

# Investors House

## Yhtiöraportti

**4/2018**

**inde  
res.**

# Kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi

Toistamme Investors Houselle lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 7,9 euroon (aik. 8,0 euroa). Investors Housen (IH) sijoitusprofiili on viime vuosina muuttunut entistä vahvemmin kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja markkinat eivät näkemyksemme mukaan tällä hetkellä anna riittävästi arvoa yhtiön Management-liiketoiminnalle ja sen kasvupotentiaalille.

## Kiinteistöyhtiö, joka on muuttunut entistä vahvemmin sijoitusyhtiöksi

Investors House on alun perin vuonna 1988 perustettu kiinteistöyhtiö, joka on viime vuosina muuttunut entistä vahvemmin kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi. Yhtiö toimii kiinteistöliiketoiminnassa kahdella konseptilla: omat suorat sijoitukset ja Management-palveluliiketoiminta. Yhtiön kiinteistöportfolion kohteet ovat pääosin uudehkoja, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja tai peruskorjattuja kiinteistöjä, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja suurissa yliopistokaupungeissa. Investors Housen sijoitusten nettotuottoaste oli vuoden 2017 lopussa 5,6 % ja kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2017 lopussa noin 71 MEUR.

## Etuina kevyt kulurakenne, skaalautuvuus ja vahva kassavirtaperusteinen tuottotaso

Investors House profiloituu mielestämme vahvan kasvun ja korkean tuottopotentialin kiinteistöyhtiöksi ja sijoitusyhtiöksi. IH on viimeisen kolmen vuoden aikana kasvattanut kiinteistöportfolionsa arvon 7 MEUR:sta noin 71 MEUR:oon ja luonut puitteet ja alustan tulevalle kasvulle. Samaan aikaan yhtiö on operoinut hyvin kannattavaa Management-liiketoimintaa ja yltänyt suhteellisesti korkeaan noin 15-29 %:n vuotaiseen oman pääoman tuottoon vuosina 2015-2017. Sijoittajien näkökulmasta yhtiön erityispiirteitä ovat näkemyksemme mukaan suhteellisen kevyt kulurakenne, liiketoiminnan skaalautuvuus sekä korkea kassavirtaperusteinen tuotto. Yhtiön sijoitusprofiili on Dividend House -yrittäjäkaupan jälkeen muuttunut entistä vahvemmin kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja pidämme todennäköisenä, että rahastoliiketoiminnalle tulee tulevaisuudessa olemaan merkittävä rooli osakkeen arvonmuodostuksen kannalta.

## Markkinat eivät mielestämme tällä hetkellä huomioi Management-liiketoiminnan potentiaalia

Investors Housen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan mm. erittäin hyvä track record vuosilta 2015-2017 omistaja-arvon kasvattamisen ja liiketoiminnan kannattavan kasvun osalta sekä Management-liiketoiminnan vahvat kasvunäkymät. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan yhtiön edelleen suhteellisen pieni koko, riippuvuus avainhenkilöstöstä ja osakkeen suhteellisen pieni likviditeetti (vaihtomäärä) pörssissä. Inderesin näkemyksen mukaan Investors Housen osakkeen käypä arvo on 7,9 euroa ja markkinat eivät tällä hetkellä mielestämme huomioi yhtiön Management-liiketoimintaa ja sen kasvu-potentiaalia. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmäärittäminen, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Eri arvonmäärittämenetelmien vaihteluväli yhtiön osakkeen käyväksi arvoksi on 7,7-8,0 euroa.

## Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: Lisää

**7,90 EUR**

Edellinen: 8,00 euroa



**Osakekurssi: 6,95 EUR**

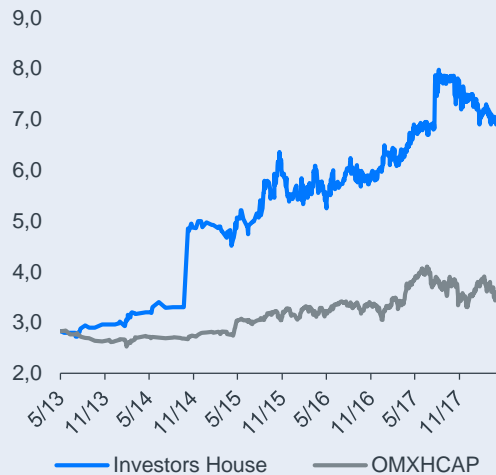
**Potentiaali: +13,7 %**

## Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	6,4	8,5	11,8
Nettotuotot	3,2	4,9	6,8
Käyvän arvon muutos	2,6	2,6	1,5
Nettotulos	5,0	4,9	5,6
Oper. Tulos (EPRA)	1,9	2,7	3,4
EPS	1,20	0,82	0,92
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,32	0,46	0,57
Osinko per osake	0,21	0,23	0,28
Portfolion käypä arvo	71,4	91,0	107,5
EPRA NAV per osake	7,9	8,6	9,3
Kokonaistuotto NAV:ille	11 %	10 %	10 %
Oman pääoman tuotto-%	15 %	10 %	11 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,3 %	4,1 %
Omavaraisuusaste-%	61 %	53 %	48 %

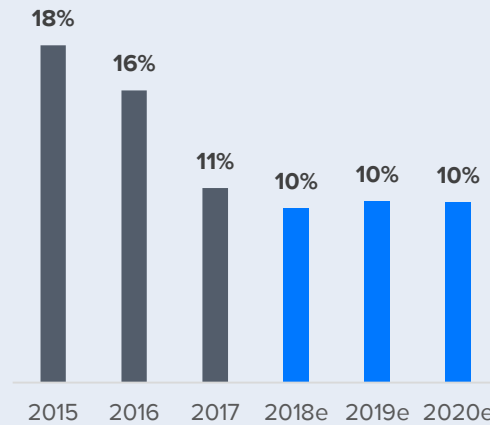
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys



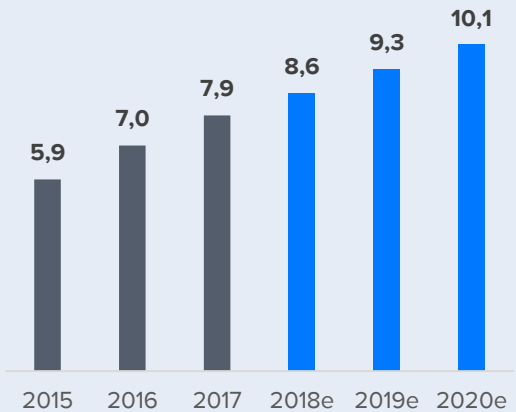
Lähde: Reuters

## Osakkeen kokonaistuotto-%\*



\*Vuotuinen osinko + osakekohtaisen NAV:in muutos  
Lähde: Investors House, ennusteet Inderes

## NAV per osake (euroa)



Lähde: Investors House, ennusteet Inderes



### Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan kasvu ja yhtiön sijoitusprofiilin muuttuminen sijoitusyhtiöksi
- Kannattavan kasvun jatkuminen oman taseen sijoituksilla
- Orava Asuntorahaston saneeraus
- Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku



### Riskitekijät

- Suomen yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen suhteellisen vähäistä



### Arvostus

- Inderesin näkemyksemme mukaan Investors Housen osakkeen käypä arvo on 7,9 euroa. Arvion pohjalla on osien summa - arvonnämittä, jota muut arvostusmenetelmät tukevat
- Management-potentiaalia ei mielestämme hinnoitella osakkeeseen

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili</b>	<b>s. 5-11</b>
<b>Markkinakatsaus</b>	<b>s. 12-15</b>
<b>Liiketoimintamalli ja strategia</b>	<b>s. 16-21</b>
<b>Historiallinen suorituskyky</b>	<b>s. 22-24</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 25-31</b>
<b>Arvonmääritys</b>	<b>s. 32-38</b>
<b>Herkkyysanalyysi</b>	<b>s. 39-40</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 41-45</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 46</b>

# Yhtiökuvaus

## Kiinteistöyhtiö muuttumassa sijoitusyhtiöksi

Investors House on alun perin vuonna 1988 perustettu kiinteistöyhtiö, joka on viime vuosina muuttunut entistä vahvemmin kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi. Investors House-konsernilla on kaksi liiketoimintasegmenttiä: oman taseen sijoituksista muodostuva Kiinteistöt sekä palvelu- ja hallinnointiliiketoiminnasta muodostuva Management. Yhtiön kiinteistöportfolion kohteet ovat pääosin uudehkoja, vuoden 1990 jälkeen rakennettuja tai peruskorjattuja kiinteistöjä, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla ja suurissa yliopistokaupungeissa. Investors Housen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2017 lopussa noin 71,4 MEUR (sisältäen osakkuusyhtiöt) ja yhtiön koko sijoitussalkun (sisältäen Management-liiketoiminnan) kassavirtaperusteinen nettotuotto prosentti oli 2017 joulukuussa vuositasolle skaalattuna 5,6 %.

## Management-liiketoiminta

Vuoden 2017 lopussa Investors Housen sijoitusalkun varoista oli 61 % sidottu asuntoihin, 37 % kaupallisiin kiinteistöihin ja 2 % Management-palveluliiketoimintaan. Management-liiketoiminta tarjoaa yhtiölle suhteellisen matalariskistä lisätuottoa ilman merkittäviä pääomapanostuksia ja lisäksi se mahdollistaa synergiaetujen saavuttamisen omien kiinteistöomistusten hallinnoinnin kanssa. Yhtiön tavoitteena on tuottaa vähintään 10 %:n vuotuinen kokonaistuotto osakkeenomistajille.

Management-liiketoimintojen osuus yhtiön vuoden 2017 liikevaihdosta oli noin 22 %. Management-liiketoiminta sisälsi vuonna 2017 Investors House Oy:n hallinnointiliiketoiminnan, OVV Asuntopalvelut Franchising-ketjun, Technopolikselta hankitun IVH -Kampuksen

palveluliiketoiminnan sekä rahastoyhtiö Dividend House Oy:n.

## Yhtiön johto ja hallitus

Investors Housen toimitusjohtaja toimii DI Petri Roininen. Yhtiön palveluksessa oli vuonna 2017 10 henkilöä, minkä lisäksi OVV-ketjussa toimii yhtiön mukaan noin 45 henkilöä. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Tapani Rautiainen (puheenjohtaja), Mikael Grönroos, Esa Haavisto, Timo Valjakka ja Taina Ahvenjärvi.

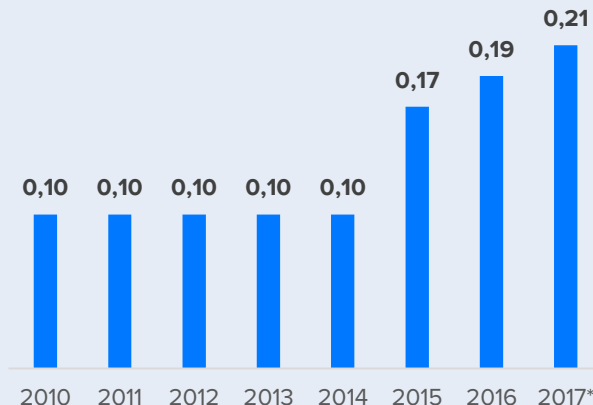
## Omistajarakenne

Investors Housen pääomistajia ovat Rautiainen, Valjakka ja Roininen jotka omistavat osakkeita Maakunnan Asunnot Oy:n, AT-Rautiainen Oy:n, Royal House Oy:n, Godoinvest Oy:n ja Core Capital Oy:n kautta. Toimitusjohtaja Petri Roininen omistaa suoraan ja välillisesti yhteensä noin 10 % Investors Housen osakkeista.

## Voitonjakopolitiikka

Investors Housen tavoitteena on jakaa osinkoa 50-90 % vuotuisesta operatiivisesta tuloksesta. Viime vuosina osinko on kasvanut voimakkaasti. Vuosilta 2010-2014 yhtiö maksoi 0,10 euron, vuodelta 2015 0,17 euron ja vuodelta 2016 0,19 euron osakekohtaisen osingon. Vuodelta 2017 hallitus ehdottaa 0,21 euron osakekohtaista osinkoa, mikä tarkoittaa noin 3,0 prosentin osinkotuottoa nykyiselle osakekurssille ja vastaa noin 66 % EPRA:n mukaisesta vuoden 2017 operatiivisesta tuloksesta.

## Osakekohtainen osinko 2010-2017\*



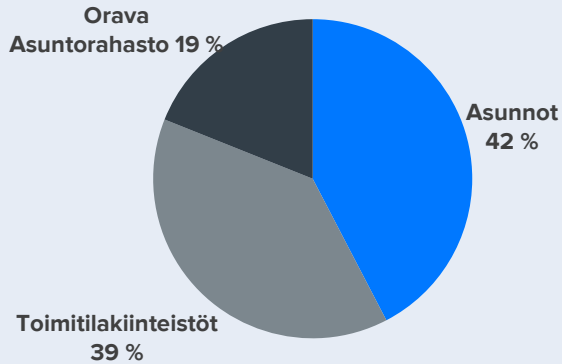
Lähde: Inderes

\*Hallituksen esitys yhtiökokoukselle

## Suurimmat osakkeenomistajat 29.12.2017

	Omistus-%
Maakunnan Asunnot Oy	30,0 %
Royal House Oy	16,4 %
Godoinvest Oy	8,4 %
Core Capital Oy	8,0 %
OWH-Yhtiöt Oy	4,4 %
RATI-Kiinteistöt Oy	1,9 %
Grönroos Mikael Henry	1,5 %
Grönroos Mari Anneli	1,4 %
Grönroos Nino Henry Juhani	1,4 %
Hekholm Oy	1,3 %
<b>10 Suurinta yhteensä</b>	<b>74,7 %</b>

## Kiinteistöt (2017)



## Liiketoimintaidea

Investors House-konsernilla on kaksi liiketoimintasegmenttiä: oman taseen sijoituksista muodostuva Kiinteistöt ja palveluliiketoiminnasta muodostuva Management. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on tuottaa sellaista lisäarvoa, että osakkeenomistajan vuotuinen osingosta ja osakkeen arvonkehityksestä muodostuva kokonaistuotto olisi vähintään 10 %

## Management



Rahastoyhtiö Dividend House Oy



IVH -Kampuksen palveluliiketoiminta

## Investors House

Investors House Oy:n Management-liiketoiminta



OVV Asuntopalvelut Oy:n vuokratvälitysketju

## Aktiivinen arvonkehitys



Voimakkaan kasvun strategia

Transformaatio kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi

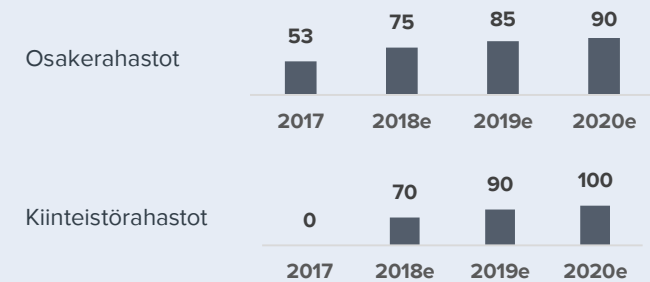
# Investors House

Kiinteistösijoitusten koko arvoketjun hallinta

Kolme toisistaan eroavaa tuottolähdettä

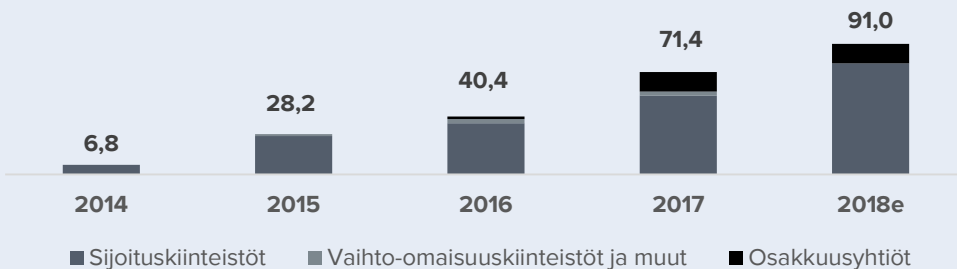
## Hallinnoitava varallisuus (GAV)

53 MEUR (2017)



## Kiinteistöportfolio

91,0 m€ (2018e)



## Tulovirrat

Liikevaihto 6,4 m€  
EPRA tulos 1,9 m€ (2017)

### Vuokratuotot

- Matalariskinen, kassavirtaan perustuva tuotokomponentti
- 92 % vuokrausaste
- Vuoden 2017 lopussa nettovuokratuotto 6,9 % (Inderesin arvio)

### Aktiivinen arvonkehitys

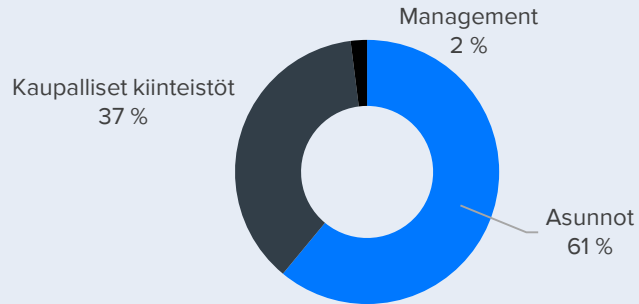
- Perustuu erityisesti kiinteistöjen kehittämiseen: valmiin kiinteistön arvo - kehittämiskustannus
- Hankekanta noin 26 MEUR (inderesin arvio)
- Historiassa 7 hanketta tehty

### Management-liiketoiminta

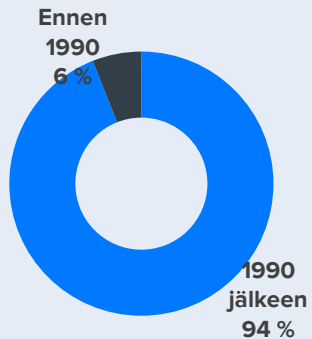
- Kassavirtaperusteista palveluliiketoimintaa sekä rahastoyhtiöliiketoimintaa
- Tavoitteena laajentaa toimintaa kiinteistörahasoihin

# Investors House Oyj:n kiinteistöportfolio

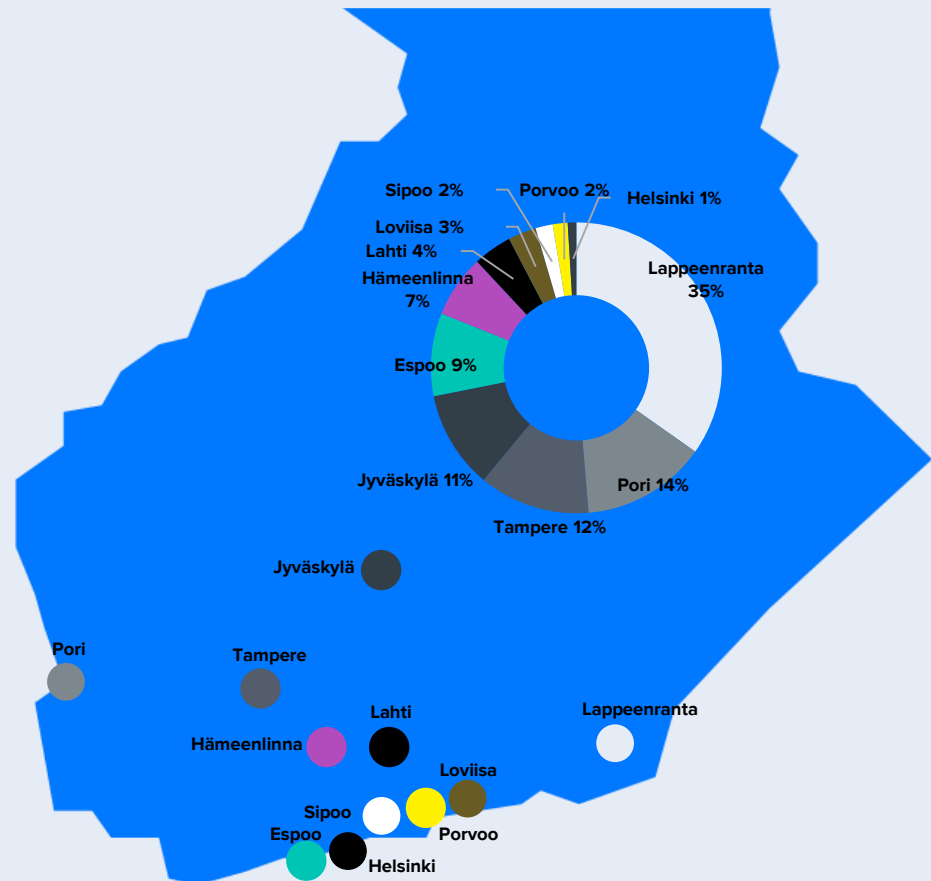
## Kiinteistötyypeittäin



## Kiinteistöjen ikäjakauma



## Portfolion maantieteellinen jakauma 12/2017



# Investors House Oyj:n historia

## Investors House muodostui SSK:n ympärille

Investors Housen taustalta löytyy vuonna 1988 perustettu SSK Suomen Säästäjien Kiinteistöt Oyj, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1989. SSK:n toimintahistoriassa ei tapahtunut merkittäviä tapahtumia koko 2000-luvulla ja yhtiön omistuksessa oli vain kaksi Porissa sijaitsevaa liikekiinteistöä.

Lokakuussa 2014 Maakunnan Asunnot Oy:n muodostama sijoittajakonsortio osti julkisella ostotarjouksen enemmistön SSK:n osakkeista ja konsortion suora omistus yhtiöstä nousi noin 53 prosenttiin. Tammikuussa 2015 SSK:n toimitusjohtajaksi valittiin yksi konsortion jäsenistä, Petri Roininen. Maaliskuussa 2015 SSK uusi strategiaansa siten, että yhtiö jatkaa kiinteistösijoitusyhtiönä ja painottaa jatkossa uudet investoinnit asumisen sektoriin. Yhtiö päätti pyrkiä merkittävästi parantamaan tulostaan ja kasvattamaan investointejaan. Uuden strategian mukaisesti yhtiö päätti toimia jatkossa kahdella konseptilla: omat suorat sijoitukset ja Management-palvelut. Strategiamuutoksen yhteydessä yhtiö osti maaliskuussa 2015 Investors House Oy:n asuntomanagement-toiminnot ja muutti samalla nimensä Investors House Oyj:ksi.

## Kasvu oli voimakasta vuodet 2015-2017

Uusi yhtiö hankki kiinteistöjä vuosina 2015-2016 noin 25 MEUR:lla. Tämän lisäksi yhtiö vahvisti Management-liiketoimintaansa ostamalla vuokranvälitysketjun OVV Asuntopalvelut Oy:n liiketoiminnan maaliskuussa 2016 ja Lappeenrannan Technopoliksen Skinnarilan toimistokampuksen palveluliiketoiminnan ja managerointisopimukset sekä 30 %:n osuuden

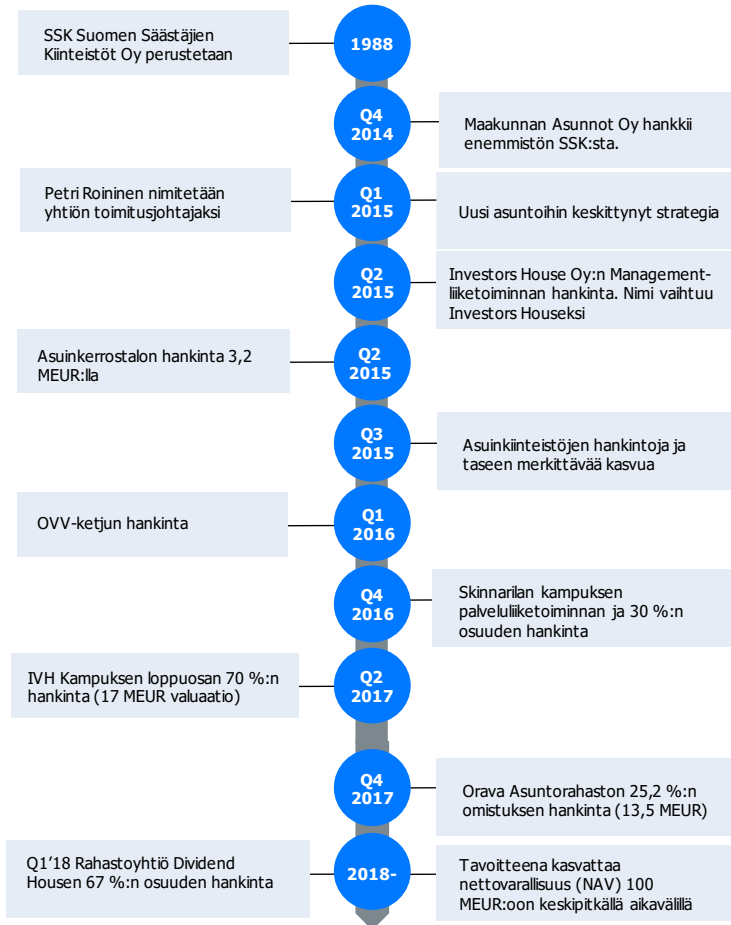
itse kampuksesta marraskuussa 2016. Toukokuussa 2017 yhtiö nimesi kampuksen IVH Kampukseksi ja osti jäljellä olevan 70 %:n osuuden kampuksesta itselleen

Elokuussa 2017 Investors House teki vapaaehtoisen julkisen vaihtotarjouksen toisesta pörssiyhtiöstä Orava Asuntorahastosta. Yhtiö saavutti lokakuussa 2017 päättyneellä vaihtotarjouksella lopulta 25,2 %:n omistusosuuden Oravasta. Vuoden 2017 loppuun mentäessä yhtiön kiinteistöportfolion käypä arvo oli kasvanut 71 MEUR:oon euroon vuoden 2014 noin 7 MEUR:sta.

## Dividend House

Helmikuussa 2018 IH kertoi ostavansa 67 %:n osuuden rahastoyhtiö Dividend Housesta ja toteutti kaupan huhtikuussa. Investors Housen tavoitteena on luoda kiinteistö pohjaisia sijoitus tuotteita ja se on kertonut Dividend Housen hakevan AIFM-toimilupaa.

## Investors Housen Oyj:n historia



Lähde: Inderes



# Sijoitusprofiili

## Vahvan kasvun ja korkean tuotopotentialiin kiinteistöyhtiö

Investors House profiloituu mielestämme vahvan kasvun ja korkean tuotopotentialiin kiinteistö-, ja sijoitusyhtiöksi. Yhtiö on viimeisen kolmen vuoden aikana kasvattanut kiinteistöportfolionsa arvon 7 MEUR:sta noin 71 MEUR:oon ja luonut puitteet ja alustan tulevalle kasvulle. Samaan aikaan yhtiö on operoinut hyvin kannattavaa Management-liiketoimintaa ja yltänyt suhteellisesti korkeaan noin 15-29 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon vuosina 2015-2017.

Sijoittajien näkökulmasta yhtiön erityispiirteitä ovat näkemyksemme mukaan suhteellisen kevyt kulurakenne, liiketoiminnan skaalautuvuus sekä korkea kassavirtaperusteinen tuotto. Yhtiön sijoitusprofiili on Dividend House -yrityskaupan jälkeen muuttunut entistä vahvemmin kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja pidämme todennäköisenä, että rahastoliiketoiminnalle tulee tulevaisuudessa olemaan merkittävä rooli osakkeen arvonmuodostuksessa.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Investors Housen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Rahastoliiketoiminnan kasvu ja yhtiön sijoitusprofiilin muutos sijoitusyhtiöksi.** Investors Housen sijoitusprofiili on Dividend House -yrityskaupan myötä muuttunut entistä vahvemmin sijoitusyhtiöksi. IH tavoittelee huomattavaa kasvua rahastoliiketoiminnassa kiinteistörahojen avulla. Tämä liiketoiminta on yhtiölle skaalautuvaa ja hyvin kannattavaa, minkä takia kiinteistörahojen onnistuneella ylösajolla voisi näkemyksemme mukaan olla merkittävä positiivinen vaikutus IH:n

osakkeen arvoon. Mikäli yhtiön Management-liiketoiminnan tuotot kasvaisivat suuremmiksi kuin kiinteistöliiketoiminnan tuotot niin osakkeen arvonmääritys voisi myös muuttua NAV (nettovarallisuus) -pohjaisesta arvostuksesta vahvemmin tulospohjaisiin kertoimiin perustuvaan arvostukseen, mikä arviomme mukaan tukisi osakkeen arvostusta.

- **Kannattavan kasvun jatkuminen oman taseen sijoitusten avulla.** IH:n tase on Oravan vaihtotarjouksen jälkeen suhteellisen vahva (Q4'17 omavaraisuusaste 61 %) ja yhtiöllä on näkemyksemme mukaan tämän myötä hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua. Yhtiön strategisena tavoitteena on edelleen saavuttaa 100 MEUR:n nettovarallisuus keskipitkällä aikavälillä ja odotamme että yhtiö tulee lähivuosina tekemään useita investointeja tämän tavoitteen saavuttamiseksi.
- **Orava Asuntorahaston saneeraus.** Investors Housen omistaa 25,2 %:n osuuden Orava Asuntorahastosta ja on kertonut tavoitteekseen Oravan kannattavuuden ja kassavirran merkittävän parantamisen. Näemme Oravassa huomattavaa potentiaalia IH:lle ja pidämme todennäköisenä, että tämä arvo tulee realisoitumaan lähivuosina Oravan saneeraustoimenpiteiden myötä.
- **Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku.** On näkemyksemme mukaan Suomessa lyhyellä aikavälillä todennäköistä kaupallisten kiinteistöjen osalta. Tämä voisi toteutuessaan nostaa myös IH:n kiinteistöjen arvoja. Näemme tuottovaatimusten laskun sijoittajien kannalta optiona.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Kiinteistömarkkinoinhin ja yleistaloudelliseen suhdanteeseen liittyvät riskit** ovat näkemyksemme mukaan keskeisimmät osakkeeseen liittyvät tämänhetkiset riskit. Yleisen talousympäristön äkillinen heikentyminen voisi vaikeuttaa yhtiölle tärkeiden kiinteistörahojen lanseerausta ja heikentää myös Dividend Housen tulosta. Kiinteistömarkkinoiden äkillinen riskipreemioiden nousu tai/ja korkojen nousu voisivat aiheuttaa negatiivisia käyvän arvon muutoksia IH:lle ja heikentää yhtiön vakavaraisuutta sekä kasvattaa lainanhoitokuluja.
- **Riippuvuus avainhenkilöstöstä.** Yhtiön strategia ja liiketoiminta ovat arviomme mukaan vahvasti riippuvaista IH:n muutamasta avainhenkilöstä kuten toimitusjohtajasta sekä hallituksen puheenjohtajasta. Mikäli nämä henkilöt jättäisivät yhtiön, olisi tällä arviomme mukaan selvästi heikentävä vaikutus IH:n osakkeen arvoon. Avainhenkilöiden sitoutumista lisää kuitenkin korkea omistusosuus yhtiöstä, minkä takia pidämme riskiä näiden henkilöiden irtisanoutumisesta pienenä.
- **Osakkeen heikko likviditeetti (alhainen vaihtomäärä) pörssissä** on mielestämme yhtiön sijoittavalle riski etenkin lyhyellä aikavälillä. Investors Housen osakkeen vaihto pörssissä nousi vuonna 2017, mutta se on edelleen suhteellisen vähäistä yhtiön suhteellisen pienen koon ja heikon tunnettavuuden takia.

# Sijoitusprofiili

1. Korkean tuoton kiinteistöyhtiö
2. Yhtiö on vahvassa kasvussa
3. Skaalautuva kulurakenne
4. Rahastoissa potentiaalia
5. Johdolla merkittävä omistus

## Potentiaali

- Rahastoliiketoiminnan kasvu ja yhtiön sijoitusprofiilin muuttuminen kiinteistöyhtiöstä sijoitusyhtiöksi
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Orava Asuntorahaston saneeraus
- Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku

## Riskit

- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Osakkeen vaihto pörssissä edelleen vähäistä

# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Markkinakatsaus 1/3

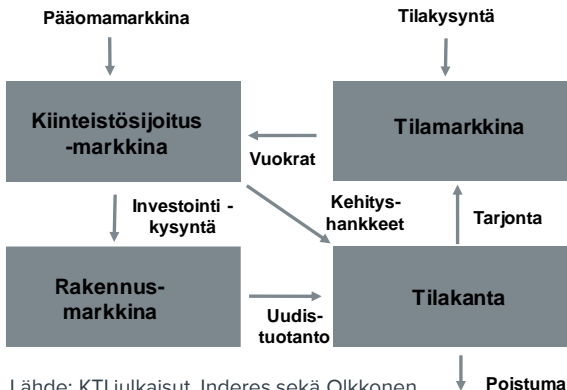
## Toimintaympäristön näkymät suotuisat

Käsitlemme tässä kappaleessa lyhyesti Investors Housen toimintaympäristön näkymiä. Keskitymme erityisesti Suomen asuntomarkkinaan sekä toimistomarkkinaan, jotka muodostavat merkittävimmän osuuden IH:n sijoitusportfoliosta. Mielestämme näkymät vuoteen 2018 ovat kokonaisuutena myönteiset ja odotamme nykyisen suotuisan talouskehityksen tukevan IH:n liiketoimintaa vuonna 2018.

## Kiinteistösijoitusmarkkinan dynamiikka

Kiinteistösijoitusmarkkinaan vaikuttavat merkittävästi reaali talouden kehitys sekä rahoitus- ja pääomamarkkinoiden tilanne. Reaali talous vaikuttaa erityisesti tilakysyntään ja pääomamarkkinat sekä rahoitusmarkkinat vaikuttavat koko kiinteistösijoitusmarkkinaan mm. rahoituksen saatavuuden sekä vaihtoehtoisten sijoitusmuotojen tuotto- ja riskiodotusten kautta. Alla olevassa kuviossa on havainnollistettu markkinan dynamiikka:

## Kiinteistösijoitusmarkkinan dynamiikka



Lähde: KTI julkaisut, Inderes sekä Olkkonen, Kaleva ja Land (Toimitilasijoittaminen)

Tilakanta edustaa markkinoiden tarjontaa ja tilakysyntä toimistojen loppukysyntää. Vuokratasot määräytyvät tilakysynnän ja tarjonnan mukaisesti. Vuokratasot ja pääomamarkkinoilla määräytyvät tuottovaatimukset heijastuvat kiinteistösijoitusmarkkinoille kiinteistöjen hinnoiksi ja kun hintataso ylittää rakentamisen kustannukset, syntyy markkinalle tarjontaa uudistuotannon ja kehityshankkeiden kautta.

## Toimistomarkkinan tilakysyntä

Toimistomarkkinan tilakysyntään vaikuttavat lyhyellä aikavälillä erityisesti yleinen talouden kehitys, työpaikkojen määrä, työttömyysaste sekä yritysten yleinen luottamus talouteen. Pitkällä aikavälillä tilakysyntään vaikuttavat myös mm. tilatarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike.

Nämä kysyntätekijät yhdessä tarjonnan kanssa ajavat osaltaan toimistokiinteistömarkkinoiden käyttästeita ja vuokratasoja. Inflaatio on näiden lisäksi vuokratasoihin olennaisesti vaikuttava tekijä, sillä tyypillisesti toimistokiinteistöjen vuokrasopimukset on sidottu inflaatioon. Inflaatio-odotukset vaikuttavat myös osaltaan tuottovaatimuksiin, jotka määrittävät kiinteistöjen arvot.

## Suomen talousnäkymät

Kokonaisuutena Suomen toimintaympäristön talousnäkymät ovat tällä hetkellä mielestämme myönteiset ja ennustetun kehityksen pitäisi arviomme mukaan lievästi tukea Investors Housen toimistojen lähivuosien vuokratasoja, käyttästeita ja palveluiden kysyntää. Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden

mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna 1,6-3,3 % ja työttömyysasteen ennustetaan laskevan 0,2-0,7 %-yksikköä. Inflaation odotetaan olevan 1,0-1,5 %.

BKT:n muutos	2018e	2019e
S-Pankki	3,0 %	2,5 %
Aktia	2,6 %	2,2 %
Nordea	3,0 %	2,5 %
OP Ryhmä	3,3 %	2,3 %
Handelsbanken	2,3 %	1,4 %
Hypo	3,0 %	2,0 %
Danske Bank	2,3 %	1,9 %
POP Pankki -ryhmä	2,5 %	-
LähiTapiola -ryhmä	1,6 %	-

Lähde: Finanssialan ry  
**voimistuva sijoittajakysyntä**

Kiinteistökaupparakennusmarkkinat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. Catellan tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiiovolyymi nousi vuonna 2017 noin 41 %:lla noin 10 miljardiin euroon, mikä on tilaston kaikkien aikojen korkein taso. Transaktiiovolyymit olivat vuonna 2017 selvästi yli vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen tukevan kiinteistöjen hintoja. Odotamme myös voimistuvan sijoittajakysynnän lisäävän kilpailua rakennuttamisessa, mikä saattaa keskipitkällä aikavälillä heikentää Investors Housen hankekehittämisen katteita.

# Markkinakatsaus 2/3

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

## Ohjaukset pysyvät edelleen matalina

Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan kiinteistösijoitusyhtiöitä ja pitää näiden korkokulut pieninä. Euroopan keskuspankki laski vuonna 2016 ohjaukorkonsa ennätysalhaalle 0,00 prosenttiin tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Samalla EKP nosti vuonna 2015 aloitettuja kuukausittaisia arvopaperiostojen määrän 60 miljardista eurosta 80 miljardiin euroon. Joulukuussa 2016 arvopapereiden osto-ohjelmaa pidennettiin joulukuuhun 2017 asti, mutta ostoja vähennettiin 60 miljardiin euroon huhtikuusta 2017 alkaen. Tammikuusta 2018 lähtien ostoja vähennettiin 30 miljardiin ja niitä on tarkoitus tehdä 2018 syyskuun loppuun asti ja tarvittaessa sen jälkeenkin. Tuoreimpien ennusteiden valossa markkinoilla odotetaan EKP:n pitävän ohjaukset alhaalla vielä vuosia.

## Tuottovaatimukset ovat laskussa

Kiinteistösijoitusten tuottovaatimukset ovat viime vuosina laskeneet voimakkaasti ja kehitys korostuu erityisesti turvallisena pidetyillä markkinoilla. Esimerkiksi Pariisissa toimistojen prime-tuottovaatimus oli Jones Lang Lasallen mukaan vuoden 2017 lopussa enää 2,9 %, kun vielä vuonna 2009 tuottovaatimukset olivat noin 6 %:n tasolla. Myös Suomessa tuottovaatimukset ovat viime vuosina laskeneet, mutta ne ovat edelleen suhteellisen korkeita verrattuna muihin pohjoismaihin. Suomessa toimistokiinteistöjen nettotuoton ja riskittömän koron välinen erotus eli riskipreemio onkin ennätysellisen korkealla tasolla tällä hetkellä (3,6 %) ja Suomessa toimistot tarjoavat suhteellisesti vahvaa tuottoa.

## Tuottovaatimusten lasku tukee Investors Housea

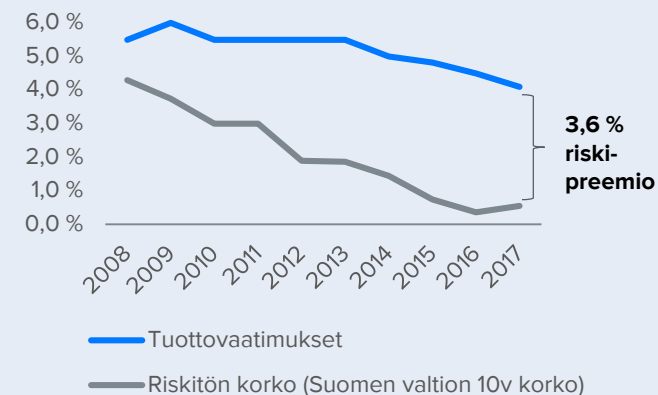
Catellan arvion mukaan kiinteistösijoittajien kiinnostus on alkanut kohdistua etenevässä määrin pääkaupunkiseutujen ydinkeskustojen ulkopuolisiin alueisiin ja muihin ns. Secondary-alueisiin. Pidämme tätä kehitystä loogisena, sillä tuottoerot esimerkiksi Suomessa pääkaupunkiseudun ja muun Suomen välillä ovat merkittäviä. Odotamme Investors Housen hyötyvän osaltaan tästä kehityksestä, sillä sen kiinteistöt sijaitsevat merkittävässä osin myös pienemmissä kaupungeissa pääkaupunkiseudun ulkopuolella.

## Kiinteistöjen transaktiivolyymi Suomessa, 2004-2017



Lähde: Catella

## Toimistojen prime-nettotuotto-%



Lähde: Catella, Suomen Pankki

# Markkinakatsaus 3/3

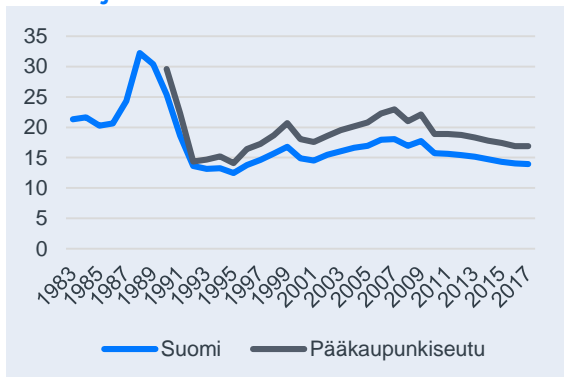
## Asuntohintojen kehitys vaisua viime vuodet - 2000-luvulla hinnat nousseet 3,7 %/vuosi

Suomen vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys on ollut vaisua viime vuodet ja koko maan tasolla hinnat ovat lähes samalla tasolla kuin vuonna 2013. Tilastoista näkyy selvästi Suomen asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Taustalla on erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset. Pääkaupunkiseudulla nimelliset hinnat ovat nousseet 2000-luvun alusta lukien keskimäärin 4,2 % vuodessa, kun taas koko Suomessa hinnat ovat nousseet keskimäärin 3,7 % vuodessa.

## Hintojen kehitys vakaata suhteessa tuloihin ja vuokriin

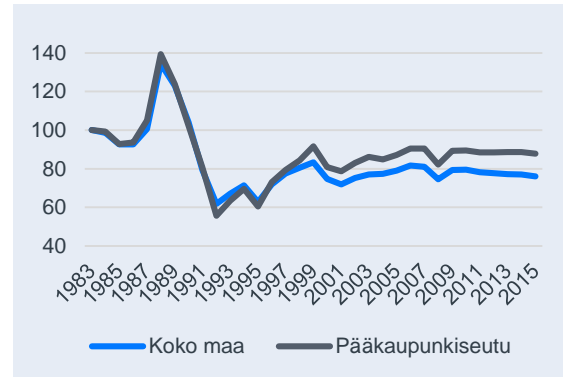
Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkealla tai matalalla tasolla suhteessa keskimääräiseen vuokratason tai kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin.

## Asuntojen hinnat suhteessa neliövuokriin



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen hinnat käytettävissä oleviin tuloihin



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen peruskysyntäajurit vahvistuneet

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset.

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä. Näkemyksemme mukaan asunnonostokyky tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana, sillä emme odota isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon. Tämä

pitänee myös yhdessä kasvavan tarjonnan ja kohovien rakennuskustannusten kanssa asuntojen hintojen kehityksen maltillisena.

Asuntojen sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina erittäin vahvaa. RT arvioi viime vuonna sijoittajakysynnän osuuden olevan reilu kolmannes kerrostaloasuntojen uudisasuntotuotannossa. Odotamme sijoittajakysynnän säilyvän historiallisen hyvällä tasolla myös lähivuosina, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana ja riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen ennätyksellisen korkea. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet kaikista kiinteistösijoituksista toiseksi parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,4 %.

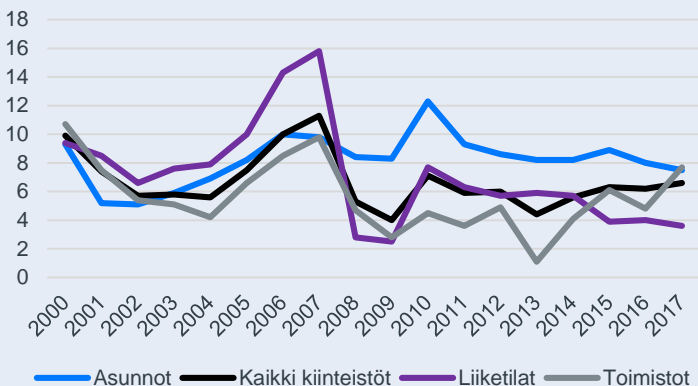
## Odotamme vanhojen osakeasuntojen hintoihin 1-2 %:n kasvua lähivuosina

Nykyisten talousnäkömien ja asuntojen lisääntyvän tarjonnan valossa odotamme vuosilta 2018-2019 noin 1,5 %:n keskimääräistä nimellistä vanhojen osakeasuntojen hintojen nousua (2017 tilastokeskus ennakkotieto +1,1 %). Odotamme hintojen nousevan lähivuosina, mutta jäävän silti selvästi alle Suomen pitkän aikavälin asuntojen hintojen nousuvauhdin (4 %). Suotuisa kehitys tulee näkemyksemme mukaan tukemaan IH:n tulosta kuluvana vuonna ja ensi vuonna.

Myös eri ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio, että asuntohinnat nousevat kuluvana vuonna 1,5 % ja ensi vuonna 2,0 %.

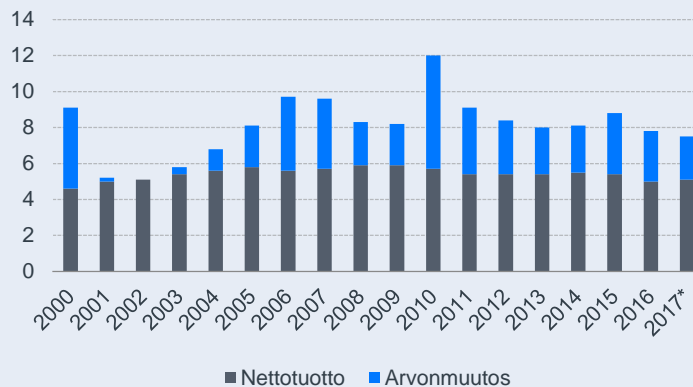
# Markkinakatsaus

## Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto-%



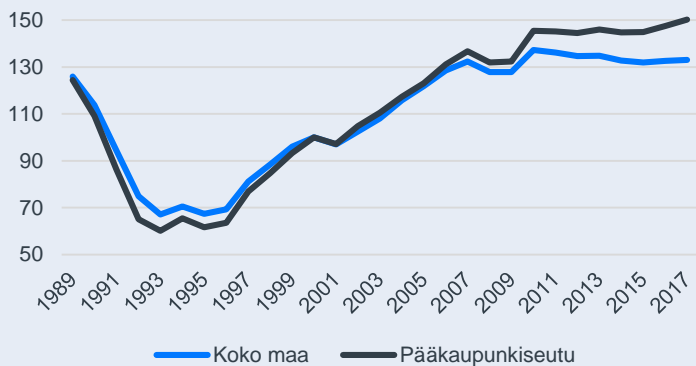
Lähde: KTI

## Asuntosijoitusten kokonaistuotto-%



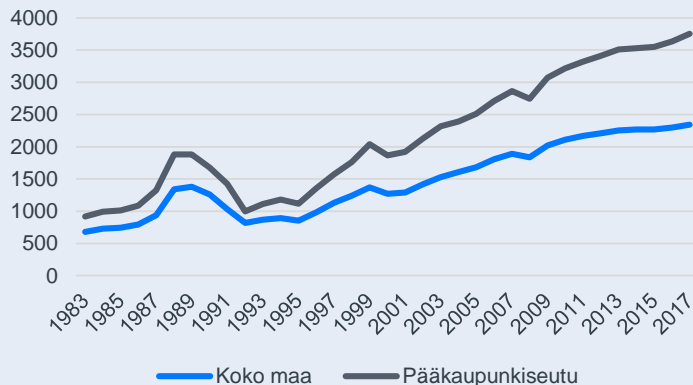
Lähde: KTI, \*2017 jakauma arvio

## Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen nimelliset hinnat 1983-2017



Lähde: Tilastokeskus

# Liiketoimintamalli ja strategia 1/2

## Liiketoiminta perustuu kasvavaan operatiiviseen tulokseen ja arvonnousuihin

Investors Housen tuotot koostuvat kahdesta lähteestä: nettotuotoista ja aktiivisen arvonkehityksen tuomista voitoista. Yhtiön nettotuotot ovat kassavirtaperusteisia tuotteita, mitkä koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, sekä Management-liiketoiminnan hallinnointi- ja palvelumaksuista. Aktiivisen arvonkehityksen tuotot puolestaan muodostuvat kiinteistöjen osto- ja myyntitoiminnasta, hankekehityksestä sekä kiinteistöjen nettotuottojen kasvattamisesta.

## Omistettujen kiinteistöjen vuokratuotot

Investors Housen vuokratuotot koostuvat käytännössä yhtiön omistamien kiinteistöjen bruttovuokratuotoista. Kiinteistöjen isännöinti ja kirjanpito on osittain ulkoistettu ja paikallinen kiinteistövälittäjä tai OVV-ketju hoitavat tyhjiä asuntojen vuokrauksen. Yhtiö hoitaa muun hallinnoinnin ja kiinteistöjen manageerauksen omalla organisaatiolla. Oma hallinnointi osaltaan mahdollistaa liiketoiminnan skaalautuvuuden, sillä yhtiön kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Lisäksi oma hallinnointi mahdollistaa synergiaetujen saavuttamisen yhtiön Management-palveluliiketoiminnan kanssa.

## Aktiivinen arvonkehitys

IH:n kiinteistöjen aktiivinen arvonkehitys tarkoittaa omistaja-arvon luomista aktiivisilla toimenpiteillä. Näitä ovat mm. kiinteistöjen ostaminen ja myyminen, erilaiset toimenpiteet nettotuottojen kasvattamiseksi sekä sijoituskohteiden strukturointi. Yhtiö pyrkii ostamaan kerralla kokonaisia kohteista (esim. kokonaisia kerrostaloja) ja saavuttamaan näillä

ostoilla ns. tukkualennuksen. Lisäksi yhtiö tekee kiinteistöjen hankekehitystä ja sen suunnitteilla sekä rakenteilla oleva hankekanta oli vuoden 2017 lopussa arviomme mukaan noin 26 MEUR:n suuruinen. Kehittämällä itse kiinteistösijoituskohteita yhtiön on mahdollista saavuttaa korkeampi pääoman tuotto verrattuna pelkkään kiinteistön vuokraamiseen.

## Management -liiketoiminta

Investors Housen Management -liiketoiminta on luonteeltaan hallinnointi- ja palveluliiketoimintaa ja se koostuu seuraavista elementeistä:

- **Kiinteistöjen hankekehitys ja hallinnointi.** Investors House on toimintahistoriansa aikana kehittänyt 7 liiketila- ja asuntosijoitushanketta ”avaimet käteen” -periaatteella alkaen tontin hankinnasta, rahoituksen keräämisestä ja rakennuttamisesta päätyen täysin valmiiseen kiinteistöön ja sen vuokralaishallinnointiin asti. Asiakkaita ovat pääasiassa yksityishenkilöt ja sijoitusyhtiöt. Investors Housen tuotot näistä toiminnoista ovat hankekehittämispalkkioita, rakennuttamispalkkioita, voitto-osuuspalkkioita ja hallinnointipalkkioita. Tyypillisesti yhtiö jää myös osaomistajaksi pienellä 5-10 % omistusosuudella kehitettäviin hankkeisiin.
- **OVV-Asuntopalvelut Oy.** Management-liiketoiminta sisältää vuonna 2016 hankitun Franchising-periaatteella toimivan OVV-ketjun, joka on valtakunnallinen asuntojen vuokravälitykseen keskittynyt ketju. OVV:lle on toimipiste 12 eri kaupungissa ja se solmi vuonna 2017 noin 3900 vuokrasopimusta. OVV-ketjun ansiosta Investors Housella on vahva paikallinen markkinatuntemus ja se

pystyy hyödyntämään ketjua oman taseensa kiinteistöjen vuokraukseen. Näiden lisäksi Investors House pystyy tarjoamaan ketjun 10 000 asuntosijoittajasta koostuvalle asiakkaalle omia palveluitaan (mm. myymään näille oman taseensa sijoitusasuntoja).

- **IVH -Kampuksen palveluliiketoiminta.** Management sisältää myös myös vuoden 2016 lopussa Technopolikselta hankitun noin 24 000 neliön Lappeenrannan Skinnarilan toimistokampuksen managerointisopimukset, sekä koko kampuksen palveluliiketoiminnan.
- **Dividend House Oy.** Investors House osti huhtikuussa 2018 67 % osuuden vuonna 2009 perustetusta osinkosijoittamiseen keskittyneestä rahastoyhtiö Dividend Housesta. Loput 33 % yhtiöstä omistavat Dividend Housen työntekijät. DH:lla on kolme osakerahastoa ja sen hallinnoitava varallisuus oli vuoden 2017 lopussa noin 53 MEUR. Dividend House tulee IH:n mukaan hakemaan AIFM-toimilupaa ja sen tarkoituksena on alkaa tarjota myös vaihtoehtorahastoja. Pidämme todennäköisenä, että DH tulee lanseeraamaan ensimmäisen kiinteistörahas-ton jo vuoden 2018 aikana.

Sijoittajien näkökulmasta Management-liiketoiminta tarjoaa lisätuottoja verrattuna pelkkään kiinteistöjen vuokraustoimintaan. Management-toiminta ei sido juurikaan yhtiön pääomia ja sitä voidaan kasvattaa ilman merkittäviä investointeja. Management-liiketoiminta on arviomme mukaan skaalautuvaa ja tarjoaa synergiaetuja, sillä Investors House pystyy samoilla henkilöresursseilla ylläpitämään sekä omien, että Management-asiakkaiden kiinteistöjen hallinnointia ja kehitystoimintaa.



# Investors Housen liiketoimintamalli

## 1 Omat kiinteistöt

- Asunnot
- Kaupalliset kiinteistöt

## 2 Management

- Vuokranvälitys (OVV-ketju)
- Kiinteistöjen hallinnointi ja managerointi
- Muu kiinteistöjen palveluliiketoiminta
- Dividend House Oy -rahastoyhtiö

## 3 Aktiivinen arvonkehitys

- Kiinteistöjen osto ja myynti
- Tilojen nettotuoton kasvattaminen
- Kiinteistöjen hankekehitys
- Sijoituskohteiden strukturointi
- Orava Asuntorahasto

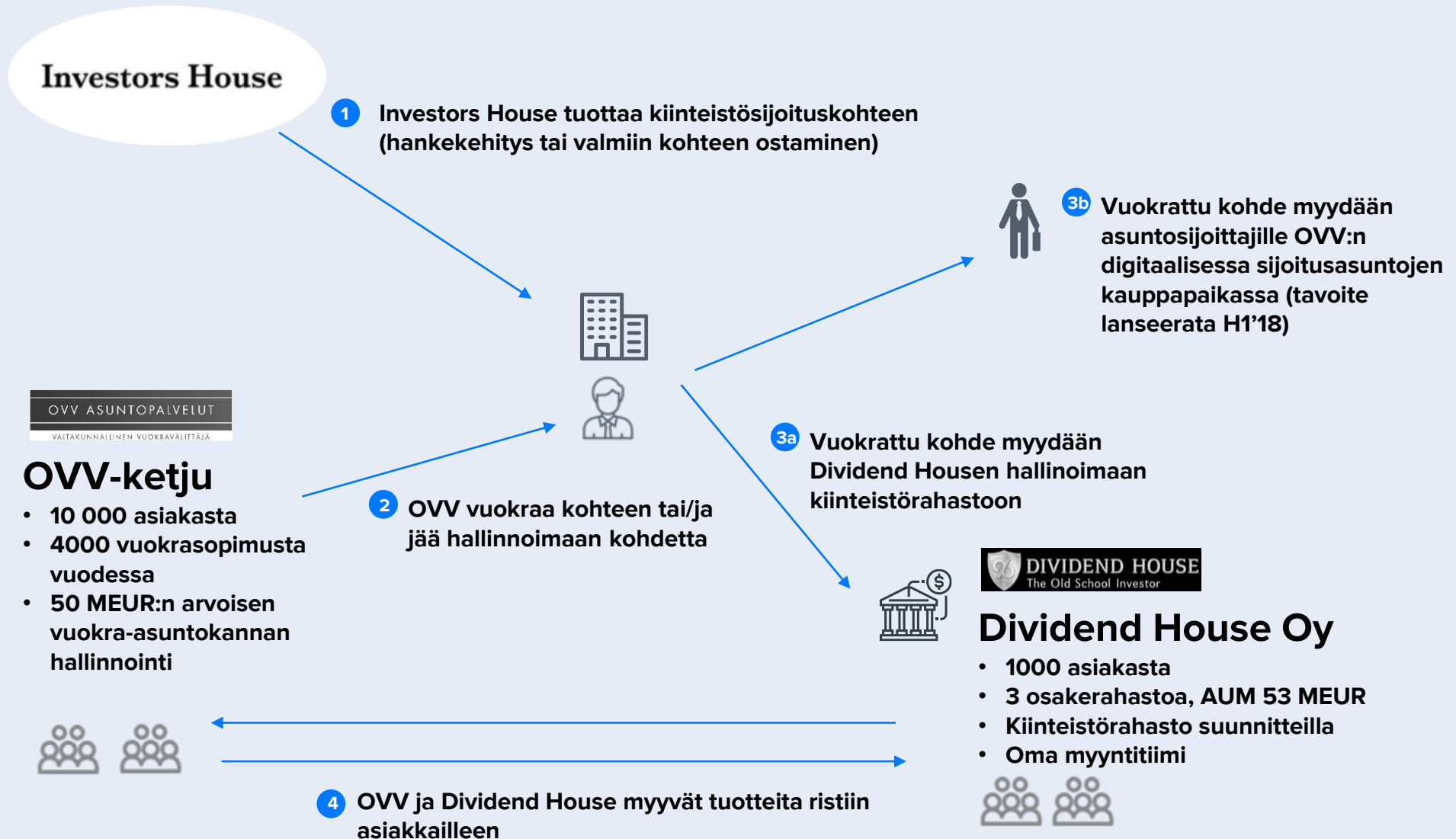
Synergiat tilojen hallinnoinnissa

Synergiat osaamisessa

Nettotuotot + Käyvän arvon muutos

Tulos

# Investors Housen Managementin logiikka



# Kiinteistösijoittamisen arvoketju ja kilpailu

Hallinnointi



Tuotteistus sijoitustuotteeksi



Kiinteistöjohtaminen



Vuokraus ja isännöinti



Rakennuttaminen

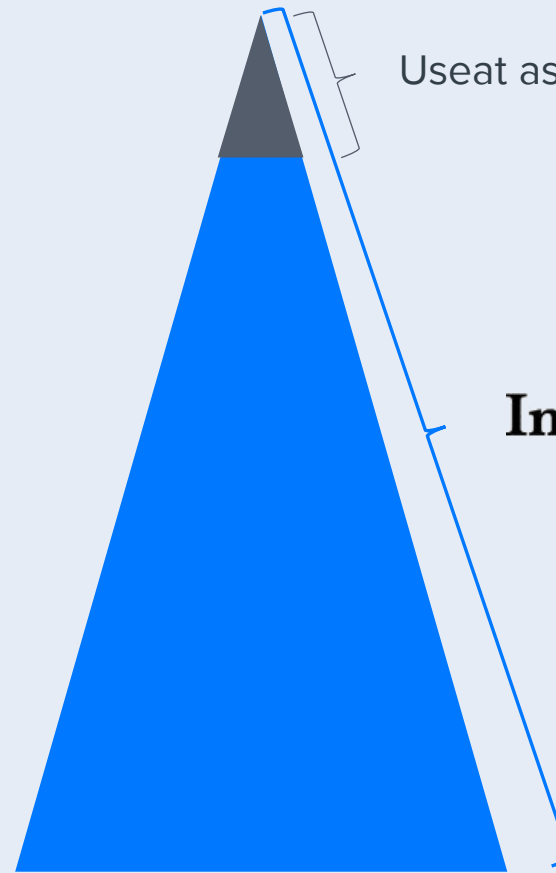


Kaavoitus ja hankekehitys



Tontin hankinta

Pieni arvonlisäys



Useat asunto- ja kiinteistörahastot

**Investors House**

Suuri arvonlisäys

# Liiketoimintamalli ja strategia 2/2

## Liiketoimintastrategia

Investors Housen marraskuun 2017 strategiapäivityksen mukaan Investors Housella on kaksi liiketoimintasegmenttiä: Kiinteistöt ja Management. Kiinteistöt-segmentti on pääomavaltaista sijoitustoimintaa, jossa varojen sijoitetaan asuntoihin ja toimitilakiinteistöihin. Management-segmentti on vähän pääomaa sitovaa palveluliiketoimintaa.

Liiketoimintasegmentit tukevat ja täydentävät toisiaan. Asuntojen, toimitilojen ja Management-toiminnan tuotot muodostavat kolme toisistaan osin riippumatonta tuottolähdettä. Resurssien ristiin käytön mahdollisuudet segmenttien välillä ovat hyvät. Strategiakaudella yhtiön mukaan yksi erityisteema on Management -toiminnan laajennus. Konserni pyrkii lisäämään vähän pääomaa sitovaa kasavirralista tuottoa. Konserni pyrkii siihen, että osakkeen arvostus voisi perustua kahden erillisen liiketoimintasegmentin keskenään erilaisen arvomuodostuksen huomioimiseen.

## Tuottotavoite 10 %

Investors House pyrkii siihen, että sen osaketta omistavalla sijoittajalla olisi mahdollisuus vähintään 10 %:n vuotuiseseen kokonaistuottoon. Kokonaistuotto muodostuu osakkeen arvokehityksestä ja osingosta. Konserni tavoittelee kannattavaa kasvua kaikilla toimintaloikoilla. Operatiivista tulosta pyritään parantamaan vuosittain sekä jakamaan osinkoina 50-90 % vuotuisesta operatiivisesta tuloksesta.

Vuosina 2015-2017 yhtiö ylsi tavoitteisiinsa, sillä osakkeen kokonaistuotto oli osakkeen

arvonnousun ja osingon kanssa yhteensä 13,3 % vuonna 2015, 13,1 % vuonna 2016 ja 27,1 % vuonna 2017. Myös operatiivinen tulos, osakekohtainen NAV ja osakekohtainen osinko ovat kasvaneet yhtiön strategian mukaisesti. Edelleen vuodelta 2017 maksettava hallituksen osinkoehdotus 0,21 euroa per osake vastaa noin 3,0 prosentin osinkotuottoa osakkeen nykyiselle markkinahinnalle (6,95 euroa).

## Merkittävä kasvutavoite

Yhtiö tavoittelee nettovarallisuuden ja osakekohtaisen nettovarallisuuden kasvua. Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on kasvattaa liiketoimintaa siten, että EPRA:n mukainen nettovarallisuus (NAV) on 100 MEUR. Kasvutavoite on merkittävä, sillä yhtiön nettovarallisuus oli vuoden 2017 lopussa noin 48 MEUR. Kasvu edellyttää merkittäviä investointeja ja yhtiö tarvitsee näkemysksemme mukaan lähivuosina sekä vierasta, että omaa pääomaa yltääkseen siihen. Vuosina 2015-2017 Investors House teki asuntohankintoja ja yrityskauppoja suunnatuilla osakeanneilla. Käytännössä sijoittajat tekivät apporttisijoituksia yhtiöön ja saivat siitä vastineeksi yhtiön osakkeita.

Arviomme mukaan Investors House tulee jatkamaan kasvun rahoittamista suunnatuilla aneilla ja apporttisijoituksilla. Käsityksemme mukaan yhtiö on kartoittanut useita sijoittajia valmiiksi, jotka ovat valmiita tekemään sijoituksia Investors Houseen ja/tai konsolidoimaan kiinteistöyhtiönsä Investors Housen kanssa. Arviomme mukaan yhtiön vieraan pääoman rahoittajat tukevat myös tätä strategiaa. Arviomme mukaan yhtiön rahoituksen edellytykset kasvustrategialle ovat hyvät.

Kasvu on Investors Houselle perusteltua, sillä yhtiön kulut ovat arviomme mukaan skaalautuvia, eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Edelleen kasvu parantaa Investors Housen kiinteistöportfolion maantieteellistä ja kohdekohtaista hajautusta ja laskee siten yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Sijoittajien näkökulmasta suunnatut annit ovat järkeviä, mikäli ne tapahtuvat järkevään hintaan ja parantavat yhtiön osakekohtaisia tunnuslukuja. Vuosina 2015-2017 Investors Housen kasvu suunnatuilla aneilla paransi osakekohtaista nettovarallisuutta ja kasvu näillä aneilla oli siten mielestämme perusteltua.

## Rahoitus- ja suojausstrategia

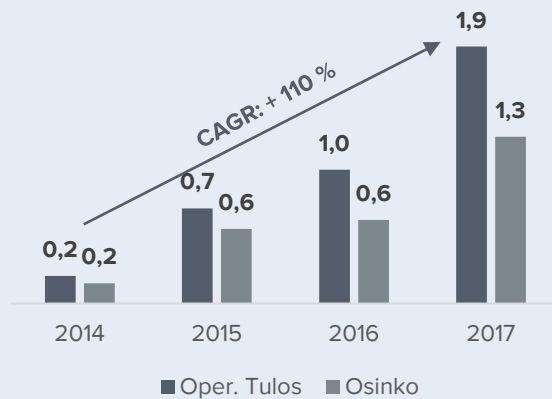
Rahoitusriskien hallitsemiseksi Investors House pyrkii pitämään omavaraisuusasteen vähintään 45 prosentissa sekä suojaamaan lainat koronnousua vastaan 50-100 prosenttisesti. Yhtiöllä on arviomme mukaan rahoituksen suhteen liikkumavaraa, sillä sen omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa suhteellisen vahva noin 61 % ja lainojen suojausaste oli noin 60 %.

# Investors Housen strategiset tavoitteet

## Kasvava operatiivinen tulos ja osinko

Operatiivisesta tuloksesta jaetaan 50-90 % osinkoina ja osinkotuottotavoite on 3-5 %

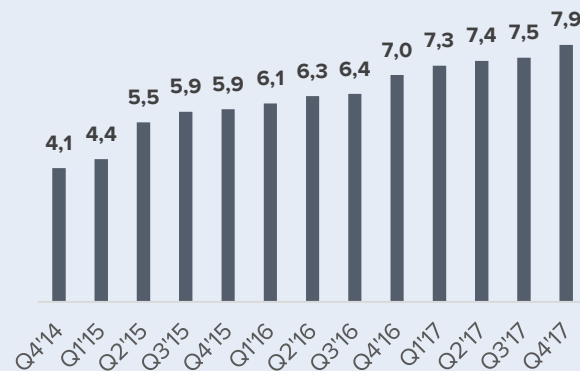
Oper. Tulos ja osinko



## Omistaja-arvon kasvattaminen

Osakekohtaisen NAV:in kasvattaminen aktiivisella arvonkehityksellä

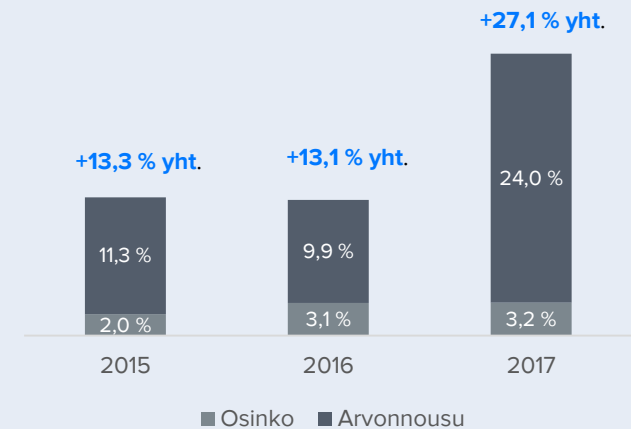
EPRA NAV per osake (euroa)



## Sijoittajille 10%:n kokonaistuotto

Vähintään 10 %:n kokonaistuotto osingoista ja arvonnoususta

Osakkeen kokonaistuotto-%\*



\*Osinkotuotto on laskettu vuoden lopun päättävälle osakekurssille ja vuoden aikana maksetulle osingolle

# Historiallinen suorituskyky

## Kolmen vuoden vertailukelpoinen track-record

Vuodet 2015-2017 olivat Investors Houselle toiminnan uudelleensuuntaamisen ja ylösajon aikaa ja nykyinen Investors House on hyvin erilainen yhtiö kuin vanha SSK. Vuoden 2015 alussa yhtiö omisti vain kaksi Porissa sijaitsevaa liikekiinteistöä, joiden arvo oli noin 7 MEUR. Joulukuussa 2017 kiinteistöportfolio oli kasvanut (Osakkuusyhtiö Orava huomioiden) noin 71 MEUR:oon. Voimakas kasvu ja uudistunut liiketoimintamalli vaikeuttavat osaltaan yhtiön taloudellisen suorituskyvyn arviointia. Lisäksi yhtiö siirtyi IFRS-raportointiin vuonna 2015, minkä johdosta vanhemmat tilinpäätösluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia uusien tilinpäätösten kanssa.

Uusi toimitusjohtaja ja hallitus aloittivat työnsä tammikuussa 2015, joten heillä on nyt esittää reilun kolmen vuoden pituinen track-record. Arviomme mukaan tähänastiset näytöt ovat hyviä, sillä yhtiö on voimakkaasta kasvusta ja suunnatuista anneista huolimatta pystynyt kasvattamaan kassavirtaperusteista operatiivista tulosta ja osakekohtaista NAV:ia, mitkä ovat mielestämme tärkeimpiä osoituksia omistaja-arvon kasvattamisesta. Yhtiön tekemät hankinnat vuosina 2015-2017 olivat arviomme mukaan liiketaloudellisesti järkeviä kohteita, joiden tuottotaso on ollut hyvä. Edelleen yhtiö on aktiivisella omistajuudella kasvattanut kiinteistöjen arvoa. Näiden ohella Investors House on operoinut ja kasvattanut hyvin kannattavaa Management-liiketoimintaa.

## Vuokraustoiminta ja Management

Arviomme mukaan Investors Housen

sijoitussalkun tuottotaso on asuntosijoitusyhtiöksi keskimääräistä korkeampi etenkin huomioiden yhtiön voimakas kasvu. Yhtiön sijoitussalkun nettotuottoaste oli vuoden 2017 lopussa 5,6 %, kun Suomen kiinteistösijoitusten keskimääräinen nettotuotto oli vuonna 2017 KTI:n mukaan 5,4 %. Korkean tuottotason taustalla ovat arviomme mukaan yhtiön Management-liiketoiminnot, sekä kaupalliset kiinteistöt, jotka tuottavat asuntoja korkeampaa tuottoa. Yhtiön taloudellinen vuokrausaste oli vuoden 2017 lopussa 92 %, mikä on arviomme mukaan kohtuullinen taso.

Management -liiketoiminta on ollut Investors Houselle hyvin kannattavaa ja kasvu on ollut vahvaa. Sen liikevaihto yli kaksinkertaistui vuonna 2017 noin 1418 TEUR:oon (2016: 541 TEUR) ja liikevoitto saavutti noin 501 TEUR eli EBIT-marginaali oli noin 35 % (2016: 59 %). Yhtiön kasvupanostusten takia Management-liiketoiminnan kasvu tulee arviomme mukaan myös jatkumaan vahvana lähivuodet.

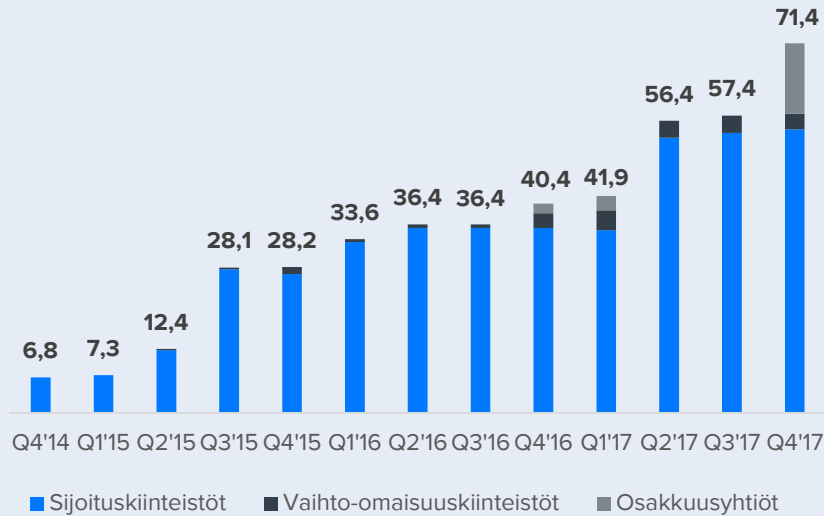
## Aktiivinen arvonkehitys

Investors House teki useita hankintoja ja järjestelyjä vuosien 2015-2017 aikana, jotka arviomme mukaan tuottivat lisäarvoa osakkeenomistajille ja kasvattivat osakekohtaista NAV:ia. Yksittäiset järjestelyt olivat suhteellisen pieniä, mutta yhdessä ne muodostivat yhtiölle merkittävän tuoton. Lisäksi ne ovat mielestämme konkreettisia todisteita ja osoituksia Investors Housen kyvystä kasvattaa omistaja-arvoa aktiivisella omistajuudella. Vuosina 2016-2017 järjestelyt olivat mm. seuraavia:

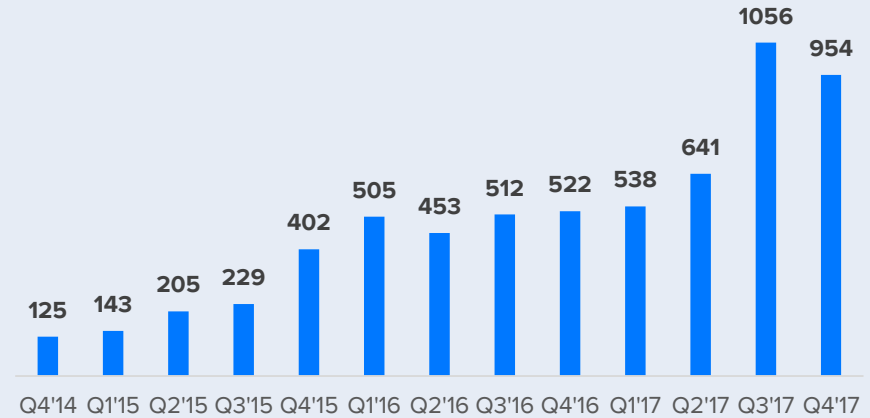
- **Järvenpään kohteen osto ja myynti.** Investors House hankki lokakuussa 2016 kerrostalon Järvenpäästä 2,0 MEUR:illa. Yhtiö vuokrasi tämän jälkeen tyhjänä olevat huoneistot, yhtiöitti kiinteistön asunto-osakeyhtiöksi, myi tontin pois, neuvotteli asunto-osakeyhtiön rahoituksen ja myi tämän jälkeen kohteen pois vuonna 2017. Voittoa muodostui Inderesin arvion mukaan noin 220 TEUR eli noin 11 % kohteen hankintahinnasta.
- **Lahden asuntojen hankinta.** Yhtiö kertoi hankkineensa marraskuussa 2016 yhteensä 15 asuntoa Lahden ydinkeskustasta noin 3,4 MEUR:n vellattomalla hinnalla, mikä vastaa noin 3571 euron keskineliöhintaa. Yhtiön tarkoituksena on pääosin myydä huoneistot omistusasunnoiksi ja yksityisille sijoittajille. Arviomme mukaan yhtiö sai hankittua huoneistot alihintaan ja arviomme niiden myyntihinnan asettuvan noin 4000 euroa per neliö pintaan, jolloin voitoksi muodostuisi noin 0,4 MEUR eli noin 12 %.
- **Skinnarin kampuksen hankinta.** IH hankki marraskuussa 2016 Technopoliksen Lappeenrannan Skinnarinan toimistokampuksen 30 %:n osuuden ja koko kampuksen palveluliiketoiminnan sekä kaikki kampuksen managerointisopimukset. Myöhemmin toukokuussa 2017 yhtiö osti loput 70 % itselleen. IH nosti kampuksen vuokrausastetta 85,9 %:ista 88,1 %:iin 2017 loppuun mennessä. Kauppahinta oli noin 17 MEUR ja kampus oli vuoden 2017 lopussa arvostettu yhtiön taseessa 20 MEUR:n arvosta eli voittoa muodostui noin 3 MEUR eli 18 % hankintahinnalle.

# Historiallinen suorituskyky

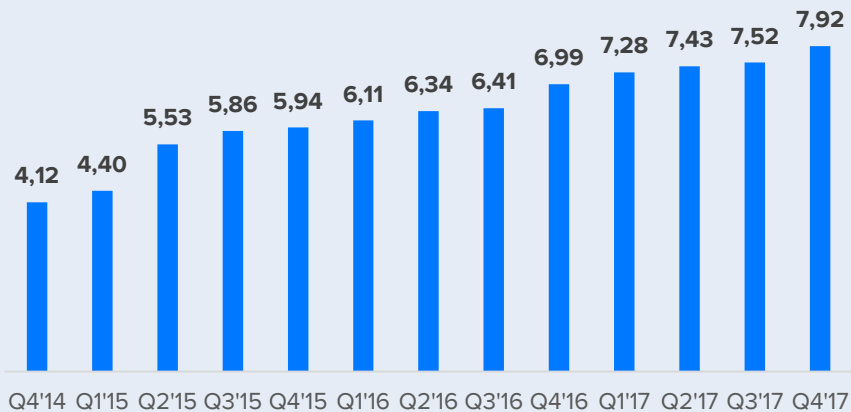
Kiinteistöportfolion arvo (MEUR)



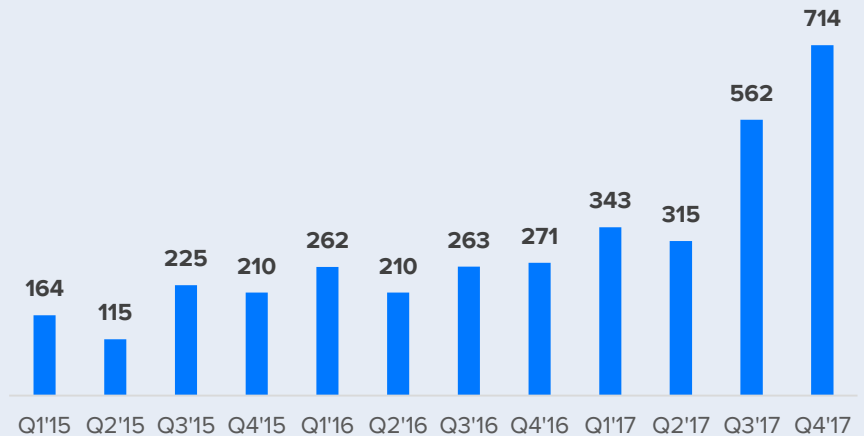
Nettotuotot (TEUR)



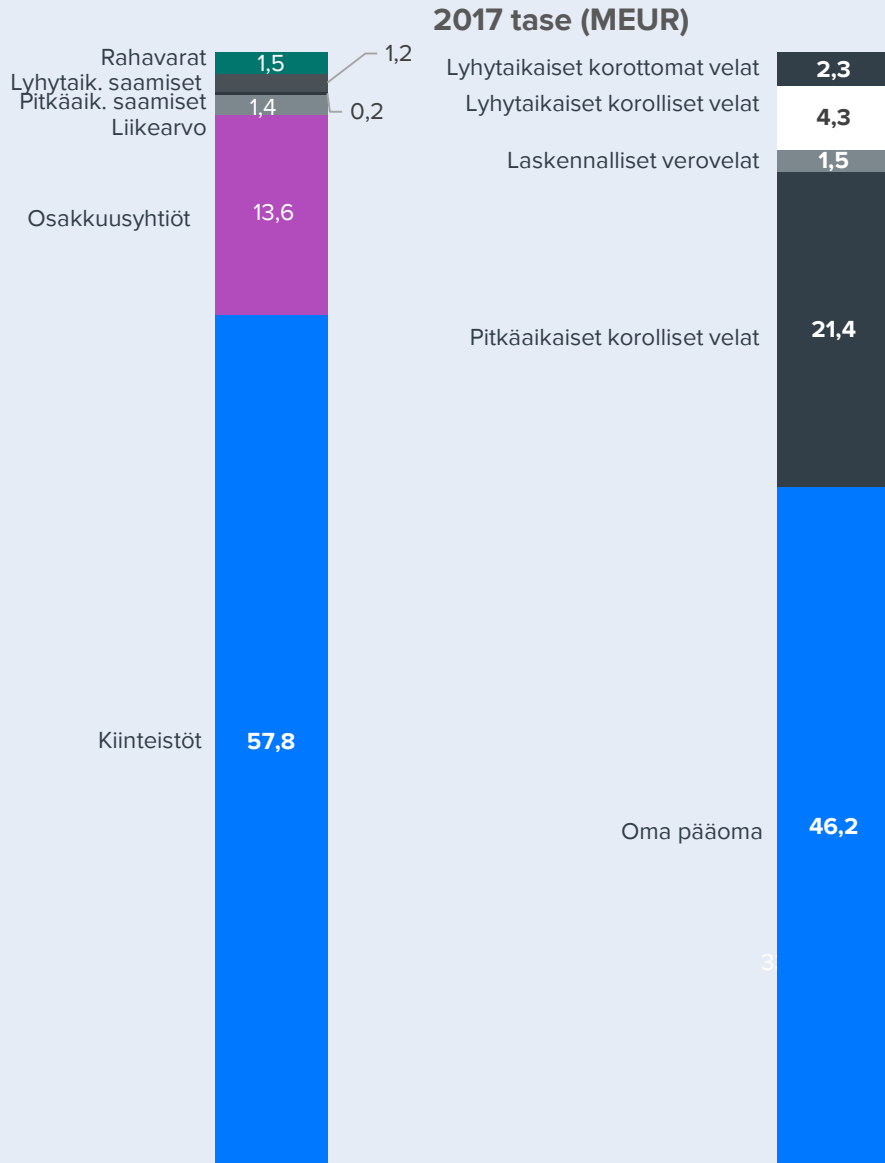
EPRA NAV per osake (euroa)



Operatiivinen tulos (TEUR)

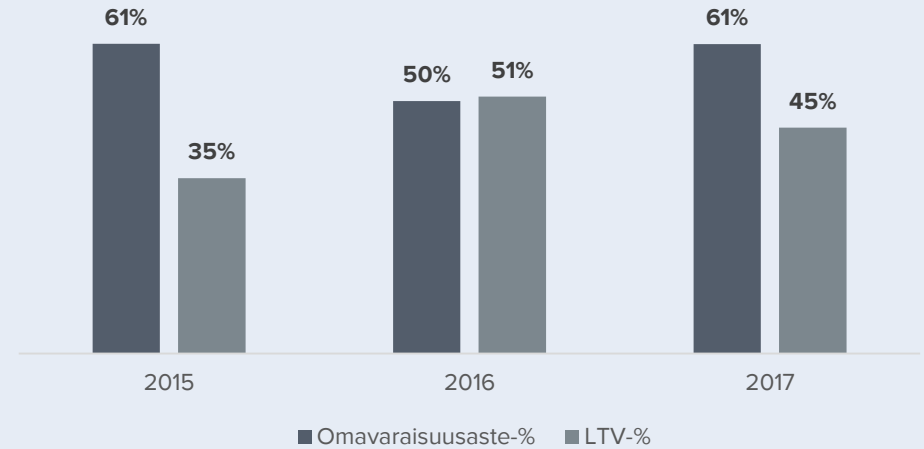


# Taloudellinen tilanne

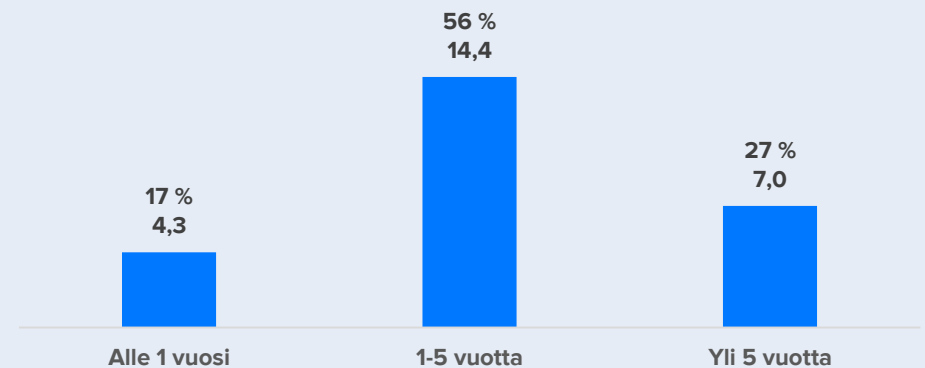


Lähde: Inderes

## Omavaraisuusaste-% ja LTV-%



## Lainojen maturiteetti 31.12.2017 (MEUR)





# Ennusteet 1/6

## Odotamme yhtiön yltävän vuosittain 10 %:n kokonaistuottoon vuosina 2018-2020

Investors Housen ennusteemme perustuvat yhtiön kiinteistöportfolion strategian mukaiseen kasvuun, Management-liiketoiminnan rahastoliiketoimintojen voimakkaaseen kasvuun sekä lievästi skaalautuvaan kulumakentteeseen. Ennustamme yhtiön kiinteistöportfolion kasvavan vuoden 2017 noin 58 miljoonasta eurosta noin 110 miljoonaan euroon vuoteen 2020 mennessä ja osakekohtaisen nettovarallisuuden eli NAV:in per osake kasvavan vuoden 2017 n. 7,9 eurosta 10,1 euroon vuonna 2020. Ennusteissamme yhtiö yltää tavoittelemansa vuotuisen 10 % osakkeen kokonaistuottoon vuosina 2018-2020.

## Kasvava operatiivinen tulos ja osinko

Ennustemallissamme Investors Housen liikevaihto kasvaa vuoden 2017 6,4 MEUR:sta 13,5 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä. Yhtiön kassavirtapohjainen operatiivinen tulos on selvästi positiivinen ja nouseva. Edelleen yhtiö pystyy arviomme mukaan maksamaan keskimäärin 3 %:n osinkotuoton nettovarallisuudelle pitkällä aikavälillä maltillisella 50 %:n osingonjakosuhteella operatiivisesta tuloksesta. Osinko on ennusteissamme nouseva vuosina 2018-2020.

IH kertoi Q4'17-raportissa arvioivansa, että on olemassa edellytykset vuoden 2018 operatiivisen tuloksen (EPRA) säilymiselle vähintään vuoden 2017 tasolla. IH on perinteisesti ollut konservatiivinen ohjeistaja ja mielestämme ohjeistus on hyvin varovainen. Odotamme itse 2018 operatiivisen tuloksen kasvavan noin 42 %. Käsittelemme seuraavaksi sivuilla 25-31 ennusteiden taustalla olevia oletuksia.

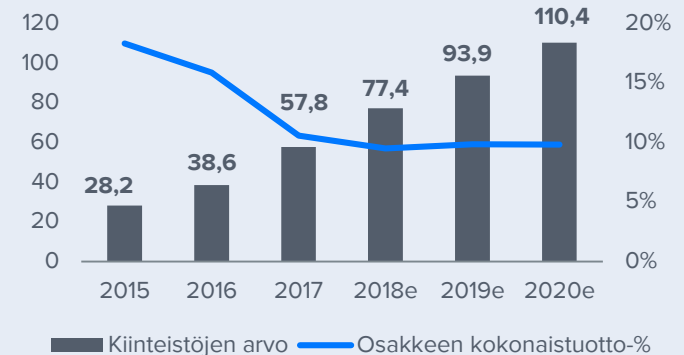
## Kiinteistöportfolion kasvu

Yhtiö tavoittelee NAV:in kasvattamista keskipitkällä aikavälillä noin 100 MEUR:oon vuoden 2017 noin 48 MEUR:sta. Kasvu aiotaan rahoittaa strategian mukaisesti suunnatuilla anneilla, konsolidoinneilla ja yritysjärjestelyillä. Ennustemallimme eivät kuitenkaan sisällä suunnattuja anteja, vaan ennusteissamme yhtiö rahoittaa kasvunsa kokonaan tulorahoituksella ja vieraalla pääomalla. Yhtiön liiketoiminta tai osingot eivät arviomme mukaan ole riippuvaisia osakeanneista, sillä kassavirta on positiivista ja se riittää itsessään osingon maksuun ja maltilliseen kasvuun. Suuremmat kasvuloikat vaativat kuitenkin oman pääoman keräämistä tai apporttisijoituksina hankittuja kiinteistöjä tai sijoituksia.

Arvioimme Investors Housen pystyvän tekemään ilman oman pääoman keräämistä noin 20 MEUR:n bruttoinvestoinnit vuonna 2018 ja noin 15 MEUR:n vuotuiset bruttoinvestoinnit vuosina 2019-2020. Ennustamme yhtiön saavuttavan näistä hankinnoista 10-13 %:n katteen hankintahintaan eli IH saavuttaa 1,5-2,6 MEUR:n vuotuiset käyvän arvon muutokset lähivuosina. Näiden investointien myötä yhtiön velkaantuneisuusaste (LTV-%) nousee noin 59 %:iin (Q4'17: 45 %), mikä pitäisi arviomme mukaan olla mahdollinen taso yhtiölle.

Ennustemallissamme investoinnit tehdään asuinkiinteistöihin, minkä takia yhtiön kiinteistöjen keskimääräinen nettovuokratuotto-% laskee ennusteissamme vuoden 2018 noin 5,9 prosentista noin 5,1 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä, sillä korkeampituottoisten kaupallisten kiinteistöjen suhteellinen osuus pienenee.

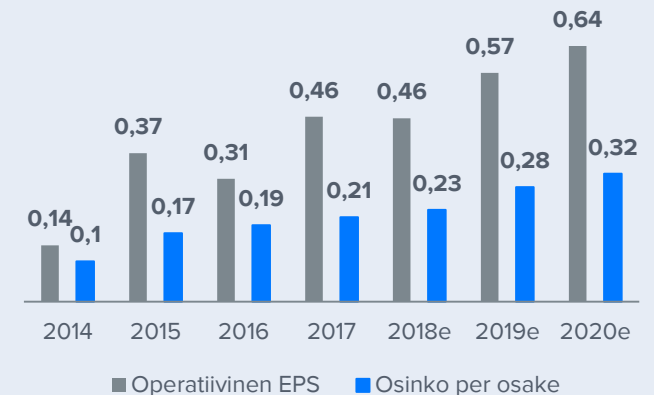
## Kiinteistöportfolion arvo ja osakkeen vuotuinen kokonaistuotto-%\*



Lähde: Inderes

\*Ei sisällä osakkuusyhtiö Orava Asuntorahastoa

## Operatiivinen EPRA tulos ja osinko (euroa per osake)



Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/6

## Asuntoportfolio

Investors Housen (IH) asuntojen nettovuokratuotot ovat suhteellisen hyvin ennustettavissa, sillä asuntokohteet sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla sekä kasvukeskuksissa eli niiden vuokrattavuus on hyvä. Lisäksi kohteet ovat suhteellisen uusia ja ne on pääosin rakennettu tai peruskorjattu vuoden 1990 jälkeen. Ennustamme yhtiön asuntojen keskimääräisten neliövuokrien ja hoitokulujen nousevan lähivuosina noin 1,5 % vuodessa inflaation mukana ja vuokrausasteen säilyvän vakaana noin 95 %:n tasolla.

## Antintori

Kiinteistö Oy Antintorista merkittävin osa (noin 80 %) tiloista on vuokrattu vuoden 2025 loppuun asti voimassaolevalla, osittain hotellin liikevaihtoon sidotulla vuokrasopimuksella. Muu osuus eli noin 20 % tiloista on pääosin toimistotilaa ja nämä tilat ovat toistaiseksi voimassaolevia vuokrasopimuksia. Kohteen vuokrausaste oli vuoden 2017 lopussa täydet 100 %. Ennustamme kohteen vuokrausasteen säilyvän lähivuosina 100 %:ssa ja keskineliövuokrien ja hoitokulujen nousevan noin 1,5 %:n vuosivauhtia inflaation mukana.

## IVH -Kampus

IVH -Kampuksella vuokrasopimukset ovat pääosin toistaiseksi voimassa olevia ja kampuksen vuokrausaste oli vuoden 2017 lopussa noin 88,1%. Realian vuoden 2017 arviokirjan perusteella kolme suurinta vuokralaista (Senaatti-Kiinteistöt, Tieto Oyj sekä Saimaan talous ja tieto Oy) vastasivat noin 1/3 kampuksen vuotuisista vuokratuotoista ja kaikkien näiden kanssa on toistaiseksi

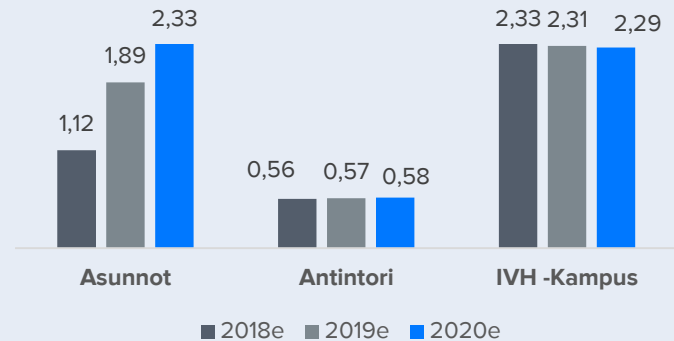
voimassaolevat vuokrasopimukset. Inderesin tietojen perusteella ainakin puolet Senaatti-Kiinteistöjen tiloista (käräjäoikeus) on vuokralaiselle väliaikaistilaa ja tämä tila tullaan irtisanomaan vuoteen 2019 mennessä.

Kampuksen lähivuosien vuokrausasteeseen sisältyy mielestämme mm. näiden sopimusten osalta epävarmuutta ja ennustamme kampuksen vuokrausasteen laskevan noin 82 %:iin vuonna 2018 ja säilyvän tällä tasolla keskipitkällä aikavälillä. IH:lla on arviomme mukaan edellytykset nostaa vuokrausaste lähivuosina myös selvästi tätä korkeammaksi ja olemme käsitelleet tämän vaikutusta yhtiön arvoon herkkyyksianalyyseissä. Emme varovaisuuden takia ennusta kampuksen nykyisiin neliövuokratasoihin nousua lähivuodet mm. Senaatti-Kiinteistöjen sopimuksen päättymisen takia.

## Tuottovaatimukset

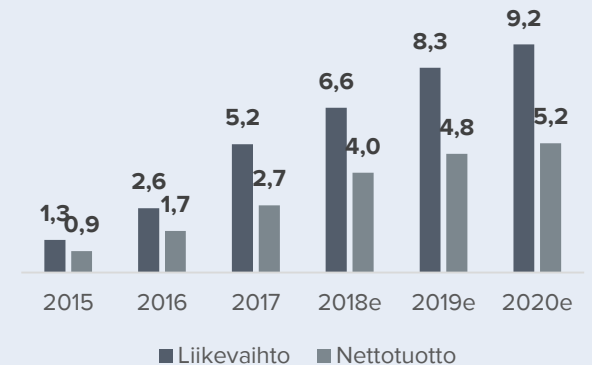
IH:n kaupalliset kiinteistöt Antintori ja IVH – Kampus olivat arvostettu vuoden 2017 lopussa suhteellisen korkeilla tuottovaatimuksilla (Inderesin 2018 ennusteilla 7,4-11,6 %). Suomen kiinteistösijoitusmarkkinat käyvät tällä hetkellä kuumina ja erityisesti kansainvälisten sijoittajien mielenkiinto Suomea kohtaan on suurta. Tämän takia pidämme mahdollisena, että nämä tuottovaatimukset tulevat lähivuosina laskemaan, mikä toteutuessaan nostaisi näiden kiinteistöjen laskennallista arvoa. Olemme käsitelleet tätä tuottovaatimuksen laskua herkkyyksianalyyseissä. Perusskenaariossamme tuottovaatimusten lasku ei kuitenkaan sisälly IH:n ennusteisiimme ja näemme tuottovaatimusten laskun sijoittajien kannalta lähinnä optiona.

## Kiinteistöjen ennustettu nettovuokratuotto (MEUR)



Lähde: Inderes

## Kiinteistöjen liikevaihto ja nettotuotto (MEUR)



Lähde: Inderes

# Ennusteet 3/6

## Kiinteät kulut

Investors Housen kiinteät kulut koostuvat myynnin ja markkinoinnin kuluista, hallinnon kuluista sekä liiketoiminnan muista kuluista. Nämä kulut olivat 0,9 MEUR vuonna 2017. Arviomme mukaan merkittävimpiä kuluja ovat henkilöstökulut, jotka vastasivat vuonna 2017 noin kolmannesta kiinteistä kuluista. Odotamme kiinteiden kulujen olevan vuosina 2018-2019 noin 1,0 MEUR ja odotamme niiden kasvavan noin 5 %:n vuosivauhdilla keskipitkällä aikavälillä.

Yhtiön organisaatorakenne on osittain ulkoistettu ja yhtiö pystyy arviomme mukaan kasvattamaan nykyistä kiinteistöportfoliotaan ja Management-liiketoimintaansa ilman merkittäviä paineita konsernin kiinteisiin kuluihin. Sijoittajien näkökulmasta kiinteät kulut siis skaalautuvat eli eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen ja tuloksetekokykyyn pitkällä aikavälillä ja tämä erottaa yhtiön mm. asuntorahastoista, joiden hallinnon kulut veloitetaan tyypillisesti tietyllä prosentiosuudella kiinteistöportfolion tai NAV:in arvosta.

## Rahoituskulut

Investors Houselle oli korollista velkaa 31.12.2017 yhteensä noin 25,7 miljoonaa euroa, mikä vastasi vahvaa noin 61 %:n omavaraisuusastetta ja noin 45 %:n velkaantuneisuusastetta (Loan-To-Value, LTV-%). Yhtiöllä on taseensa puolesta arviomme mukaan selvää liikkumavaraa mahdollisia kiinteistöhankintoja varten. Vieras pääoma koostuu pääosin pankkilainoista ja taloyhtiöiden yhtiölainoista. Lainojen keskiporko on arviomme mukaan vuonna 2017 suhteellisen pieni noin 1,9 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö

pyrkii suojaamaan lainat koronnousua vastaan vähintään 50 prosenttisesti ja tämänhetkiset korkosuojaukset ulottuvat vuoteen 2022 asti. Suojausaste oli 2017 lopussa 60 %. Lainojen maturiteetti on noin 10 vuotta. Ennustemallissa odotamme yhtiön vieraan pääoman korkojen olevan 2,4 % vuonna 2018 ja säilyvän tämän jälkeen noin 3 %:n tasolla.

## Verot

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että vaikka Investors House maksaa Suomen lainsäädännön mukaisesti normaalin yhteisöveron (20 %), sen todellinen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu kahdesta syystä. Ensinnäkin, yhtiön kiinteistö tarjoavat verotukseen poistoja, mitkä laskevat verotettavaa tulosta ja siten maksettavia veroja. Asuin- ja toimistokiinteistöistä voi poistaa 4 % vuosittain ja tietyissä kaupallisissa kiinteistöistä 7 %. Näiden lisäksi rakennusten aineosia ja koneita voi poistaa tietyissä tilanteissa 25 % vuosittain. Nämä poistot eivät kokonaisuutena näy Investors Housen IFRS-tilinpäätöksissä, mutta yhtiö voi soveltaa niitä verotukseen.

Toiseksi, yhtiö voi hyödyntää yhtiölainojen lyhennysten tuloutuksen verovähennysoikeutta omistamiensa kiinteistöosakeyhtiöiden verotuksessa ja siten vähentää kokonaisverorasitetta. Poistojen ja yhtiölainojen tuloutusten ansiosta Investors Housen operatiivisen tuloksen vuotuinen efektiivinen veroprosentti oli vuosina 2016-2017 noin 11-12 %. Ennustemallissamme oletamme, että yhtiö pystyy myös jatkossa hyödyntämään poistoja ja yhtiölainoja Suomen lainsäädännön puitteissa, jolloin efektiivinen veroprosentti on pitkällä aikavälillä arviomme mukaan 12 %.

## Kiinteät hallinnon kulut (MEUR)



Lähde: Inderes

# Ennusteet 4/6

## Dividend House on yksi keskeinen arvoajuri

Näkemyksemme mukaan Investors Housen yksi arvoajuri on tällä hetkellä rahastoyhtiö Dividend House (DH) ja erityisesti sen tulevien kiinteistörahastojen menestys. IH:lla on arviomme mukaan edellytykset moninkertaistaa Dividend Housen nykyisten rahastojen kokoluokka kiinteistörahastojen avulla ja tällä olisi toteutuessaan huomattava vaikutus IH:n tulokseen ja osakkeen arvoon.

## Osakerahastot

Dividend Housen hallinnoitava varallisuus (AUM) kasvoi vuonna 2017 39 MEUR:sta noin 53 MEUR:oon eli lähes 40 %. Investors Housen tavoitteena on vauhdittaa kasvua mm. myymällä DH:n nykyisiä rahastoja OVV-ketjun noin 10 000 asiakkaalle. Pidämme todennäköisenä, että osakerahastojen AUM:in kasvu tulee jatkumaan kasvupanostuksista johtuen vahvana kuluvana vuonna ja ensi vuonna ja AUM saavuttaa ennusteissamme 75 MEUR vuonna 2018 ja 85 MEUR vuonna 2019. Tämän jälkeen vuotuinen AUM:in kasvu hiipuu noin 5-6 %:iin. Ennustamme osakerahastojen keskimääräisen merkintäpalkkion olevan 1,0 % ja vuotuisen hallinnointipalkkion 1,5 %.

## Kiinteistörahastot

Investors House on aikaisemmin kertonut, että Dividend House (DH) tulee hakemaan AIFM-toimilupaa ja tarkoitus on laajentaa sen toimintaa vaihtoehtoisrahastoihin. Pidämme hyvin todennäköisenä, että DH tulee heti toimiluvan saatuaan lanseeraamaan ensimmäisen kiinteistörahaston ja olemme arvioineet tämän tapahtuvan vuoden 2018 lopussa. Ennustamme kiinteistörahaston euromääräiseksi kooksi noin 70 MEUR (GAV) ja arviomme sen operoivan 50

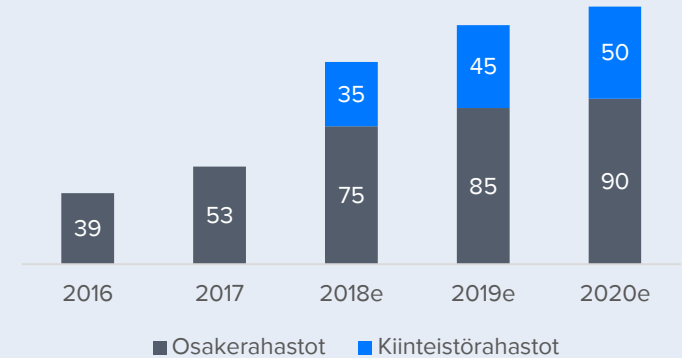
%:n velkaantuneisuusasteella (LTV-%). Olemme arvioineet rahaston merkintäpalkkion olevan noin 2 % AUM:ista ja vuotuisen hallinnointipalkkion noin 1,5 % käyvästä arvosta (GAV). Ennusteissamme IH tulee saavuttamaan 0,5 MEUR:n merkintäpalkkion vuonna 2018 rahaston ylösajosta, jonka se kirjaa Investors House:n tulokseen. Vuoden 2018 ennusteeseemme ei sisälly kiinteistörahastosta hallinnointipalkkioita. Odotamme DH:n liikevoiton jäävän kasvupanostuksista johtuen nollassolle vuonna 2018.

Vuonna 2019 ja siitä eteenpäin arviomme kiinteistörahaston uusien merkintäpalkkioiden jakautuvan 50/50 osuudella DH:n oman myynnin ja ulkopuolisten myyjien kesken. Korostamme, että ennusteisiimme liittyy epävarmuutta ja ennustamamme palkkiotasot ovat arvioita. Pidämme kuitenkin rahaston ylösajon onnistumista todennäköisenä, sillä Investors House on historiansa aikana kehittänyt sijoittajille yhteensä 7 kiinteistörahastoa ja sen edellytykset kiinteistörahaston luomiseen nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa ovat arviomme mukaan lähtökohtaisesti hyvät. Ennusteissamme DH:n liikevaihto saavuttaa 2,5 MEUR vuonna 2019 ja liikevoitto on 1,6 MEUR.

## Kiinteistörahastojen kasvu vuosina 2020-2024

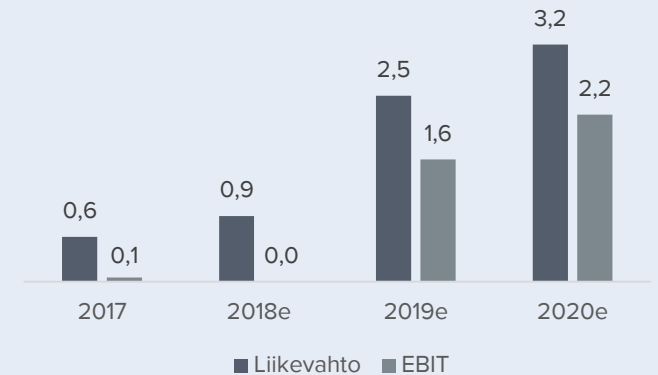
Yhtiön johto on viestinyt vahvasta kasvuhallusta ja pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee lanseeraamaan lisää uusia kiinteistörahastoja mikäli se onnistuu ensimmäisen rahaston ylösajossa. Ennusteissamme yhtiön kiinteistörahastojen hallinnoitava varallisuus kasvaa vuosittain keskimäärin 6 % 2020-2024. Keskeisin epävarmuustekijä ennusteidemme taustalla on arviomme mukaan nykyisen suotuisan markkinatilanteen jatkuminen.

## Dividend Housen hallinnoitava varallisuus, AUM (MEUR)



Lähde: Inderes

## Dividend Housen liikevaihto ja EBIT



Lähde: Inderes

# Ennusteet 5/6

## Muut Management-liiketoiminnot

IH ei ole eritellyt tarkasti sen Management-liiketoiminnan eri tuotokomponenttien liikevaihto- ja kannattavuustasoa, mutta ne on mahdollista päätellä historiallisten tilinpäätöstietojen perusteella. Näiden liiketoimintojen rooli tulee yhtiön rahastojen ennustamme kasvun myötä laskemaan, mutta ne tarjoavat jatkuvaa kassavirtaa ja OVV-kejun osalta näemme myös pientä kasvupotentiaalia.

## IVH -Kampuksen palveluliiketoiminta ja managerointi

IVH -Kampuksen palveluliiketoiminta perustuu kampuksen aikaisemman omistajan Technopoliksen konseptiin ja se käsittää mm. aulapalvelut, siivouksen ja catering-toiminnot. Lisäksi kampuksen managerointi käsittää sen vuokralaishallinnon. Arvioimme tämän liiketoiminnan vuoden 2017 liikevaihdon olleen noin 0,56 MEUR ja käyttökateen noin 0,11 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Liiketoiminta on arvioimme mukaan suhteellisen vakaata ja ennustamme sen liikevaihdon kasvavan 1,0 % vuodessa lähivuosina ja kannattavuuden säilyvän 20 %:n EBIT-% tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

## Investors House Oy:n asuntomanagement

Investors House Oy:n kiinteistösijoituskohteiden hallinnointisopimukset ovat käsityksemme mukaan pitkäaikaisia sopimuksia ja olemme arvioineet näiden vuotuisen liikevaihdon ja liikevoiton olevan noin 0,14 MEUR vuodessa ilman kertaluonteisia tuottopalkkioita. Ennustamme tämän liikevoiton tason säilyvän ennallaan koko ennusteperiodimme ajan.

## OVV Asuntopalvelut -ketju

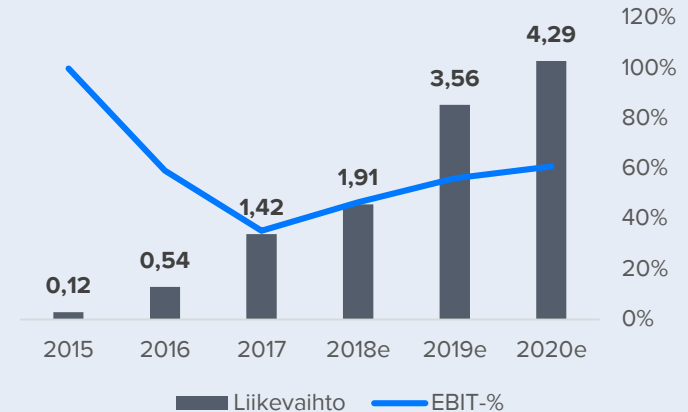
OVV-ketjun välittämien vuokrasopimusten määrä kasvoi 5 % vuonna 2016 ja 8 % vuonna 2017. Tämän lisäksi OVV:n asuntosijoittajille sunnattut kokonaispalvelut kasvoivat 21 % vuonna 2017. Ketju tavoittelee laajentumista vuonna 2018 erityisesti pääkaupunkiseudulla ja pidämme todennäköisenä, että sen kasvu tulee jatkumaan lähivuosina erityisesti asuntosijoittajille suunnattujen palveluiden kysynnän kasvun myötä. IH:n tavoitteena on myydä OVV:n palveluita Dividend Housen noin 1000 asiakkaalle ja tämän lisäksi sillä on valmisteilla digitaalinen kauppapaikka sijoitusasunnoille, joka julkaistaan arviolta H1'18 aikana.

Arvioimme OVV:n 2017 liikevaihdon IH:lle (Franchising-maksut ja palkkiot) olleen noin 0,32 MEUR ja liikevoiton noin 0,1 MEUR. Ennustamme IH:n pystyvän kasvattamaan kasvupanostuksista johtuen tämän liiketoiminnan liikevaihtoa noin 10 % vuosittain lähivuosina ja vuotuisen kasvun tasaantuvan noin 3 %:in pitkällä aikavälillä. Ennustamme kannattavuuden säilyvän 2017 tasolla koko ennusteperiodimme ajan.

## Management kasvaa voimakkaasti lähivuosina

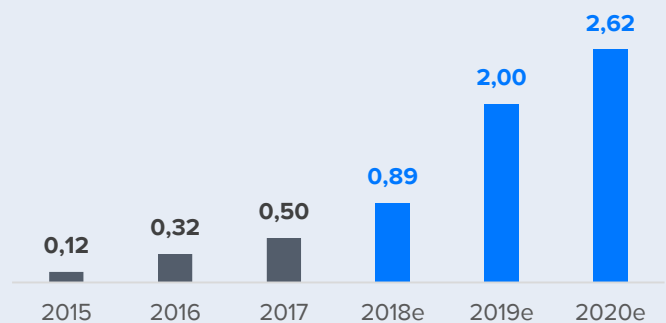
Edellisten oletusten pohjalta IH:n management-liiketoiminnan liikevaihto kasvaa 3,6 MEUR:oon vuoteen 2019 mennessä ja liikevoitto saavuttaa 2,0 MEUR eli 56 %:iin liikevaihdosta vuonna 2019. Keskeisin Managementin kasvuun vaikuttava tekijä on ennustamamme uusi 70 MEUR:n kiinteistörahasto ja mikäli yhtiö epäonnistuisi sen lanseerauksessa tulisi liikevoitto jäämään selvästi ennustamamme tason alapuolelle.

## Management-liiketoiminnan liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%



Lähde: Investors House, ennusteet Inderes

## Management-liiketoiminnan EBIT (MEUR)



Lähde: Investors House, ennusteet Inderes

# Ennusteet 6/6

## Orava Asuntorahasto

Pidämme todennäköisenä, että IH tulee toteuttamaan vuosina 2018-2019 merkittäviä rakenne- ja strategiamuutoksia sen 25,2 % omistamassa Orava Asuntorahastossa, joiden myötä Oravan fokus operatiivisen tuloksen kehitykseen kasvaa, markkinoiden luottamus vahvistuu ja Oravan osakkeen taseperusteisesti matala arvostustaso vähitellen korjaantuu. Orava tarjoaa näkemyksemme mukaan selvää tuottopotentiaalia IH:lle lähivuosina, sillä olemme määrittäneet Oravan osakkeen käyväksi arvoksi 6,0 euroa (18.4.2018 osake 5,30 euroa). Pidämme myös tätä korkeampaa arvoa mahdollisena ja olemme käsitelleet tämän vaikutusta IH:n osakkeen arvoon herkkyyksianalyyssissämme.

## Oravan ongelmien taustalla useita tekijöitä

Oravan osake laski vuoden 2013 pörssilistautumisesta 10,3 eurosta noin 4,2 euroon elokuuhun 2017 mennessä. Kurssilaskun taustalla olivat arviomme mukaan mm. yhtiön tappiolliseksi käänntynyt tuloskehitys, heikentynyt tuotto-odotus sekä markkinoiden yleinen luottamuksen lasku yhtiön vahvasti asuntojen arvonnousuihin ja tukkualennuksiin nojaavaa liiketoimintamallia kohtaan.

## Muutokset Oravassa

IH julkaisi elokuussa 2017 vapaaehtoisen julkisen vaihtotarjouksen Oravasta, joka päättyi lokakuussa ja josta IH saavutti 25,2 %:n omistusosuuden Oravassa. Joulukuussa 2017 ylimääräisessä yhtiökokouksessa koko Oravan vanha hallitus erotettiin ja yhtiöön valittiin uusi hallitus, jonka puheenjohtajaksi valittiin IH:n

toimitusjohtaja Petri Roininen.

Uusi hallitus irtisanoi välittömästi Orava Rahastojen kanssa tehdyn hallinnointisopimuksen ja ryhtyi valmistelemaan uutta strategiaa Oravalle. Maaliskuussa 2018 Oravan uusi hallitus tiedotti, että Oravan rakenteen ja strategian muutokset ovat sen näkemyksen mukaan tarpeellisia ja rakennemuutoksista tullaan päättämään erikseen ylimääräisessä yhtiökokouksessa. Hallituksen mukaan Orava pyrkii ensisijaisesti keskittymään kannattavuuden parantamiseen.

## Ennusteet

IH on aikaisemmin vaihtotarjouksen yhteydessä kertonut tavoittelevansa 1,5-2,5 MEUR:n vuotuisia kustannus- ja tuottosynergioita Oravassa vuoteen 2019 mennessä. Ennustamme itse 1,5 MEUR:n operatiivisen tuloksen kasvua Oravassa vuodesta 2019 alkaen, mihin arviomme mukaan riittää Oravan myyntisalkun lakkauttaminen, hallinnon uudelleenjärjestely sekä rahoituksen uudelleenarvioinnin. Ennusteissamme Oravan operatiivinen tulos nousee vuodesta 2019 alkaen selvästi positiiviseksi ja vuotuinen oman pääoman tuotto nousee noin 7 %:iin (2017: -2,9). Tällä oman pääoman tuottotasolla ja arvioimallamme Oravan oman pääoman tuottovaatimuksella Oravan osakkeen käypä arvo on näkemyksemme mukaan noin 6,0 euroa per osake ja odotamme osakkeen korjaantuvan tälle tasolle vuoteen 2019 mennessä.

IH on kirjannut Oravan omistuksen taseessaan arvoon noin 5,6 euroa per osake perustuen sen omaan arvioon. Taso on selvästi alle Oravan kiinteistöjen arvoa omistajille heijastavan

osakekohtaisen NAV:in (Q4'17: 9,7 euroa), mikä tarkoittaa sitä, että Oravan tasearvossa IH:lle on runsaasti turvamarginaalia eikä IH:n tarvitse alaskirjata Oravan omistustaan ainakaan niin kauan kuin Oravan osakekohtainen NAV ei laske alle tämän tason. Esimerkiksi vaikka Orava tulee ennusteissamme tekemään kuluvana vuonna kiinteistöportfolioonsa ulkopuolisen arvioitsijan mukaisen 5,7 MEUR:n alaskirjauksen ja sen osakekohtainen NAV laskee ennusteissamme 9,1 euroon, tällä ei ole vaikutusta Oravan arvoon IH:n taseessa, koska omistuksen arvo on vain 5,6 euroa per osake taseessa eli selvästi tämän alapuolella.

IH kirjaa Oravan tuloksen 25,2 %:n omistusosuudella tuloslaskelmaansa kohtaan ”osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta” ja olemme sisällyttäneet viimeiset Oravan tulosta koskevat ennusteemme tälle riville. Oravalla on lähivuosina arviomme mukaan noin 0,4-1,7 MEUR:n vuotuinen positiivinen vaikutus IH:n tulokseen.

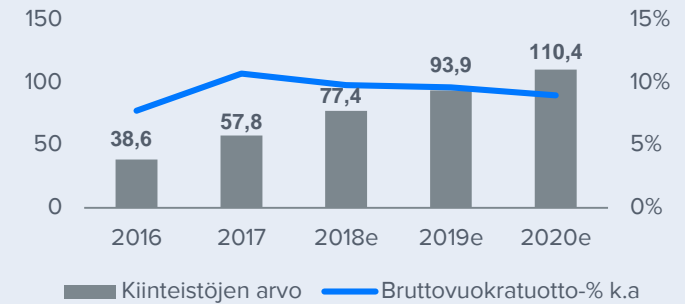
## IH saattaa myös myydä Oravan omistuksen

IH on aikaisemmin kertonut olevansa avoin kaikille omistaja-arvoa luoville strategisille vaihtoehdoille Oravan suhteen ja olevansa niiden suhteen pragmaattinen. IH on kuitenkin kertonut myös, ettei Oravasta tule IH:n hallinnoimaa rahastoa, vaan ensisijainen tarkoitus on muuttaa Oravan rakenne sijoitusyhtiöksi ja parantaa Oravan perusliiketoiminnan kannattavuutta. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että IH voisi myöhemmin myydä Oravan omistuksensa esimerkiksi sijoittajille, jolloin Oravassa piilevä arvo voisi realisoitua IH:lle nopeastikin.

# Ennusteet yhteenveto

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto-% k.a	-	7,8 %	10,7 %	9,8 %	9,6 %	9,0 %
Nettovuokratuotto-% k.a	-	5,0 %	5,6 %	5,9 %	5,6 %	5,1 %
Management-liikevaihdon kasvu-%	-	383 %	162 %	35 %	86 %	20 %
Managementin liikevoitto-%	-	59 %	35 %	47 %	56 %	61 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	64,3 %	31,1 %	15,0 %	5,0 %	5,0 %
Rahoituskulut	-	1,9 %	1,9 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %
Arvonmuutosvoitto-%	-	29 %	11 %	13 %	10 %	10 %
Investoinnit	-	10,8	32,6	20,0	15,0	15,0
Vero-%	-	10,8 %	9,2 %	20 %	20 %	20 %
Efekttiivinen vero-%	-	-	-	12 %	12 %	12 %
<b>Bruttovuokratuotot</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>
Management-liikevaihto	0,1	0,5	1,4	1,9	3,6	4,3
<b>Liikevaihto yhteensä</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,5	-0,9	-2,5	-2,6	-3,5	-4,0
Managementin välittömät kulut	0,0	-0,2	-0,9	-1,0	-1,6	-1,7
<b>Nettotuotto</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8</b>
Käyvän arvon muutos	3,5	1,8	2,6	2,6	1,5	1,5
Kiinteät kulut	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Muut tuotot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöistä	-	1,4	1,1	0,4	1,6	1,7
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
Rahoituskulut	0,0	-0,3	-0,4	-0,8	-1,4	-1,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-1,2	-1,5	-1,6
Muut erät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistö	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,6
<b>Nettotulos</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
<b>Operatiivinen tulos (EPRA)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Osakkeen kokonaistuotto-%</b>	<b>18 %</b>	<b>16 %</b>	<b>11 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>
<b>NAV per osake</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>
<b>EPS</b>	<b>1,79</b>	<b>1,12</b>	<b>1,20</b>	<b>0,82</b>	<b>0,92</b>	<b>0,99</b>
<b>Operatiivinen EPS (EPRA)</b>	<b>0,37</b>	<b>0,31</b>	<b>0,46</b>	<b>0,46</b>	<b>0,57</b>	<b>0,64</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,17</b>	<b>0,19</b>	<b>0,21</b>	<b>0,23</b>	<b>0,28</b>	<b>0,32</b>
<b>Osinkotuotto NAV:ille</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,2 %</b>

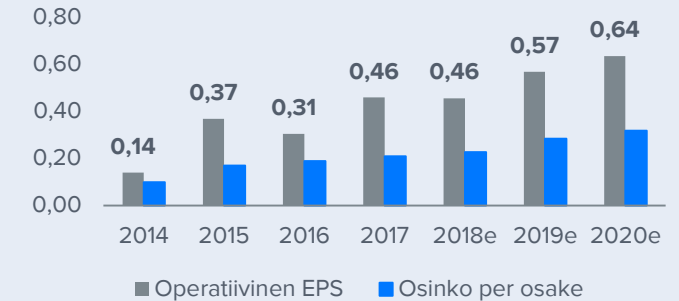
## Kiinteistöportfolio



## Management-liiketoiminta



## Operatiivinen tulos ja osinko



# Arvonmäärityksen yhteenveto

## Yhteenveto arvostuksesta

Investors Housen osakkeen arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: osakkeen kokonaistuottoon perustuva arvo, verrokkiryhmäarvostus ja osien summa -laskelma. Annamme suurimman painoarvon osien summa -arvonmääritykselle, koska se mielestämme huomioi oikein Investors Housen eri liiketoimintojen tuotto/riski-profiilit.

Eri arvonmääritysmenetelmien vaihteluväli yhtiön osakkeen käypäksi arvoksi on 7,7-8,0 euroa. Oman näkemyksemme mukaan Investors Housen osakkeen käypä arvo on 7,9 euroa. Arvion pohjalla on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

## Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Sijoittajien on olennaista huomioida, että IH ei ole enää pelkkä kiinteistöyhtiö ja sen arvonmääritystä tulisi siten tarkastella myös muiden tekijöiden kuin yhtiön raportoiman nettovarallisuuden (NAV) kautta. Yhtiön on viime vuosien aikana kasvanut ja muuttunut huomattavasti, sillä vuoden 2014 lopussa yhtiön omistuksessa oli vain kaksi Porissa sijoitettavaa liikekiinteistöä, joiden käypä arvo oli 6,8 MEUR. Vuoden 2017 loppuun mentäessä IH oli ostanut useita liiketoimintoja sekä kiinteistöjä ja kiinteistöportfolion käypä arvo (sis. Orava) oli kasvanut 71,4 MEUR:oon ja osakkeen markkina-arvo noussut 7,4 MEUR:sta 44,2 MEUR:oon. Muutoksen takia IH:n historiallisia arvostuskertoimia ei mielestämme voi myöskään suoraan soveltaa yhtiön arvottamiseen.

## Investors Housen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Erittäin hyvä track record vuosilta 2015-2017 omistaja-arvon kasvattamisen ja liiketoiminnan kannattavan kasvun osalta
- Management-liiketoiminnassa vahva kasvupotentiaali
- Kevyt ja skaalautuva kulurakenne
- Toiminta perustuu kassaviralliseen tulokseen, eikä ole riippuvainen kiinteistöjen arvonmuutoksista
- Johdolla merkittävä omistus ja siten vahva kannustin kasvattaa omistaja-arvoa (toimitusjohtaja omistaa noin 10 %)

## Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Yhtiön edelleen suhteellisesti pieni koko
- Suhteellisen lyhyt (mutta mielestämme kuitenkin hyvä) track record
- Osakkeen edelleen heikohko likviditeetti (vähäinen vaihtomäärä) pörssissä
- Riippuvuus avainhenkilöistä

## Arvonmäärityksen yhteenveto



k.a: 7,9 euroa

Lähde: Inderes



# Osien summa -laskelma 1/3

## Osien summa -laskelma

Investors Housen arvonmäärittystä on hyödyllistä arvioida osien summa -laskelman kautta. Tässä tarkastelussa arvo jaetaan komponentteihin, jotka ovat: a) kiinteistöt, b) Orava Asuntorahaston omistusosuus, c) Management-liiketoiminta, d) hankekehitysliiketoiminta, e) vähemmistö, f) konsernikulut ja g) nettovelat. Osien summa-arvonmäärittämisemme antaa IH:n osakkeen arvoksi 7,9 euroa per osake.

## Kiinteistöjen arvo

Huomioiden IH:lle asettamamme 7,9 %:n pääoman tuottovaatimus (WACC) ja yhtiön kiinteistöportfolion riskiprofiili ja tuottotaso, voidaan kiinteistöt mielestämme arvostaa 7,5 % alle niiden tasearvon osien summa-laskelmassa. Tämä vastaa noin 15 %:n alennusta NAV:iin. Yhtiön kiinteistöportfolion arvo on vuoden 2018 lopussa ennusteessamme 77,4 MEUR (ilman Oravaa), joten niiden arvo laskelmassamme on 71,6 MEUR. Kiinteistöjen arvo kasvaa vuonna 2018 ennusteessamme nettona noin 19,0 MEUR:lla eli 33 %:lla. Pidämme tähän kasvuun liittyvää riskiä suhteellisen pienenä, sillä yhtiöllä on tällä hetkellä noin 26 MEUR:n hankekanta rakenteilla ja suunnitteilla ja yhtiön tase on riittävän vahva näiden toteuttamiseen. Kaikki nämä suunnitellut hankkeet eivät toteudu vuonna 2018, mutta pidämme noin 19 MEUR:n kasvua silti todennäköisenä vuonna 2018 yhtiön viime vuosien vahva kasvu ja strateginen kasvutavoite huomioiden.

## Orava Asuntorahaston Oyj:n omistus

Investors House omistaa 25,2 %:n omistusosuuden pörssi-yhtiö Orava

Asuntorahastosta ja IH on kirjannut Oravan taseeseensa arvolla noin 5,6 euroa per osake. Olemme itse kuitenkin määrittäneet Oravan käyväksi arvoksi 6,0 euroa per osake ja pidämme myös todennäköisenä, että Oravan osakkeen arvo tulee nousemaan vuoteen 2019 mennessä tälle tasolle, kun Oravan liiketoiminta saadaan saneerattua. Oravan arvo on siten osien summa -laskelmassamme 14,5 MEUR. Olemme käsitelleet Oravaa tarkemmin raportin sivulla 30.

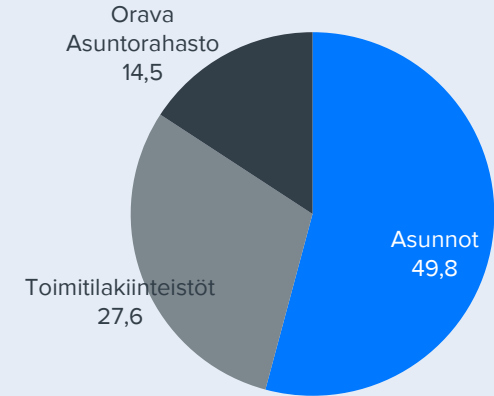
## Konsernikulut

IH:n konsernikuluja ovat myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut sekä liiketoiminnan muut tuotot/kulut. Ennustamme näiden olevan noin 1,0 MEUR vuonna 2019. Arviomme mukaan merkittävä osa (noin 20 %) näistä kuluista kohdistuu kuitenkin yhtiön hankekehitysliiketoiminnalle ja arvioimme että yhtiön kiinteistöjä voitaisiin hallinnoida 1,0 %:n vuotuisella palkkiolla kiinteistöjen käyvästä arvosta eli 0,8 MEUR:lla. Olemme diskontanneet tämän vuotuisen kulun 7,9 %:n WACC-tuottovaatimuksella ja 1 %:n vuotuisella kasvuoletuksella. Konsernikulujen arvo on siten laskelmassamme noin 11,3 MEUR.

## Nettovelat

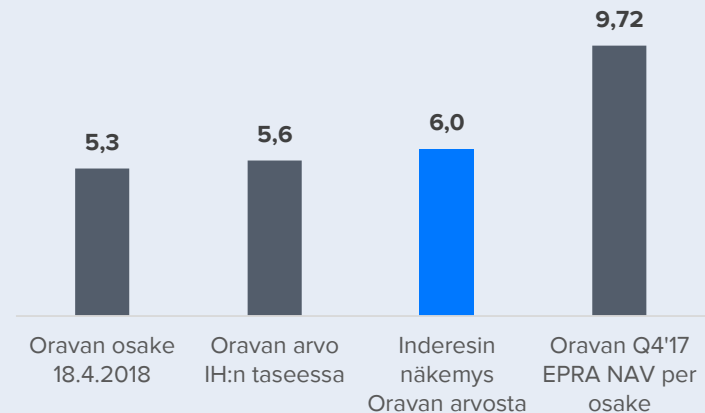
Ennusteessamme IH rahoittaa 2018 kehityshankkeensa noin 82 % vieraalla pääomalla ja korolliset nettovelat kasvavat siten vuoden 2018 loppuun mennessä noin 16,1 MEUR:lla noin 40,3 MEUR:oon. Emme pidä tätä suurempaa nettovelan määrää kovin todennäköisenä, sillä yhtiön kiinteistöt on pääosin rakennettu tai peruskorjattu vuoden 1990 jälkeen eikä niihin arviomme mukaan sisälly merkittävää korjausvelkaa.

## 2018 ennustettu sijoitusten arvo (MEUR)



Lähde: Inderes

## Orava Asuntorahaston osakkeen arvo (euroa)



Lähde: Inderes

# Osien summa -laskelma 2/3

## Hankekehitysliiketoiminta

Investors Housen liiketoimintamalliin sisältyy ns. Kiinteistöjen aktiivinen arvonkehitys, mikä käsittää hankekehityksen, rakennuttamisen, kiinteistöjen oston ja myynnin sekä sijoituskohteiden strukturoinnin. Vuonna 2017 tähän investoitiin bruttona noin 33 MEUR (sis Orava). Tällä hetkellä yhtiöllä on suunnitteilla uusia asuntohankkeita noin 26 MEUR:n edestä. Ennustamme yhtiön pystyvän investoimaan vuonna 2019 noin 15 MEUR tähän liiketoimintaan bruttona ja ennustamme yhtiön saavuttavan tästä noin 10 %:n kehityskatteen. Tämän lisäksi tähän liiketoimintaan pitää näkemysemme mukaan kohdistaa 0,3 MEUR (20 %) yhtiön vuoden 2019 konsernikuluista. Hankekehityksen 2019 vuotuinen liikevoitto on siis 1,2 MEUR.

Tämä liiketoiminta ei ole jatkuvaa liiketoimintaa ja sen tuotto ei välttämättä vaikuta kassavirtaan. Tuoton saavuttamiseen liittyvä riskiprofiili on myös korkea, koska vilkkaan rakentamisen takia asuntojen rakennuttamisen kehityskatteen ovat arviomme mukaan viime vuosina laskeneet ja vastaavasti myös kiinteistöjen ns. tukkualennukset ovat pienentyneet. Perustamme hankekehitys liiketoiminnan arvon asettamamme verrokkiryhmän keskimääräiseen 8,5x EV/EBIT-kertoimeen, johon olemme asettaneet 55 %:n alennuksen johtuen hankekehitysliiketoiminnan huomattavasti verrokkeja pienemmästä koosta ja siitä, että verrokkit ovat selvästi vakiintuneempia ja suurempia toimijoita. hankekehitysliiketoiminnan arvoksi muodostuu siten laskelmassamme 4,8 MEUR.

## Management-liiketoiminta

Management-liiketoiminnan arvo perustuu vuoden 2019 noin 2,0 MEUR:n ennustamaamme

liikevoittoon. Management-liiketoiminta on luonteeltaan pääosin jatkuvaa kassavirtaperusteista liiketoimintaa ja siihen liittyvä riski on mielestämme pieni. Pidämme myös Management-liiketoiminnan kasvunäkymiä hyvinä ja tämä potentiaali tukee tämän liiketoiminnan arvostusta. Perustamme Management-liiketoiminnan arvon asettamamme verrokkiryhmän keskimääräiseen 8,4x EV/EBIT-kertoimeen, johon olemme asettaneet 30 %:n alennuksen johtuen rahastoliiketoiminnan ylösajoon liittyvistä riskeistä sekä Management-liiketoiminnan huomattavasti verrokkeja pienemmästä koosta ja siitä, että verrokkit ovat selvästi vakiintuneempia ja suurempia toimijoita. Management-liiketoiminnan arvoksi muodostuu siten laskelmassamme 11,7 MEUR.

## Vähemmistöt

Vähemmistöjen arvo perustuu siihen, että IH:n omistus Dividend House Oy:stä on 2/3 ja työntekijät omistavat yhtiöstä 1/3. Olemme määrittäneet vähemmistöosuuden arvon soveltamalla Management-liiketoiminnan EV/EBIT -kerrointa DH:n 2019 tuloksen ennusteeseemme. Vähemmistöjen arvoksi muodostuu siten noin -3,2 MEUR.

## Investors Housen arvo noin 47,8 MEUR

Edellisten oletusten pohjalta IH:n arvoksi vuoden 2018 lopussa muodostuu 47,8 MEUR eli noin 7,9 euroa per osake. Osien summa -laskelma ei olettanut kiinteistöjen käyvän arvon nousua, mikä toteutuessaan vaikuttaisi positiivisesti arvoon. Lisäksi pidämme myös mahdollisena, että Oravan arvo voi olla myös suurempi kuin 6,0 euroa. Näemme nämä kaksi tekijää sijoittajille luonteeltaan optioina, jotka osaltaan tukevat IH:n arvoa.

## Management-liiketoiminnan arvo 2018 lopussa

	2019 EV/EBIT
Elite Varainhoito	7,4
Titanium	9,3
Evli Pankki	9,7
Privanet Group	5,5
Mediaani	8,4
Alennus	30 %
Kerroin	5,8
EBIT 2019e	2,0
<b>EV</b>	<b>11,7</b>

Lähde: Inderes ja Reuters, tiedot kerätty 18.4.2018

## Hankekehitysliiketoiminnan arvo 2018 lopussa

	2019 EV/EBIT
YIT	8,5
NCC	7,3
Veidekke	6,6
Peab	9,5
Bonava	9,3
Lehto	9,1
JM	8,4
Mediaani	8,5
Alennus	55 %
<b>Kerroin</b>	<b>3,8</b>
Hankkeita vuodessa	15
Kate	10 %
Kate	1,5
Kiinteät kulut	-0,3
EBIT 2019e	1,2
<b>EV</b>	<b>4,8</b>

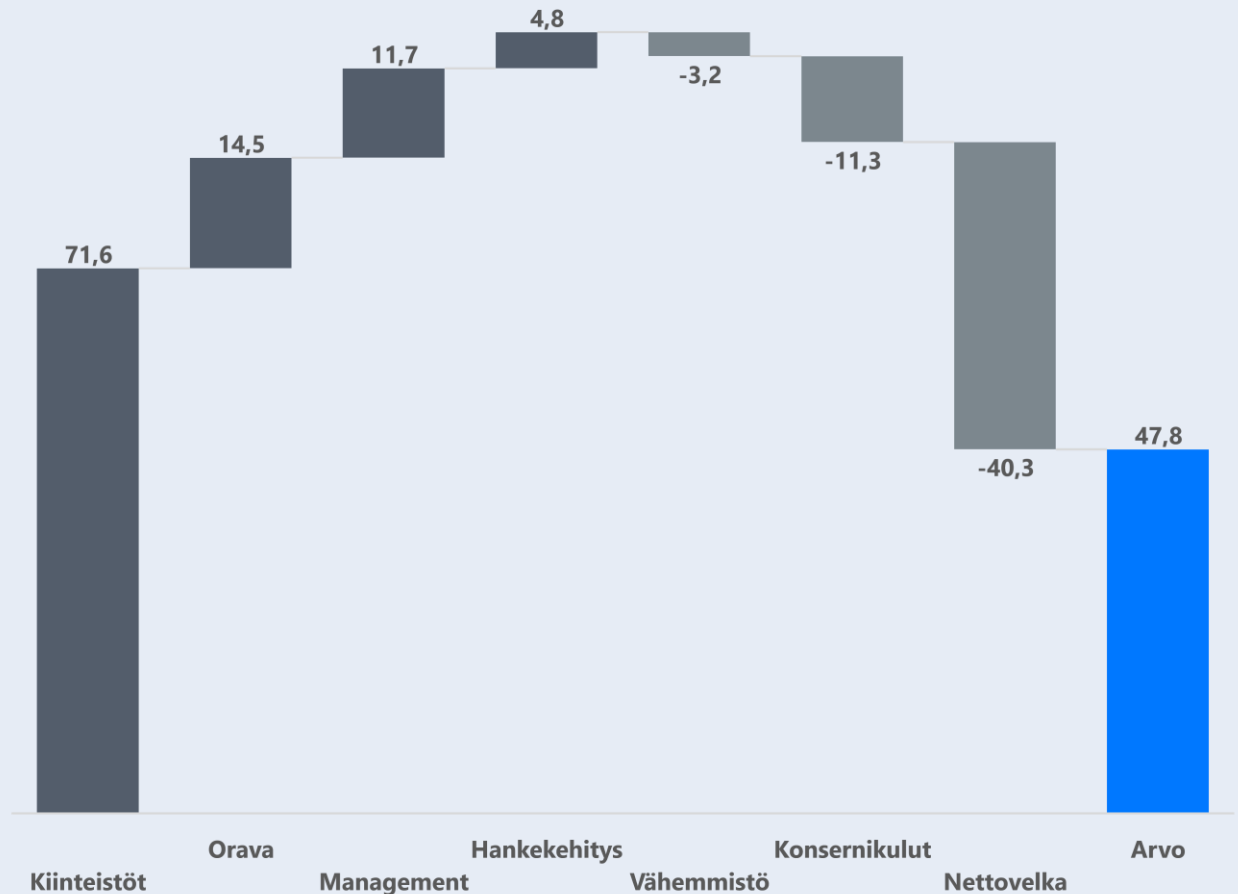
Lähde: Inderes ja Reuters, tiedot kerätty 18.4.2018

# Osien summa -laskelma 3/3

## Osien summa -laskelma

Osien summa- laskelmassa yhtiön oman pääoman arvoksi vuoden 2018 lopussa muodostui 47,8 MEUR eli 7,9 euroa per osake Investors Housen nykyisellä osakemäärällä. Laskelmamme perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Vuoden 2018 lopun kiinteistöportfolion arvioimaamme käypään arvoon (77,4 MEUR), mikä sisältää 19,0 MEUR:n edestä valmistuvia kehityshankkeita (netto). Tämä portfolio arvostettu 7,5 % alle tasearvon laskelmassa (15 %:n NAV-alennus) eli arvo 71,6 MEUR.
- Oravan käypä arvo 6,0 euroa per osake.
- Management-liiketoiminann arvo saatu verrokkiryhmän 2019e 8,4x EV/EBIT-kertoimella, josta otettu 30 %:n alennus eli kerroin 5,8x. Perustuu vuoden 2019 noin 2,0 MEUR:n EBIT-ennusteeseen.
- Konsernikuluihin, jotka ovat 1,0 % kiinteistöjen käyvästä arvosta vuosittain eli noin 0,8 MEUR. Kulut on diskontattu ikuisuusoletuksella 7,9 %:n WACC-arvoa soveltaen ja niiden vuotuinen kasvu on 1 %.
- Hankekehitysliiketoiminta on arvostettu olettaen, että se pystyy kehittämään 15 MEUR:n edestä vuosittain hankkeita 10 %:n kehityskatteella. Lisäksi rakennuttamiseen on kohdistettu 0,3 MEUR vuosittain kiinteitä kuluja.
- 2018 lopun ennustamaamme nettovelkaan.
- Vähemmistön osuus Dividend Housen arvioimasta arvosta 33 %.



Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmäarvostus

## Arvostus suhteessa verrokkiryhmään

Investors Houselle on vaikea asettaa hyvää verrokkiryhmää, sillä yhtiöllä on kaksi tuotto/riski-profiililtaan hyvin erilaista liiketoimintaa (Kiinteistöt ja Management) ja täysin vastaavalla toimintamallilla toimivia verrokkeja ei ole Pohjoismaissa. Olemme siksi jaotelleet verrokkiryhmän kahteen osaan (kiinteistösijoitusyhtiöt ja sijoitusyhtiöt) ja soveltaneet näiden arvostuskertoimiin 70 %:n ja 30 %:n painoja verrokkiryhmäarvomäärityksessä, mikä vastaa vuoden 2019 ennusteessamme näiden segmenttien liikevoiton jakaumaa IH:n tuloslaskelmassa ilman käyvän arvon muutoksia.

**Kiinteistösijoitusyhtiöissä** olemme valinneet verrokeiksi pohjoismaisia listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä sekä yhden Belgiaan ja yhden Iso-Britanniaan listatun asuntosijoitusyhtiön. Lähin verrokki tässä segmentissä on näkemyksemme mukaan Technopolis, jolla on IH:n tavoin myös vastaavaa palveluliiketoimintaa. IH myös omistaa yhden Technopoliksen vanhan toimistokampuksen.

**Sijoitusyhtiöissä** olemme valinneet verrokeiksi Helsingin pörssiin listattuja rahastoyhtiöitä. Lähimmät verrokkit tästä segmentistä ovat näkemyksemme mukaan Elite Varainhoito ja Titanium, joilla on merkittäviä kiinteistörahastoja.

## Verrokkiryhmäarvomääritys

Olemme soveltaneet arvonomäärityksessämme verrokkiryhmäarvomäärityksiä 2019e EV/EBIT- ja oikaistuja P/E-kertoimia Investors Housen vastaaviin siten, että kiinteistöjen käyvän arvon muutokset on oikaistu kokonaan pois Investors Housen ennusteestamme. Tarkastelussa on mukana siis vain operatiiviset, kassavirtaan

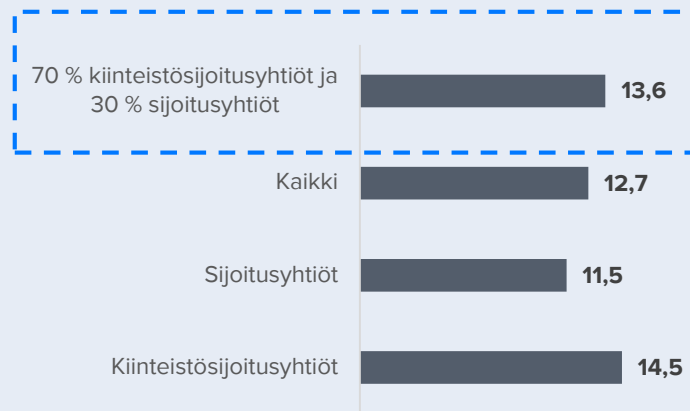
perustuva EBIT ja EPRA tulos. Tämä arvonomääritys ei anna siis mitään arvoa yhtiön hankekehittämiselle ja arvomuutoksille ja se on mielestämme siksi osittain harhainen. Se antaa kuitenkin osaltaan puolueettoman, objektiivisen näkökulman arvioida IH:n osaketta. Sovellamme 2019 kertoimia, koska IH:n Management-liiketoiminnan kasvuhankkeet sekä vuoden 2018 kiinteistöportfolion ennustamamme kasvu tulevat tällöin huomioiduksi arvonomäärityksessä.

Verrokkiryhmän 2019e oikaistut mediaani P/E-kertoimet ovat kiinteistösijoitusyhtiöiden verrokkiryhmässä 14,5x ja sijoitusyhtiöiden verrokkiryhmässä 11,5x. Mediaani P/E-kerroin painotuksella 70 % kiinteistösijoitusyhtiöt ja 30 % sijoitusyhtiöt on 13,6x. Tällä kertoimella ja 2019 ennusteellamme IH:n yhden osakkeen arvoksi muodostuu noin 7,7 euroa.

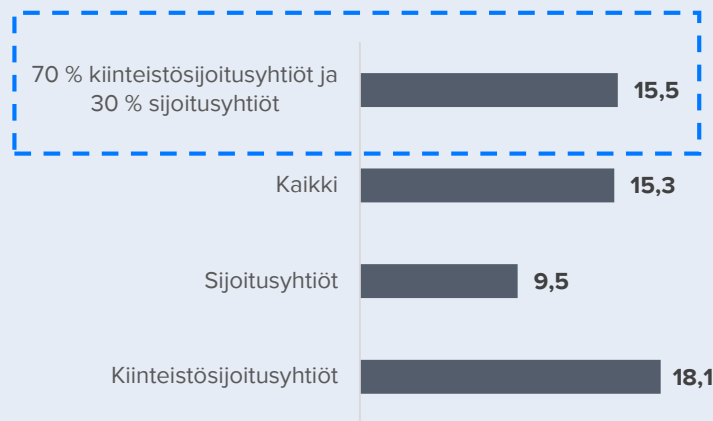
Vastaavasti verrokkien 2019e EV/EBIT-kertoimet ovat kiinteistösijoitusyhtiöiden verrokkiryhmälle 18,1x ja sijoitusyhtiöiden verrokkiryhmälle 9,5x. Painotuksella 70 % kiinteistösijoitusyhtiöt ja 30 % sijoitusyhtiöt mediaani on 15,5x. Tällä kertoimella ja ennustamallamme vuoden 2018 lopun nettovelan määrällä IH:n osakkeen arvoksi muodostuu noin 8,2 euroa. Verrokkien P/E- ja EV/EBIT -kertoimilla tehdyn arvonomäärityksen keskimääräiseksi arvoksi muodostuu 50/50 % painoilla noin 8,0 euroa.

Korostamme, että tässä esitetty verrokkiryhmäarvomääritys ei mielestämme ole paras tapa arvottaa Investors Housen osaketta johtuen siitä, että IH on suhteellisesti useita verrokkeja pienempi toimija ja sen riskiprofiili on tämän takia suurempi. IH:n hankekehitys ja muu aktiivinen arvonekehitys pitäisi mielestämme myös huomioida arvonomäärityksessä.

## Investors Housen verrokkien oikaistut 2019e P/E-kertoimet



## Investors Housen verrokkien 2019e EV/EBIT-kertoimet



# Verrokkiryhmäarvostus

	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
<b>Kiinteistösijoitusyhtiöt</b>						
Hufvudstaden AB	21,1	22,6	24,5	24,6	3,0	3,4
Fabege AB	34,3	25,5	26,5	22,5	2,9	3,1
Klovern AB	17,9	17,5	10,1	10,2	2,6	2,8
Citycon Oyj	19,2	18,7	11,6	11,5	4,4	4,6
Wihlborgs Fastigheter AB	18,7	18,1	12,2	12,1	7,1	7,1
Home Invest Belgium SA	NaN	NaN	26,1	24,2	3,3	3,5
Empiric Student Property PLC	6,7	5,3	23,8	17,0	5,3	5,6
Orava Asuntorahasto Oyj	NaN	15,3	27,9	8,0	5,6	5,6
Fastighets AB Balder	20,2	20,7	15,3	15,8	1,7	4,0
Kungsleden AB	18,4	18,5	13,5	13,3	0,0	0,0
Suomen Hoivatilat Oyj	7,7	9,0	22,4	17,9	3,9	4,3
Technopolis Oyj	16,5	16,4	10,0	9,3	2,2	2,8
<b>Sijoitusyhtiöt</b>						
Elite Varainhoito Oyj	13,7	7,4	10,6	7,9	4,1	5,9
Titanium Oyj	9,2	9,3	11,7	11,6	7,5	8,2
Evli Pankki Oyj	10,1	9,7	11,8	11,4	6,4	7,0
Privanet Group Oyj	8,1	5,5	9,3	9,0	5,2	5,6
eQ Oyj	12,6	11,3	17,5	16,3	5,8	6,2
Taaleri Oyj	12,7	10,4	15,0	13,3	2,9	3,2
Mediaani kiinteistösijoitusyhtiöt	18,6	18,1	18,9	14,5	3,2	3,7
Mediaani sijoitusyhtiöt	11,4	9,5	11,8	11,5	5,5	6,0
Mediaani kaikki	15,1	15,3	14,3	12,7	4,0	4,5
<b>70 % kiinteistösijoitus ja 30 % sijoitusyhtiö</b>	<b>16,4</b>	<b>15,5</b>	<b>16,7</b>	<b>13,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>

Lähde: Reuters. Tiedot kerätty 18.4.2018

# Arvostus suhteessa NAV:iin

## Nettovarallisuus eli NAV

Soveltamamme EPRA NAV eli nettovarallisuus per osake lasketaan kiinteistöyhtiölle karkeasti vähentämällä kiinteistöportfolion käyvästä arvosta korolliset nettovelat, minkä lisäksi siitä oikaistaan laskennalliset verovelat eli oletuksena on ettei kiinteistöjä myydä. Osakekohtainen NAV on siis yhden osakkeen teoreettinen käypä arvo sijoittajalle. Usein kuitenkin osakekohtainen NAV ja osakekurssi eroavat toisistaan. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajat eivät omista yksittäisten kiinteistöjen yhteenlaskettua arvoa (NAV:ia), vaan he omistavat yhtiön, joka omistaa nämä kiinteistöt. Osakekohtaisen NAV:in arvo on teoriassa sama kuin osakkeen arvo vain jos a) osakkeen tuotto on täysin sama kuin NAV:in laskennassa käytetty yhteenlaskettu kiinteistöjen tuotto ja b) jos pääomamarkkinoiden asettama tuottovaatimus osakkeelle on sama kuin NAV:in laskennassa kiinteistöille laskettu painotettu tuottovaatimus.

Investors Housen tuotto/riski -profiili eroaa yhtiön omistaman kiinteistömässän tuotto/riski-profiilista erityisesti yhtiön Management-liiketoiminnan sekä yhtiön hankekehitysliiketoiminnan takia joiden vuoksi pelkän NAV:in tarkastelu ei mielestämme anna itsessään oikeaa kuvaa IH:n osakkeen käyvästä arvosta. NAV:ia tarkastellessa tulisi ottaa huomioon erityisesti mihin pääoman tuottoon yhtiö yltää ja suhteuttaa tätä NAV:iin.

## Arvostus suhteessa NAV:iin

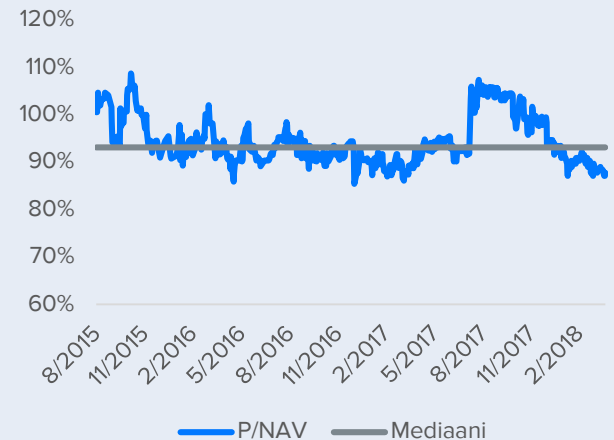
IH:n osakkeen arvostustaso on vaihdellut pörssissä IFRS-kirjanpitoikäntöön siirtymisen jälkeen 9 %:n NAV-preemion ja 15 %:n NAV-alennuksen välillä. Mediaani NAV-alennus on 7 %. Huhtikuussa 2018 osake arvostettiin noin 12 % alle Q4'17 osakekohtaisen NAV:in.

## Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Investors Housen osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee Investors Housen nykyisellä toimintamallilla olemaan noin 10 % keskipitkällä aikavälillä. Osinkotuotto on lähivuosina arviomme mukaan suhteellisen hyvä, noin 3-5 %:n, mutta merkittävin tuottokomponentti sijoittajille tulee olemaan NAV:in kasvu.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Investors Housen osakkeen NAV-preemion kasvaessa efektiivinen kokonaistuotto laskee ja preemion laskiessa efektiivinen tuotto nousee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:iin, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus. Olemme havainnollistaneet oikealla alhaalla olevassa taulukossa osakkeen kokonaistuottoa, kun osaketta hinnoitellaan pörssissä 0,8x-1,05x suhteessa NAV:iin ja osakkeen vuotuinen kokonaistuotto olisi Inderesin arvion mukainen 8-11 %. Esimerkiksi mikäli Investors Housen vuotuinen kokonaistuotto (osinko + NAV:in kasvu) on 9 % ja osaketta hinnoiteltaisiin 10 %:n alennuksella suhteessa NAV:iin nähden, olisi sijoittajan saama kokonaistuotto 10 %. Tuotto on 10 prosentin alennuksen tasolla suhteellisen vahva noin 11 %. 11 % vastaa asettamaamme oman pääoman tuottovaatimusta IH:lle ja tämän perusteella osakkeen hyväksyttävä NAV-alennus on 10 % ja käypä arvo siten vuoden 2018 lopun NAV-ennusteellamme (8,6 euroa per osake) on noin 7,7 euroa tässä tarkastelussa.

## Investors Housen osake suhteessa EPRA NAV:iin



Lähde: Inderes

## Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto-% eri preemiotasoilla

Osakkeen preemio	Kokonaistuotto NAV:ille			
	8 %	9 %	10 %	11 %
-20 %	10,0 %	11,3 %	12,5 %	13,8 %
-15 %	9,4 %	10,6 %	11,8 %	12,9 %
-10 %	8,9 %	10,0 %	11,1 %	12,2 %
-5 %	8,4 %	9,5 %	10,5 %	11,6 %
0 %	8,0 %	9,0 %	10,0 %	11,0 %
5 %	7,6 %	8,6 %	9,5 %	10,5 %

Lähde: Inderes

# Herkkyyshanalyysi

## Osakkeen arvo vaihtelee 7,4-8,8 euron välillä

Tarkastelemme tässä osiossa sitä, miten Investors Housen arvioimamme osakkeen käypä arvo muuttuu, kun yksittäisiä keskeisiä ennusteparametrejä muutetaan ja kaikki muut ennusteoletukset säilyvät ennallaan. Tarkoituksena on havainnollistaa sijoittajille, mitkä voisivat olla keskeisiä osakkeen arvoon vaikuttavia ajureita ja toisaalta miten eri riskien realisoituminen vaikuttaisi osakkeen arvoon.

Herkkyyshanalyysissä muuttujina toimivat IH:n kaupallisten kiinteistöjen tuottovaatimus-%, IVH-kampuksen vuokrausaste, Management-liiketoiminnan vuoden 2019 EV/EBIT-kerroin ja Orava Asuntorahaston osakkeen käypä arvo. Näitä muuttujien vaihdeltaessa arvioimallamme todennäköisellä tasolla Investors Housen osakkeen käypä arvo vaihtelee 7,4-8,8 euron välillä.

## Tuottovaatimus

Investors Housen kaupalliset kiinteistöt eli Kiinteistö Oy Antintori ja IVH -Kampus olivat arvostettu vuoden 2017 lopussa ennusteidemme mukaisesti yhteenlaskettuna 10,4 %:n nettotuottovaatimuksella. Kiinteistösijoitusmarkkinoiden transaktiovolyymit olivat viime vuonna ennätysmäisen korkealla tasolla Suomessa ja tuottovaatimukset ovat viime vuosina laskeneet. Pidämme mahdollisena, että tuottovaatimukset tulevat Suomessa edelleen laskemaan lyhyellä aikavälillä erityisesti kaupallisten kiinteistöjen osalta prime-alueiden ulkopuolella ja tämä toteutuessaan nostaisi myös IH:n kiinteistöjen

arvoa. Herkkyyshanalyysissä tuottovatimus-% vaihtelee 8,9 %:n ja 11,9 %:n välillä, jolloin IH:n osakkeen arvo vaihtelee 7,5 euron ja 8,8 euron välillä. Herkkyyshanalyysin perusteella tuottovaatimusten laskulla olisi huomattava positiivinen vaikutus osakkeen arvoon.

## IVH -Kampuksen vuokrausaste

Ennustamme itse IH:n IVH -Kampuksen vuokrausasteen laskevan vuonna 2018 noin 82 %:iin (Q4'17: 88,1 %) ennustamamme yksittäisen suuren vuokralaisen irtisanomisen takia ja tämä heikentää kampuksen kuluvan vuoden nettotuottoa. Mikäli IH onnistuu tilojen uudelleenvuokrauksessa voi vuokrausaste kuitenkin palautua nopeastikin aikaisemmalle tasolle ja tämä nostaisi kampuksen nettotuottoa ja IH:n osakkeen arvoa. Herkkyyshanalyysissämme kampuksen 2018 vuokrausaste vaihtelee 77-89 %:n välillä, jolloin IH:n osakkeen käypä arvo vaihtelee 7,7-8,4 euron välillä

## Management-liiketoiminnan vuoden 2019 EV/EBIT-kerroin

Olemme arvottaneet IH:n Management-liiketoiminnan vuoden 2019 noin 5,8x EV/EBIT-kertoimella, mikä perustui 30 %:n alennukseen suhteessa verrokkiryhmän keskimääräiseen vastaavaan kertoimeen. Tässä kertoimessa on arviomme mukaan selvää nousuvaraa mikäli näkyvyys yhtiön rahastoliiketoiminnan tuleviin tuottoihin paranee ja yhtiö onnistuu ensimmäisen kiinteistörahastonsa julkaisussa. Herkkyyshanalyysissä alennus-% suhteessa verrokkiryhmän arvostuskertoimeen vaihtelee

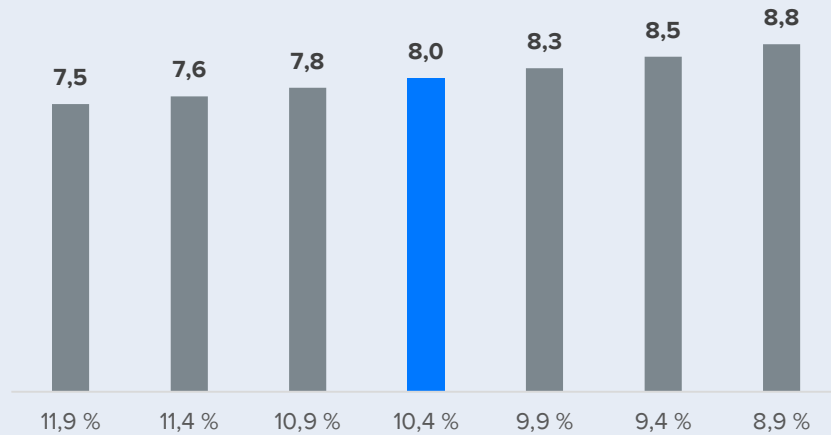
15-45 %:n välillä (4,6-7,1x), jolloin IH:n osakkeen arvo vaihtelee 7,5-8,4 euron välillä.

## Orava Asuntorahaston käypä arvo

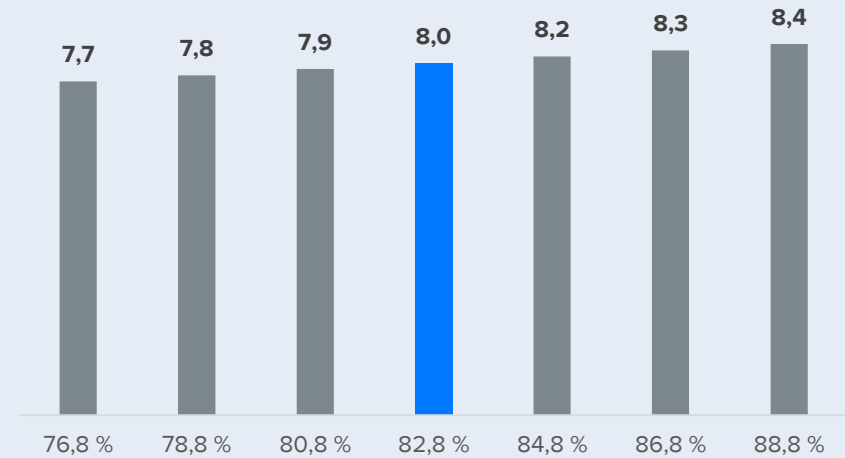
Olemme arvioineet Orava Asuntorahaston käyväksi arvoksi 6,0 euroa per osake, mutta pidämme myös tätä korkeampaa arvoa mahdollisena, mikäli Oravan uusi hallitus saa saneerattua Oravan. Vastaavasti mikäli Orava kriisiytyisi uudestaan, voisinkin sen osake teoriassa laskea takaisin alle 5,0 euron tasolle. Herkkyyshanalyysissä Oravan osakkeen käypä arvo vaihtelee 4,5-7,5 euron välillä, jolloin IH:n osakkeen arvo vaihtelee 7,4-8,6 euron välillä.

# Herkkyyshanalyysi yhteenveto

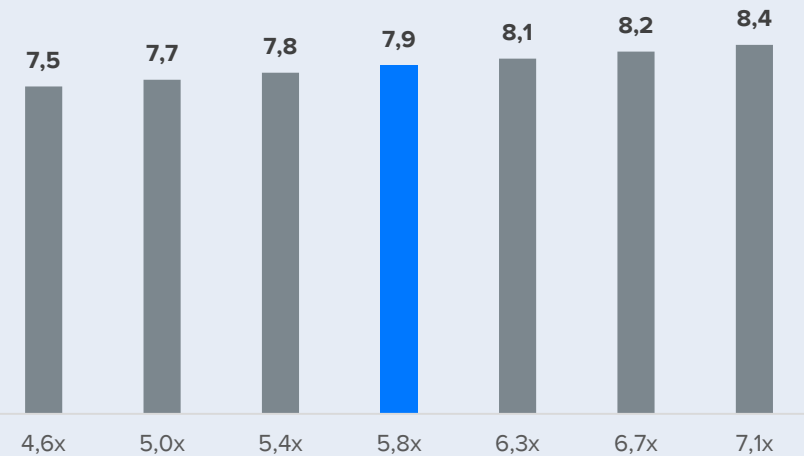
## Kaupallisten kiinteistöjen tuottovaatimus-%



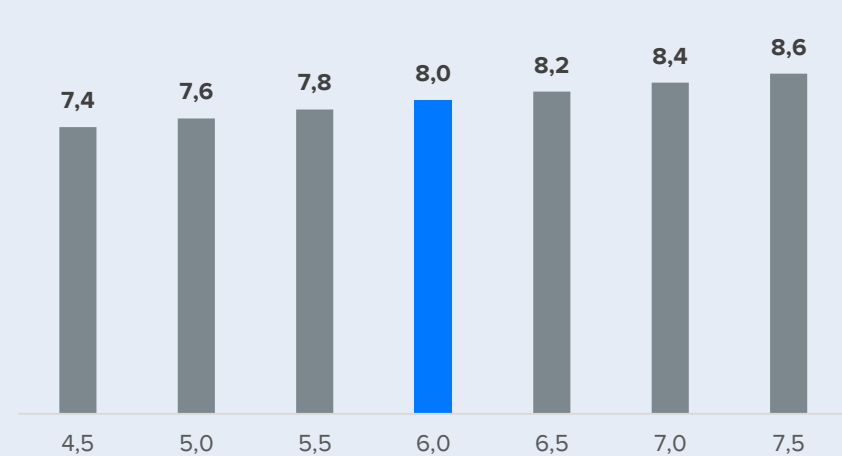
## IVH-kampuksen 2018 vuokrausaste-%



## Management-liiketoiminnan 2019 EV/EBIT



## Orava Asuntorahaston osakkeen arvo





# Arvostus yhteenveto

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi (euroa)	5,43	5,97	7,40	6,95	6,95	6,95
Markkina-arvo (MEUR)	17,3	19,8	44,2	41,9	41,9	41,9
Yritysarvo EV (MEUR)	26,8	37,4	67,1	79,6	91,0	102,7
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	28,2	38,6	57,8	77,4	93,9	110,4
EPS (euroa)	1,79	1,12	1,20	0,82	0,92	0,99
EPRA EPS (euroa)	0,37	0,31	0,46	0,46	0,57	0,64
EPRA NAV per osake (euroa)	5,9	7,0	7,9	8,6	9,3	10,1
Osinko per osake (euroa)	0,17	0,19	0,21	0,23	0,28	0,32
Omavaraisuusaste-%	61 %	50 %	61 %	53 %	48 %	45 %
LTV-%	35 %	51 %	45 %	51 %	54 %	57 %
EV/EBIT	6,2	8,3	11,2	11,4	10,3	10,3
EV/EBITDA	6,2	8,3	11,2	11,4	10,3	10,3
P/E (oik.)	3,0	5,3	6,2	8,5	7,5	7,0
P/EPRA EPS	14,7	19,5	16,1	15,2	12,2	10,9
P/EPRA NAV	0,91	0,85	0,93	0,81	0,74	0,69
Kokonaistuotto-% NAV:ille	18 %	16 %	11 %	10 %	10 %	10 %
ROE-%	29 %	19 %	15 %	10 %	11 %	11 %
Osinko/EPRA tulos-%	-	63 %	66 %	50 %	50 %	50 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	2,8 %	3,3 %	4,1 %	4,6 %

# Investors House Oyj:n kiinteistöportfolio\*

Kiinteistöportfolion kohteet	Sijainti	Tontti	Rakennus- vuosi	Asuntoja/ Liiketiloja	Omistus- %	Käypä Arvo
<b>Asunnot</b>						
Asunto Oy Espoon Tallimestariranta	Espoo	Oma	1996	10	100 %	2,8
Asunto Oy Espoon Soukanpaiste	Espoo	Oma	1996	8	100 %	2,5
Asunto Oy Kirkkokuisto-Salpa	Sipoo	Oma	1995	7	100 %	1,1
Asunto Oy Tampereen Lampihongisto	Tampere	Oma	1997	53	100 %	7,1
Asunto Oy Hämeenlinnan Aroniitynkuja	Hämeenlinna	Oma	1991	59	97,8 %	4,0
Fastighets Ab Lovisa Ulrikaborg Kiinteistö Oy	Loviisa	Oma	1973	36	100 %	1,8
Asunto Oy Kallonsivu	Pori	Vuokra	1964	10	34 %	0,4
Kiinteistö Oy Jyväskylän Jokivarrenpuisto	Jyväskylä	Oma	2011	44	100 %	6,3
As Oy Porvoon Rinnetie 11-13	Porvoo	Oma	1976	18	38,7 %	1,0
Investors House CF 1 Oy (asunto-osakeyhtiön tontti)	Järvenpää	Oma	-	1	100 %	0,3
<b>Kaupalliset kiinteistöt</b>						
Kiinteistö Oy Antintori	Pori	Oma	1989-1991	1	100 %	7,6
Skinnarila	Lappeenranta	Oma/Vuokra	1985-2002	9	100 %	20,0
<b>Rakenteilla olevat kiinteistöt</b>						
IVH Asunnot -konserni	Helsinki	Oma	2018-2019	44	50 %	0,0
<b>Vaihto-omaisuuskiinteistöt</b>						
As Oy Aurinkohalssi	Helsinki	n.a	2016	2	n.a	0,6
As Oy Lahden Kulmala	Lahti	Oma	2017	-	29,8 %	2,5
<b>Osakkuusyhtiöt</b>						
Orava Asuntorahasto Oyj					25,2 %	13,6
IVH Asunnot Oy					50 %	0,0
As Oy Harjannetie 24	Helsinki				50 %	0,0
<b>Yhteensä kaikki</b>			<b>k.a 1994</b>	<b>302</b>		<b>71,4</b>

\*Inderesin arvio perustuen yhtiön julkisesti ilmoittamiin tietoihin ja julkisesti saatavilla oleviin lähteisiin

# Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>3,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>6,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>8,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	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
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,4	-1,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>5,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
Verot	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,2	-1,5	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,6
<b>Nettotulos</b>	<b>3,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,12</b>	<b>0,33</b>	<b>0,42</b>	<b>0,09</b>	<b>0,24</b>	<b>1,20</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,28</b>	<b>0,34</b>	<b>0,82</b>	<b>0,92</b>	<b>0,99</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	118 %	62 %	92 %	158 %	108 %	106 %	77 %	56 %	8 %	15 %	32 %	38 %	14 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	4 %	39 %	21 %	89 %	29 %	33 %	-22 %	-43 %	282 %	9 %	16 %	27 %	12 %
<i>Käyttökate-%</i>	144 %	101 %	124 %	31 %	128 %	93 %	44 %	46 %	111 %	122 %	81 %	75 %	74 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	144 %	101 %	124 %	31 %	128 %	93 %	44 %	46 %	111 %	122 %	81 %	75 %	74 %
<i>Nettotulos-%</i>	118 %	93 %	111 %	20 %	105 %	78 %	28 %	29 %	81 %	90 %	58 %	47 %	44 %

Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

(MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto (vuokratuotot ja management)</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>
<b>Käyvän arvon muutokset</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,9	-2,5	-2,6	-3,5	-4,0
Management-kulut	-0,2	-0,9	-1,0	-1,6	-1,7
Kiinteät kulut	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Osuus osakkuusyhtiöistä	1,4	1,1	0,4	1,6	1,7
<b>EBITDA</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>
Rahoituserät	-0,3	-0,4	-0,8	-1,4	-1,7
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>4,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
Muut erät	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,5	-1,2	-1,5	-1,6
<b>Nettotulos</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
<b>Operatiivinen tulos (EPRA)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>1,12</i>	<i>1,20</i>	<i>0,82</i>	<i>0,92</i>	<i>0,99</i>
<b>Oper. osakekohtainen tulos (EPRA)</b>	<b>0,31</b>	<b>0,46</b>	<b>0,46</b>	<b>0,57</b>	<b>0,64</b>

# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>39,4</b>	<b>70,0</b>	<b>92,3</b>	<b>108,8</b>
Liikearvo	1,4	1,4	1,4	1,4
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Kiinteistöjen käypä arvo	35,7	54,8	77,4	93,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,8	13,6	13,6	13,6
Muut sijoitukset	0,5	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,2	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>
Varastot	2,8	3,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,8	1,2	1,6	2,2
Likvidit varat	0,5	1,5	0,4	0,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>43,6</b>	<b>75,7</b>	<b>94,3</b>	<b>111,6</b>

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>21,7</b>	<b>46,1</b>	<b>49,8</b>	<b>54,0</b>
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	3,7	7,8
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	19,1	43,6	43,6	43,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>19,7</b>	<b>22,9</b>	<b>39,5</b>	<b>50,9</b>
Laskennalliset verovelat	1,5	1,5	2,0	2,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	18,3	21,4	37,5	48,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	4,3	2,0	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,9	2,3	3,0	4,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>43,6</b>	<b>75,7</b>	<b>94,3</b>	<b>111,6</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.3.2016	Lisää	5,85 €	5,49 €
29.4.2016	Lisää	5,90 €	5,63 €
26.8.2016	Vähennä	6,10 €	6,20 €
22.9.2016	Lisää	6,10 €	5,76 €
3.11.2016	Lisää	6,10 €	5,80 €
23.11.2016	Lisää	6,30 €	5,99 €
10.1.2017	Lisää	6,70 €	6,34 €
13.2.2017	Lisää	7,00 €	6,44 €
13.3.2017	Lisää	7,00 €	6,18 €
8.5.2017	Lisää	7,10 €	6,70 €
30.5.2017	Lisää	7,20 €	6,85 €
14.8.2017	Vähennä	7,20 €	7,51 €
21.8.2017	Lisää	8,40 €	7,89 €
17.10.2017	Lisää	8,50 €	7,85 €
7.11.2017	Lisää	8,50 €	7,63 €
6.3.2018	Lisää	8,00 €	7,30 €
19.4.2018	Lisää	7,90 €	6,95 €

# Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)