

Toivo Group

Yhtiöraportti

10.11.2022 08:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vastatuuli voimistuu

Toivon Q3-raportti ei sisältänyt yllätyksiä, mutta kiinteistösijoitusmarkkinoiden heikentyminen ja nousut korkotasoa johti merkittäviin negatiivisiin ennustemuutoksiin. Mielestämme osakekurssi ei hinnoitele täysimääräisesti heikentyntä markkinatilannetta ja näemme nykyisen arvostustason (P/NAV 1,7x) hyvänä myyntipaikkana. Laskemme tavoitehintamme 1,50 euroon (2,3 euroa) ja suosituksen tasolle Myy (aik. Vähennä).

Q3-tulos jäi marginaalisesti ennusteistamme

Toivon liikevoitto kasvoi Q3:lla 19 %:lla 4,7 MEUR:oon ja jäi lievästi 5,2 MEUR:n ennusteestamme. Alitus selittyy pääasiassa hieman ennusteistamme jääneellä liikevaihtokuormalla odotettua pienemmästä asuntomyynnistä johtuen. Kiinteistöjen nettotuotot asettuivat 0,7 MEUR:oon ja jäivät hieman 0,8 MEUR:n ennusteesta odotettua korkeampien hoitokulujen myötä. Q3-tulokseen kirjatut käyvän arvon muutokset olivat 3,8 MEUR (Q3'22e: 3,5 MEUR). EPS asetui 0,06 euroon ja jäi liikevoittoalitusta mukaillen lievästi 0,07 euron ennusteestamme. Näkymien osalta raportti ei tarjonnut yllätyksiä. Nykyisessä muuttuneessa ja epävarmassa markkinatilanteessa yhtiö pyrkii parantamaan kilpailukykyä tarjoamalla hankevalinnoilla, rakennuskustannusten laskemisella lähteissä hankkeissa, kustannussäästöillä, ylimääräisillä tulonlähteillä ja vuokrien korottamisella. Toivo kertoi myös, että se on myynyt ensi vuodelle ennakkoon projekteja, joista odotetaan tuloutuvan 2-4 MEUR:n liikevoitto.

Ennusteet resetoitu

Kiinteistömarkkinoiden tilanne on jatkanut syksyn aikana heikentymistä etenkin voimakkaasti nousseen korkotason johdosta. Heikentyvä markkina tulee heijastumaan arviomme mukaan Toivon ainakin seuraavasti: 1) kiinteistöjen arvoihin kohdistuu laskupainetta kohoavien tuottovaatimusten takia, 2) arvonlasku nostaa Toivon velkaantuneisuusastetta ja vähentää rahoituksellista liikkumatilaa, 3) tuottovaatimusten nousu aiheuttanee painetta rakennuttamisen lähiajan kannattavuudelle, 4) sijoittajakysynnän ja kuluttajamarkkinan heikentyminen vaikeuttanee kohteiden myyntejä ja 5) nousevat rahoituskulut heikentävät kassavirtaa. Näistä tekijöistä johtuen ennusteemme ovat käytännössä resetoituneet ja vuosien 2022-24 osalta osakekohtaisen NAV:n ennusteemme ovat laskeneet 45-46 %. Absoluuttisesti suurin ennustelaskuihin vaikuttanut tekijä on odottamamme kiinteistöjen arvonmäärityksessä käytettävä tuottovaatimuksen nousu (1 %-yks.), minkä odotamme aiheuttavan kiinteistöihin seuraavan 12kk:n aikana 25 MEUR:n negatiivisen käyvän arvon muutoksen. Lisäksi ennusteisiin heijastuu selvästi alaspäin tarkistetut kehitysinvestointeja koskevat ennusteet, laskeneet odotukset kehitysmarginaalista sekä nousseet rahoituskulut. Nettotuotot ovat myös laskeneet odottamiemme kiinteistömyyntien johdosta.

Arvostustaso on vaativa

Toivon velaton yritysarvo on 210 MEUR ja se jättää arvioillamme ja oletuksillamme rakennuttamiselle 87 MEUR:n hintalapun. Arvostus on vaativa ja vastaa laskeneilla 2023-24 ennusteillamme EV/EBITDA-kerrointa 11-9x, mikä on selvästi verokkiryhmän yläpuolella (EV/EBITDA 7x). Toivoa hinnoitellaan Q3'22:n lopun NAV:iin nähden P/NAV-kertoimella 1,7x, ja arvostustaso on laajan verokkiryhmään (mediaani 0,6x) sekä lähimpään verokkiin K-Fastigheterin (YTD: -73 % ja P/NAV 0,9x) suhteutettuna omissa sfääreissään. Mielestämme onkin selvää, ettei nykyinen osakekurssi hinnoitele läheskään täysimääräisesti sisäänsä heikentyntä markkinatilannetta sekä tuottovaatimukseen kohdistuvaa nousupainetta. Näemmekin sijoittajien saavan Toivon kiinteistöportfoliosta sekä hankesalkun kehityspotentiaalista tällä hetkellä pörssin kautta erittäin hyvän hinnan.

Suositus

Myy

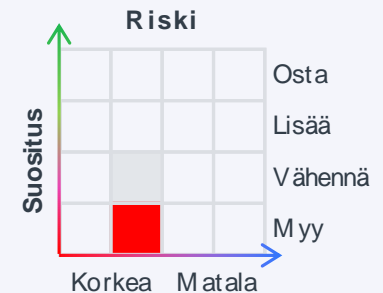
(aik. Vähennä)

1,50 EUR

(aik. 2,30 EUR)

Osakekurssi:

1,88



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Bruttovuokratuotot	2,7	4,1	9,8	10,3
kasvu-%	88 %	55 %	137 %	5 %
Käyvän arvon muutokset	13,3	15,7	-15,9	9,0
Liikevoitto	15,8	20,4	-6,9	19,2
EPS (raportoitu)	0,24	0,27	-0,16	0,21
FFO per osake	0,03	0,05	0,08	0,09
NAV per osake	0,78	1,14	0,92	1,16
P/E (raportoitu)	12,2	6,8	neg	8,9
P/NAV	3,8	1,7	2,0	1,6
FFO-tuotto	1,2 %	2,6 %	4,2 %	4,5 %

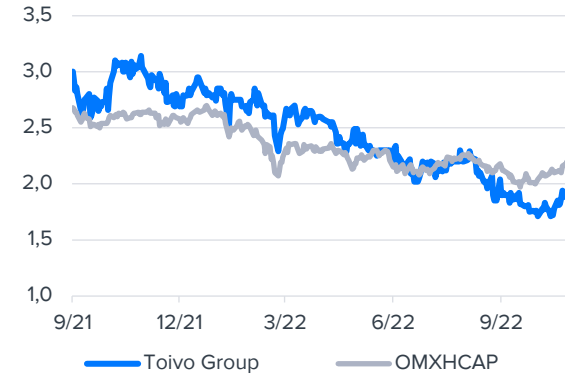
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

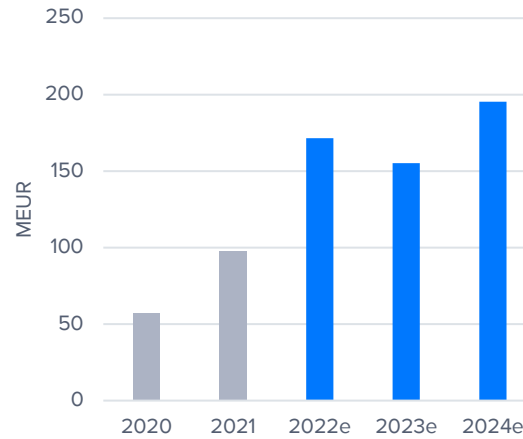
Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 22–28 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. – 31.12.2022. Yhtiö arvioi sijoituskiinteistöjen käyvän arvon olevan vuoden 2022 lopussa noin 175 (12/2021: 97,6) miljoonaa euroa.

Osakekurssi

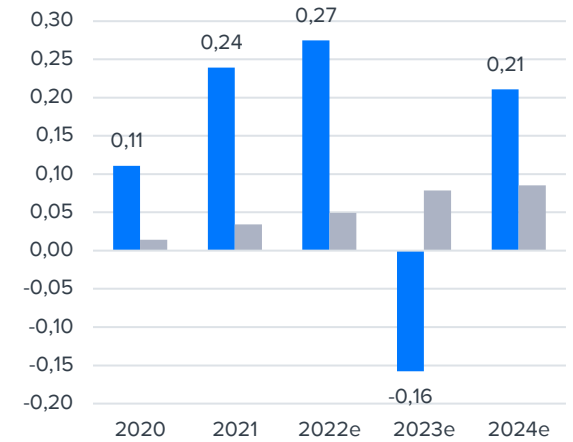


Lähde: Millistream Market Data AB

Kiinteistöportfolion arvo



Raportoitu EPS ja FFO per osake



Arvoajurit

- Rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvukeskuksiin keskittyneen asuntoportfolion positiiviset pitkän aikavälin vuokra- ja arvonkehitysnäkymät
- Kulurakenteen skaalautuminen



Riskitekijät

- Suhteellisen lyhyt toimintahistoria
- Rakennuttamistoiminnan erinomaisen kannattavuuden kestävyys
- Avainhenkilöriskit
- Asuntomarkkinakehitykseen liittyvät riskit
- Korkotason ja tai tuottovaatimusten nousu

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,89	1,89	1,89
Markkina-arvo	104	104	104
EV	217	215	242
P/NAV	1,7	2,1	1,6
P/E	6,9	neg	9,0
FFO-yield	3 %	4 %	5 %

Lähde: Inderes

Q3-tulos jäi marginaalisesti ennusteistamme

Q3-tulos jäi marginaalisesti ennusteistamme

Toivon liikevoitto kasvoi Q3:lla 19 %:lla 4,7 MEUR:oon ja jäi lievästi 5,2 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalitus selittyi pääasiassa hieman ennusteistamme jääneellä liikevaihtokuormalla odotettua pienemmästä asuntomyynnistä johtuen. Kiinteistöjen nettovuokratuotot asettuivat Q3:lla 0,7 MEUR:oon ja jäivät hieman 0,8 MEUR:n ennusteestamme odotettua korkeampien hoitokulujen myötä. Yhtiön Q3-tulokseen kirjaamat käyvän arvon muutokset olivat 3,8 MEUR ja hieman yli 3,5 MEUR:n ennusteemme. Toivon EPS asettui 0,06 euroon ja jäi liikevoittoalitusta mukailleen lievästi 0,07 euron ennusteestamme.

Asuntoja valmistui Q3:lla odotuksiamme enemmän, uusia aloituksia ei käynnistetty

Asuntoja Toivolta valmistui katsauskaudella 67 kpl, mikä oli odottamaamme enemmän, kun Q2:n lopussa muutama osittain vaiheessa ollut hanke saatiin

kvartaalin aikana päätökseen. Katsauskauden lopussa valmis asuntoportfolio käsitti 440 huoneistoa (Q2'22: 374 kpl). Uusia aloituksia yhtiö ei Q3:n aikana käynnistänyt. Katsauskauden aikana yhtiö teki 120 asunnon käsittävän hankesopimuksen Helsingin Itäkeskukseen. Yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa 160,7 MEUR ja LTV 55,5 % (Q2'22: 145,0 MEUR ja 49,8 %).

Näkymissä ei varsinaisesti mitään yllättävää, ohjeistus toistettiin

Näkymien osalta Toivon Q3-raportti ei tarjonnut yllätyksiä. Nykyisessä muuttuneessa ja epävarmassa markkinatilanteessa yhtiö pyrkii parantamaan kilpailukykyä tarkoilla hankevalinnoilla, rakennuskustannusten laskemisella lähteivissä hankkeissa, kustannussäästöillä, ylimääräisillä tulonlähteillä ja vuokrien korottamisella. Toivo kertoi tulosraportissa myös, että se on myynyt ensi vuodelle

ennakkoon projekteja, joista odotetaan tuloutuvan 2-4 MEUR:n liikevoitto. Arviomme mukaan nämä ovat sijoittajille myytäviä hankkeita.

Ohjeistukseen ei tulosraportissa tehty muutoksia ja yhtiö odottaa kuluvan vuoden liikevoiton olevan edelleen 22–28 MEUR. Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon odotetaan olevan noin 175 MEUR.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'21	Q3'22	Q3'22e	Q3'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	3,2	6,7	8,1				-18 %	21,3
Vuokratuotot	0,7	1,1	1,0				6 %	4,1
Nettovuokratuotot	0,5	0,7	0,8				-5 %	3,0
Käyvän arvon muutokset	3,4	3,8	3,5				8 %	15,7
Liikevoitto	3,9	4,7	5,2				-9 %	20,4
EPS (raportoitu)	0,06	0,06	0,07				-10 %	0,27
Vuokratuottojen kasvu-%	-25 %	57 %	48 %				8,8 %-yks.	55 %

Lähde: Inderes

Kommentit vuokramarkkinasta positiivisia

Yhtiö korosti tasearvojensa konservatiivisuutta

Toivo alleviivasi Q3-raportissa sen kiinteistöjen tasearvojen konservatiivisuutta. Yhtiö esitti tämän tueksi dataa sen valmiiden ja rakenteilla olevien asuntojen kaupunkikohtaisista keskiarvostuksista suhteessa kaupunkien toteutuneisiin kauppahintoihin. Esitys ei ollut kovin yksityiskohtainen, mutta sen perusteella esimerkiksi Toivon Espoossa sijaitsevien asuntojen keskiarvostukset ovat noin 11 % kaupungin toteutuneita kauppahintoja matalammat. Tässä ei sinänsä ole mitään yllättävää, sillä Toivon kiinteistö arvostetaan tuottoarvomenetelmällä ja kauppahintamenetelmän on havaittu tuottavan pääsääntöisesti tuottoarvomenetelmää korkeampia arvioita. Tuottoarvo- ja kauppahintamenetelmän keskeinen periaatteellinen ero on, että tuottoarvomenetelmä mittaa koko asuinrakennuksen

markkina-arvoa kun taas kauppahintamenetelmä asuinrakennuksen yksittäisten huoneistojen markkina-arvojen summaa. Emme mene arviointimenetelmien eroihin sen tarkemmin, mutta hieman yksinkertaistaen tuottoarvomenetelmä keskittyy vahvemmin sijoittajanäkökulmaan ja kauppahintamenetelmä kuvastaa asuntomassan arvoa tilanteessa, jossa asunnot myydään huoneisto kerrallaan. Arviointimenetelmien eroja on avattu ansiokkaasti mm. [oheisessa tutkimuksessa](#).

Toivo korosti esityksen yhteydessä, ettei sen tarkoituksena ole vaihtaa arviointimenetelmää. Yhtiön mukaan kiinteistöjen arvonmäärittämisessä sovelletuissa tuottovaatimuksissa ei tapahtunut Q3:lla muutoksia ja seuraava tarkastelupiste on Q4-raportti. Toivon kiinteistöjen arvonmäärittämisestä vastaa Catella.

Kommentit vuokramarkkinasta positiivisia

Toivon kommentit vuokrauksen kehityksestä ja vuokramarkkinasta olivat verrattain positiivisia ja yhtiö odottaa epävarman taloustilanteen tukevan kasvukeskusten vuokra-asuntokysyntää. Yhtiö aikoo myös pyrkiä siirtämään elinkustannusindeksin korotukset mahdollisimman suuresti vuokriin kohdekohtaisen tarkastelun perusteella.

Johdon haastattelu



Q3-webcast



Vastatuuli voimistuu 1/3

Kiinteistömarkkinoiden tilanne on jatkanut syksyn aikana heikentymistä etenkin voimakkaasti nousseen korkotason johdosta. Heikentyvä markkinatilanne tulee heijastumaan arviomme mukaan Toivon ainakin seuraavin tavoin:

- Sijoituskiinteistöjen käypiin arvoihin kohdistuu laskupainetta kohoavien tuottovaatimusten takia
- Kiinteistömassan arvonlasku nostaa Toivon velkaantuneisuusastetta ja vähentää rahoituksellista liikkumatilaa
- Tuottovaatimusten nousu aiheuttaa painetta rakennuttamistoiminnan lähiajan kannattavuudelle
- Sijoittajakysynnän ja kuluttajamarkkinan heikentyminen vaikeuttaa jatkossa kohteiden myyntejä
- Nousevat rahoituskulut heikentävät kassavirtaa

Tuottovaatimuksissa selvää nousupainetta

Korkotilanne on muuttunut kuluneen vuoden aikana merkittävästi ja Suomen valtion 10 vuoden obligaatiokorko on noussut vuoden alun 0,1%:sta 2,9 %:iin (7.11. tilanne). Kehitys ei toistaiseksi ole heijastunut oleellisesti asuntojen tuottovaatimuksiin ja esimerkiksi JLL arvioi asuntojen prime-tuottovaatimuksen olevan Helsingissä 3,1%. Tuottovaatimusten hidas sopeutuminen korkotason muutoksiin selittyy arviomme mukaan sillä, että kiinteistösijoitusmarkkinoilla kauppaa käydään

suhteellisen harvakseltaan ja arvonmäärittäyksissä sovellettavat tuottovaatimukset perustuvat osaltaan toteutuneisiin kauppoihin. Mielestämme tuottovaateisiin kohdistuva nousupaine on kuitenkin ilmeinen, ja odotamme tuottovaatimusten reagoivan muuttuneeseen korkotilanteeseen seuraavan 6-12 kk:n aikana.

Olemme piirtäneet sivupalkkiin alempaan graafiin aikasarjan asuntojen prime-tuottovaateen (oikea akseli) sekä Suomen 10 vuoden valtiolainan koron (vasen akseli) kehityksestä Q1'18-Q3'22:n välillä. Aikasarjan perusteella prime-asunnoilta on vaadittu viime vuosina keskimäärin 3,0 %-yksikön tuottolisää Suomen 10 vuoden velkakirjan korkotasoon nähden. KTI Kiinteistöindeksin aineiston perusteella vaadittu riskilistä on viimeisen 15 vuoden aikana ollut puolestaan keskimäärin 3,6 %-yksikköä ja matalimmillaan tuottoero Suomen 10 vuoden velkakirjakorkoon nähden on ollut 1,3 %-yksikköä.

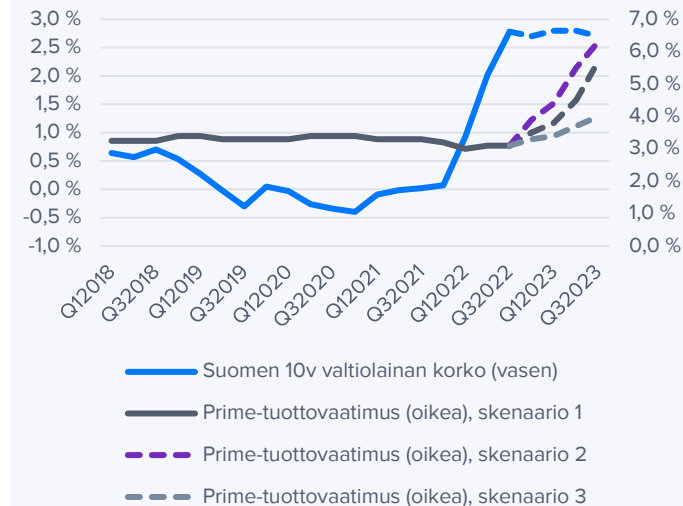
Olemme sovittaneet graafiin myös Q3'23:lle ulottuvat odotukset Suomen 10 vuoden velkakirjan korkotasosta. SEB ennustaa Saksan 10v velkakirjakoron asettuvan Q3'23:n loppuun mennessä 2,5 %:n tasolle ja historiallisella 20 korkopisteen riskillisellä Suomen 10v velkakirjan korko olisi tuolloin 2,7 %. Korko-odotusta ja vuosien 2018-2022 keskimääräistä 3,0 %-yksikön tuottoeroa soveltamalla on piirrettävissä kehityskulku (skenaario 1), jossa prime-tuottovaateet nousisivat 5,7 %:iin. Pidemmän aikavälin keskimääräisellä 3,6 %-yksikön tuottoerolla prime-tuottovaatimus nousisi korko-odotusten perusteella puolestaan 6,3 %:iin (skenaario 2).

Kiinteistökauppavolyymi Suomessa (mrd. €)



Lähde: KTI

Asuntojen prime-tuottovaatimus ja Suomen 10v obligaatiokorko



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

Vastatuuli voimistuu 2/3

Skenaariossa 3 olemme soveltaneet viimeisen 15 vuoden matalinta riskilisää (1,3 %-yksikköä), jolloin korko-odotukset indikoisivat prime-tuottovaatimusten nousevan 4,0 %:iin. Tämä on skenaariomme, johon myös Toivoa koskevat ennusteemme pitkälti pohjautuvat.

Tuottovaatimusten nousu aiheuttaa negatiivisen käyvän arvon muutoksen

Toivo ei raportoi sijoituskiinteistöjensä tuottovaatimusta kovin läpinäkyvästi, mutta arvioimme keskimääräisen nettotuottovaatimuksen olevan noin 4,4 %. Arvioimme mukaan Toivon kiinteistöjen ja prime-kohteiden välinen tuottoero (1,3 %-yksikköä) selittyy ensisijassa kiinteistöjen sijaintiin liittyvillä tekijöillä. Perusskenaariomme odotamme Toivon kiinteistöjen nettotuottovaatimuksen nousevan 1 %-yksiköllä 5,4 %:iin. Arvioimme, että tuottovaatimuksen nousu tulee aiheuttamaan ennustamamme 4 %:n nettovuokrien kasvu huomioiden Toivon

sijoituskiinteistöihin noin 15 %:n arvonlaskun. Yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q3:n lopussa 161 MEUR ja näin ollen tämä tarkoittaisi noin 25 MEUR:n kertaluonteista negatiivista käyvän arvon muutosta. Ennustamme tämän ajoittuvan Q4'22-Q3'23 välille ja odotamme arvonlaskun painottuvan 2023 puolelle.

Rahoituskuluissa nousupainetta

Olemme tarkistaneet myös ennusteitamme Toivon lähivuosien rahoituskuluista ylöspäin viitekorkojen nousun myötä. Yhtiö ei ole kertonut julkisesti rahoitusvelkojen suojausastetta, vaan on todennut, että lainoja on suojattu riittäväksi katsottu määrä. Kommentin perusteella arvioimme korkosuojausten olevan vähäisiä.

Toivon keskimääräinen rahoituskulu oli 2021-Q3'22:n välillä keskimäärin 1,7 % ja käytännössä yhtiö on aiemmin maksanut lainoistaan pelkkää marginaalia. Tämän hetkiselä viitekorkotasolla (Euribor 12kk 2,8 %)

ja olettamallamme suojausasteella arvioimme yhtiön keskimääräisten rahoituskulujen nousevan lähivuosina noin 3,7 %:iin.

Lähivuosien investointiennusteita laskettu

Nousevien rahoituskustannusten, Toivon liiketoiminnan tuottaman rajallisen kassavirran ja käypien arvojen laskun myötä kohoavan velkaantuneisuusasteen (LTV-kovenantti 70 %) johdosta näemme aiemmin yhtiölle arvioimamme kasvuennusteet haastavina. Toivon taloudellisenä tavoitteena on kasvattaa kiinteistöportfolio 500 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä ja tavoitteen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä historiallinen 28 %:n kehitysmarginaali ja vuotuiset kiinteistömyynnit (~15% vuotuisista investoinneista) huomioiden laskelmiemme mukaan tasaisen vauhdin taulukolla noin 75 MEUR:n kokonaisinvestointeja. Kohoavan velkaantuneisuuden myötä olemme leikanneet 2022-2023 investointiennusteet 45-50 MEUR:oon.

Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos-% eri tuottovaatimuksilla ja nettotuottojen kasvulla (Inderes arvio)

		Nettotuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	4,40 %	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettotuoton kasvu-%	-10 %	-33 %	-30 %	-27 %	-23 %	-19 %	-15 %	-10 %	-5 %	2 %	8 %	16 %	26 %	37 %
	-8 %	-31 %	-28 %	-25 %	-21 %	-17 %	-13 %	-8 %	-2 %	4 %	11 %	19 %	29 %	40 %
	-6 %	-30 %	-27 %	-23 %	-20 %	-16 %	-11 %	-6 %	0 %	6 %	13 %	22 %	31 %	43 %
	-4 %	-28 %	-25 %	-22 %	-18 %	-14 %	-9 %	-4 %	2 %	8 %	16 %	24 %	34 %	46 %
	-2 %	-27 %	-24 %	-20 %	-16 %	-12 %	-7 %	-2 %	4 %	11 %	18 %	27 %	37 %	49 %
	0 %	-25 %	-22 %	-19 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	6 %	13 %	21 %	29 %	40 %	52 %
	2 %	-24 %	-21 %	-17 %	-13 %	-8 %	-3 %	2 %	8 %	15 %	23 %	32 %	42 %	55 %
	4 %	-22 %	-19 %	-15 %	-11 %	-7 %	-2 %	4 %	10 %	17 %	25 %	35 %	45 %	58 %
	6 %	-21 %	-17 %	-14 %	-9 %	-5 %	0 %	6 %	12 %	20 %	28 %	37 %	48 %	61 %
	8 %	-19 %	-16 %	-12 %	-8 %	-3 %	2 %	8 %	15 %	22 %	30 %	40 %	51 %	64 %
	10 %	-18 %	-14 %	-10 %	-6 %	-1 %	4 %	10 %	17 %	24 %	33 %	42 %	54 %	67 %

Vastatuuli voimistuu 3/3

Rakennuttamisen kannattavuusennusteita alas, myyntiennusteita ylös

Rakennuttamisen kannattavuus on hyvin herkkä kiinteistöjen tuottovaatimuksissa tapahtuville muutoksille. Olemme avanneet kehitysvoittojen herkkyyttä tuottovaatimuksen ja vuotuisten asuntotuotantomäärien (kpl) muutoksille alla olevassa taulukossa. Taulukko on esitetty puhtaasti havainnollistustarkoituksessa ja yksinkertaistuksen vuoksi investointikustannusten on oletettu pysyvän vakiona. Todellisuudessa rakentamisen vähentyminen tulee laskemaan rakennuskustannuksia, mikä yhdessä mahdollisen vuokrien kasvun kanssa tukee kehitysmarginaalia. Nousevien tuottovaatimusten johdosta olemme laskeneet selvästi lähiajan kehitysmarginaaliennusteitamme ja ennustamme kehitysmarginaalin asettuvan vuosina 2023-2024 noin 17-24 %:iin.

Laskeneiden investointi- ja kannattavuusennusteiden johdosta odotamme rakennuttamisen generoivan

Toivolle 2023-24 noin 9-11 MEUR:n kehitysvoitot ja liiketoiminnalle arvioimamme ”operatiivinen tulos” on ennustamiemme kiinteiden kulujen jälkeen noin 8-10 MEUR.

Olemme ennusteissamme olettaneet, että ensi vuoden valmistuvasta tuotannosta yhtiö tekee noin 18 MEUR:n myynnit (näkyvät liikevaihdossa). Lisäksi LTV:n laskemiseksi ennustamme 2023 loppupuolella yhtiöltä 35 MEUR:n myynnit valmiista asuntoportfoliosta ja odotamme näiden myyntien tapahtuvan päivitettyillä tuottovaatimuksella tasearvon mukaisesti. Ennusteillamme Toivon LTV asettuu lähivuosina 61-64 %:iin

Lähivuosien ennusteet resetoitu

Edellä esitetyistä tekijöistä johtuen lähivuosien ennusteemme ovat käytännössä resetoituneet ja vuosien 2022-24 osalta osakekohtaisen NAV:n ennusteemme ovat laskeneet 45-46 %. Absoluuttisesti suurin ennustelaskuihin vaikuttanut tekijä on odottamamme kiinteistöjen arvonmäärityksessä

käytettävä tuottovaatimuksen nousu. Lisäksi ennusteissamme näkyy alaspäin tarkistamamme kehitysinvestointeja koskevat ennusteet, laskeneet ennusteet kehitysmarginaalista sekä nousseet rahoituskustannukset. Nettotuotot ovat niin ikään laskeneet odottamiemme kiinteistömyyntien johdosta.

Vaikka lyhyen aikavälin kehitykseen liittyy talous- ja markkinatilanteesta johtuen monia epävarmuustekijöitä, ovat yhtiön lähiajan näkymät heikentyneet muuttuneen markkinatilanteen takia mielestämme oleellisesti. Huomautamme myös, että vaikka ennusteemme ovat laskeneet tuntuvasti, ei negatiivisemmankaan kehityskulun mahdollisuutta voida poissulkea, mikäli esimerkiksi korot jatkavat nousuaan ja tuottovaatimukset kohoavat ennusteitamme voimakkaammin. Vastaavasti positiivinen skenaario suhteessa ennusteisiimme olisi sellainen, missä tuottovaatimukset nousisivat ennusteitamme vähemmän ja/tai yhtiö kykenisi myymään kiinteistöjä selvästi lähempänä tämän hetkisiä tasearvoja.

Kehitysvoitto (MEUR) eri rakennusvolyymilla ja nettotuottovaatimuksella

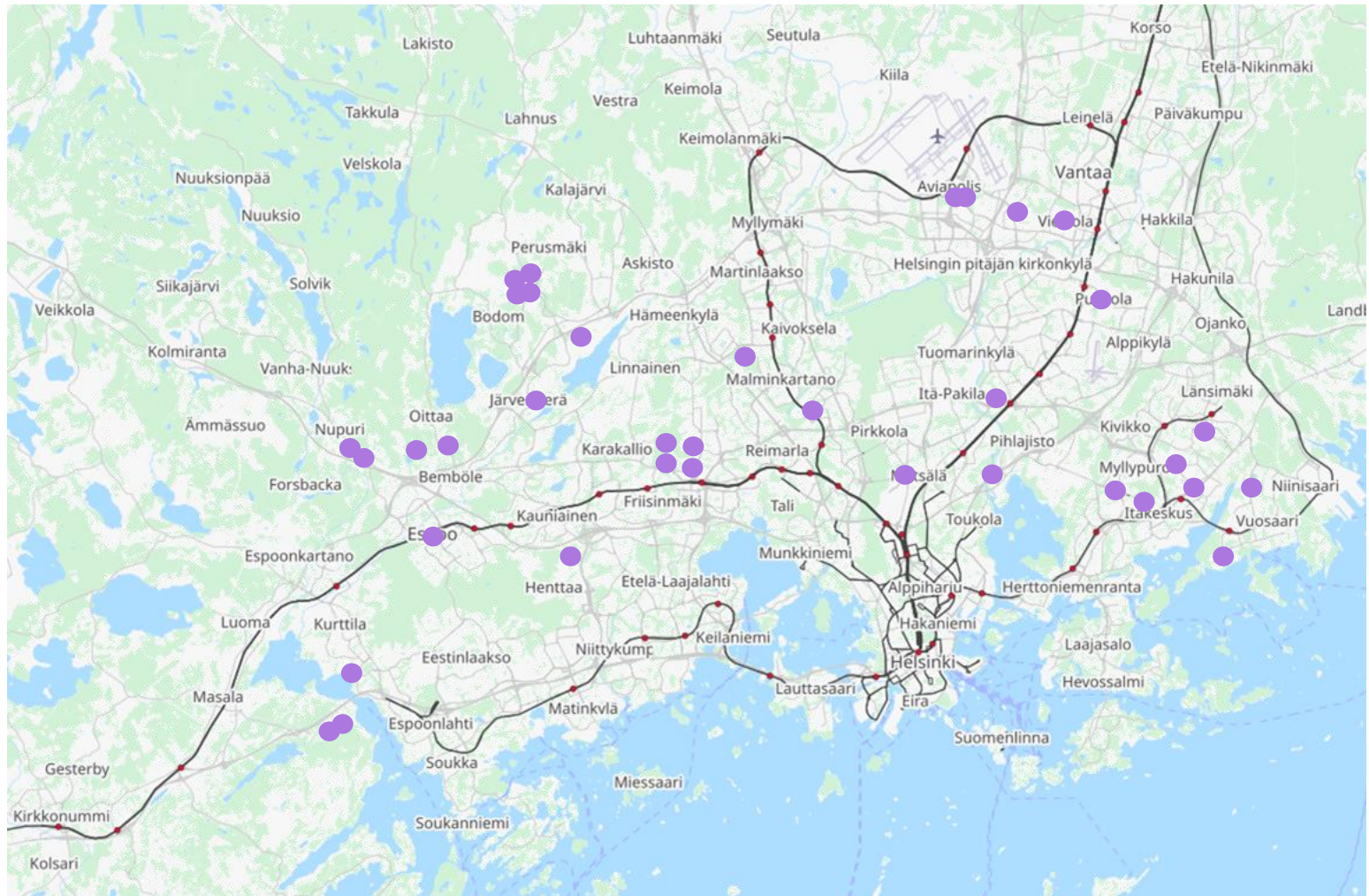
		Vuotuinen asuntotuotanto (kpl)					
		450	500	550	600	650	
Nettuottovaatimus	5,60 %	3,2	3,5	3,9	4,2	4,6	5 %
	5,40 %	5,7	6,3	7,0	7,6	8,2	9 %
	5,20 %	8,4	9,4	10,3	11,2	12,2	13 %
	5,00 %	11,4	12,6	13,9	15,2	16,4	17 %
	4,80 %	14,6	16,2	17,8	19,4	21,0	22 %
	4,60 %	18,0	20,0	22,0	24,1	26,1	28 %
	4,40 %	21,8	24,3	26,7	29,1	31,5	33 %
	4,20 %	26,0	28,9	31,7	34,6	37,5	40 %
	4,00 %	30,5	33,9	37,3	40,7	44,1	47 %
	3,80 %	35,6	39,5	43,5	47,4	51,4	55 %
3,60 %	41,2	45,8	50,3	54,9	59,5	63 %	
3,40 %	47,4	52,7	58,0	63,2	68,5	73 %	
3,20 %	54,5	60,5	66,6	72,6	78,7	83 %	

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	23,5	21,3	-9 %	29,7	33,4	12 %	34,6	33,4	-4 %
Vuokratuotot	3,9	4,1	7 %	9,7	9,8	1 %	14,7	10,3	-29 %
Käyvän arvon muutokset	18,9	15,7	-17 %	21,2	-15,9		20,2	9,0	
Liikevoitto	24,5	20,4	-17 %	30,4	-6,9		33,3	19,2	
EPS (raportoitu)	0,33	0,27	-18 %	0,39	-0,16		0,41	0,21	-48 %
NAV/osake	1,21	1,14	-6 %	1,68	0,92	-45 %	2,15	1,16	-46 %

Lähde: Inderes

Toivon valmiit kohteet ja hankekanta pk-seudulla



— Raideyhteys

Lähde: OpenStreetMap, Toivo Group ja Inderes. Huom. Sijainnit eivät eksakteja, vaan Inderesin suurpiirteisiä arvioita.

Keskeisten parametrien herkkyys tuottovaatimuksen ja nettotuottojen kasvun muutoksille (Inderes arvio) 1/2

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)

		Nettotuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	4,40 %	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettotuoton kasvu-%	-10 %	108	113	118	124	130	137	145	153	163	174	187	202	219
	-8 %	110	115	120	126	133	140	148	157	167	178	191	206	224
	-6 %	113	118	123	129	136	143	151	160	170	182	195	211	229
	-4 %	115	120	126	132	139	146	154	164	174	186	200	215	234
	-2 %	117	123	128	135	141	149	157	167	178	190	204	220	239
	0 %	120	125	131	137	144	152	161	170	181	194	208	224	244
	2 %	122	128	134	140	147	155	164	174	185	198	212	229	249
	4 %	125	130	136	143	150	158	167	177	189	201	216	233	254
	6 %	127	133	139	146	153	161	170	181	192	205	220	238	258
	8 %	129	135	141	148	156	164	174	184	196	209	225	242	263
	10 %	132	138	144	151	159	167	177	187	199	213	229	247	268

Käyvän arvon muutos (MEUR)

		Nettotuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	4,40 %	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettotuoton kasvu-%	-10 %	-53	-48	-43	-37	-31	-24	-16	-7	2	14	26	41	59
	-8 %	-50	-46	-40	-34	-28	-21	-13	-4	6	18	31	46	64
	-6 %	-48	-43	-38	-32	-25	-18	-10	-1	10	21	35	50	68
	-4 %	-46	-41	-35	-29	-22	-15	-6	3	13	25	39	55	73
	-2 %	-43	-38	-32	-26	-19	-12	-3	6	17	29	43	59	78
	0 %	-41	-36	-30	-23	-16	-9	0	10	21	33	47	64	83
	2 %	-38	-33	-27	-21	-14	-6	3	13	24	37	51	68	88
	4 %	-36	-31	-25	-18	-11	-3	6	16	28	41	56	73	93
	6 %	-34	-28	-22	-15	-8	0	10	20	31	45	60	77	98
	8 %	-31	-26	-19	-12	-5	4	13	23	35	49	64	82	103
	10 %	-29	-23	-17	-10	-2	7	16	27	39	52	68	86	107

Keskeisten parametrien herkkyyks tuottovaatimuksen ja nettotuottojen kasvun muutoksille (Inderes arvio) 2/2

Nettovelan LTV-%

		Nettutuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	4,40 %	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettutuoton kasvu-%	-10 %	83 %	79 %	76 %	72 %	69 %	65 %	62 %	58 %	55 %	51 %	48 %	44 %	41 %
	-8 %	81 %	77 %	74 %	71 %	67 %	64 %	60 %	57 %	53 %	50 %	47 %	43 %	40 %
	-6 %	79 %	76 %	72 %	69 %	66 %	62 %	59 %	56 %	52 %	49 %	46 %	42 %	39 %
	-4 %	78 %	74 %	71 %	68 %	64 %	61 %	58 %	55 %	51 %	48 %	45 %	41 %	38 %
	-2 %	76 %	73 %	70 %	66 %	63 %	60 %	57 %	53 %	50 %	47 %	44 %	41 %	37 %
	0 %	74 %	71 %	68 %	65 %	62 %	59 %	56 %	52 %	49 %	46 %	43 %	40 %	37 %
	2 %	73 %	70 %	67 %	64 %	61 %	58 %	54 %	51 %	48 %	45 %	42 %	39 %	36 %
	4 %	72 %	69 %	66 %	62 %	59 %	56 %	53 %	50 %	47 %	44 %	41 %	38 %	35 %
	6 %	70 %	67 %	64 %	61 %	58 %	55 %	52 %	49 %	46 %	43 %	40 %	37 %	35 %
	8 %	69 %	66 %	63 %	60 %	57 %	54 %	51 %	48 %	46 %	43 %	40 %	37 %	34 %
	10 %	68 %	65 %	62 %	59 %	56 %	53 %	50 %	48 %	45 %	42 %	39 %	36 %	33 %

NAV/osake (EUR)

		Nettutuottovaatimus-%												
		5,90 %	5,65 %	5,40 %	5,15 %	4,90 %	4,65 %	4,40 %	4,15 %	3,90 %	3,65 %	3,40 %	3,15 %	2,90 %
Nettutuoton kasvu-%	-10 %	0,15	0,24	0,33	0,44	0,55	0,68	0,82	0,98	1,16	1,36	1,59	1,86	2,18
	-8 %	0,19	0,28	0,38	0,49	0,60	0,73	0,88	1,04	1,22	1,43	1,67	1,94	2,27
	-6 %	0,24	0,33	0,43	0,54	0,65	0,79	0,94	1,10	1,29	1,50	1,74	2,03	2,36
	-4 %	0,28	0,37	0,47	0,59	0,71	0,84	0,99	1,16	1,35	1,57	1,82	2,11	2,44
	-2 %	0,32	0,42	0,52	0,63	0,76	0,90	1,05	1,22	1,42	1,64	1,89	2,19	2,53
	0 %	0,37	0,46	0,57	0,68	0,81	0,95	1,11	1,29	1,49	1,71	1,97	2,27	2,62
	2 %	0,41	0,51	0,62	0,73	0,86	1,01	1,17	1,35	1,55	1,78	2,05	2,35	2,71
	4 %	0,45	0,55	0,66	0,78	0,92	1,06	1,23	1,41	1,62	1,85	2,12	2,43	2,80
	6 %	0,50	0,60	0,71	0,83	0,97	1,12	1,29	1,47	1,68	1,92	2,20	2,51	2,89
	8 %	0,54	0,65	0,76	0,88	1,02	1,17	1,34	1,53	1,75	1,99	2,27	2,60	2,98
	10 %	0,59	0,69	0,81	0,93	1,07	1,23	1,40	1,60	1,81	2,06	2,35	2,68	3,07

Arvostustaso on vaativa

Arvostukselle vaikea löytää tällä hetkellä selkeitä tukipisteitä

Toivon markkina-arvo on keskiviikon päätöskurssilla 104 MEUR ja yhtiön 106 MEUR:n nettovelkapositio (sis. pääomalainat) huomioiden velaton yritysarvo on noin 210 MEUR. Mikäli oikaisemme yritysarvosta pois sijoituskiinteistöt (Q3'22: 161 MEUR) ja sijoituskiinteistöjen ennustettu arvonlasku (- 25 MEUR) sekä arvioimamme konsernikulut (nykyarvo -13 MEUR), jättää nykykurssi rakennuttamistoiminnalle 87 MEUR:n hintalapun. Arvostus on vaativa ja vastaa laskeneilla 2023-2024 ennusteillamme EV/EBITDA-kerrointa 11-9x. Vastaavasti pohjoismaisia rakennusyrityksiä hinnoitellaan tällä hetkellä seuraavan 12kk konsensusennusteilla EV/EBITDA-kertoimella 7x.

Mikäli sovellamme rakennuttamistoiminnan lähivuosien vuosien 2022-2023 keskimääräiseen tulosennusteeseemme verrokkien EV/EBITDA-kerrointa 7x, olisi rakennuttamisen arvo noin 61 MEUR. Pitämällä muut yllä mainitut tekijät ennallaan, indikoisi karkea osien summa -laskelma osakekannalle noin 1,4 euron osakekohtaista arvoa.

NAV-perusteinen arvostustaso erittäin korkea

Toivo hinnoitellaan Q3'22:n lopun NAV:iin nähden P/NAV-kertoimella 1,7x. Taso on NAV:n lähivuosien kasvuvauhtiin (2022-2024 CAGR 14 %) suhteutettuna korkea ja pohjoismaisten asuntosijoitus- ja kiinteistökehitysyhtiöiden kontekstissa arvostus on omissa sfäreissään.

Vertailuryhmän sisällä Toivon arvostusta voidaan suhteuttaa samanlaisella liiketoimintamallilla toimivan K-Fastigheteriin (YTD: -73 %), joka on mielestämme yhtiölle lähin verrokki. Konsensusennusteet odottavat K-Fastigheterin osakekohtaisen NAV:n kasvavan lähivuosina keskimäärin noin 12 % vuosivauhtia ja yhtiö arvostetaan tällä hetkellä noin 10 % alle NAV:n.

Nykykurssi tarjoaa mielestämme hyvän myyntipaikan

Johtopäätöksemme on, ettei Toivon nykyinen osakekurssi hinnoitele sisäänsä läheskään täysimääräisesti heikentynyttä markkinatilannetta ja tuottovaatimuksiin kohdistuvaa nousupainetta. Näemmekin sijoittajien saavan Toivon kiinteistöportfoliosta sekä hankesalkun kehityspotentialista tällä hetkellä pörssin kautta erittäin hyvän hinnan. Tarkistamme tavoitehintamme 1,50 euroon ja laskemme suosituksemme tasolle Myy (aik. Vähennä). Tavoitehintamme lasku vastaa karkeasti vuosien 2022-2025 NAV-ennusteidemme keskimääräistä muutosta.

Pohjoismaisten rakennusyritysten EV/EBITDA 12kk fwd



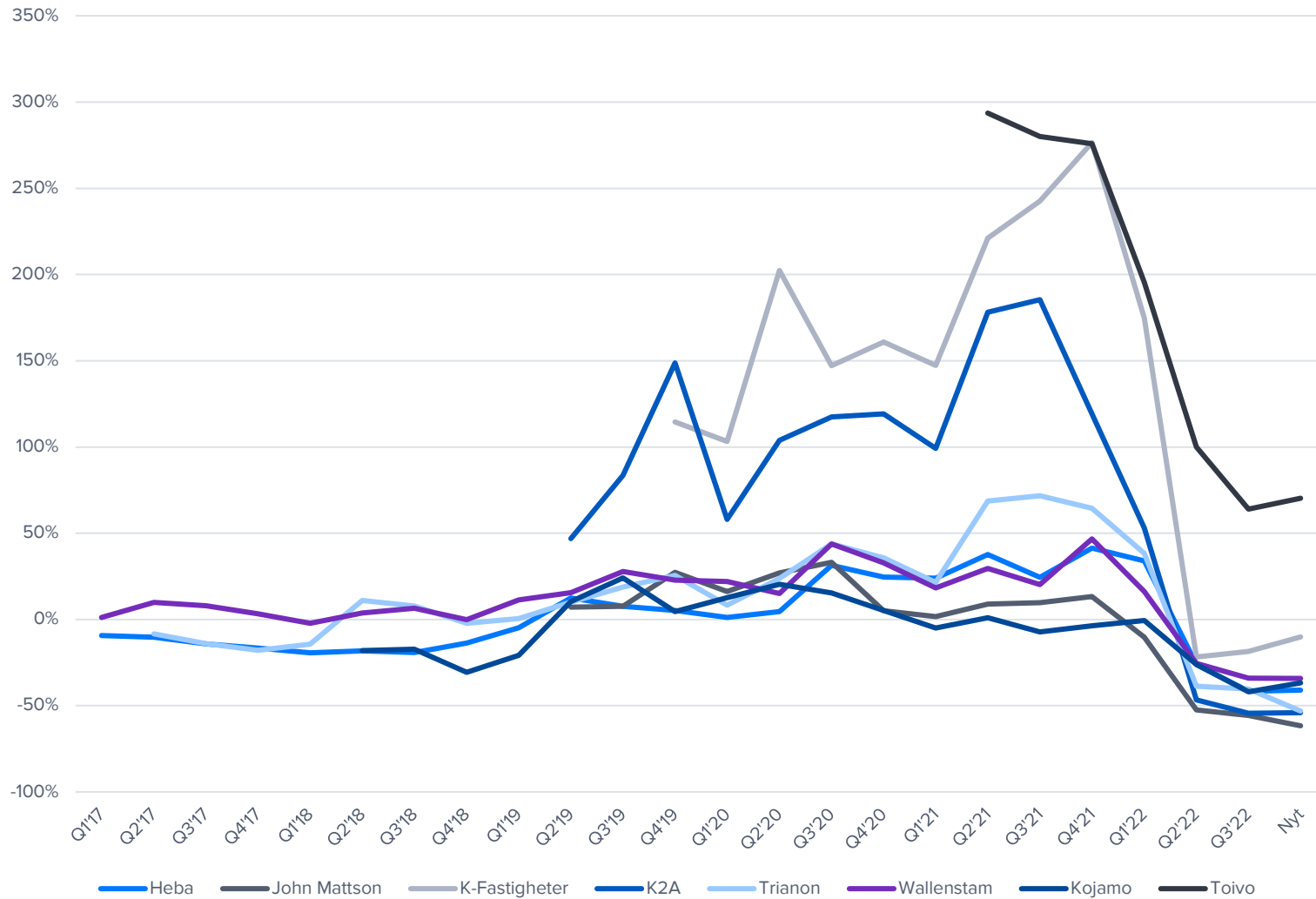
Lähde: Bloomberg. Verrokkiryhmässä JM, Bonava, Selvaag Bolig, SRV, YIT, Peab ja Veidekke.

Pohjoismaisten asuntosijoitus- ja kiinteistökehitysyhtiöiden P/NAV



Lähde: Inderes

Toivon verrokkien NAV-alennus (-) / preemio (+)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	4,3	3,7	4,2	3,2	2,5	13,6	3,6	2,9	6,7	8,1	21,3	33,4	33,4	33,4
Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset	5,6	2,3	2,2	3,4	5,3	13,3	6,2	5,3	3,8	0,4	15,7	-15,9	9,0	18,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-0,9	-2,4	-2,7	-2,1	-1,4	-8,5	-2,2	-1,2	-5,1	-5,3	-13,7	-20,5	-19,0	-15,4
Henkilöstökulut	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
Poistot ja arvonalentumiset	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut	-1,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	-1,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-1,7	-2,6	-2,7	-3,4
Liikevoitto	7,2	2,7	3,2	3,9	5,9	15,8	7,0	6,3	4,7	2,4	20,4	-6,9	19,2	31,6
Rahoitustuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-0,7	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-1,5	-3,8	-4,5	-6,0
Tulos ennen veroja	6,5	2,6	3,1	3,8	5,7	15,1	6,8	6,0	4,4	1,8	19,0	-10,7	14,6	25,6
Tilikauden verot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-1,0	-1,1	-1,4
Laskennallisten verojen muutos	-0,9	-0,4	-0,5	-0,3	-1,1	-2,3	-1,3	-1,1	-0,8	-0,1	-3,4	3,2	-1,8	-3,7
Katsauskauden tulos	5,1	2,1	2,4	3,3	4,3	12,1	5,3	4,7	3,4	1,4	14,9	-8,6	11,7	20,5
Vähemmistöt	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	5,0	2,1	2,5	3,0	4,4	11,9	5,3	4,7	3,3	1,4	14,8	-8,7	11,6	20,4
EPS	0,11	0,05	0,05	0,06	0,08	0,24	0,10	0,09	0,06	0,03	0,27	-0,16	0,21	0,37
FFO	0,6	0,3	0,6	0,9	-0,1	1,7	0,6	0,4	0,5	1,2	2,7	4,3	4,7	5,8
FFO per osake	0,01	0,01	0,01	0,02	0,00	0,03	0,01	0,01	0,01	0,02	0,05	0,08	0,09	0,11

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	57,3	97,8	172	156	196
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	57,0	97,6	171	155	195
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	6,5	23,2	23,4	36,5	36,5
Vaihto-omaisuus	0,5	4,8	6,3	9,8	9,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,9	3,1	7,5	11,7	11,7
Likvidit varat	3,2	15,3	9,6	15,0	15,0
Taseen loppusumma	64	121	195	192	232

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	27,3	54,4	72,4	63,8	75,4
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarat	10,5	21,7	36,2	27,6	39,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,7	31,4	35,0	35,0	35,0
Vähemmistöosuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	28,2	55,5	106	106	132
Laskennalliset verovelat	2,0	4,0	7,5	4,4	6,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	26,2	51,5	98,2	102	126
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,4	11,2	16,9	22,4	24,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	4,0	7,6	7,9	9,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,4	7,0	9,2	14,4	14,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Taseen loppusumma	64	121	195	192	232

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 (välttämät 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.6.2021	Myy	2,20 €	2,55 €
9.8.2021	Myy	2,30 €	3,25 €
13.8.2021	Myy	2,30 €	3,07 €
11.11.2021	Vähennä	2,90 €	3,10 €
16.2.2022	Vähennä	2,50 €	2,85 €
21.2.2022	Vähennä	2,90 €	2,81 €
12.5.2022	Vähennä	2,60 €	2,49 €
11.8.2022	Vähennä	2,30 €	2,25 €
10.11.2022	Myy	1,50 €	1,89 €

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.**