

# Investors House

## Yhtiöraportti

14.7.2023 19:15



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

# Kukkulan kuninkaas

Näemme uutiset Kukkula-hankkeen sopimuksista Investors Houselle (IH) positiivisina, sillä hankkeen varmistuminen vahvistaa selvästi lähivuosien tulostilanteita ja hanke tarjoaa huomattavan arvokkaan kehityspotentiaalin. Osake on positiivisista uutisista huolimatta pysynyt edellisen päivityksemme jälkeen pitkälti paikallaan, eivätkä markkinat huomioi mielestämme IH:n vahvistuneita kannattavuusnäkökuvia ja JV-hankkeen pidemmän aikavälin kehityspotentiaalia. Nostamme IH:n tavoitehintamme 5,9 euroon (aik. 4,8 euroa) ja suosituksemme tasolle osta (aik. vähennä).

## IH:n yhteisyritykset allekirjoittivat Kukkulan vuokra- ja kauppasopimukset

IH [tiedotti](#) heinäkuun alussa, että sen osakkaat (1/3 omistus) yhteisyritykset Apitare ja Jyväskylän Kukkulan Kehitys ovat allekirjoittaneet pitkäaikaisen vuokrasopimuksen sekä kaksi kiinteistökauppaa Keski-Suomen Hyvinvointialueen kanssa. Uutiset ovat IH:n kannalta positiivisia, sillä se vahvistaa yhteisyrityksen ja hyvinvointialueen kanssa solmitun pitkän triplanetto-vuokrasopimuksen sekä hankkeen vaiheiden 2 ja 3 kehitysmahdollisuudet. Kukkula-hankkeella tulee olemaan lähivuosina yhtiölle myös huomattava tulosvaikutus, joka muodostuu vaiheen 1 vuokratassavirrasta, vaiheen 1 ja 2 arvomuutoksista ja vaiheeseen 3 liittyvästä rakennusoikeudesta ja rakennuttamisesta. Näemme Kukkula-hankkeessa kiinnostavana erityisesti vaiheeseen 3 sisältyvän kehityspotentiaalin. Kehityspotentiaali pohjautuu kaavoitukseen kautta syntyvään rakennusoikeuteen sekä myöhempiin rakennuttamiskatteisiin. Olemme hahmotelleet, että 2020-luvun puolivälistä alkava, ja noin 10 vuotta kestävä vaiheen 3 kehityspotentiaalin nykyarvo voisi olla karkeasti noin 31 MEUR eli reilut 10 MEUR per yhtiö.

## Olemme sisällyttäneet arvioimamme Kukkula-hankkeen tulosvaikutukset ennusteisiimme

Olemme sisällyttäneet Kukkulasta arviomme mukaan lähivuosina syntyvät tulosvaikutukset ennusteisiimme. IH:n 2023 raportoitu tulos (3,5 MEUR) tulee muodostumaan hyväksi Kukkulan vaiheiden 1 & 2 positiivisesta tulosvaikutuksesta (3,0 MEUR) johtuen. Vuosina 2024-26 odotamme hankkeen vaiheesta 2 yhtiölle noin 1 MEUR:n tulosvaikutusta per vuosi. Lisäksi mainitsemisen arvoista on vuonna 2025 odottamamme vaiheen 3 rakennusoikeuden vahvistaminen, mistä odotamme huomattavaa, noin 7 MEUR:n positiivista tulosvaikutusta. Vuonna 2026 raportoitua tulosta painaa puolestaan ennusteissamme kyseiselle vuodelle ajoittuvat vaiheen 3 rakennusten purkukulut. Huomautamme, että hankkeen tulosvaikutusten lopulliseen mittakaavaan ja ajoitukseen liittyy tässä vaiheessa luonnollisesti huomattavaa epävarmuutta. Edellä mainittujen ennustemuutosten lisäksi laskimme odotuksiamme IH:n oman taseen investoinneista, millä on nousseiden rahoituskulujen kanssa ollut negatiivinen vaikutus operatiivisiin ennusteisiin. Kokonaisuudessaan odotamme IH:n raportoidun tuloksen saavan lähivuosina huomattavaa tukea Kukkula-hankkeesta ja odotamme tulostason asettuvan vuosina 2023-26 keskimäärin noin 4,5 MEUR:oon ja oman pääoman tuoton noin 12 %:iin.

## Näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa

IH:n osake on pysynyt positiivisista uutisista huolimatta edellisen päivityksemme jälkeen pitkälti paikallaan, eivätkä markkinat huomioi mielestämme IH:n vahvistuneita kannattavuusnäkökuvia ja JV-hankkeen pidemmän aikavälin kehityspotentiaalia. Tarkastelemissa menetelmien (ROE ja P/B-viitekehys, SOTP ja EPRA NRV) valossa osake on mielestämme huokeasti hinnoiteltu ja näemme nykyisen kurssitason hyvänä ostopaikkana. Tuotto-odotukselle selvää tukea antaa myös ~7 % tasolle nouseva osinkotuotto.

## Suositus

### Osta

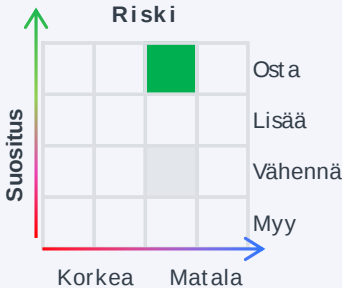
(aik. Vähennä)

**5,90 EUR**

(aik. 4,80 EUR)

### Osakekurssi:

5,00



## Avainluvut

|                            | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>         | 7,6   | 7,6   | 9,3   | 10,8  |
| <b>kasvu-%</b>             | -22 % | 0 %   | 21 %  | 17 %  |
| <b>Nettotuotto</b>         | 2,9   | 2,4   | 3,8   | 4,8   |
| <b>EPRA-tulos</b>          | 1,8   | 1,2   | 1,9   | 2,6   |
| <b>EPRA EPS</b>            | 0,28  | 0,18  | 0,29  | 0,41  |
| <b>Katsauskauden tulos</b> | 3,2   | 3,5   | 3,6   | 10,3  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>    | 0,50  | 0,54  | 0,56  | 1,62  |
| <b>Osinko</b>              | 0,31  | 0,33  | 0,35  | 0,37  |
|                            |       |       |       |       |
| <b>P/EPRA EPS</b>          | 17,0  | 27,7  | 17,0  | 12,2  |
| <b>Osinkotuotto-%</b>      | 6,5 % | 6,6 % | 7,0 % | 7,4 % |

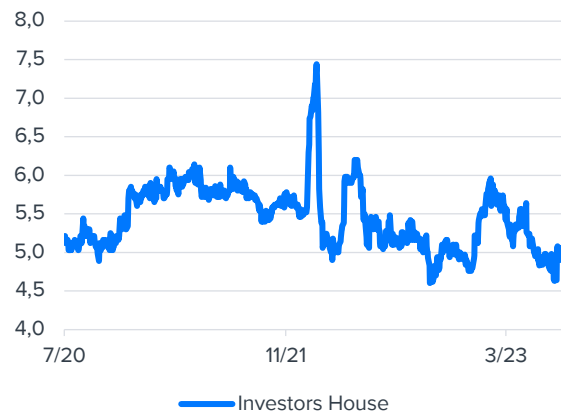
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Noussut)

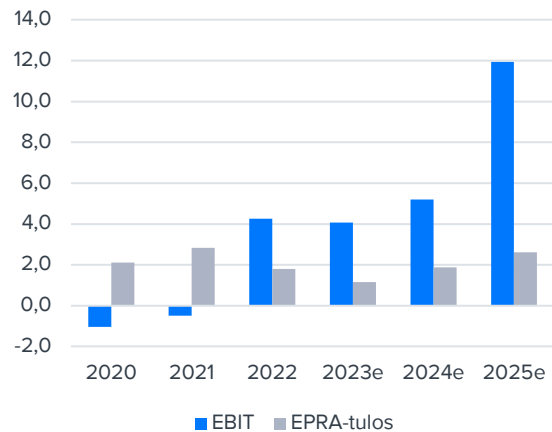
Investors House arvioi vuoden 2023 tuloksen olevan hieman parempi tai samalla tasolla kuin vuoden 2022 tulos. (aikaisempi ohjeistus: samalla tasolla kuin vuoden 2022 tulos).

## Osakekurssi

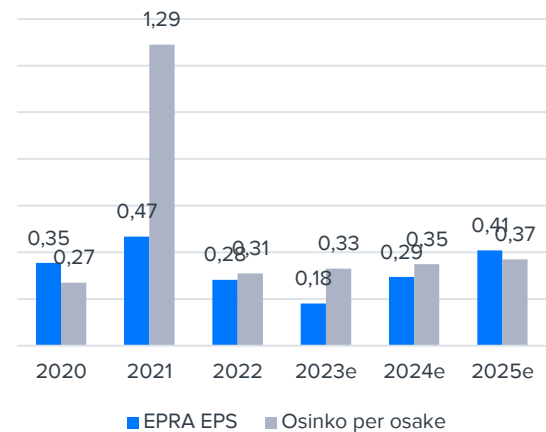


Lähde: Millistream Market Data AB

## EBIT ja EPRA-tulos



## EPRA EPS ja osinko per osake



### Arvoajurit

- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Uudet kiinteistöjärjestelyt ja kiinteistökehityshankkeet
- Yritysjärjestelyt
- Kukkula-hankkeen huomattava kehityspotentiaali



### Riskitekijät

- Yleistoloudelliseen suhdanteeseen ja liittyvät riskit
- Riippuvuus avainhenkilöstöstä
- Kiinteistösijoitusmarkkinaan ja kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Korkotason ja/tai tuottovaatimusten mahdollinen nousu
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

| Arvostustaso      | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi       | 5,00  | 5,00  | 5,00  |
| Markkina-arvo     | 32    | 32    | 32    |
| P/EPRA EPS        | 27,7  | 17,0  | 12,2  |
| P/E               | 9,2   | 9,0   | 3,1   |
| Osinko/EPRA-tulos | 110 % | 49 %  | 119 % |
| Osinkotuotto-%    | 6,6 % | 7,0 % | 7,4 % |

Lähde: Inderes

# IH:n yhteisyritykset allekirjoittivat Kukkulan vuokra- ja kauppasopimukset

## Kukkulan vuokra- ja kauppasopimukset allekirjoitettiin heinäkuun alussa

Investors House (IH) tiedotti heinäkuun alussa, että sen, Ovaron ja Royal Housen tasaosuuksin omistamat yhteisyritykset Apitare Oy ja Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy ovat allekirjoittaneet yhden pitkäaikaisen vuokrasopimuksen sekä kaksi kiinteistökauppasopimusta Keski-Suomen Hyvinvointialueen kanssa. Heinäkuun alussa tiedotetut kaupat muodostuvat kolmesta vaiheesta seuraavasti:

- Vaiheen 1 vuokrasopimus: Apitare ja Hyvinvointialue ovat vahvistaneet Apitaren vuonna 2021 hankkiman ja Hyvinvointialueelle vuokraaman 17 603 m<sup>2</sup>:n kiinteistön vuokrasopimuksen jatkumisen vuoden 2041 loppuun. Samalla ylläpitovastuun lisäksi peruskorjausvastuu siirtyy vuokralaiselle (ns. triplanetto-sopimus). Hyvinvointialue saa osto-option kohteeseen vuonna 2041. Kohteen vuoden 2023 nettotuotto Apitalle on 3,4 MEUR ja IH:n tulososuus yhtiöstä on noin 0,6 MEUR.
- Vaiheen 2 kiinteistökaupassa Jyväskylän Kukkulan kehitys on ostanut Hyvinvointialueelta Kukkula-alueen suojeltavat rakennukset (n. 20 000 m<sup>2</sup>) maa-alueineen. Kauppa pitää sisällään myös Äänekoskella sijaitsevan Sisä-Suomen sairaalan. Vaiheen 2 kauppahinta on 7,9 MEUR, joka maksetaan vuoden 2023 lopussa.
- Vaiheen 3 kiinteistökaupassa Jyväskylän Kukkulan Kehitys on solminut Hyvinvointialueen kanssa sopimuksen Kukkula-alueen noin 10 hehtaarin maa-alueen ja purettavaksi aiottujen rakennusten hankkimisesta. Vaiheen 3 kauppahinta on 13,5 MEUR ja se maksetaan, kun alueen asemakaavoitus on valmis tai viimeistään vuoden

2025 lopussa. Alueelle kaavaillaan noin 100 000 kem<sup>2</sup> pääosin asuntorakentamista.

## Tehdyillä sopimuksilla huomattava tulosvaikutus

Kukkulan vuokra- ja kauppasopimusten solmimisella tulee olemaan huomattava tulosvaikutus IH:lle. Tulosvaikutukset muodostuvat yhtiölle seuraavasti:

- Vaiheen 1 arvioidaan tuottavan IH:lle vuosittain noin 0,6 MEUR osakkuusyhtiötulosta (sisällytetty jo aiemmin ennusteisiimme).
- Vaiheista 1 ja 2 yhtiö odottaa vuodelle 2023 arvonmuutokseen perustuvaa noin 3,0 MEUR:n tulosta verojen jälkeen.
- Vaiheesta 2 IH odottaa tulosvaikutteisia tuottoja vuosilta 2023-2026, mutta niiden täsmällinen arviointi ei ole vielä yhtiön mukaan mahdollista. Yhtiön hyvin karkea arvioi tulosvaikutuksesta on noin 1-3 MEUR jakautuen vuosille 2024-2026. Käsityksemme mukaan nämä tuotot perustuvat säilytettävien tilojen kehittämiseen, mikä pitää sisällään muun muassa tilojen uudelleenvuokrauksen ja mahdolliset käyttötarkoituksmuutokset.
- Vaiheen 3 osalta tulosvaikutukset syntyvät vuodesta 2026 alkaen ja ne muodostuvat rakennusoikeuden, hankekehityksen, rakennuttamisen ja kohteiden myyntien kautta. Yhtiön mukaan alueen kokonaisrakennuttamis-volyymi tulee olemaan ulosmyyntihinnoin noin 300 MEUR, koostuen ensisijassa asunnoista. Yhtiö esitti tiedotteessa oletuksen, että 15 %:n rakennuttamiskatteella IH:n kateosuus kehityshankkeesta olisi 1/3 omistuksella noin 15 MEUR eli noin 1,0-1,5 MEUR per vuosi ajoittuen välille 2026-2035. Edellä mainittu 15 MEUR:n

kokonaistulosvaikutus pitää käsityksemme mukaan sisällään vain rakennuttamiskatteet ja arvioimme vaiheen 3 kehityspotentialin muodostuvan selvästi tätä suuremmaksi kaavakehityksen kautta.

## Vaihe 3 tarjoaa huomattavan arvokkaan kehityspotentialin

Näemme Kukkula-hankkeessa kiinnostavana erityisesti vaiheeseen 3 sisältyvän kehityspotentialin. Kehityspotentiali pohjautuu kaavoitukseen kautta syntyvään rakennusoikeuteen sekä myöhempiin rakennuttamiskatteisiin. Näemme myös yhtiöillä olevan taloudellista liikkumatilaa vaiheen 3 toteuttamiselle. Tämä siksi, että asuntoja tullaan käsityksemme mukaan rakennuttamaan pääasiassa omistusasunnoiksi sekä sijoittajille, jolloin rakennuttamiseen sitoutuu rajallisesti pääomaa. Lisäksi näemme vaiheen 1 sale-and-leaseback kiinteistön sekä rakennusoikeuden olevan tarvittaessa hyödynnettävissä vaiheen 3 rahoituksessa.

Olemme hahmotelleet vaiheen 3 kehityspotentialin nykyarvoa seuraavalla sivulla esitetyn karkean nykyarvolaskelman kautta.

Laskelman keskeisimmät oletukset ovat seuraavat:

- Alueelle kaavaillaan rakentamista noin 100 000 kerrosneliön edestä. Arvioimme mukaan kaavoitetun rakennusoikeuden hinta voisi olla alueella karkeasti 400 EUR/kem<sup>2</sup>, jolloin rakennusoikeuden arvoksi muodostuisi noin 40 MEUR. Olemme olettaneet rakennusoikeuden vahvistamisen tapahtuvan vuonna 2025.
- Vaiheen 3 maa-alueen hankinta maksaa noin 13,5 MEUR ja olemme olettaneet investoinnin tapahtuvan niin ikään vuonna 2025.

# IH:n yhteisyritykset allekirjoittivat Kukkulan vuokra- ja kauppasopimukset

- Olemme olettaneet vuosille 2025-2026 ajoittuvan yhteensä noin 15 MEUR:n kustannukset, jotka liittyvät pääosin vaiheen 3 purettaviin rakennuksiin (n. 100 000m2).
- Olemme soveltaneet laskelmassa yhtiön esittämää arviota 15 %:n rakennuttamiskatteista. Näin ollen hankkeen rakennuttamiskatteiksi muodostuisi kokonaisuudessaan noin 45 MEUR. Olemme laskelmassa olettaneet näiden rakennuttamiskatteiden jaksottuvan tasan vuosille 2027-2036.
- Käsityksemme mukaan hankkeessa mukana olevilla yhtiöillä on omasta takaa hyvin resursseja hankkeen toteuttamiseen ja olemme siksi arvioineet projektin vuotuisten yleiskulujen olevan rakennuttamisaikana maltilliset (noin -0,4 MEUR/vuosi).

Edellisillä oletuksilla hankkeen kokonaiskatteeksi muodostuisi kaikkien edellä mainittujen kulujen ja investointien jälkeen noin 53 MEUR. Mikäli diskonttaamme edellä esitetyt tulovirrat tähän päivään 8 %:n tuottovaatimuksella (WACC), muodostuisi hankkeen nykyarvoksi 31 MEUR eli noin 10,4 MEUR per yhtiö.

Huomautamme, että edellä esitetty laskelma on hyvin karkea, sillä se perustuu lukuisiin oletamiin ja hankkeen lopullinen arvo on riippuvainen muun muassa rakennuttamisessa onnistumisesta. Vaikka laskelma perustuukin usealle epävarmalle olettamalle, alleviivaa se kuitenkin sitä, että hankekannan kehityspotentiaali on IH:lle kokoluokaltaan hyvin merkittävä.

| MEUR                | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | 2035e | 2036e | Yhteensä |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Rakennusoikeus      | 40    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 40       |
| Rakennuttamiskate   |       |       | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 45       |
| Maa-alueen hankinta | -13,5 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -14      |
| Muut kulut          | -3    | -12   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -15      |
| Yleiskulut          |       |       | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -4       |
| Yhteensä            | 23,5  | -12,0 | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 53       |
| Nykyarvo            | 19    | -9    | 3     | 3     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 1     |          |
| Nykyarvo yhteensä   | 31,3  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |          |
| Nykyarvo per yhtiö  | 10,4  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |          |

Lähde: Inderes arviot

# Ennustemuutokset

## Kukkula-hankkeen vaikutus ennusteisiimme

- Vaiheista 1 ja 2 kuluvalle vuodelle tuloutuva 3 MEUR:n syntyvä verojen jälkeinen tulosvaikutus huomioitu ennusteissa.
- Odotamme vaiheen 2 tuottavan IH:lle yhteensä noin 3 MEUR:n tulosvaikutuksen. Odotamme tämän tulosvaikutuksen ajoittuvan tasasuhteisesti vuosille 2024-2026 eli 1 MEUR per vuosi.
- Odotamme rakennusoikeuden vahvistamisesta (osa vaihetta 3) syntyvän yhtiölle noin 7,0 MEUR:n positiivisen tulosvaikutuksen vuonna 2025.
- Vuonna 2026 odotamme osakkuusyhtiöistä kirjattavan tulososuuden jäävän kokonaisuudessaan tappiolliseksi (-1,4 MEUR) vaiheesta 3 aiheutuvien rakennusten purkukustannusten takia.
- Rakennuttamiskatteiden odotamme alkavan juoksemaan vaiheesta 3 vuodesta 2027 lähtien.
- Huomautamme, että hankkeen tulosvaikutusten tarkkaan mittakaavaan liittyy luontaisesti epävarmuutta, myös tulosvaikutusten tarkka ajoittuminen epävarmaa.

## Muut ennustemuutokset

- Olemme laskeneet ennusteitamme IH:n oman taseen kiinteistöinvestoinneista. Odotimme aiemmin yhtiön tekevän kiinteistöinvestointeja vuonna 2023 noin 15 MEUR:n edestä ja vuonna 2024 edelleen 10 MEUR:lla. Nykyisillä ennusteilla odotamme noin 15 MEUR:n hankintoja vuonna 2024. Laskeneilla investointiennusteilla on ollut noin 0,9 MEUR:n negatiivinen vaikutus nettotuottoja koskeviin ennusteisiimme.
- Nostimme Palvelut-segmentin ennusteitamme, sillä arvioimme segmentin tulostason parantuvan muun muassa organisaation keventymisen ansiosta.
- Tarkistimme arviotamme IH:n lähivuosien rahoituskuluista ylöspäin.
- Olemme pitäneet osinkoennusteet ennallaan, ja odotamme IH:n jatkavan perusosingon tasaista kasvattamista (osinkoa kasvatettu yhtäjaksoisesti nyt 8 vuotta). Ottaen huomioon Kukkula-hankkeesta ennusteemme mukaan syntyvät huomattavat tulosvaikutukset (etenkin vuonna 2025), pidämme myös ylimääräistä voitonjakoa tulevina vuosina hyvin mahdollisena.

| Ennustemuutokset         | 2023e | 2023e | Muutos | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos |
|--------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR               | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto              | 8,9   | 7,6   | -15 %  | 11,5  | 9,3   | -19 %  | 12,7  | 10,8  | -15 %  |
| Nettotuotto              | 3,0   | 2,4   | -21 %  | 4,9   | 3,8   | -22 %  | 5,6   | 4,8   | -15 %  |
| Liikevoitto (raportoitu) | 3,8   | 4,1   | 6 %    | 5,3   | 5,2   | -2 %   | 5,0   | 11,9  | 140 %  |
| Oper. tulos (EPRA)       | 1,9   | 1,2   | -39 %  | 3,2   | 1,9   | -42 %  | 3,7   | 2,6   | -29 %  |
| Katsauskauden tulos      | 2,5   | 3,5   | 36 %   | 3,4   | 3,6   | 5 %    | 3,0   | 10,3  | 244 %  |
| EPS raportoitu           | 0,40  | 0,54  | 36 %   | 0,53  | 0,56  | 5 %    | 0,47  | 1,62  | 244 %  |
| EPRA EPS                 | 0,29  | 0,18  | -38 %  | 0,50  | 0,29  | -42 %  | 0,57  | 0,41  | -29 %  |
| Osakekohtainen osinko    | 0,33  | 0,33  | 0 %    | 0,35  | 0,35  | 0 %    | 0,37  | 0,37  | 0 %    |

# Näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa 1/2

## Yhteenveto

Näemme heinäkuun alun uutiset Kukkula-hankkeen sopimuksista IH:lle selvästi positiivisina, sillä hankkeen varmistuminen vahvistaa selvästi yhtiön lähivuosien tulostähtäimiä. Osake on positiivisista uutisista huolimatta pysynyt edellisen päivityksemme jälkeen pitkälti paikallaan, eivätkä markkinat huomioi mielestämme IH:n vahvistuneita kannattavuusnäkömiä ja JV-hankkeen tarjoamaa pidemmän aikavälin kehityspotentiaalia. Nostamme IH:n tavoitehintamme 5,9 euroon (aik. 4,8 euroa) ja suosituksemme tasolle osta (aik. vähennä).

## Arvostus ROE:n ja P/B:n kautta tarkasteltuna

Olemme oikealla olevassa sivupalkissa tarkastelleet IH:n hyväksyttävää P/B-perusteista arvostustasoa eri asteilla oman pääoman tuottotasolla (ROE) ja oman pääoman tuottovaatimuksilla. Ennustamme IH:n yltävän lähivuosina keskimäärin noin 12 %:n tasoiseen oman pääoman tuottotasoon. Voimakkaasti noussut korkotaso huomioiden IH:lle järkevä oman pääoman tuottovaatimus on puolestaan mielestämme noin 10-12 %:n tasolla.

Taulukosta voidaan havaita, että mikäli yhtiön odotettu oman pääoman tuottotaso on 11-13 %:n välillä ja oman pääoman kustannus 10-12 %:n haarukassa, olisi yhtiön hyväksyttävä P/B-kerroin 0,92x-1,30x välillä. Reilun vuoden päähän katsova ennusteemme IH:n vuoden 2024 osakekohtaiseksi omaksi pääomaksi on 5,48 euroa osakkeelta. Mikäli sovellamme tähän ennusteeseemme edellä määritettyä hyväksyttyä P/B-arvostushaarukkaa 0,92x-1,3x, muodostuisi

osakkeen arvoksi noin 5,0-7,1 euroa/osake.

## Arvostus suhteessa EPRA NRV:hen

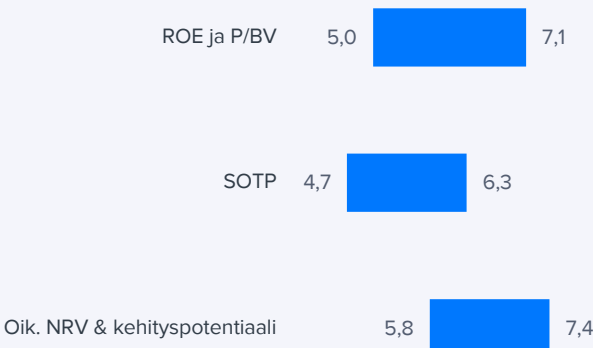
IH ryhtyi raportoimaan vuoden 2020 alusta uuden EPRA:n mukaisen nettovarallisuutta kuvaavan EPRA NRV-tunnusluvun. EPRA NRV:n tarkoitus on määrittää kustannus, jolla yhtiön nettovarat tai liiketoiminnot voitaisiin hankkia raportointipäivänä. EPRA NRV eroaa aiemmasta EPRA NAV:sta siten, että siinä määritetään käypä arvo yhtiön kiinteistöomaisuuden lisäksi myös Palvelut-segmentille ja tietyille aineettomille omaisuuserille. Arviot tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen tah.

IH:n raportoima EPRA NRV oli maaliskuun lopussa 5,66 euroa osakkeelta. Mikäli huomioimme EPRA NRV:ssä maaliskuun jälkeen maksetut tilikauden 2022 osingot (0,31 per osake), sekä yhtiön kertoman Kukkula-hankkeen vaiheista 1-2 syntyvän välittömän 3,0 MEUR:n tulosvaikutuksen, asettuisi EPRA NRV näillä oikaisuilta noin 5,82 euroon (olettaen, että muut tekijät ennallaan).

## Osien summa -laskelma

Olemme tarkastelleet IH:n arvostusta myös osien summa -laskelman kautta. Olemme hieman muuttaneet laskelman esitystapaa ja käsitelleet IH:n yhteisyritysten kautta omistamia (1/3 omistus) Kukkula-hankkeen vaiheen 1 & 2 kiinteistöomistuksia sekä näihin kohdistuvia nettovelkoja (1/3 omistuksella laskien) erillisinä erinä. Emme ole sisällyttäneet laskelmaan Kukkula-hankkeen vaiheen 3 kehityspotentiaalia, vaan tarkastelemme sitä erillisenä komponenttina.

## Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Graafissa SOTP ja Oik. NRV & kehityspotentiaali -haarukoiden ylälaidat heijastelevat arvioimamme kehityspotentiaalin nykyarvon vaikutusta.

|      | ROE-% |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 9 %   | 10 %  | 11 %  | 12 %  | 13 %  | 14 %  |
| 15 % | 0,60x | 0,67x | 0,73x | 0,80x | 0,87x | 0,93x |
| 14 % | 0,64x | 0,71x | 0,79x | 0,86x | 0,93x | 1,00x |
| 13 % | 0,69x | 0,77x | 0,85x | 0,92x | 1,00x | 1,08x |
| 12 % | 0,75x | 0,83x | 0,92x | 1,00x | 1,08x | 1,17x |
| 11 % | 0,82x | 0,91x | 1,00x | 1,09x | 1,18x | 1,27x |
| 10 % | 0,90x | 1,00x | 1,10x | 1,20x | 1,30x | 1,40x |
| 9 %  | 1,00x | 1,11x | 1,22x | 1,33x | 1,44x | 1,56x |
| 8 %  | 1,13x | 1,25x | 1,38x | 1,50x | 1,63x | 1,75x |

# Näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa 2/2

IH:n konsernitaseen kiinteistöomistusten arvo (37,3 MEUR) perustuu laskelmassa Q1'23:n lopun sijoitus- ja vaihto-omaisuuskiinteistöjen arvoon. Yhteisyritysten (JV) kautta omistetut Kukkula-hankkeen vaiheen 1 ja 2 kiinteistöjen käypä arvo on ilmoitettujen hankintahintojen ja arvonmuutosten perusteella arviomme mukaan noin 43,8 MEUR, josta IH:n 1/3 omistuksen mukainen arvo on siten noin 14,6 MEUR.

Palvelut olemme arvostaneet laskelmassa noin 12 MEUR:oon DCF-mallin ja verrokkien arvostuskertoimien perusteella. Arviomme IH:n konsernikulujen nykyarvosta on pysynyt laskelmassa ennallaan -11,6 MEUR:ssa.

IH:n konsernitason korolliset nettovelat olivat maaliskuun lopussa 11,8 MEUR ja kun huomioimme kassasta Q1:n jälkeen maksetut osingot, on oikaistu nettovelka noin 13,8 MEUR. Yhteisyritys Apitaressa arviomme olevan tilinpäätöstietojen perusteella korollista nettovelkaa noin 16,6 MEUR:n edestä ja

vaiheen 2 hankinnat (7,9 MEUR) nostavat yhteisyritysten kokonaisnettovelat noin 24,5 MEUR:oon. IH:n 1/3 omistuksen mukainen osuus yhteisyritysten korollisista nettoveloista on siten noin 8,2 MEUR.

Osien summa -laskelmassa olevat -0,5 MEUR:n vähemmistöt liittyvät Tuottokiinteistöt-rahastoon (22 %:n vähemmistö).

Edellä esitettyjen arvioiden perusteella IH:n osien summaksi muodostuisi noin 30 MEUR eli 4,7 euroa osakkeelta (aik. 4,3 euroa). Sijoittajan on syytä huomioda, että edellä esitetty laskelma ei huomioi Kukkula-hankkeen vaiheen 3 kehityspotentiaalia, jonka nykyarvon olemme arvioineet olevan karkeasti IH:lle noin 10 MEUR eli noin 1,6 euroa per osake. Käsittelemme kehityspotentiaalin arvoa tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

**Kehityspotentiaalin arvo huomattava, mutta emme usko markkinoiden hinnoittelevan sitä täysimääräisesti lyhyellä aikavälillä**

Kuten olemme raportissa aiemmin todenneet, näemme Kukkula-hankkeen 3. vaiheen tarjoavan IH:lle merkittävän arvokkaan kehityspotentiaalin (nykyarvo noin 1,6 euroa/osake). Mikäli yksinkertaisesti lisäämme arvioimamme kehityspotentiaalin nykyarvon IH:n osien summaan sekä edellisellä sivulla esitettyyn oikaisemaamme EPRA-nettovarallisuuteen, liikkuisi IH:n osakkeen arvo 6,3-7,4 euron välillä.

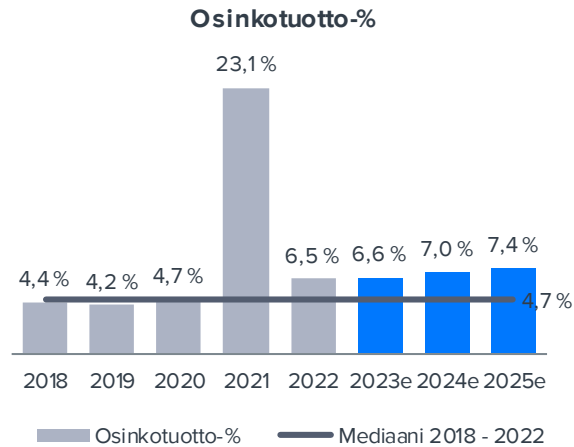
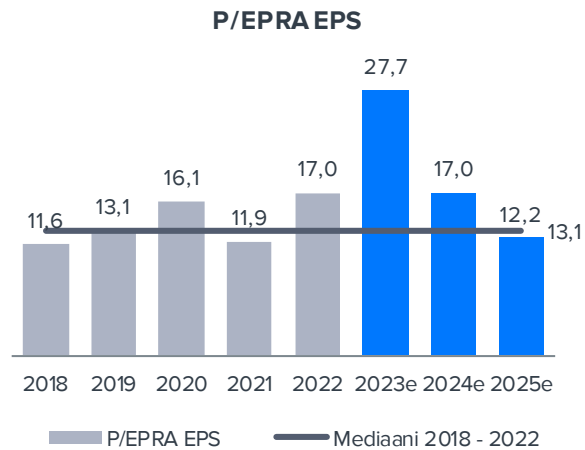
Huomionarvoista kuitenkin on, että vaiheen 3 kehitystuotot ulottuvat varsin pitkälle tulevaisuuteen (2025 -) ja hankkeen lopullinen arvo on riippuvainen muun muassa rakennuttamisen onnistumisesta. Näin ollen emme myöskään usko osakemarkkinoiden olevan valmiita hinnoittelemaan lyhyellä aikavälillä kehityspotentiaalia täysimääräisesti osakkeeseen. Huomionarvoista myös on, että Pohjoismaissa listatut rakennuttajayhtiöt arvostetaan tällä hetkellä kaikki selvällä alennuksella nettovarallisuuteen nähden.

| SOTP                                  |             | Huomiot                                                                                                                                                                 |  |
|---------------------------------------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| Oman taseen kiinteistöomistukset      | 37,3        | Sijoitus- ja vaihto-omaisuuskiinteistöt Q1'23:n lopussa                                                                                                                 |  |
| Palvelut                              | 12,0        | Arvostettu DCF-mallilla ja verrokkien arvostuskertoimilla                                                                                                               |  |
| Osuus JV:n kiinteistöomistuksista     | 14,6        | 1/3 omistus Kukkula-hankkeen vaiheen 1 ja 2 kiinteistöistä, arvossa huomioitu hankintahinta ja kommunikoidut arvonmuutokset                                             |  |
| Konsernikulut                         | -11,6       | Nykyarvo                                                                                                                                                                |  |
| <b>EV</b>                             | <b>52,4</b> |                                                                                                                                                                         |  |
| Konsernin korollinen nettovelka       | -13,8       | Q1'23:n lopun nettovelka, jota oikaistu osingonjaolla                                                                                                                   |  |
| Osuus JV:n korollisista nettoveloista | -8,2        | 1/3 osuus Apirate Oy:n (sale-and-leaseback-kiinteistö) arvioiduista korollisista nettoveloista, laskelmassa huomioitu myös vaiheen 2 hankinnan myötä kasvava nettovelka |  |
| Vähemmistöt                           | -0,5        | Tuottokiinteistöt-rahaston vähemmistöosuus                                                                                                                              |  |
| <b>Osakekannan arvo</b>               | <b>30,0</b> |                                                                                                                                                                         |  |
| Ulkona olevat osakkeet                | 6,4         |                                                                                                                                                                         |  |
| <b>Per osake</b>                      | <b>4,7</b>  |                                                                                                                                                                         |  |

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso     | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e   |
|------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Osakekurssi      | 5,22   | 5,89   | 5,70  | 5,58   | 4,80   | 5,00   | 5,00   | 5,00   | 5,00    |
| Markkina-arvo    | 31     | 35     | 34    | 34     | 31     | 32     | 32     | 32     | 32      |
| P/EPRA EPS       | 11,6   | 13,1   | 16,1  | 11,9   | 17,0   | 27,7   | 17,0   | 12,2   | 11,9    |
| P/E              | 12,6   | 21,5   | neg.  | neg.   | 9,6    | 9,2    | 9,0    | 3,1    | 56,5    |
| Osinko/tulos (%) | 55,5 % | 89,3 % | neg.  | neg.   | 61,6 % | 61,0 % | 62,8 % | 22,9 % | 440,7 % |
| Osinkotuotto-%   | 4,4 %  | 4,2 %  | 4,7 % | 23,1 % | 6,5 %  | 6,6 %  | 7,0 %  | 7,4 %  | 7,8 %   |

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

| Konserni (MEUR)                                  | 2021         | Q1'22       | Q2'22       | Q3'22       | Q4'22       | 2022        | Q1'23        | Q2'23e      | Q3'23e      | Q4'23e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                               | <b>9,8</b>   | <b>1,8</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>7,6</b>  | <b>1,7</b>   | <b>2,0</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>   | <b>7,6</b>  | <b>9,3</b>  | <b>10,8</b> | <b>11,1</b> |
| Ylläpitokulut                                    | -6,0         | -1,1        | -1,2        | -1,0        | -1,4        | -4,7        | -1,6         | -1,3        | -1,0        | -1,5         | -5,3        | -5,5        | -6,1        | -6,3        |
| <b>Nettotuotto</b>                               | <b>3,8</b>   | <b>0,7</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,7</b>  | <b>2,9</b>  | <b>0,1</b>   | <b>0,7</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,6</b>   | <b>2,4</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,8</b>  | <b>4,9</b>  |
| Luovutusvoitot/-tappiot                          | -1,8         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | -0,2        | -0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta      | -2,5         | -0,1        | 0,0         | -0,3        | 2,6         | 2,2         | -0,1         | -0,1        | -0,1        | -0,7         | -0,9        | 0,7         | -0,3        | -0,3        |
| Poistot ja arvonalentumiset                      | -0,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntin, markkinoinnin ja hallinnon kulut        | -1,1         | -0,3        | -0,2        | -0,3        | -0,3        | -1,0        | -0,2         | -0,3        | -0,3        | -0,2         | -0,9        | -0,9        | -1,0        | -1,0        |
| Liiketoiminnan muut tuotot/kulut                 | -0,1         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | -0,2        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta    | 1,9          | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,6         | 0,1          | 3,2         | 0,2         | 0,2          | 3,6         | 1,6         | 8,5         | -1,4        |
| <b>Liikevoitto</b>                               | <b>-0,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,3</b>  | <b>3,0</b>  | <b>4,3</b>  | <b>-0,1</b>  | <b>3,5</b>  | <b>0,8</b>  | <b>-0,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>11,9</b> | <b>2,2</b>  |
| Nettorahoituskulut                               | -0,6         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | -0,1        | -0,2        | -0,1         | -0,2        | -0,2        | -0,2         | -0,6        | -1,2        | -1,2        | -1,2        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>                        | <b>-1,1</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,3</b>  | <b>2,9</b>  | <b>4,0</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>3,4</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-0,3</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>10,8</b> | <b>1,0</b>  |
| Verot                                            | 0,3          | -0,2        | 0,0         | 0,0         | -0,6        | -0,8        | 0,0          | 0,0         | -0,1        | 0,1          | 0,0         | -0,5        | -0,5        | -0,5        |
| <b>Katsauskauden tulos</b>                       | <b>-0,8</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,3</b>  | <b>2,3</b>  | <b>3,2</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>3,3</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,6</b>  | <b>10,3</b> | <b>0,6</b>  |
| Vähemmistöt                                      | 0,1          | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille</b> | <b>-0,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,4</b>  | <b>3,2</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>3,3</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,6</b>  | <b>10,3</b> | <b>0,6</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>                          | <b>-0,11</b> | <b>0,03</b> | <b>0,07</b> | <b>0,04</b> | <b>0,37</b> | <b>0,50</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,52</b> | <b>0,08</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,54</b> | <b>0,56</b> | <b>1,62</b> | <b>0,09</b> |
| <b>EPRA-tulos</b>                                | <b>2,8</b>   | <b>0,32</b> | <b>0,43</b> | <b>0,69</b> | <b>0,36</b> | <b>1,8</b>  | <b>-0,03</b> | <b>0,34</b> | <b>0,56</b> | <b>0,28</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  |
| <b>EPRA EPS</b>                                  | <b>0,47</b>  | <b>0,05</b> | <b>0,07</b> | <b>0,11</b> | <b>0,06</b> | <b>0,28</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,05</b> | <b>0,09</b> | <b>0,04</b>  | <b>0,18</b> | <b>0,29</b> | <b>0,41</b> | <b>0,42</b> |

# Segmenttiennusteet

| Kiinteistöt (MEUR)                          | 2021        | Q1'22      | Q2'22      | Q3'22      | Q4'22      | 2022       | Q1'23      | Q2'23e     | Q3'23e     | Q4'23e      | 2023e      | 2024e      | 2025e       | 2026e      |
|---------------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| <b>Liikevaihto</b>                          | <b>3,9</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,9</b> | <b>0,8</b> | <b>3,3</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b>  | <b>3,6</b> | <b>5,0</b> | <b>6,3</b>  | <b>6,4</b> |
| Kiinteistöjen ylläpitokulut                 | -2,2        | -0,3       | -0,4       | -0,1       | -0,5       | -1,3       | -0,8       | -0,5       | -0,1       | -0,5        | -1,9       | -2,2       | -2,8        | -2,9       |
| <b>Nettotuotto</b>                          | <b>1,7</b>  | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>0,7</b> | <b>0,4</b> | <b>2,0</b> | <b>0,1</b> | <b>0,5</b> | <b>0,8</b> | <b>0,4</b>  | <b>1,7</b> | <b>2,8</b> | <b>3,5</b>  | <b>3,6</b> |
| Kiinteistöjen luovutusvoitot/-tappiot       | -1,8        | 0,0        | 0,0        | -0,1       | 0,0        | -0,2       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0         | -0,1       | 0,0        | 0,0         | 0,0        |
| Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta | -2,5        | -0,1       | 0,0        | -0,3       | 2,6        | 2,2        | -0,1       | -0,1       | -0,1       | -0,7        | -0,9       | 0,7        | -0,3        | -0,3       |
| Osuus osakkuusyritysten tuloksesta          | 1,9         | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,6        | 0,1        | 3,2        | 0,2        | 0,2         | 3,6        | 1,6        | 8,5         | -1,4       |
| Liiketoiminnan muut tuotot/kulut            | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0        |
| <b>Liikevoitto</b>                          | <b>-0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>3,1</b> | <b>4,6</b> | <b>0,0</b> | <b>3,6</b> | <b>0,9</b> | <b>-0,1</b> | <b>4,3</b> | <b>5,1</b> | <b>11,6</b> | <b>1,9</b> |

| Palvelut (MEUR)                             | 2021       | Q1'22      | Q2'22      | Q3'22      | Q4'22      | 2022       | Q1'23      | Q2'23e     | Q3'23e     | Q4'23e     | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
|---------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Liikevaihto</b>                          | <b>5,9</b> | <b>1,0</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>1,2</b> | <b>4,3</b> | <b>0,8</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,2</b> | <b>4,0</b> | <b>4,3</b> | <b>4,5</b> | <b>4,7</b> |
| Segmentin välittömät kulut                  | -3,7       | -0,8       | -0,8       | -0,8       | -0,9       | -3,4       | -0,8       | -0,8       | -0,8       | -1,0       | -3,4       | -3,2       | -3,3       | -3,4       |
| <b>Nettotuotto</b>                          | <b>2,1</b> | <b>0,2</b> | <b>0,3</b> | <b>0,2</b> | <b>0,3</b> | <b>0,9</b> | <b>0,0</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,6</b> | <b>1,0</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> |
| Luovutusvoitot/-tappiot                     | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Poistot ja arvonalentumiset                 | -0,7       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -0,1       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Voitto/tappio käypään arvoon arvostamisesta | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Liiketoiminnan muut tuotot/kulut            | -0,1       | 0,0        | 0,0        | -0,1       | 0,0        | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| <b>Liikevoitto</b>                          | <b>1,3</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,1</b> | <b>0,2</b> | <b>0,7</b> | <b>0,0</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,6</b> | <b>1,0</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> |

# Tase

| Vastaavaa                      | 2021      | 2022      | 2023e     | 2024e     | 2025e     |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>44</b> | <b>47</b> | <b>44</b> | <b>62</b> | <b>70</b> |
| Liikearvo                      | 5         | 6         | 6         | 6         | 6         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Käyttöomaisuus                 | 33        | 35        | 28        | 44        | 44        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1         | 1         | 5         | 7         | 15        |
| Muut sijoitukset               | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 4         | 3         | 3         | 3         | 3         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>19</b> | <b>8</b>  | <b>3</b>  | <b>4</b>  | <b>4</b>  |
| Vaihto-omaisuus                | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Myyntisaamiset                 | 1         | 2         | 1         | 1         | 1         |
| Likvidit varat                 | 17        | 7         | 2         | 3         | 3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>63</b> | <b>55</b> | <b>48</b> | <b>66</b> | <b>75</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2021      | 2022      | 2023e     | 2024e     | 2025e     |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>36</b> | <b>33</b> | <b>34</b> | <b>35</b> | <b>44</b> |
| Osakepääoma                    | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         |
| Kertyneet voittovarot          | 0         | 0         | 1         | 3         | 11        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muu oma pääoma                 | 33        | 30        | 30        | 30        | 30        |
| Vähemmistöosuus                | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>19</b> | <b>18</b> | <b>10</b> | <b>25</b> | <b>25</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0         | 1         | 1         | 0         | 0         |
| Varaukset                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 19        | 17        | 8         | 24        | 24        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>7</b>  | <b>4</b>  | <b>3</b>  | <b>6</b>  | <b>6</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 3         | 2         | 1         | 3         | 3         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 4         | 2         | 2         | 3         | 3         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>63</b> | <b>55</b> | <b>48</b> | <b>66</b> | <b>75</b> |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 29.9.2020  | Lisää    | 6,00 €  | 5,35 €      |
| 1.12.2020  | Lisää    | 6,30 €  | 5,85 €      |
| 9.3.2021   | Lisää    | 6,30 €  | 5,95 €      |
| 25.3.2021  | Lisää    | 6,50 €  | 5,85 €      |
| 12.5.2021  | Lisää    | 6,50 €  | 5,80 €      |
| 21.5.2021  | Lisää    | 6,10 €  | 5,72 €      |
| 13.8.2021  | Lisää    | 6,50 €  | 5,86 €      |
| 17.8.2021  | Lisää    | 6,30 €  | 5,88 €      |
| 16.11.2021 | Lisää    | 6,20 €  | 5,78 €      |
| 26.11.2021 | Lisää    | 6,20 €  | 5,72 €      |
| 4.1.2022   | Vähennä  | 6,20 €  | 6,30 €      |
| 25.1.2022  | Myy      | 5,20 €  | 6,28 €      |
| 4.2.2022   | Vähennä  | 5,20 €  | 5,06 €      |
| 4.3.2022   | Vähennä  | 5,20 €  | 5,04 €      |
| 17.5.2022  | Vähennä  | 5,20 €  | 5,06 €      |
| 28.7.2022  | Vähennä  | 5,30 €  | 5,26 €      |
| 23.8.2022  | Vähennä  | 5,20 €  | 5,16 €      |
| 27.9.2022  | Vähennä  | 4,70 €  | 4,83 €      |
| 15.11.2022 | Vähennä  | 4,50 €  | 5,00 €      |
| 26.1.2023  | Vähennä  | 5,00 €  | 5,48 €      |
| 14.2.2023  | Myy      | 5,00 €  | 5,88 €      |
| 21.3.2023  | Vähennä  | 5,00 €  | 5,30 €      |
| 16.5.2023  | Vähennä  | 4,80 €  | 4,99 €      |
| 17.7.2023  | Osta     | 5,90 €  | 5,00 €      |



Inderes yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyhtiöiden tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoittavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyhtiöasiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**