

Kasvu kiihtyy vuoden loppua kohden

Toistamme Suomen Hoivatilojen lisää-suosituksemme ja 9,10 euron tavoitehintamme. Vuodesta 2018 on muodostumassa Hoivatiloille ennätysvuosi ja odotamme yhtiöltä viimeaikaisista kiinteistömyynneistä huolimatta edelleen ohjeistuksen nostoa loppuvuoden aikana. Näemme osakkeen nykyisessä arvostustasossa nousuvaa.

Kiinteistömyynnit todistivat tasearvojen olevan konservatiivisia

Suomen Hoivatilat kertoi kaksi viikkoa sitten myyvänsä 16,4 MEUR:lla kiinteistöjä (noin 5 % Q2'18 lopun kiinteistöportfoliostaan) ja kuittaavansa näistä myynneistä kertaluontoisen noin 1 MEUR:n myyntivoiton. Myyntien myötä yhtiö tarkensi vuoden 2018 ohjeistustaan ja lisäksi yhtiö kertoi, että myynnit mahdollistavat yhdessä pankkirahoituksen kanssa noin 30 MEUR:n kiinteistöinvestoinnit. Myynnit mielestämme osaltaan todistivat sen, että yhtiön tasearvot ovat konservatiivisia. Myyntien myötä yhtiön on arviomme mukaan myös mahdollista ylläpitää nykyistä vahvaa kasvuvauhtiaan tarvittaessa vuoteen 2020 asti ilman osakeanteja.

Odotamme kasvun kiihtyvän loppuvuotta kohden

Odotamme Hoivatilojen kasvun kiihtyvän loppuvuotta kohti ja olemme nostaneet vuoden 2018 rakennuttamisen ennustettamme 90 MEUR:sta 95 MEUR:oon. H1'18 aikana Hoivatiloille valmistui 7 kiinteistöä, minkä lisäksi kaudella hankittiin yksi valmis kohde. Näiden hankinta-arvo oli noin 18 MEUR. Yhtiön johdon kommenttien perusteella tänä vuonna pitäisi valmistua yhteensä noin 40 hoivakiinteistöä hankinta-arvolla mitattuna noin 100 MEUR:lla, joten H2'18 pitäisi valmistua selvästi alkuvuotta enemmän kohteita. Ennustamme H2'18 aikana valmistuvan 33 kohdetta noin 80 MEUR:lla. 11 kohdetta on jo valmistunut heinä-elokuun aikana ja loput valmistuvat arviomme mukaan H2'18 aikana. Ennustamme yhtiön saavuttavan keskimäärin noin 16 %:n kehityskatteen näistä hankkeista. Näiden hankkeiden lisäksi odotamme myös hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten jatkavan laskuaan loppuvuonna ja tämän tukevan yhtiön raportoitua tulosta. Näiden lisäksi pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee lähiaikoina kertomaan ensimmäisestä kouluhankkeesta. Kouluhankkeet voivat olla huomattavan kokoisia ja esimerkiksi 10 MEUR:n yksittäinen kouluhanke nostaisi yhtiön hankekantaa (Q2'18: 126 MEUR) selvästi.

Odotamme edelleen ohjeistuksen nostoa loppuvuonna

Päivitettyjen ennusteidemme mukaisesti Hoivatilojen 2018 operatiivinen osakekohtainen tulos kasvaa noin 27 % vertailukaudesta 0,28 euroon ja osakekohtainen NAV saavuttaa noin 7,1 euroa vuonna 2018 ja noin 8,0 euroa vuonna 2019 (Q2'18: 6,22 euroa). Ennustamme kiinteistöportfolion käyvän arvon olevan vuoden 2018 lopussa nyt 362 MEUR (aik. ennuste 372 MEUR). Ennusteemme ovat muuten Hoivatilojen viimeisimmän ohjeistuksen kanssa yhteneviä, mutta yhtiön vuoden lopun kiinteistöportfolion käyvän arvon ohjeistus (330-340 MEUR) on mielestämme liian varovainen ja odotamme edelleen Hoivatilojen nostavan loppuvuoden aikana ohjeistustaan tämän osalta.

Inderesin näkemyksen mukaan Hoivatilojen osakkeen käypä arvo on 9,1 euroa

Arvion pohjana on osien summa -arvonmääritys, jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Mielestämme osakekurssi ei hinnoittele täysin yhtiön huomattavaa jo vuokrattua hankekantaa ja hoivakiinteistömarkkinoilla jo tapahtunutta tuottovaatimusten laskua. Osakkeen arvostusta tukevat vahvat kasvunäkymät ja mielestämme matala riskiprofiili.

Analyytikko

Jesse Kinnunen
+358 50 373 8027
jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Edellinen: Lisää
Tavoitehintaa 9,10 EUR
Edellinen: 9,10


Lähde: Bloomberg

Ei-lisää päätös 7,98 EUR
12 kk vaihteluväli 7,17-8,86 EUR
Potentiaali 14,0 %

Ohjeistus

Yhtiö arvioi vuoden 2018 liikevaihdon olevan noin 17 MEUR, operatiivisen tuloksen noin 40 % liikevaihdesta ja sijoituskiinteistöjen käyvän arvon vuoden 2018 lopussa olevan 330-340 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	7	19	260,4 %	18	0,75	0,10	32,4	12,4	12,4	-	-
2017	12	33	269,3 %	32	1,05	0,13	23,0	8,5	8,5	6,9	1,8 %
2018e	17	47	274,0 %	45	1,43	0,14	21,7	7,9	7,9	5,6	1,8 %
2019e	25	33	131,7 %	29	0,90	0,21	18,8	14,2	14,2	8,8	2,7 %
2020e	32	32	99,1 %	23	0,73	0,24	15,9	16,1	16,1	11,0	3,1 %
Markkina-arvo, MEUR			202	OPO / osake 2018e, EUR			6,41	CAGR EPS, 2017-2020, %			-12 %
Nettovelka 2018e, MEUR			175	P/B 2018e			1,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			37 %
Yritysarvo (EV), MEUR			377	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			108,0 %	ROE 2018e, %			24,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			364	Omavaraisuusaste 2018e, %			44,5 %	ROCE 2018e, %			16,5 %

Olemme tehneet pieniä ennustemuutoksia

Vuotuiset ennustemuutokset olivat noin 1-3 %

Olemme päivittäneet Hoivatilojen ennustemme yhtiön elokuun kiinteistömyyntien, sekä yhtiön johdon viimeaikaisten kommenttien perusteella. Ennustemuutoksemme olivat kokonaisuudessa pieniä ja näkemyksemme osakkeessa säilyi isossa kuvassa ennallaan. Odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa H2'18 tulosta ja odotamme edelleen ohjeistuksen nostoa loppuvuoden aikana.

Hankekehitys on jatkunut vahvana

Suomen Hoivatilat vihjasi eilisessä Pörssisäätiön Pörssi-illassa sekä syyskuisessa SijoitusSummit 2018 esityksessä, että tänä vuonna valmistuisi yhteensä noin 40 hoivakiinteistöhanketta hankinta-arvoltaan noin 100 MEUR:n edestä. Olemme näiden kommenttien perusteella hieman nostaneet vuoden 2018 hankekehittämisen ennusteamme ja odotamme nyt tänä vuonna valmistuvan noin 95 MEUR:n edestä (hankinta-arvolla mitattuna) hoivakiinteistöhankkeita (aikaisempi ennuste 90 MEUR). Ennustamme edelleen yhtiön saavuttavan noin 16 %:n kehityskatteen näistä hankkeista.

Hoivatilat myi kiinteistöjään 16,4 MEUR:lla

Olemme sisällyttäneet myös yhtiön viimeaikaiset kiinteistömyynnit ennusteisiimme. Hoivatilat kertoi noin kaksi viikkoa sitten elokuussa myyvänsä eQ:lle kuuden kiinteistöyhtiön osakekannan 16,4 MEUR:n velattomaan kauppahintaan. Yhtiö arvioi, että kaupasta syntyy kertaluonteinen noin miljoonan euron myyntivoitto verojen jälkeen suhteessa näiden kiinteistöjen viimeisimpään tasearvoon. Myyntivoitto on siis noin 8 % ennen veroja. Kaupalla yhtiö vapauttaa pääomia uusiin kiinteistöhankkeisiin ja yhtiö arvioi, että kaupasta saatavat nettovarot yhdessä pankkirahoituksen kanssa mahdollistavat noin 30 MEUR:n arvoisten kiinteistöinvestointien toteuttamisen.

Kohteiden myynnin takia Hoivatilat täsmensi kuluvaan vuoden ohjeistustaan ja arvioi vuoden 2018 liikevaihdon olevan noin 17 MEUR (aikaisempi ohjeistus vähintään 17,5 MEUR). Operatiivisen tuloksen arvioidaan olevan edelleen noin 40 % liikevaihdesta. Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon arvioidaan vuoden 2018 lopussa olevan 330-340 MEUR (aikaisempi ohjeistus vähintään 340 MEUR). Ohjeistus perustuu siihen, ettei loppuvuonna tehdä kiinteistöjen ostoja tai myyntejä, ja että tuottovaatimukset pysyvät nykyisellä tasolla.

Myynteillä oli näkemyksemme mukaan kaksi puolta. Ensinnäkin, ne osaltaan todistivat sen, että yhtiön tasearvot ovat konservatiivisia. Myyntien myötä yhtiön on arviomme mukaan myös mahdollista ylläpitää nykyistä vahvaa kasvuvauhtiaan tarvittaessa vuoteen 2020 asti ilman osakeanteja.

Odotamme edelleen ohjeistuksen nostoa loppuvuonna

Päivitettyjen ennusteidemme mukaisesti Hoivatilojen 2018 operatiivinen osakekohtainen tulos kasvaa noin 27 % vertailukaudesta 0,28 euroon ja osakekohtainen NAV saavuttaa noin 7,1 euroa vuonna 2018 ja noin 8,0 euroa vuonna 2019 (Q2'18: 6,22 euroa). Ennustamme kiinteistöportfolion käyvän arvon olevan vuoden 2018 lopussa nyt 362 MEUR (aik. ennuste 372 MEUR). Ennustemme ovat muuten Hoivatilojen viimeisimmän ohjeistuksen kanssa yhteneviä, mutta yhtiön vuoden lopun kiinteistöportfolion käyvän arvon ohjeistus (330-340 MEUR) on mielestämme liian varovainen ja odotamme edelleen Hoivatilojen nostavan loppuvuoden aikana ohjeistustaan tämän osalta.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	17,7	17,3	-2 %	25,4	24,9	-2 %
Käyttökate	46,2	47,5	3 %	33,3	32,7	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	46,2	47,5	3 %	33,3	32,7	-2 %
Liikevoitto	46,2	47,5	3 %	33,3	32,7	-2 %
Tulos ennen veroja	44,0	45,3	3 %	28,9	28,6	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,39	1,43	3 %	0,91	0,90	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,14	-3 %	0,22	0,21	-2 %

Lähde: Inderes

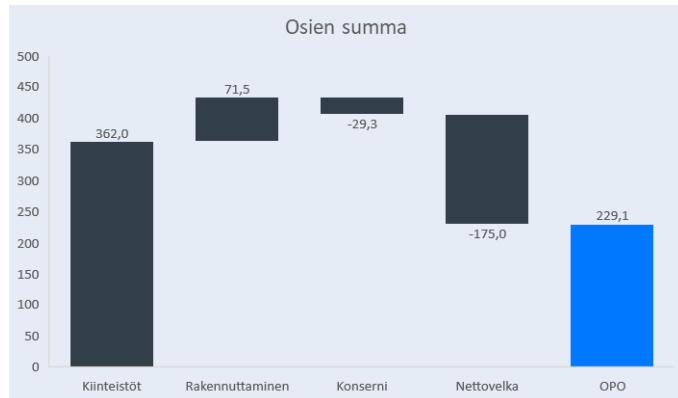
Ennusteet

Oletukset (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Tuottovaatimus	7,6 %	7,1 %	6,9 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Käyvän arvon muutos (tuottov.)	-		3,0	14,0	19,5	0,0	0,0
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	42	90	155	247	362	477	534
Portfolion käypä arvo (k.a)	-	53	123	201	305	419	506
NAV vuoden lopussa	30	50	83	143	180	202	217
NAV k.a.	-	40	66	113	162	191	209
Nettovuokratuotto-% kaudella (k.a)	-	-	7,5 %	7,4 %	6,3 %	6,3 %	6,1 %
Henkilöstökulujen kasvu	-	61 %	100 %	28 %	20 %	25 %	5 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	-11 %	67 %	55 %	42 %	25 %	5 %
Kehitysinvestoinnit vuodessa	-	39,06	49,5	67,2	95	100	50
Kehityskate	-	30 %	24 %	21 %	16 %	15 %	15 %
Hoitokulut-%	-	-0,8 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,7 %	-0,5 %	-0,5 %
Korkokulut	-	1,8 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,9 %	3,0 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Liikevaihto	1,8	3,8	7,4	12,4	17,3	24,9	31,8
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	11,8	14,0	16,8	15,0	7,5
Käyvän arvon muutos (tuottovaatimus)	-	-	3,0	11,1	19,5	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,6	-1,0	-2,1	-2,1	-2,5
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,5	-1,9	-2,3	-2,8	-3,0
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	-1,8	-2,2	-2,3
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	19,3	33,3	47,5	32,7	31,5
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,9	-1,4	-2,2	-4,2	-8,6
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	18,4	31,9	45,3	28,6	23,0
Verot	-1,8	-2,7	-3,7	-6,4	-9,1	-5,7	-4,6
Nettotulos	7,4	10,5	14,7	25,5	36,2	22,8	18,4
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	2,9	5,4	7,2	10,8	12,4
Kokonaistuotto OPO:lle (k.a)	-	26 %	22 %	23 %	22 %	12 %	9 %
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	131 %	83 %	73 %	60 %	50 %	50 %	50 %
Osinko	0,5	1,0	2,1	3,3	3,6	5,4	6,2
Osinkotuotto-% NAV:lle	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %	2,7 %	2,9 %
NAV per osake	2,4	3,2	4,0	5,7	7,1	8,0	8,6
Osinko per osake	0,06	0,07	0,10	0,13	0,14	0,21	0,24
EPS	0,82	0,79	0,75	1,05	1,43	0,90	0,73
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,15	0,22	0,28	0,43	0,49

Näemme arvostustasossa nousuvaraa

Käypä arvo on näkemyksemme mukaan 9,1 euroa

Olemme päivittäneet osien summa -laskelmamme, johon pohjaamme Suomen Hoivatilojen tavoitehintamme. Tarkemmat oletukset tämän laskelman taustalla on esitetty toukokuussa julkaisemassamme laajassa analyysiraportissa [täällä](#). Käypä arvo tarkentui 229,1 MEUR:oon (aik. 230,9 MEUR), mutta on edelleen noin 9,1 euroa per osake:



Verrokkiryhmä on arvostettu selvästi korkeammalle

Päivitimme myös verrokkiryhmäanalyysimme. Verrokkiryhmän keskimääräisillä (mediaani) 2019e P/E -kertoimella 20,2x ja laskemalla pelkällä Hoivatilojen ennustamallamme operatiivisella (kassavirtaperusteisella) tuloksella, muodostuu osakkeen arvoksi 8,6 euroa. Vastaavasti verrokkien keskimääräisellä 2019e EV/EBITDA-kertoimella 25,1x ja laskemalla Hoivatilojen vuoden 2019 ennustamallamme käyttökäteen ilman käyvän arvon muutoksia osakkeen arvoksi muodostuu 10,7 euroa. Näiden kahden arvostuskertoimen keskiarvoksi muodostuu 9,7 euroa.

Tiedostamme, että tässä verrokkiryhmäarvonmäärittämisessä hyödynnetyt verrokkit eivät välttämättä ole riski/tuotto -profiililtaan täysin verrattavissa Suomen Hoivatiloihin mm. niiden huomattavasti Hoivatiiloja suuremman koon takia. Emme tämän takia perusta omaa arvonmäärittämistä verrokkiryhmäanalyysiin. Tämä arvonmäärittäminen mielemme

kuitenkin havainnollistaa sen, että Hoivatilojen osakkeen arvo voidaan perustella pelkällä kassavirtaperusteisella operatiivisella tuloksella. Hoivatilojen kassavirtaperusteisen operatiivisen tuloksen tuloskasvu on huomattavan korkea (EPRA EPS ennustettu tuloskasvu vuosittain keskimäärin 26 % 2019-2021) ja tämän perusteella mielestämme myös absoluuttinen arvostustaso (2019e P/EPRA EPS 18,6x) ei ole mielestämme korkea. Mikäli tuloskasvu jatkuu ennustamallamme tasolla niin osakkeelle voidaan mielestämme perustella P/EPRA EPS -luku lähelle tätä tuloskasvuvauhtia eli lähelle 26x tasoa.

Korkea pääoman tuotto oikeuttaa mielestämme preemioarvostukseen

Hoivatilojen osakkeen arvostustasoa voidaan lähestyä myös pääoman tuoton ja tuottovaatimuksen kautta. Hoivatilojen osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle vuoden 2019 ennustamamme nettovarallisuuden (NAV). Yhtiö ylsi vuonna 2017 noin 25 %:n oman pääoman tuottoon ja H1'18 aikana noin 24 %:n oman pääoman tuottoon. Yhtiö pystyy arviomme mukaan yltämään nykyisellä rakennuttamistahdilla noin 12 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon. Mikäli yhtiön tuottotaso jatkuu tällä tasolla, niin osakkeelle voidaan mielestämme perustella hinnoittelu selvästi yli NAV:in, koska osakemarkkinoiden asettama oman pääoman tuottovaatimus on Hoivatiiloille arviomme mukaan selvästi 12 % matalampi, noin 8-9 %:n tasoa. Hoivatilojen osakekohtainen NAV kasvaa ennusteessamme noin 8,0 euroon vuonna 2019 ja 8,6 euroon vuonna 2020 ja odotamme osakkeen arvostuksen saavan tukea näistä NAV-lukemista.

Mielestämme osake on aliarvostettu

Edellisten syiden takia pidämme Suomen Hoivatilojen osaketta aliarvostettuna ja näemme arvostustasossa selvää nousuvaraa. Odotamme aliarvostuksen purkautuvan vähitellen yhtiön jatkaessa vahvaa kasvuaan ja hyvää pääoman tuottoaan. Huomautamme, että Hoivatilojen suurimman omistajan Partneran mahdolliset osakemyynnit voisivat toteutuessaan painaa ainakin hetkellisesti Hoivatilojen osakekurssia. Partneran mahdollisilla myynneillä ei kuitenkaan ole vaikutusta näkemyksemme Hoivatilojen osakkeen käyvään arvosta.

Yhtiö	Osakekurssi		Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	2018e	2019e	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Aedificia	80,50		1464	2194				28,1		23,8	24,0	22,5	3,1	3,5	1,6
Care property Invest	19,20		371	512									3,8	4,1	
Cofinimmo	110,70		2537	4340	21,0	22,0	21,6	21,6	17,6	17,5	17,2	16,7	4,8	4,9	1,2
Gecina	147,50		11222	19500	33,5	32,2	33,1	31,1	26,9	25,6	25,5	23,4	3,7	3,8	0,9
Primary Health Properties	113,60		937	1661	23,0	21,9	23,5	22,1	20,3	19,3	21,6	20,2	5,1	4,8	1,1
Target Health Care REIT	113,50		432	505					14,0	14,2	20,6	18,5	5,6	5,7	
Suomen Hoivatilat (Inderes)	7,98		202	377	7,9	14,2	7,9	14,2	21,7	18,8	5,6	8,8	1,8	2,7	1,2
Keskiarvo					25,8	25,4	26,1	25,7	19,7	20,1	21,8	20,3	4,4	4,5	1,2
Mediaani					23,0	22,0	23,5	25,1	18,9	19,3	21,6	20,2	4,3	4,4	1,1
Erotus-% vrt. mediaani					-66 %	-35 %	-66 %	-43 %	15 %	-3 %	-74 %	-56 %	-58 %	-39 %	9 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet puolivuositain

	FY14	FY15	H1'16	H2'16	FY16	H1'17	H2'17	FY17	H1'18	H2'18e	FY18e	FY19e	FY20e
Liikevaihto	1,8	3,8	3,4	4,0	7,4	5,3	7,1	12,4	8,1	9,3	17,3	24,9	31,8
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	5,2	6,6	11,8	6,9	7,1	14,0	7,2	9,6	16,8	15,0	7,5
Käyvän arvon muutos (tuottovaat. lasku)	-	-	1,5	1,5	3,0	8,9	2,2	11,1	8,8	10,7	19,5	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-2,1	-2,1	-2,5
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-1,5	-0,9	-1,0	-1,9	-1,1	-1,2	-2,3	-2,8	-3,0
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,8	-0,6	-0,6	-1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-2,2	-2,3
Poistot	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	8,7	10,5	19,3	19,1	14,2	33,3	21,0	26,4	47,5	32,7	31,5
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,9	-0,6	-0,8	-1,4	-1,0	-1,2	-2,2	-4,2	-8,6
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	8,2	10,1	18,4	18,5	13,4	31,9	20,0	25,3	45,3	28,6	23,0
Verot	-1,8	-2,7	-1,6	-2,1	-3,7	-3,8	-2,7	-6,4	-4,1	-5,0	-9,1	-5,7	-4,6
Nettotulos	7,4	10,5	6,6	8,1	14,7	14,8	10,7	25,5	16,0	20,2	36,2	22,8	18,4
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	1,2	1,6	2,9	2,1	3,3	5,4	3,2	4,0	7,2	10,8	12,4
EPS (raportoitu)	0,82	0,79	0,36	0,39	0,75	0,63	0,42	1,05	0,63	0,80	1,43	0,90	0,73
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,07	0,08	0,15	0,09	0,13	0,22	0,12	0,16	0,28	0,43	0,49

Avainluvut

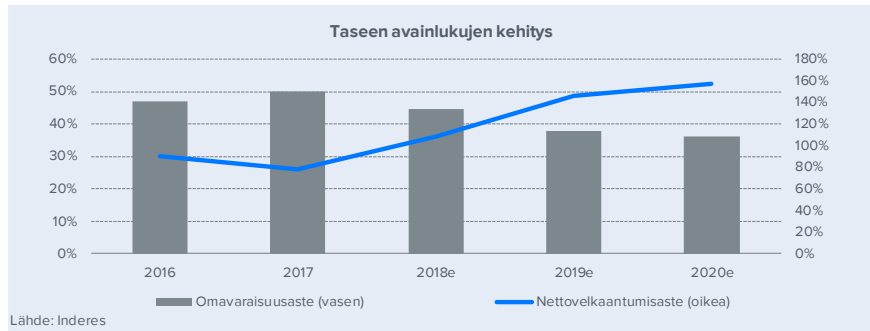
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi (euroa)	8,3	7,3	8,0	8,0	8,0
Markkina-arvo (MEUR)	172,7	184,4	201,6	201,6	201,6
Yritysarvo EV (MEUR)	240,3	284,6	376,6	466,1	506,2
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	154,8	247,1	362,0	477,0	534,5
EPS (euroa)	0,75	1,05	1,43	0,90	0,73
EPRA EPS (euroa)	0,15	0,22	0,28	0,43	0,49
EPRA NAV per osake (euroa)	4,0	5,7	7,1	8,0	8,6
Oma pääoma per osake (euroa)	3,6	5,1	6,4	7,2	7,7
Osinko per osake (euroa)	0,10	0,13	0,14	0,21	0,24
Omavaraisuusaste-%	47 %	50 %	45 %	38 %	36 %
LTV-%	44 %	41 %	48 %	56 %	57 %
EV/EBIT	12,4	8,5	7,9	14,2	16,1
EV/EBITDA	12,4	8,5	7,9	14,2	16,1
P/E (oik.)	11,0	6,9	5,6	8,8	11,0
P/EPRA EPS	56,9	32,5	28,0	18,6	16,3
P/EPRA NAV	2,1	1,3	1,1	1,0	0,9
Kokonaistuotto-% NAV:ille	22 %	23 %	22 %	12 %	9 %
ROE-%	24 %	25 %	25 %	13 %	10 %
Osinko/EPRA tulos-%	73 %	60 %	50 %	50 %	50 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,8 %	1,8 %	2,7 %	3,1 %

Tase

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	155,0	247,5	362,4	477,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	154,8	247,1	362,0	477,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	4,8	10,6	1,4	2,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,4	0,7	1,0	1,5
Likvidit varat	4,3	9,8	0,3	0,5
Taseen loppusumma	159,8	258,1	363,7	479,3

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	74,8	129,1	162,0	181,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,9	59,5	92,4	111,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Muu oma pääoma	39,1	69,7	69,7	69,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	75,2	115,6	184,4	272,6
Laskennalliset verovelat	8,3	14,4	17,8	20,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	66,9	101,2	166,6	251,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,7	13,3	17,3	25,4
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	8,9	8,8	13,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,7	4,4	8,5	12,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	159,8	258,1	363,7	479,3



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	7,4	12,4	17,3	24,9
EBITDA	19,3	33,3	47,5	32,7
EBITDA-marginaali (%)	260,5	269,4	274,1	131,7
EBIT	19,3	33,3	47,5	32,7
Voitto ennen veroja	18,4	31,9	45,3	28,6
Nettovoitto	14,7	25,5	36,2	22,8
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	159,8	258,1	363,7	479,3
Oma pääoma	74,8	129,1	162,0	181,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	71,9	110,1	175,4	265,1

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	19,3	33,3	47,5	32,7
Nettokäyttöpääoman muutos	3,0	-0,5	3,8	3,2
Operatiivinen kassavirta	21,8	32,0	45,1	32,4
Vapaa kassavirta	-42,5	-29,7	-69,8	-82,6

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,75	1,05	1,43	0,90
EPS oikaistu	0,75	1,05	1,43	0,90
Operat. kassavirta per osake	1,12	1,32	1,78	1,28
Tasearvo per osake	3,84	5,33	6,41	7,18
Osinko per osake	0,10	0,13	0,14	0,21
Voitonjako, %	14	13	10	24
Osinkotuotto, %	1,2	1,8	1,8	2,7

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E	6,9	5,6	8,8
P/B	1,4	1,2	1,1
P/Liikevaihto	14,9	11,6	8,1
P/CF	5,8	4,5	6,2
EV/Liikevaihto	23,0	21,7	18,8
EV/EBITDA	8,5	7,9	14,2
EV/EBIT	8,5	7,9	14,2

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/11/2016	Lisää	6,70 €	6,17 €
03/01/2017	Vähennä	7,90 €	8,23 €
02/02/2017	Vähennä	7,90 €	7,60 €
27/03/2017	Lisää	8,10 €	7,47 €
18/05/2017	Lisää	8,50 €	8,01 €
22/08/2017	Lisää	9,10 €	8,67 €
14/10/2017	Osta	9,10 €	7,85 €
08/11/2017	Lisää	9,10 €	8,40 €
17/01/2018	Osta	9,10 €	7,78 €
14/02/2018	Lisää	9,10 €	8,09 €
04/05/2018	Lisää	9,10 €	8,10 €
17/08/2018	Lisää	9,10 €	7,91 €
13/09/2018	Lisää	9,10 €	7,98 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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/>