,8	-15,1	-9,9	-4,0	2,7	10,5	19,5	30,2
-8 %	-29,6	-26,1	-22,3	-18,0	-13,3	-7,9	-1,9	5,0	12,9	22,2	33,1
-6 %	-28,0	-24,5	-20,6	-16,3	-11,4	-6,0	0,2	7,3	15,4	24,8	36,0
-4 %	-26,5	-22,9	-18,9	-14,5	-9,5	-4,0	2,3	9,5	17,8	27,5	38,9
-2 %	-25,0	-21,3	-17,2	-12,7	-7,7	-2,0	4,4	11,8	20,3	30,1	41,7
0 %	-23,5	-19,7	-15,6	-11,0	-5,8	0,0	6,6	14,1	22,7	32,8	44,6
2 %	-22,0	-18,1	-13,9	-9,2	-3,9	2,0	8,7	16,3	25,1	35,4	47,5
4 %	-20,5	-16,6	-12,2	-7,4	-2,1	4,0	10,8	18,6	27,6	38,0	50,4
6 %	-19,0	-15,0	-10,6	-5,7	-0,2	6,0	12,9	20,9	30,0	40,7	53,3
8 %	-17,4	-13,4	-8,9	-3,9	1,7	7,9	15,0	23,1	32,5	43,3	56,1
10 %	-15,9	-11,8	-7,2	-2,1	3,6	9,9	17,2	25,4	34,9	46,0	59,0

<sup>1</sup> Inderes arvio

# 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 (välttömät 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.1.2023	Vähennä	100 €	107 €



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**