

Suomen Hoivatilat

Yhtiöraportti

3/2017

inde
res.

Kasvutarina jatkuu

Nostamme Suomen Hoivatilojen suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja asetamme tavoitehintamme 8,10 euroon (7,90e). Hoivatiloilla on maaliskuisen 32 MEUR:n osakeannin jälkeen arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Yhtiön kehityshankkeet ja tuottovaatimusten lasku nostavat Inderesin arvion mukaan osakekohtaisen NAV:in noin 6,5 euroon vuonna 2018, mikä luo pohjan tavoitehinnallemme.

Kokonaisvaltainen omistaja ja kiinteistökehittäjä

Suomen Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut päivä- ja hoivatiloille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen ja nopean hanketoteutuksen. Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2016 lopussa 155 MEUR, nettovuokratuotto oli 6,9 % ja oman pääoman tuotto oli 24,5 %. Yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia, vuokrasopimusten keskipituus on 14 vuotta ja tilojen vuokrausaste on täydet 100 %. Hoivatiloilla on tällä hetkellä rakenteilla ja lupavaiheessa 100 % vuokrattu hankinta-arvoltaan noin 77 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta ja maaliskuisen 32 MEUR:n osakeannin myötä yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset edelleen kasvattaa tätä hankekantaa. Inderesin arvion mukaan yhtiön kehityshankkeet sekä hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten lasku tulevat nostamaan osakekohtaisen NAV:in noin 6,5 euroon vuonna 2018.

Lähivuosikymmeninä voimakkaasti kasvava loppukysyntä

Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päivä-, ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2017-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus sekä palvelusetelin käytön yleistymisen. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkoteja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviolta yli 4 mrd. euron edestä investointeja hoivakiinteistöihin.

NAV:in kasvu ja erittäin korkea pääoman tuotto oikeuttavat preemioarvostukseen

Inderesin näkemyksen mukaan Suomen Hoivatilojen osakkeen hinnoittelu 25 % yli vuoden 2018 ennustamamme NAV:in eli 8,1 euroon on tällä hetkellä perusteltu ja hyväksyttävä arvostustaso osakkeelle. Perustamme näkemyksemme vuoden 2018 NAV-ennusteseemme sekä osakkeen vuotuisen keskimääräiseen 11 %:n tuottotasoon vuosina 2019-2026.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä

8,1 EUR

Edellinen: 7,90



Osakekurssi: 7,47 EUR

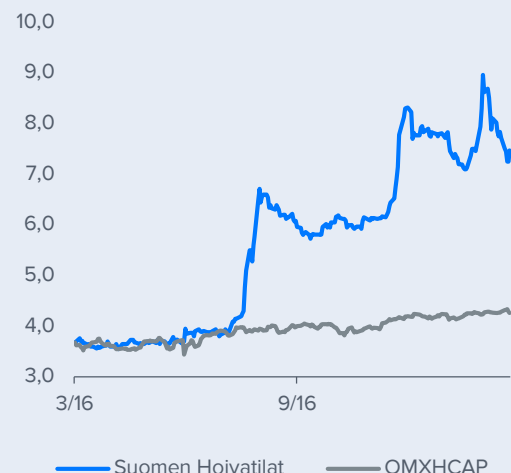
Potentiaali: +8,4 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	7,4	12,0	17,7
-kasvu-%	94 %	62 %	47 %
Käyvän arvon muutokset	11,8	11,9	15,3
Nettotulos	14,7	20,5	28,9
Oper. Tulos (EPRA)	2,9	4,8	7,0
Portfolion käypä arvo	155	244	362
EPRA NAV per osake	4,0	5,3	6,5
Tuottovaatimus-%	6,9 %	6,6 %	6,3 %
Oman pääoman tuotto-%	24 %	21 %	21 %
Osinkotuotto-% (NAV)	2,5 %	2,0 %	2,1 %
Omavaraisuusaste-%	47 %	51 %	41 %

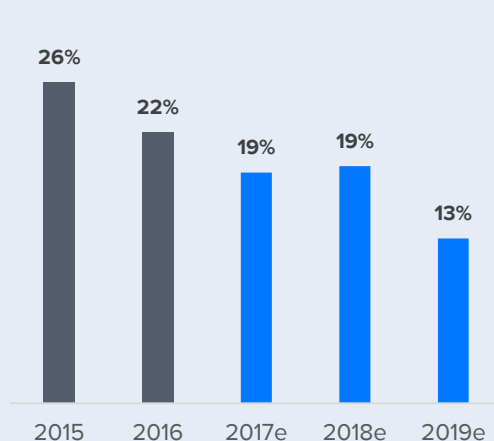
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



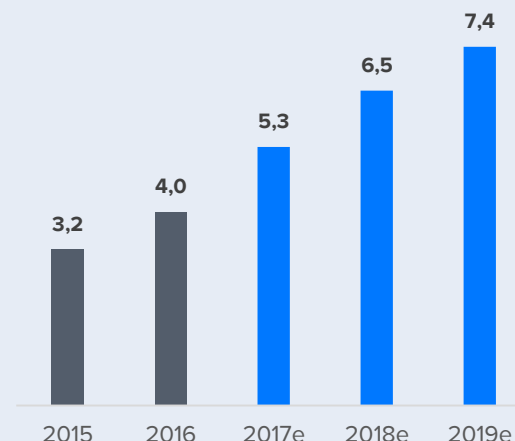
Lähde: Bloomberg

Osakkeen kokonaistuotto-%



Lähde: Inderes

NAV per osake (euroa)



Lähde: Suomen Hoivatilat, ennusteet Inderes

P/NAV

1,4x
2017e

Kokonais-
tuotto-%

19%
2017e

NAV/Osake

6,5
EUR
2018e

Osinko-%

1,5 %
2017e



Arvoajurit

- Osakeannissa kerätty pääoma ja voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä luovat hyvät edellytykset kasvun jatkumiselle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen rakennuttamisessa
- Poliittinen riski ja nykyinen SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kahden asiakkaan osuus suhteellisen korkea



Arvostus

- Inderesin näkemyksen mukaan Hoivatilojen osakkeen hinnoittelu 25 % yli vuoden 2018 ennustamamme NAV:in eli 8,1 euroon on tällä hetkellä perusteltu arvostustaso osakkeelle

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-11
Markkinakatsaus	s. 12-13
Toimintaympäristön trendit	s. 14-18
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 19-22
Ennusteet	s. 23-29
Herkkyysanalyysi	s. 30
Arvonmääritys	s. 31-34
Liitteet	s. 35-39
Vastuuvapauslauseke	s. 40

Yhtiöesittely

Hoivakiinteistöihin erikoistunut kiinteistöyhtiö

Suomen Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut päivä- ja hoivatilaille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivatilojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen ja nopean hanketoteutuksen.

Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2016 lopussa noin 155 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä on tällä hetkellä lupavaiheessa tai rakenteilla noin 77 MEUR:n arvoinen kiinteistökanta. Yhtiö omisti vuonna 2016 56 päivä- ja hoivakotikiinteistöä, jotka sijaitsevat ympäri Suomea pääosin pääkaupunkiseudulla ja yliopistokaupungeissa. Vuonna 2016 Hoivatilojen nettovuokratuotto (alkutuotto) oli 6,9 % ja oman pääoman tuotto oli 24,5 %.

Hoivatilojen kiinteistöt on rakennettu vuosina 2012-2017 ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii tasapainoittamaan portfolion maantieteellistä ja asiakaskohtaista hajautusta ja yhtiö on siten myös myynyt kiinteistöjään. Myyntien ansiosta Hoivatilojen vanhin kiinteistö on rakennettu vuonna 2012.

Vuokralaisriski matala

Vuokrasopimusten keskimaturiteetti on hoivakiinteistöille tyypillisen korkea, 14 vuotta. Hoivatilojen vuokralaisriski on arviomme mukaan suhteellisen pieni, sillä yhtiön vuokralaiset ovat pääosin suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä ja vuokrauksen vakuudet ovat tyypillisesti pitkiä, noin 3-6 kk vuokraa vastaavia. Hoivatiloilla ei ole 9-vuoden historian aikana ollut historiallisten tilinpäätösten perusteella lainkaan luottotappioita, mikä on kiinteistösijoitusyhtiölle mielestämme poikkeuksellista.

Visio ja missio

Suomen Hoivatilat Oyj:n tavoitteena on tarjota sijoittajille mahdollisuus osallistua mielekkäillä ja kilpailukykyisillä tuottotasolla yhteiskunnallisesti tärkeiden palvelu- ja hoivatilojen toteuttamiseen. Yhtiön tavoite on vuonna 2019 olla Suomen johtava vuokrahoiva- ja vuokrapäiväkotitilojen omistaja ja toteuttaja sekä määrällisesti että tunnettuudeltaan.

Johto ja henkilöstö

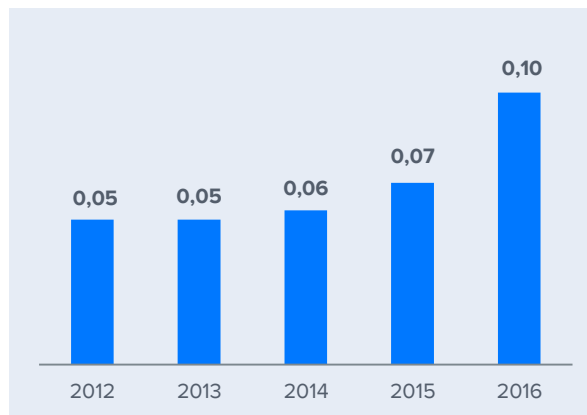
Suomen Hoivatilojen toimitusjohtajana toimii Jussi Karjula ja talousjohtajana Tommi Aarnio. Yhtiön hallitukseen kuuluvat Pertti Huuskonen (Puheenjohtaja), Satu Ahlman, Mammu Kaario, Timo Pekkarinen ja Reijo Tauriainen.

Hoivatilojen palveluksessa oli vuoden 2016 lopussa toimitusjohtajan lisäksi 10 työntekijää. Hoivatilojen organisaatiolla on kaksi eri maantieteellistä yksikköä. Yhtiön pääkonttori on Oulussa ja toinen toimipiste Helsingissä.

Voitonjakopolitiikka

Suomen Hoivatilojen osingonjakopolitiikan mukainen tavoite on jakaa osinkona vähintään 50 % yhtiön operatiivisesta tuloksesta. Vuodelta 2016 osinko oli tätä korkeampi ja se vastasi noin 73 % operatiivisesta tuloksesta. Osakekohtainen osinko on ollut nouseva vuodet 2013-2016 ja osingon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR-%) on ollut keskimäärin noin 17 %.

Suomen Hoivatilojen osakekohtainen osinko (EUR), 2012-2016



Lähde: Suomen Hoivatilat

Suomen Hoivatilat lyhyesti

Suomen Hoivatilat on päivä- ja hoivakotikiinteistöjen sekä palvelukortteleiden tuottamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen keskittynyt yhtiö.

2008

PERUSTAMISVUOSI

2016

LISTAUTUMINEN
PÖRSSIIN

Pohjoismaisten ainoa

HOIVAKIINTEISTÖIHIN KESKITTYNyt LISTAYHTIÖ

155 MEUR (+72 % vs. 2015)

KIINTEISTÖPORTFOLION ARVO 2016

6,9 % NETTOTUOTTO

NETTOVUOKRATUOTTO-% 2016

100 %

KIINTEISTÖJEN
VUOKRAUSASTE

14,1

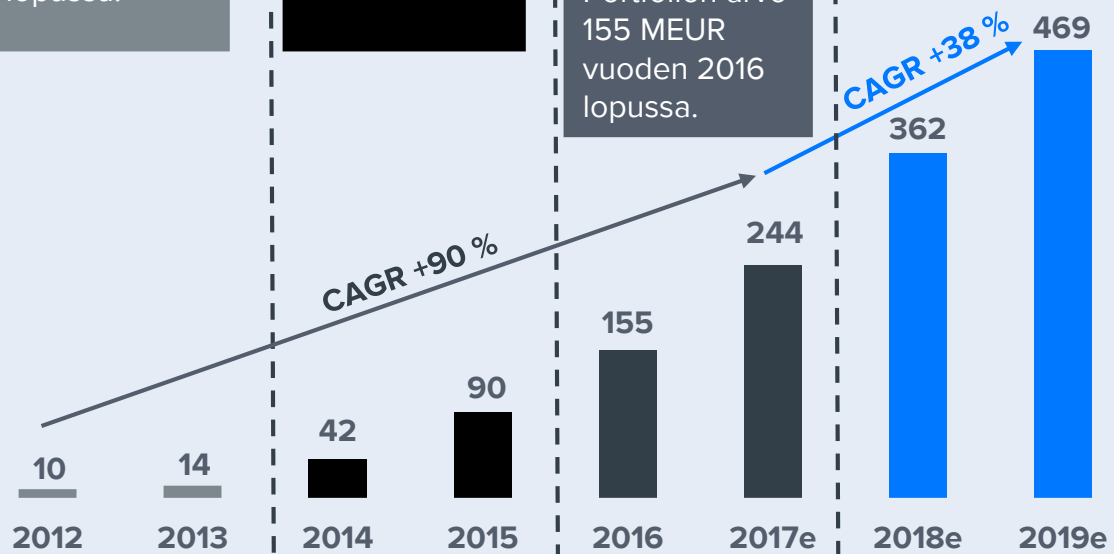
VUOKRASOPIMUSTEN
K.A. PITUUS VUOSINA

Toiminnan
ylösajoa.
Kiinteistöport-
folion arvo 10
MEUR vuoden
2012 lopussa
ja 14 MEUR
vuoden 2013
lopussa.

Kasvu
osakeanneilla.
Yhtiö kerää
pääomaa 9,3
MEUR vuonna
2014 ja 7,1
MEUR vuonna
2015.

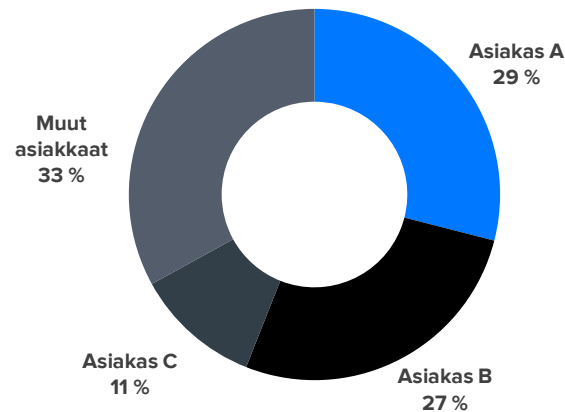
Listautuminen
pörssiin ja
osakeanteja.
Listautuminen
First Northiin
2016 ja
päälistalle
2017.
Portfolion arvo
155 MEUR
vuoden 2016
lopussa.

Kasvu
jatkuu.Tavoite:
2019 Suomen
johtava
vuokrahoiva- ja
vuokrapäiväkotij-
tilojen omistaja.

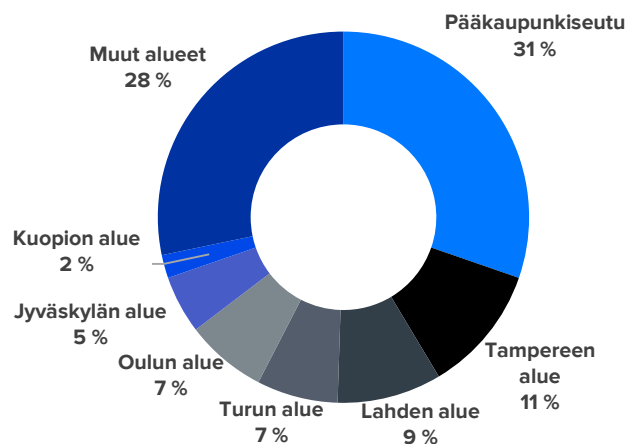


Suomen Hoivatilojen kiinteistöportfolio

Portfolion asiakasjakauma 31.12.2016



Portfolion maantieteellinen jakauma



Portfolion maantieteellinen jakauma 31.12.2016



Sijoitusprofiili 1/2

Defensiivinen kasvuyhtiö

Suomen Hoivatilat profiloituu mielestämme defensiiviseksi ja kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Hoivatilojen riskiprofiili on arviomme mukaan kiinteistöyhtiöksi poikkeuksellisen pieni, sillä yhtiön kiinteistöt ovat kaikki käytännössä uusia, vuokrasopimukset ovat määräaikaista 12-15 vuoden mittaisia, vuokrausaste on täydet 100 % ja yhtiön vuokralaiset ovat pääasiassa suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä.

Rakennuttamisen takia erittäin korkea pääoman tuotto

Hoivatilat ylittää erittäin korkeaan pääoman tuottoon oman rakennuttamistoimintansa ansiosta. Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 28,6 % vuonna 2015 ja 24,5 % vuonna 2016. Maaliskuussa 2017 tehdyn 31,5 MEUR:n osakeannin jälkeen yhtiön kasvu tulee arviomme mukaan lähivuosina jatkumaan vahvana ja yhtiö pystyy ylläpitämään viime vuosien korkeaa tuottotasoaan myös vuosina 2017-2018.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Hoivatilojen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa kasvua.** Hoivatiloilla on maaliskuisen osakeannin jälkeen arviomme mukaan erinomaiset edellytykset jatkaa viime vuosina nähtyä voimakasta ja kannattavaa kasvua markkinan vahvoista kysyntäajureista johtuen. Yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan uusilla pääomilla kiihdyttämään kiinteistöhankkeitaan ja ylläpitämään erittäin korkeaa pääoman tuottoa myös lähivuodet.

- **Skaalautuva kulurakenne.** Hoivatilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiön kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion kasvun kanssa. Tällä on arviomme mukaan selvästi positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen pitkällä aikavälillä ja tämä erottaa Hoivatilat hoivakiinteistörahastoista.
- **Tuottovaatimusten lasku.** Yksi selkeä arvoajuri Suomen Hoivatiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppisiin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin ja odotamme tuottovaatimusten laskutrendin jatkuvan lähivuodet, mikä tukee yhtiön tuloskehitystä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Rakennuttamisen kilpailun kiristyminen.** Arviomme mukaan kilpailu hoivakiinteistöjen rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja nykyiset suhteellisen korkeat kehityskatteen siten laskemaan lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Tämä tulee arviomme mukaan osaltaan lievästi heikentämään yhtiön tuloskehitystä jo keskipitkällä aikavälillä.
- **Maineriski.** Hoivakiinteistöt ovat niitä operoiville yrityksille ja tahoille usein erittäin tärkeitä, mikä osaltaan nostaa näiden tilojen

riskiprofiilia. Mahdollinen rakennusvirhe tai muu odottamaton ongelma kiinteistössä voisi heikentää Suomen Hoivatilojen mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista. Toiseksi, mahdollinen rakennusvirhe, (esimerkiksi sisäilmaongelma kiinteistössä) saattaisi johtaa myös korvausvaateeseen ja aiheuttaa taloudellisia menetyksiä yhtiölle. Suomen Hoivatilat pyrkii vähentämään näitä riskejä vakuutuksilla. Arviomme mukaan kiinteistöihin liittyvät riskit ovat Suomen Hoivatiloille tällä hetkellä suhteellisen pieniä, sillä yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia ja yhtiö on myös itse rakennuttanut kiinteistönsä, minkä johdosta se on pystynyt tehokkaasti valvomaan näiden rakentamista ja pyrkinyt minimoimaan rakennusvirheet.

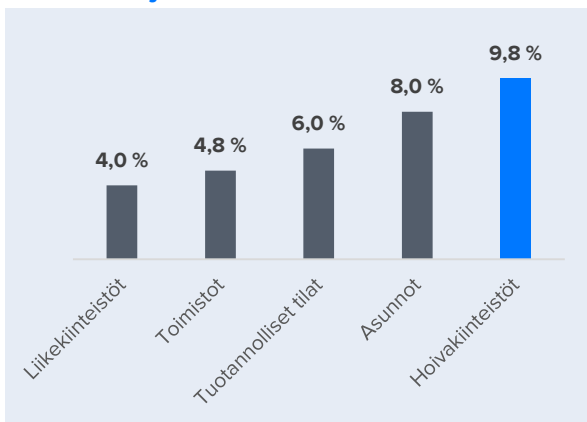
- **Poliittinen ja lainsäädännöllinen riski** ovat arviomme mukaan merkittäviä hoivakiinteistöihin liittyviä riskitekijöitä. Laki säätelee usein tarkasti hoivakiinteistöjä sekä niiden toimintaa ja muutokset esimerkiksi hoivakotirakennusten vaatimuksissa voisivat aiheuttaa lisäkustannuksia näiden tilojen omistajille. Historiallisesti viranomaiset ovat Suomessa ennalta arvaamatta muuttaneet mm. hoivakotien huonelukumääriä ja wc-tilojen määrää koskevia vaatimuksia. Inderesin arvion mukaan Suomen Hoivatilat on kuitenkin onnistunut rajoittamaan lainsäädännöllistä ja poliittista riskiä sopimusteknisillä toimenpiteillä.
- **Keskittynyt asiakasportfolio.** Hoivatilojen kahden suurimman asiakkaan paino on suurehko (56 %), mikä arviomme mukaan hieman nostaa Hoivatilojen riskiprofiilia.

Sijoitusprofiili 2/2

Korkean tuoton kiinteistösijoitus

Hoivakiinteistöihin luetaan Suomessa yleisesti mm. vanhusten hoivakodit, erityisryhmien palvelutalot, terveysasemat, päiväkodit sekä sosiaali- ja nuorisotoimeen liittyvät kiinteistöt. KTI:n mukaan hoivakiinteistöt tarjosivat vuonna 2016 Suomessa kaikista kiinteistötyypeistä korkeimman tuoton. KTI:n kiinteistöindeksin mukaan eri kiinteistötyyppien kokonaistuotot olivat 4,0-9,8 % vuonna 2016. Hoivakiinteistöjen tuotto oli KTI:n mukaan 9,8 % vuonna 2016.

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto 2016



Lähde: KTI

Hoivakiinteistöjen erityispiirre kiinteistösijoituksena on se, että niiden riskiprofiili on kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna tyypillisesti matala. Tämä johtuu siitä, että hoivakiinteistöjen loppuasiakkaina ovat Suomessa usein kunnat ja julkinen sektori, sekä yksityiset hoiva-alan yritykset eli ns.

hoivaoperaattorit, jotka tuottavat näitä lakisääteisiä palveluita. Tämä osaltaan rajoittaa vuokralaisriskiä. Hoivakiinteistöt ovat myös yleensä vähemmän suhdanneherkkiä kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna, sillä yleisellä talouskehityksellä ei usein ole merkittävää vaikutusta näiden tilojen loppukysyntään.

Hoivakiinteistöille ovat tyypillistä pitkät, KTI:n mukaan noin 10-15 vuoden vuokrasopimukset. Vertailun vuoksi esimerkiksi toimistokiinteistöillä vuokrasopimukset ovat KTI:n mukaan tyypillisesti 3-5 vuoden mittaisia. Edelleen hoivakiinteistöillä on tyypillisesti vain yksi vuokralainen ja niiden vuokrausaste on siksi usein 100 %. Kaupallisissa kiinteistötyypeissä vuokrausasteet ovat tyypillisesti tätä matalampia, usein 85-95 % välillä. Hoivakiinteistöjen vuokrasopimukset ovat lisäksi usein nettovuokrasopimuksia eli vuokralainen maksaa itse kiinteistöjen hoitokulut. Tämä osaltaan vähentää kiinteistön omistajan riskejä ja vähentää vuokratassavirran kausivaihtelua. Hoivakiinteistöjen tarjonta on osaltaan rajattu, sillä ne ovat usein luvanvaraisia kiinteistöjä. Myös niiden operointiin liittyy usein rajoitteita ja erilaisia säädöksiä. Nämä osaltaan ovat vähentäneet hoivakiinteistöjen tarjontaa ja arviomme mukaan nostaneet hoivakiinteistöjen vuokratasoja Suomessa.

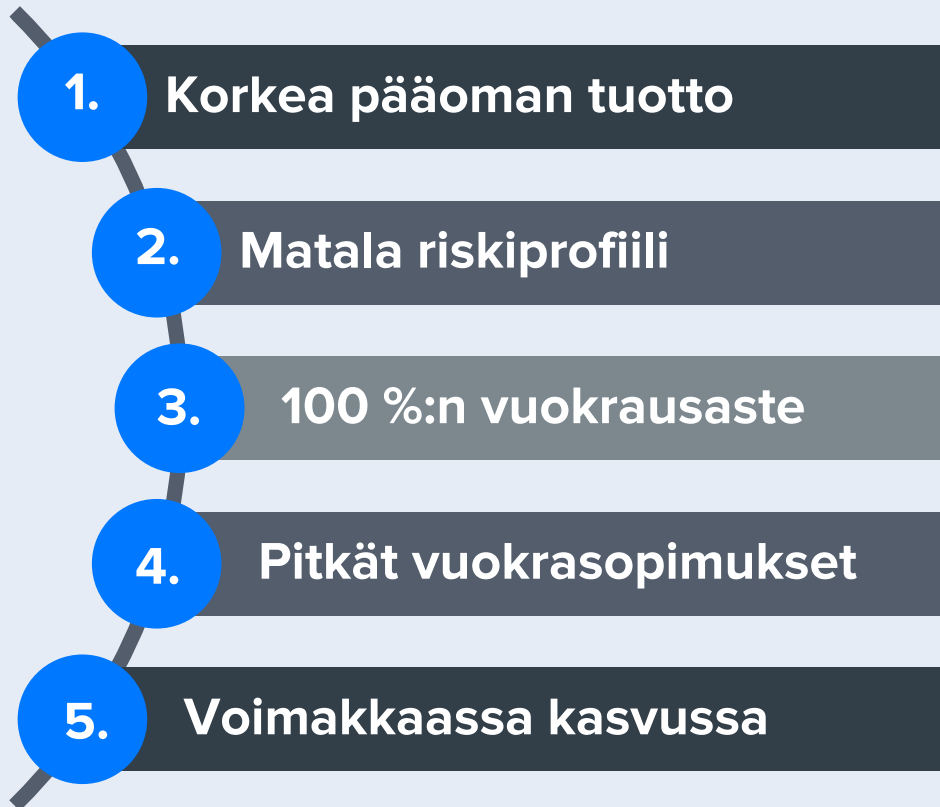
Hoivakiinteistöjen huonona puolena ovat taas usein kiinteistöjen rajattu käyttötarkoitus ja rajattu kysyntä. Esimerkiksi tehostetun palveluasumisen hoivakotia voi olla kallista ja vaikeaa myöhemmin muuttaa muuhun tarkoitukseen, mikäli sillä ei enää ole käyttöä hoivakotina. Hoivakiinteistöjen toimintaan liittyy

myös usein muita kiinteistötyyppejä enemmän lainsäädäntöä ja rajoituksia, mitkä lisäävät osaltaan niiden omistamisen riskiprofilia. Etenkin Suomessa viranomaiset ovat historiallisesti ennalta arvaamatta muuttaneet hoivakiinteistöjen fyysisiä vaatimuksia.

Hoivakiinteistörahasot

Suomeen on viime vuosina perustettu useita hoivakiinteistöihin erikoistuneita kiinteistörahasotia. Tämän lisäksi institutionaaliset sijoittajat ovat sijoittaneet suoraan hoivakiinteistöihin. KTI:n arvion perusteella näiden sijoittajien omistamien hoivakiinteistöjen yhteenlaskettu arvo oli noin 1,6 miljardia euroa vuonna 2016.

Sijoitusprofiili



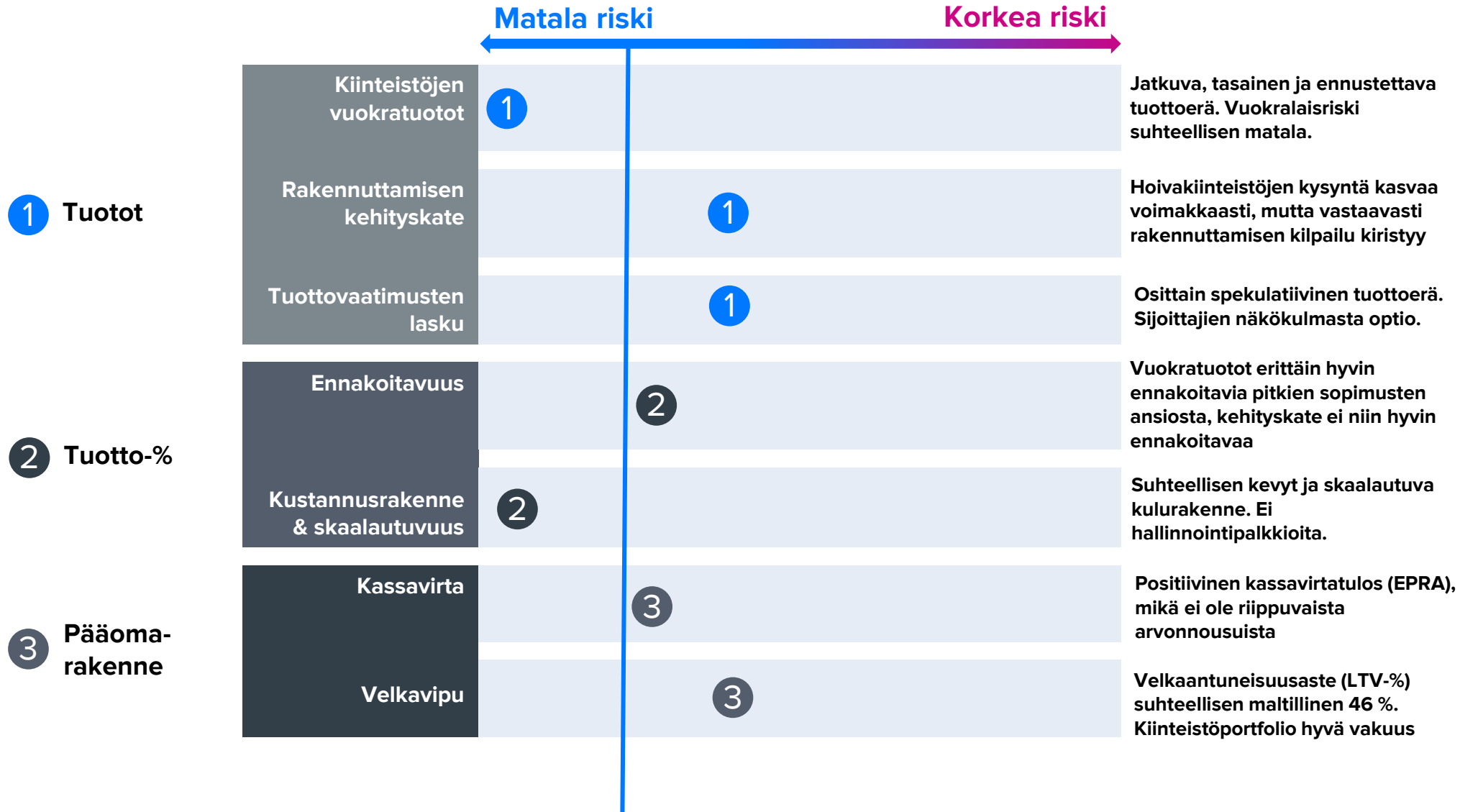
Potentiaali

- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä luo hyvät edellytykset kasvulle
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä

Riskit

- Kilpailun kiristymisen rakennuttamisessa
- Poliittinen riski ja nykyinen SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Asiakasportfoliossa kahden asiakkaan osuus suhteellisen korkea

Liiketoiminnan riskiprofiili



Markkinakatsaus 1/2

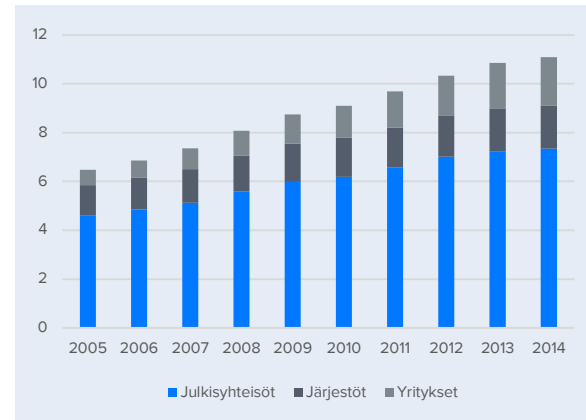
Vakaasti kasvava markkina

Suomen Hoivatilat on keskittynyt päivä- ja hoivakotiinointeihin, joiden loppukysyntä ei arviomme mukaan ole merkittävästi riippuvainen yleistoloudellisesta suhdanteesta, vaan julkisen sektorin ostoista ja yksityisten sosiaalipalveluiden markkinaosuuden kasvusta. Suomen Hoivatiloille olennaisen palvelutalo- ja asumispalveluiden markkinan koko on arviomme mukaan yli 2 miljardia euroa ja päiväkotimarkkinan koko on noin 2,6 miljardia euroa. Koko sosiaalipalvelumarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on viime vuosina ollut noin 6 % ja Hoivatiloille olennainen yksityisten yritysten sosiaalipalvelumarkkinan vuotuinen kasvuvauhti selvästi tätä suurempi, noin 14 %.

Sosiaalipalveluiden tuotos

Sosiaalihuollon palvelujen tuottaminen on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite ja niitä tuottavat julkinen sektori, säätiöt sekä yksityiset yritykset. Sosiaalipalveluiden tuotos, johon kuuluvat avohuollon ja asumisen sisältävät palvelut kokonaisuudessaan on kasvanut keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2005 ja 2014 välillä ja ne olivat noin 11,1 miljardia euroa vuonna 2014. Näistä avohuollon palveluita ovat mm. lasten päivähoito ja asumisen palveluita ovat mm. vanhusten ja vammaisten hoitolaitokset sekä palvelutalot. Sosiaalipalveluiden tuotoksesta päiväkotitoiminnan osuus on arviomme mukaan noin 2,6 miljardia euroa ja Suomen Hoivatiloille olennainen palvelutalo- ja asumispalveluiden markkina noin 2 miljardin euron suuruinen.

Sosiaalipalveluiden tuotos Suomessa, 2006-2014 (mrd. EUR)



Lähde: Tilastokeskus

Yksityisen sektorin rooli sosiaalipalveluiden tuottajana on vahvistunut viime vuosina ja vuonna 2014 se vastasi lähes 18 prosentista koko tuotoksesta, kun vuonna 2005 vastaava osuus oli 10 %. Yritysten tuottama sosiaalipalveluiden tuotos onkin kasvanut voimakkaasti, keskimäärin noin 14 % vuodessa vuosien 2005 ja 2014 välillä.

Markkinan erityispiirteet

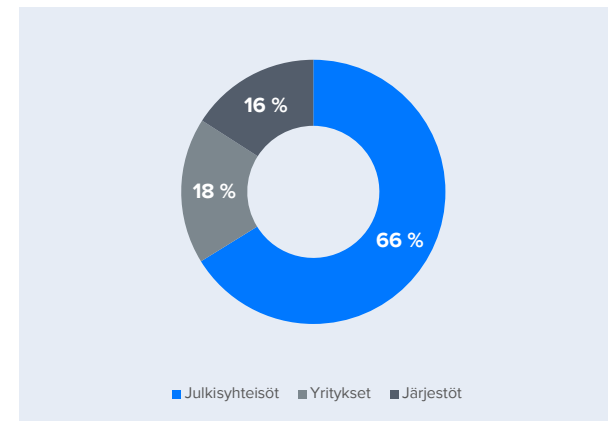
Yksityisillä sosiaalipalveluita tuottavilla yrityksillä on yhteistä se, että niiden kysyntä on vahvasti riippuvainen kuntien ostoista. THL:n tilastojen mukaan vuonna 2010 yli 75 % alan yrityksistä myi vähintään puolet palveluistaan kuntayhteisöille. Toimiala on yleisesti pienyritysvaltainen, mutta keskittyvä. Viime vuosina suuret hoiva-alan yritykset ovat kiihtyvällä tahdilla kasvattaneet markkinaosuuttaan ostamalla pieniä toimijoita yrityskaupoilla ja kasvamalla orgaanisesti

avaamalla uusia toimipisteitä.

Palvelutalo- ja asumispalvelutoiminnassa suurten yritysten (yli 250 henkilö) markkinaosuus oli vuonna 2011 työ- ja elinkeinoministeriön mukaan noin 50 %. Avohuollossa, johon mm. lasten päivähoito luetaan, suurten yhtiöiden osuus oli vain 10 %. Lasten päivähoitossa on kuitenkin viime vuosina myös nähty keskittymistä ja suurten yhtiöiden markkinaosuuden kasvua. Esimerkiksi vuosina 2015-2016 Touhula Varhaiskasvatus Oy osti Vekara Päiväkodit ja Aarresaari-päiväkodit.

Suuria yksityisiä sosiaalipalveluiden tuottajia ovat Suomessa mm. Attendo, Esperi Care Group, Mehiläinen ja Mi-Hoiva -konserni. Nämä yhtiöt ovat käytännössä asiakkaita Suomen Hoivatilat Oyj:lle ja niiden kasvu vaikuttaa siten olennaisesti Suomen Hoivatilojen kiinteistöjen kysyntään.

Sosiaalipalveluiden tuotos 2014 (mrd. EUR)

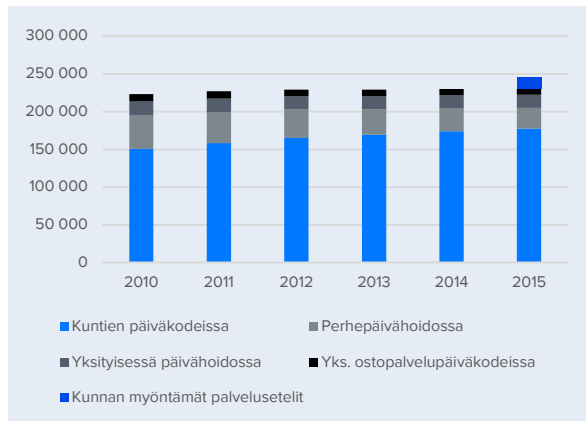


Markkinakatsaus 2/2

Päivähoitomarkkina

Päiväkotitoiminta on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite ja siihen käytetään arviomme mukaan noin 3 miljardia euroa vuosittain. THL:n arvion mukaan Suomessa oli noin 4000 päiväkotia, joissa oli kaikkiaan 246 000 lasta päivähoidossa vuonna 2015. Yksityisten päiväkotien osuus on kasvanut vuoden 1997 noin 4 prosentista noin 13 prosenttiin (ml. Palvelusetelit) vuoteen 2015 mennessä. Osuus kuitenkin vaihtelee kunnittain ja kaupungeittain. Esimerkiksi Oulussa yksityisten päiväkotien osuus oli lähes 40 prosenttia vuonna 2016.

Päivähoidon rakenne Suomessa (1-6 vuotiaat)



Lähde: THL

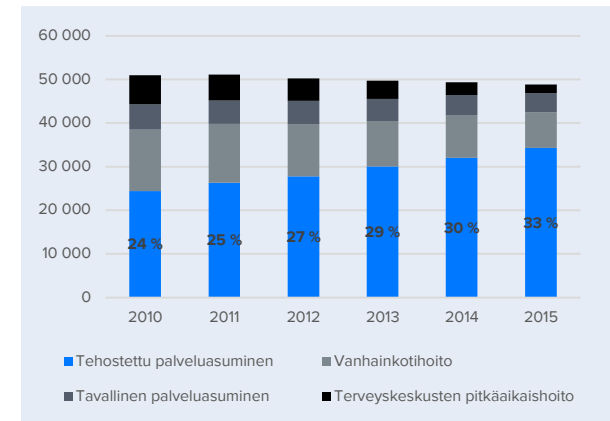
Odotamme yksityisten päiväkotien yleistyvän merkittävästi lähivuosikymmeninä, sillä yksityisten päiväkotien penetraatioaste on Suomessa suhteellisen pieni ja ala tarjoaa siksi

merkittäviä kasvumahdollisuuksia suurille hoiva-alan yrityksille. Suomessa on myös kasvava tarve uusille päiväkodeille kaupungistumiskehityksen ja julkisen sektorin velkaantumisen takia. Yksityinen päivähoito on kunnalle houkuttelevaa, koska siitä ei aiheudu erillisiä investointikustannuksia eikä se sido pääomaa päiväkotitiloihin. Edelleen yksityiset päiväkodit ovat keskimäärin kunnallisia päiväkoteja kustannustehokkaampia. Suomen kuuden suurimman kaupungin selvityksen perusteella yksityiset toimijat pystyivät järjestämään päivähoidon keskimäärin 23 % halvemmalla kuin kunta itse.

Hoivakotimarkkina

Kuntien ostot yksityisissä palvelutalo- ja asumispalveluissa olivat Suomen kuntaliiton mukaan hieman yli miljardi euroa vuonna 2015 ja markkinan suuruus oli kokonaisuudessa arviomme mukaan tällä hetkellä noin 2 miljardia euroa. Ikääntyneiden laitos- ja asumispalveluja sai THL:n mukaan Suomessa vuoden 2015 lopussa noin 22 prosenttia 75 vuotta täyttäneistä eli noin 105 000 henkilöä. Asiakasmäärät ovat kasvaneet 2000-luvulla tasaisesti. Yli 75-vuotiaiden laitos- ja asumispalveluiden kokonaisasiakasmäärä nousi vuodesta 2000 vuoteen 2015 noin 16 %. Yksityiset palveluntuottajat tuottavat ikääntyneiden palveluasumisesta merkittävän osan. Merkittävimmissä ikääntyneiden palveluasumisessa eli tehostetussa palveluasumisessa yksityisten palveluntuottajien osuus oli vuonna 2015 THL:n mukaan noin 49 prosenttia.

Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaat)



Lähde: THL

Valtion tavoitteena on ollut viimeisen kymmenen vuoden aikana vähentää vanhusten kallista laitoshoidon ja ohjata asiakkaita kodinomaisempiin palvelutaloihin ja -asuntoihin. Tämä kehitys on ollut positiivista Suomen Hoivatiloille, sillä yhtiön hoivakodit ovat käytännössä tällaisia voimakkaimmin kasvavan segmentin eli tehostetun palveluasumisen tiloja. Väestön ikääntymisen takia kunnilla on tällä hetkellä voimakas tarve lisätä hoivapaikkojen määrää ja odotamme siten tehostetun palveluasumisen ja yksityisten hoivakotien kysynnän kasvavan lähivuosikymmeninä merkittävästi. Voimistuva kysyntä luo arviomme mukaan hyvät edellytykset Suomen Hoivatilojen kasvuun tulevaisuudessa.

Toimintaympäristön trendit 1/4

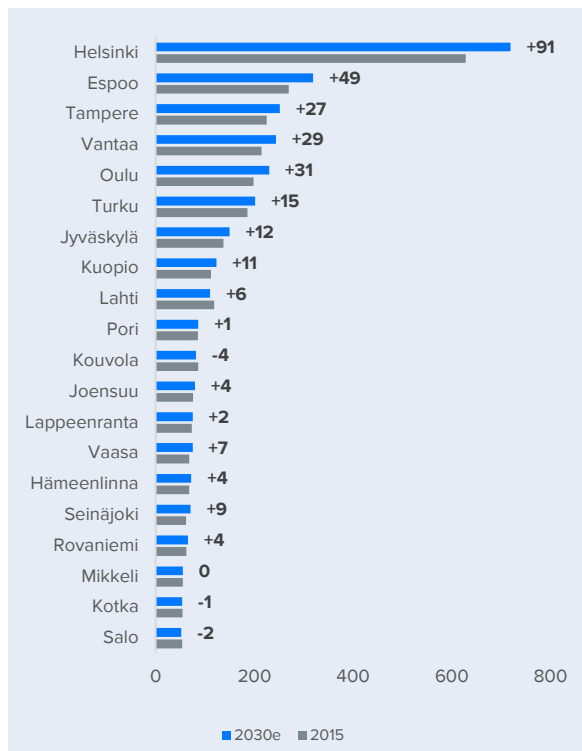
Toimintaympäristössä positiivisia ajureita

Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päiväkotien ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2017-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkoteja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviolta yli 4 miljardin euron investointeja.

Kaupungistuminen ja väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkeihin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärä kasvoi vuonna 2016 17 000 asukkaalla eli noin 1,5 %. Taustalla on erityisesti ihmisten muuttaminen työpaikkojen perässä kasvukeskuksiin ja kaupunkeihin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on arviomme mukaan selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä kaupungistumiskehityksen takia. Väestön keskittyminen luo arviomme mukaan vahvan kysynnän ja tarpeen päivä-, ja hoivakodeille seuraavan 25-vuoden aikana.

Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2015-2030e (tuhatta henkilöä)



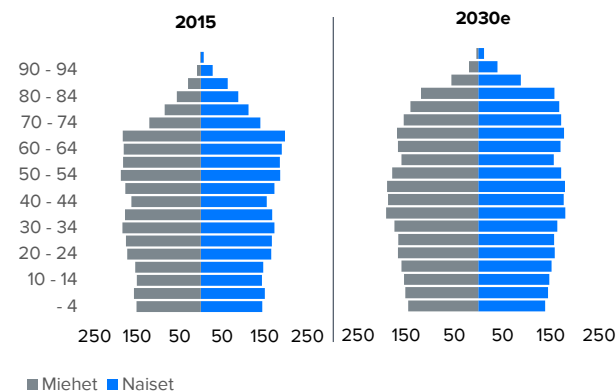
Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Tilastokeskuksen mukaan yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan yli kaksinkertaistuvan vuodesta 2011 vuoteen 2035 mennessä. Ikääntymisen taustalla ovat toisen maailmansodan jälkeen syntyneet suuret ikäluokat, sekä vanhusten parantunut terveys ja

sen tuoma eliniänodotteen voimakas kasvu. Ikääntyneiden määrän kasvu tulee aiheuttamaan merkittävää kasvua vanhusten sosiaali- ja terveyspalveluiden, kuten vanhusten hoivatilojen kysynnälle tulevaisuudessa.

Väestön ikärakenne 2015 ja 2030e



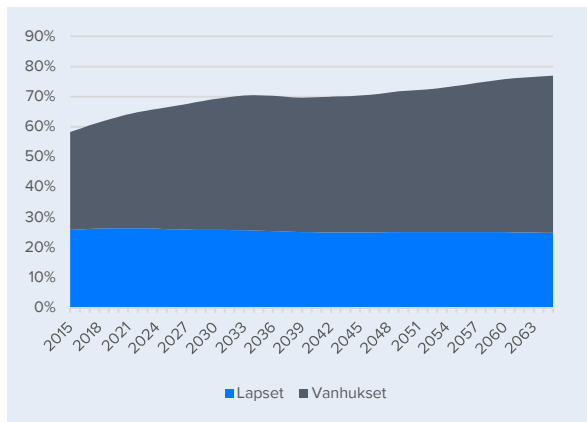
Lähde: Tilastokeskus

Julkisen sektorin velkaantuminen

Ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita Suomen julkisen sektorin taloudelle tulevaisuudessa. Väestöllisen huoltosuhteen eli alle 15-vuotiaiden lasten ja yli 65-vuotiaiden vanhusten määrän suhteessa työikäisiin ennustetaan kasvavan merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan huoltosuhte kasvaa vuoden 2015 noin 58 prosentista 77 prosenttiin vuoteen 2065 mennessä. Tämä tarkoittaa työikäisen väestön pienentymistä nykyisestä noin 63 prosentista noin 57 prosenttiin. Käytännössä julkisen sektorin menot kasvavat eläkkeiden sekä sosiaali- ja terveyspalveluiden kasvamisen myötä, samalla kun verotulot laskevat työvoiman vähentyessä.

Toimintaympäristön trendit 2/4

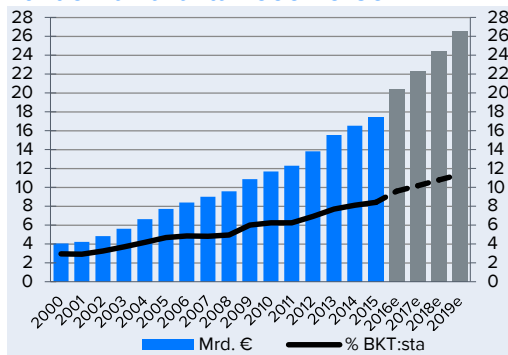
Väestöllinen huoltosuhde 2015-2065e



Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikääntyminen ja heikentyvä huoltosuhde tulevat aiheuttamaan merkittäviä haasteita erityisesti nykyiseltään velkaantuneelle kuntasektorille. Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on kaksinkertaistunut, ja se oli kuntaliiton mukaan 17,4 miljardia euroa eli 8 % BKT:sta vuonna 2015.

Kuntien lainakanta 2000-2019e



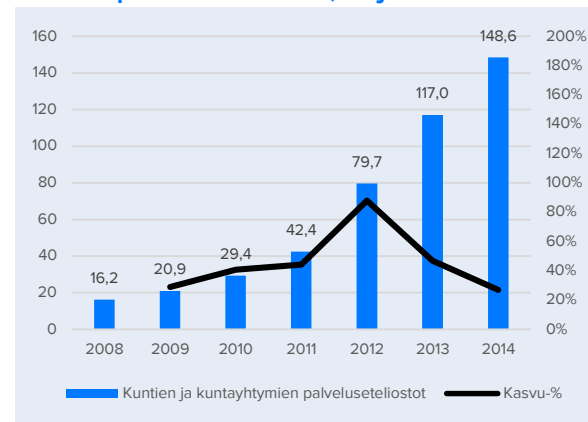
Lähde: Tilastokeskus ja Kuntaliitto

Julkisen talouden pitkän aikavälin rahoitusasemaa mitataan kestävyysvajeella, mikä tarkoittaa tulevien julkisen talouden alijäämien nykyarvoa. Valtiovarainministeriön arvion mukaan kestävyysvaje on tällä hetkellä noin 5 % BKT:stä eli noin 10 miljardia euroa. Sosiaali- ja terveydenhuolto muodostavat suurimman yksittäisen erän paikallishallinnon menoista, joten niiden hillitseminen on olennaista kuntien pyrkiessä tasapainoittamaan talouttaan. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan ja uskomme siten Hoivatilojen kaltaisten yksityisten palvelutuottajien kysynnän kasvavan merkittävästi tulevaisuudessa.

Palvelusetelit ja SOTE-uudistus

Odotamme palvelusetelien käytön jatkuvan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotikiinteistöille. Palvelusetelin idea on, että kunta voi antaa palvelusetelin henkilölle, joka tarvitsee jotain kunnallista palvelua. Setelillä henkilö voi itse valita ja ostaa tarvitsemansa palvelun yksityiseltä palveluntuottajalta. Vuonna 2009 palvelusetelien käyttö laajennettiin kaikkiin sosiaali- ja terveyspalveluihin. Palvelusetelien käyttö on tämän jälkeen lisääntynyt tasaisesti sosiaali- ja terveydenhuollossa sekä päivähoitossa. Esimerkiksi palveluasumisessa palveluseteliostot kasvoivat vuonna 2014 26 % noin 53 miljoonaan euroon.

Kuntien palveluseteliostot, miljardia euroa



Lähde: Kuntaliitto

Marraskuussa 2015 Suomen hallitus päätti SOTE-uudistuksen tekemisestä. Osana uudistusta hallitus aikoo säätää uuden valinnanvapauslainsäädännön, jonka myötä käyttäjä voi tulevaisuudessa itse valita palveluiden julkisen, yksityisen tai kolmannen sektorin tuottajan. Lainsäädäntö on tarkoitus saada voimaan 1.1.2019. Käytännössä laki tarkoittaa laajamittaista yksityistämistä ja odotamme sen lisäävän yksityisten päiväkotien ja hoivakotien kysyntää merkittävästi tulevaisuudessa. Yksityistämisessä on selvää kasvuvaraa nykyisestä, sillä päivähoitossa yksityisen sektorin osuus on arviomme mukaan noin (palvelusetelit huomioiden) noin 13 % ja palveluasumisessa noin 50 %.

Toimintaympäristön trendit 3/4

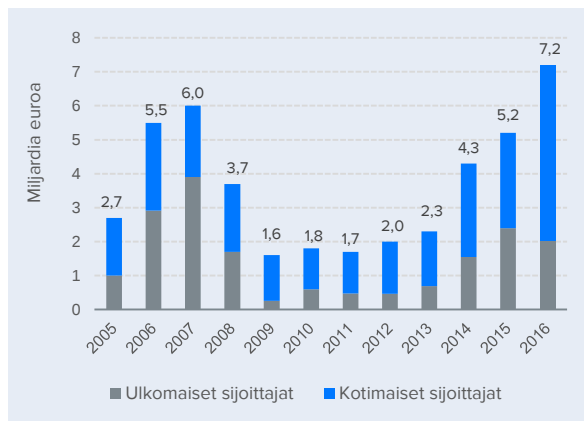
Merkittävä kysynnän kasvu

VTT:n arvioiden perusteella voimakkaasti lisääntyvästä vanhusten määrästä johtuen Suomeen tarvitaan ainakin 40 000 uutta hoivapaikkaa seuraavan 10 vuoden aikana. Tämä tarkoittaa arviolta noin 1000 uutta hoivakotia ja 4 miljardin euron edestä investointeja. Tämän lisäksi väestön keskittymisestä ja muuttoliikkeestä johtuen Suomeen tarvitaan arviomme mukaan satoja uusia päiväkoteja seuraavan 25-vuoden aikana, mikä vastaa satojen miljoonien eurojen investointeja. Kuntien lisääntyvä ulkoistaminen ja yksityistäminen tulevat todennäköisesti edelleen vauhdittamaan kasvavaa kysyntää.

Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökaupparakennat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. KTI:n tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiovolyymi nousi vuonna 2016 noin 30 %:lla noin 7,2 miljardiin euroon, mikä on tilaston kaikkien aikojen korkein taso. Transaktiovolyymit olivat vuonna 2016 yli vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän pysyvän edelleen korkealla Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen heijastuvan myös hoivakiinteistöihin. Odotamme hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan, mikä osaltaan nostaa näiden kiinteistöjen arvostustasoa. Odotamme myös voimistuvan sijoittajakysynnän lisäävän kilpailua hoivakiinteistöjen rakentamisessa, mikä saattaa keskipitkällä aikavälillä laskea Suomen Hoivatilojen rakentamisen kehityskatteita.

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa, 2005-2016



Lähde: Catella ja KTI

Kiinteistösijoitusten kysynnän kasvu on Euroopan laajuinen ilmiö. Kiinteistösijoitusmarkkinat tukevat tällä hetkellä EKP:n elvytystoimet ja historiallisen alhaisen korkotaso, joiden myötä kiinteistöistä on tullut viime vuosina aikaisempaa houkuttelevampi sijoituskohte sijoittajille. Korkomarkkinoilta ei ole ollut saatavilla järkeviä tuottoja ja sijoittajien raha on siirtynyt korkomarkkinoilta suhteellisen turvallisena pidettyihin kiinteistöihin. Tämä on nostanut kiinteistöjen kysyntää ja hintoja sekä laskenut niiden tuottovaatimuksia. Tilanne korostuu etenkin vakaina ja turvallisena pidetyillä kiinteistömarkkinoilla ja turvallisissa kiinteistötyspeissä. Odotamme tuottovaatimusten laskevan lyhyellä aikavälillä suhteellisesti voimakkaimmin juuri hoivakiinteistöissä, koska se on arviomme mukaan etenkin Suomessa defensiivinen ja matalan riskiprofiilin kiinteistösijoitusmuoto.

Toimintaympäristön positiiviset ajurit tukevat osaketta

Suomen Hoivatilojen toimintaympäristön arvoajurit ovat arviomme mukaan kokonaisuudessaan myönteisiä ja nämä tukevat osakkeen arvostustasoa. Suomessa on voimakas tarve uusille päivä- ja hoivakotikiinteistöille kaupungistumisen ja väestön keskittymisen, ikääntymisen, julkisen sektorin velkaantumisen, palvelusetelien yleistymisen ja SOTE-uudistuksen takia. Voimakkaasti kasvava markkina antaa hyvät edellytykset Suomen Hoivatilojen kiinteistökehitystoiminnalle ja tukee osaltaan hoivakiinteistöjen vuokratasoa. Hoivakiinteistöjen sijoittajakysyntä on myös vahvaa, mikä tulee arviomme mukaan todennäköisesti laskemaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksia ja siten nostamaan näiden tilojen arvostustasoa.

Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan kiinteistösijoitusyhtiöitä ja pitää näiden korkokulut pienenä. Euroopan keskuspankki laski viime vuoden maaliskuussa ohjauskorkonsa 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 ainakin joulukuuhun 2017 asti, mutta kuukausittaisia ostoja päätettiin vähennetään takaisin 60 miljardiin euroon huhtikuun alussa. Tuoreimpien ennusteiden valossa markkinoilla odotetaan EKP:n pitävän ohjauskoron alhaalla vielä vuosia.

Toimintaympäristön trendit 4/4

SOTE-epävarmuus lisää riskiprofilia

Toimintaympäristön negatiiviset arvoajurit ovat mielestämme tällä hetkellä suhteellisen pieniä. Arviomme mukaan kuitenkin nykyinen poliittinen epävarmuus SOTE -päätöksen ympärillä lisää ainakin hieman alan yritysten riskipreemioita. Lisäksi kasvava sijoittajakysyntä tulee arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä lisäämään kilpailua hoivakiinteistöihankkeista, mikä saattaa tulevaisuudessa laskea Suomen Hoivatilojen rakennuttamisen kehityskatteita. Edelleen Suomen yksityisen hoivapalvelumarkkinan keskittyminen muutamille suurille yrityksille saattaa pitkällä aikavälillä lisätä näiden yritysten neuvotteluvoimaa hoivakiinteistöjen omistajia kohtaan, jolloin vuokrauksen ehdot saattavat pitkällä aikavälillä heiketä. Esimerkiksi nykyiset suhteellisen pitkät 10-15 vuoden vuokrasopimukset saattavat laskea ja myös vuokratasoihin saattaa pitkällä aikavälillä kohdistua laskupaineita.

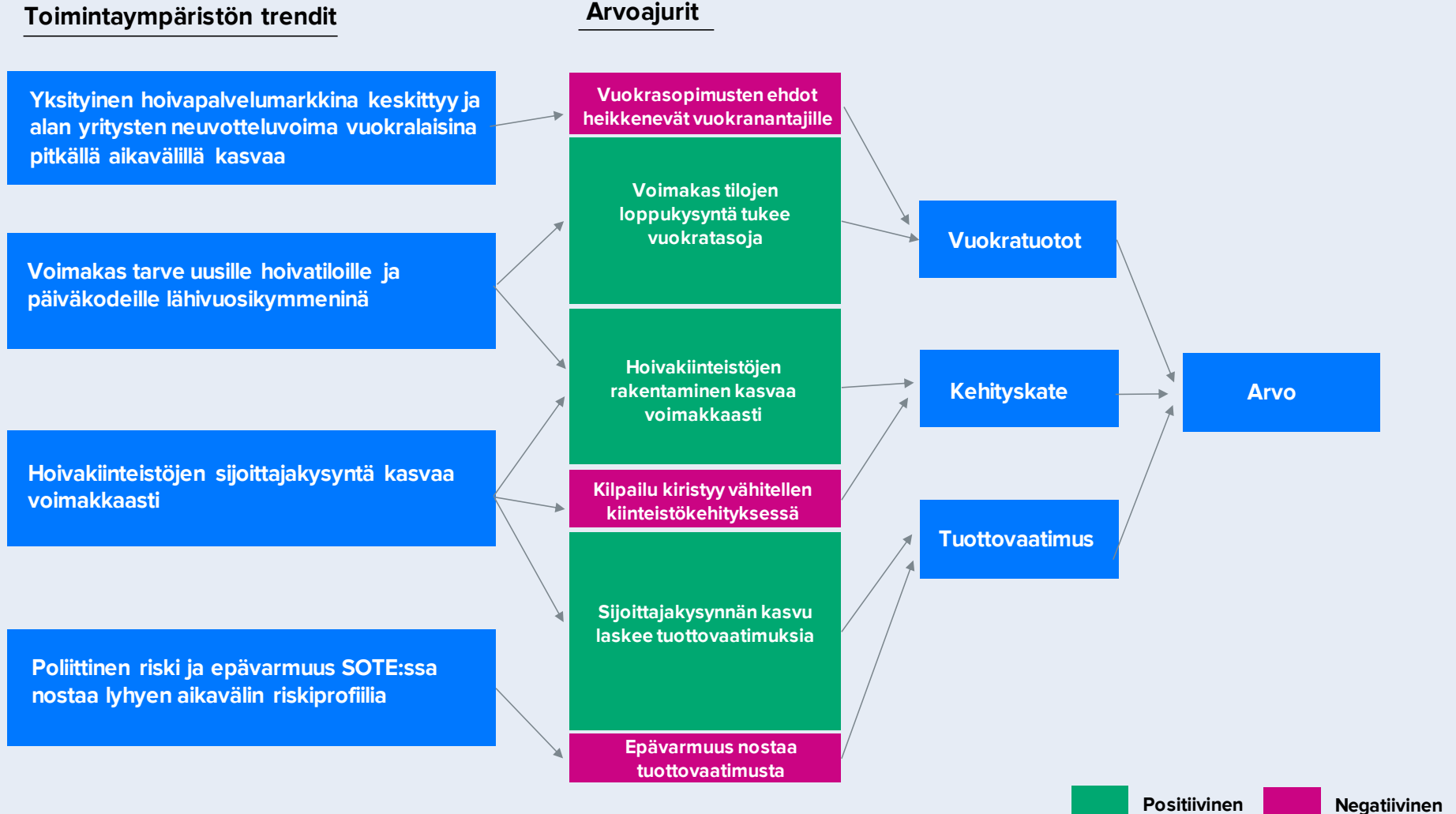
Näkemyksemme Suomen Hoivatilojen toimintaympäristön keskeisimmistä ajureista ja niiden vaikutuksesta Hoivatiloihin on esitetty sivulla 18.

Toimintaympäristön kasvuajurit

Kasvuajuri	Vaikutus
Väestön keskittyminen	Vahva kysyntä ja tarve sadoille päiväkodeille ja myös hoivakiinteistöille.
Väestön ikääntyminen	Tarvitaan 30 000-40 000 uutta hoivakotia, mikä tarkoittaa 3-4 miljardin euron investointeja.
Julkisen sektorin velkaantuminen	Kunnat hakevat aktiivisemmin yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa.
SOTE -uudistus ja palvelusetelin yleistyminen	Valinnanvapaus tulee lisääntymään etenkin päivähoidossa, missä yksityisen sektorin osuus on vasta noin 13 %.

Lähde: Inderes

Toimintaympäristön trendit ja arvoajurit



Liiketoimintamalli ja strategia 1/3

Kokonaisvaltainen palveluntuottaja

Suomen Hoivatilojen erityispiirteenä on toimintamallin kokonaisvaltaisuus. Hoivatilat ei ole pelkästään kiinteistöjä omistava ja vuokraava yhtiö, vaan kokonaisvaltainen rakennuttaja-kiinteistökehittäjä. Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palveluntuottajien kanssa ja tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun päivä- ja hoivakodeille sekä palvelukortteille ”avaimet käteen” -periaatteella alkaen tonttihausta ja rakennuttamistehtävistä täysin valmiiseen hoivakiinteistöön asti.

Hoivakiinteistöjen koko arvoketju hallussa

Hoivatilat hoitaa hoiva- ja päiväkotikiinteistöjen tuottamisen koko arvoketjun: hankkii tontin, käy hankkeen pohjakeskustelut kunnissa, suunnitteluttaa, rahoittaa, rakennuttaa, hoitaa lupaprosessit sekä viranomaisyhteydet ja hankkii tiloihin yksityisen operaattorin. Lopuksi yhtiö jää omistamaan tilat, jotka vuokrataan yksityisille palveluntarjoajille tai kunnille palvelutoimintaa varten.

Proaktiivinen toimintamalli

Yhtiö toimii läheisessä yhteistyössä kuntien ja hoivaoperaattoreiden kanssa ja pyrkii ennakoivasti hankkimaan ajantasainen tieto näiden palvelu- ja tilatarpeista sekä uusille hoivataloille sopivista tonteista. Proaktiivisuus mahdollistaa nopean reagoinnin investointi- ja tilatarpeisiin ja mahdollistaa parhaimmillaan hoivakiinteistökehittämisen sopimisen ennen kilpailijoita.

Omat päiväkoti- ja hoivakotimallit

Hoivatilat on kehittänyt oman päivä- ja hoivakotitilojen mallistot, joita käytetään suunnittelun pohjana uusien kehityshankkeisiin. Tilat sovitetaan käytettävissä olevalle tontille ja tarvittaessa räätälöidään sisustukseltaan loppuasiakkaalle sopiviksi. Oma mallisto lisää osaltaan tehokkuutta ja mahdollistaa pienet mittakaavaedut rakentamisvaiheessa.

Päivä- ja hoivakotimallisto



Lähde: Suomen Hoivatilat

Kehitystoiminta luo kilpailuetua

Sijoittajien näkökulmasta Hoivatilojen toimintamalli on perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnallaan osan kehityskatteesta itselleen, mikä on Inderesin arvion mukaan noin 10-20 % hankkeen arvosta. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen, nopean hanketoteutuksen ja asiakkaan näkökulmasta helpon kokonaisratkaisun toimittamisen. Arvoketjun

hallinta vähentää myös osaltaan kiinteistöjen omistamiseen liittyvää riskiä, sillä yhtiö pystyy tällöin itse vaikuttamaan mm. tonttien vuokrasopimusten ehtoihin, viranomaislupiin ja itse rakennusten suunnitteluun.

Erikoistuminen ja räätälöidyt ratkaisut

Hoivatilojen oma kehitystoiminta mahdollistaa osaltaan tilojen erilaistamisen, millä yhtiö pyrkii saavuttamaan kilpailuetua. Hoivatilat on esimerkiksi rakentanut Tampereelle luonto- ja ympäristökasvatukseen räätälöidyn yksityisen päiväkodin. Uutena konseptina Hoivatilat on kehittänyt vuonna 2015 palvelukorteli-konseptin, jossa yksityinen päiväkoti ja yksityinen vanhusten hoivakoti on yhdistetty yhdeksi kokonaisuudeksi. Konsepti tarjoaa erilaistamisen lisäksi myös skaalaetuja esimerkiksi kiinteistö-, ruokahuolto- ja siivouspalveluissa.

Tavoitteena vakaa osingonmaksu

Hoivatilojen tuotot koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, rakennuttamisen kehityskatteista sekä mahdollisista kiinteistöjen myyntivoitoista. Yhtiön omistamien tilojen vuokratuotot ovat Inderesin arvion mukaan 7-10 % ja myytyjen kiinteistöjen myyntivoitot ovat olleet Inderesin arvion mukaan historiallisesti noin 15-25 % perustuen yhtiön vanhoihin tilinpäätöksiin. Toimintamallillaan yhtiö tavoittelee vakaata kassavirtaa ja tasaista osinkoa. Kiinteistömyyntien tarkoitus on lähinnä tasapainottaa yhtiön kiinteistöportfoliota ja parantaa sen hajautusta. Vuoden 2015 jälkeen yhtiö ei ole myynyt yhtään kiinteistöä.

Liiketoimintamalli ja strategia 2/3

Tavoitteena voimakas kasvu

Suomen Hoivatilojen tavoitteena on olla pitkäjänteinen kiinteistöjen omistaja ja vuokranantaja. Yhtiön toiminnan keskeisenä tavoitteena lähivuosille on kiinteistöomaisuuden merkittävä kasvattaminen. Hoivatilojen tavoitteena on kasvattaa kiinteistöportfolion koko vuoden 2016 noin 155 MEUR:sta 200-220 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Hoivatilojen tavoitteen mukaan kasvun tulee olla myös hallittua ja kannattavaa. Käytännössä tavoite vaatii siis noin 45-65 MEUR:n arvoisten kohteiden rakentamisen vuonna 2017, mikä on mielestämme hyvin todennäköinen taso huomioiden yhtiön historiallinen kasvuvauhti ja tämänhetkinen rakenteilla ja lupavaiheessa oleva hankinta-arvoltaan noin 77 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta.

Painopisteenä kasvukeskukset

Strategiansa mukaisesti Hoivatilojen kiinteistöhankeet keskittyvät Suomen kasvukeskuksiin (pääkaupunkiseutu, Turku, Tampere, Oulu, Jyväskylä, Kuopio) tai niiden välittömään läheisyyteen, missä väestön kasvun tai väestörakenteen kehityksen arvioidaan myös tulevaisuudessa palvelevan tilojen tehokasta käyttöä. Kiinteistöhankeita toteutetaan myös alueellisesti vahvoihin maakuntakeskuksiin, jos palvelutarpeen nähdään olevan vakaalla pohjalla esimerkiksi väestön demografisesta rakenteesta johtuen.

Kohderyhmänä suuret päivä- ja hoivakotiketjut

Yhtiön strategisena tavoitteena on, että merkittävä osa yhtiön kiinteistökohteista on vuokrattu Suomen suurimmille ja tunnetuimmille päivähoito- ja hoivaketjuille, joiden taloudelliset

voimavarat riittävät vuokranmaksuvelvoitteista huolehtimiseen. Pienemmille toimijoille toteutettavien kiinteistöhankeiden osalta varmistetaan jo ennen hankkeen aloitusta, että kiinteistön käyttäjän taloudelliset resurssit riittävät vuokravelvoitteiden hoitamiseen. Lisäksi kiinteistökohteiden vuokrasopimukset hajautetaan siten, että minkään yksittäisen vuokralaisen osuus vuokraliikevaihdosta kokonaisuutena ei kasva liian suureksi.

Pitkät vuokrasopimukset ja vakaa tulovirta

Kiinteistöihin tehdään pääsääntöisesti 12-15 vuoden määräaikaiset vuokrasopimukset, joilla varmistetaan vakaa tulovirta. Vuokratasot sidotaan elinkustannusindeksiin ja vuokrasopimukseen sisältävät pääsääntöisesti 3-6 kk vuokraa vastaavan vakuuden. Kohteet rakennutetaan vain tarpeeseen, ja kiinteistöhankeet aloitetaan vasta kun asiakkaan kanssa on tehty kiinteistökohtedetta koskeva sitova vuokrasopimus. Tällä tavoin vältetään riski siitä, että kiinteistökohteelle ei sen valmistuessa olisi käyttäjää.

Kilpailu ja kilpailuedut

Kilpailijoina etenkin kiinteistörahasot

Suomen Hoivatilojen kilpailijoita ovat muut päivä- ja hoivakoteja rakentavat ja vuokraavat tahot Suomessa. Rakennusliikkeet kilpailevat Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen rakentamisen kehityskatteista ja hoivakiinteistöjä omistavat instituutiosijoittajat sekä hoivakiinteistörahasot kilpailevat vuokraustoiminnassa. Arviomme mukaan hoivakiinteistöjen vuokrauksen kilpailun taso Suomessa on toistaiseksi vielä vähäistä, koska

alan vuokratuotot ovat suhteellisen korkeita. Hoivakiinteistöjen rakennuttamisen kilpailutilanne ei arviomme mukaan ainakaan historiallisesti ole myöskään ollut korkeaa ja Suomen Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan terveitä katteita kiinteistökehitystoiminnassaan.

Suuret rakennusliikkeet eivät arviomme mukaan muodostu merkittävää kilpailun uhkaa Suomen Hoivatilojen rakennuttamistoiminnalle, sillä tyypillisesti hoivakiinteistöhankeet ovat yksittäisiä ja vain muutaman miljoonan euron kokoisia ja siten hankkeet ovat usein liian pieniä herättääkseen suurten rakennusyhtiöiden mielenkiintoa. Pienet ja keski-suuret rakennusyhtiöt ovat arviomme mukaan Suomen Hoivatilojen pääkilpailijoita rakennuttamisessa. Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkeita, 10-20 % kehityskatteita rakennuttamisessa, kun Suomessa keskimääräinen taso uudisrakentamisessa on tällä hetkellä selvästi tätä alempi, tyypillisesti vain noin 10 %.

Arviomme mukaan kilpailu rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja kehityskatteet siten laskemaan nykyisestä lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa. Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen vuokraustoiminnassa kilpailevat hoivakiinteistörahasot ja muut hoivakiinteistöjä omistavat ja vuokraavat tahot. Tällä hetkellä Inderesin tietojen perusteella Suomessa toimii vain puolikymmentä hoivakiinteistörahasotia (Hemsö, Titanium, Trevian, eQ, Northern Horizon Capital ja GapNovus) ja näiden muodostama kilpailupaine on arviomme mukaan tällä hetkellä vielä suhteellisen pieni.

Liiketoimintamalli ja strategia 3/3

Tärkeimmät kilpailuedut

Arviomme mukaan toimialalla on vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, mutta Suomen Hoivatilioilla on joitain nykyiseen toimintamalliin liittyviä operatiivisia kilpailuetuja:

- **Kokonaisvaltaisuus ja helppous asiakkaalle:**

Yhteistyö Suomen Hoivatilojen kanssa on kunnille ja hoivaoperaattoreille lähtökohtaisesti helppoa, sillä yhtiö tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun päivä- ja hoivakotikiinteistöille ”avaimet käteen” -periaatteella. Asiakkaan ei tarvitse erikseen hankkia tonttia, suunnitella rakennusta, rakennuttaa tai sopia rahoituksesta, sillä Hoivatilat hoitaa tarvittaessa koko prosessin kokonaispalveluna asiakkaalle.

- **Nopeus ja tehokkuus:** Koko arvoketjun hallinta ja yhtiön omat valmiit päivä- ja hoivakotimallit sekä rakennuttajakumppani-verkosto mahdollistavat arviomme mukaan useita kilpailijoita tehokkaamman ja nopeamman hankintaprosessin. Hoivatilojen arvolupauksen mukaan yhtiö pystyy toteuttamaan hoivakiinteistö jopa alle vuodessa, kun usein hoivakiinteistöhanke saattaa kestää jopa 36kk.

- **Skaalautuvuus ja kustannustehokkuus:**

Suomen Hoivatilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiö hoitaa rakennuttamisen ja muut prosessit pääosin omalla henkilöstöllä. Yhtiön kasvu on siten skaalautuvaa, sillä sen kulut eivät kasva samassa suhteessa toiminnan kasvun kanssa kuten tärkeimmillä kilpailijoilla eli hoivakiinteistörahastoilla. Tämä mahdollistaa pitkällä aikavälillä kilpailijoita matalamman hinnoittelun ja auttaa

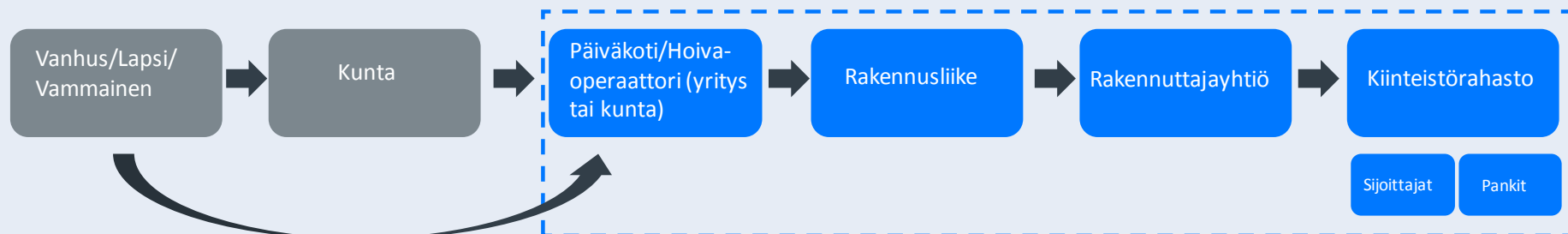
hoivakiinteistöhankeiden voittamisessa kuntien tarjouskilpailuissa.

- **Hioutunut konsepti:** Suomen Hoivatilat on toiminut hoivakiinteistömarkkinoilla vuodesta 2008 alkaen ja toteuttanut jo yli 100 hoivakiinteistöhanke. Arviomme mukaan yhtiön konsepti on hioutunut suhteellisen tehokkaaksi. Tätä heijastelee mm. yhtiön korkeat vuokratuotot, jotka ovat arviomme mukaan markkinakeskiarvon yläpuolella.

- **Sitoutettu henkilöstö:** Suomen Hoivatilojen hallitus ja henkilöstö omistavat osakeluettelon mukaan henkilökohtaisesti huomattavan osan yhtiöstä ja heillä on siten vahva kannustin kehittää yhtiön omistaja-arvoa pitkäjänteisesti. Tämä arviomme mukaan turvaa myös ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä. Suomen Hoivatilojen tähänastiset näytöt ovat mielestämme vakuuttavia ja yhtiön taustalla on mielestämme osaava ja uskottava johto. Yhtiön hallituksen puheenjohtajana toimii pörssiyhtiö Technopoliksen pitkäaikainen toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja Pertti Huuskonen, jonka näytöt kiinteistöyhtiön omistaja-arvon kasvattamisessa ovat mielestämme erinomaiset. Myös Technopoliksen nykyinen talousjohtaja ja varatoimitusjohtaja Reijo Tauriainen istuu yhtiön hallituksessa. Edelleen toimialaosaamista yhtiön hallituksessa tarjoavat Pilke päiväkotien entinen hallituksen puheenjohtaja ja Esperi Caren entinen hallituksen jäsen Mammu Kaario, sekä Rakennusliike Lapti Oy:n toimitusjohtaja Timo Pekkarinen .

Suomen Hoivatiilojen liiketoimintamalli

Taustalla tilojen tarve lakisääteisille palveluille



Asiakas valitsee itse (palveluseteli-malli) tai kunta päättää, mistä ostetaan (perinteinen malli).



Hoivatilat vastaa monen "perinteisen" toimijan roolista verkostonsa ja konseptiosaamisensa avulla. Ei tuota itse hoivaa eikä ole rakennusyhtiö, mutta tuo osaavat operaattorit ja kilpailuttaa rakennusliikkeet hankkeisiin.

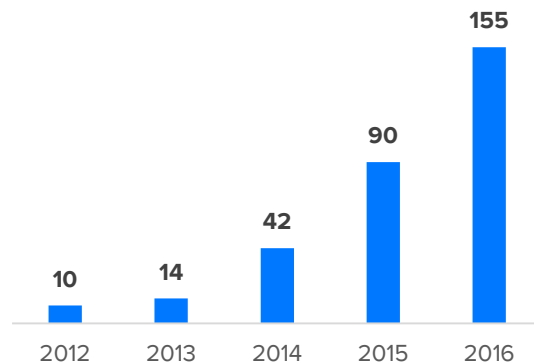
Ennusteet 1/5

Historiallinen suorituskyky

2008-2014 toiminnan ylösajon aikaa

Vuodet 2008-2014 olivat Suomen Hoivatiloilla toiminnan ylösajon aikaa. Yhtiön kirjanpitoikäytännöt näiltä vuosilta eivät ole vertailukelpoisia vuosien 2015-2016 kanssa eivätkä ne mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön täydestä tulospotentiaalista. Vuonna 2014 yhtiön liiketoiminta saavutti näkemyksemme mukaan kiinteistöportfolion koon suhteen (42 MEUR) kriittisen massan ja siten vuoden 2015 tilinpäätösluvut ovat mielestämme aikaisin lähtökohta arvioitaessa yhtiön operatiivista suorituskykyä. Vuonna 2015 Suomen Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 29 % ja vuonna 2016 se oli noin 24 %. Nämä olivat arviomme mukaan kiinteistöyhtiölle suhteellisesti hyvin vahvoja lukuja.

Kiinteistöportfolio, 2012-2016 (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet

2017-2018 ennusteet

Suomen Hoivatilojen lähivuosien ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion vuokrasopimuksiin, tiedossa oleviin valmistuviin kiinteistökehityshankkeisiin sekä vuoden 2017 maaliskuun osakeannin myötä ennustamaamme kasvuun. Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2016 lopussa 155 MEUR ja tilojen nettovuokratuotto käypään arvoon oli 6,9 %. Vuokratuotot ovat hyvin ennustettavia, sillä kiinteistöjen taloudellinen vuokrausaste oli täydet 100 % ja tämänhetkiset vuokrasopimukset ovat 12-15 vuoden mittaisia. Yhtiöllä oli lisäksi tällä hetkellä rakenteilla kiinteistöjä yhteensä noin 77 MEUR:n edestä, jotka alkavat tuottaa kassavirtaa aviomme mukaan vuosien 2017-2018 aikana. Oletamme Hoivatilojen saavuttavan näistä tiloista keskimäärin 17 % kehityskatteen näiden hankkeiden valmistuttua.

Hoivatilojen kiinteistöhankekanta 21.3.2017

	Nykyinen	Keskeneräinen
Hankkeet, kpl	59	36
Vuokrattava pinta-ala (m ²)	-	33 461
Hankintameno (MEUR)	103,6	77,3
Tuleva vuokra (MEUR)	138,3	95,3

Lähde: Suomen Hoivatilat ja Inderes

Vuokratuotot ja kehityskatteen

Suomen Hoivatiloilla oli maaliskuussa 2017 keskeneräisenä 36 kiinteistökehityshanketta, joiden hankinta-arvo oli yhteensä noin 77,3 MEUR. Kaikista näistä hankkeista on

allekirjoitettu sitovat vuokrasopimukset ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Tämä hankekanta rakennutetaan vuokralaisten käyttöön yhtiön mukaan vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon loppuun mennessä.

Inderes arvioi näiden sitovien sopimusten ja nykyisen kiinteistöportfolion sovittujen indeksikorotusten nostavan vuoden 2017 vuokratuotot noin 12 MEUR:oon. Inderesin arvion mukaan kiinteistöportfolion käypä arvo tulee nousemaan kehityshankkeiden myötä 237 MEUR:oon (ilman tuottovaatimusten laskua) vuonna 2017. Arviomme mukaan yhtiö tulee saavuttamaan noin 17 % kehityskatteen investoinneistaan, joiden ennustamme olevan yhteensä 70 MEUR vuonna 2017. Vuoden 2017 kehitysvoitto tulee siten arviomme mukaan olemaan noin 12 MEUR.

2017 suunnattu osakeanti vauhdittaa kasvua

Hoivatilat keräsi maaliskuussa 2017 suunnatulla osakeannilla noin 31,5 MEUR uutta omaa pääomaa ennen kuluja ja palkkioita. Arviomme annin kulujen olleen noin 0,9 MEUR ja yhtiön keränneen siten noin 30,6 MEUR nettona uutta pääomaa. Annissa kerättävät varat on yhtiön mukaan tarkoitus käyttää yhtiön vuosien 2017-2018 kasvuhankkeiden rahoittamiseen. Arviomme yhtiön pystyvän antirahoilla toteuttamaan nykyisen hankekantansa lisäksi hankinta-arvoltaan noin 90 MEUR:n edestä uusia kiinteistökehityshankkeita vuonna 2018 ja arviomme yhtiön saavuttavan näistä noin 17 %:n kehityskatteen. Kiinteistöportfolion arvo tulee näillä hankkeilla kasvamaan noin 341 MEUR:oon (ilman tuottovaatimusten laskua) vuonna 2018.

Ennusteet 2/5

Tuottovaatimusten lasku

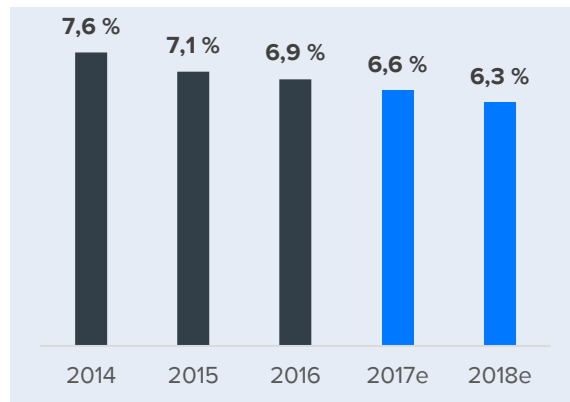
Yksi selkeä tulosajuri Suomen Hoivatiloille on näkemyksemme mukaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksen lasku. Hoivatilojen kiinteistöportfolio oli arvostettu ulkopuolisen arvioitsijan mukaan noin 6,9 %:n tuottovaatimuksella vuoden 2016 lopussa. Pidämme tätä arviota hyvin konservatiivisena ja ja näemme yhtiön tuottovaatimuksessa selvää laskuvaraa. Esimerkiksi arvostettu konsulttiyhtiö Savills oli arvioinut Suomen hoivakiinteistöjen prime-tuottovaatimukseksi markkinoilla tapahtuneiden transaktioiden perusteella noin 5,8 % vuonna 2016.

Hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset ovat arviomme mukaan Suomessa edelleen suhteellisesti korkeita verrattuna muihin kiinteistötyyppeihin ja muiden maiden hoivakiinteistöihin. Vertailun vuoksi esimerkiksi prime-toimistokiinteistöjen tuottovaatimus on Suomessa Catellan mukaan tällä hetkellä noin 4,5 % ja prime-asuntojen KTI:n mukaan noin 4,2 %. Mielestämme näin suuri tuottovaatimusero ei ole perusteltua, sillä hoivakiinteistöt ovat arviomme mukaan riskiprofiililtaan selvästi kaupallisia kiinteistöjä matalariskisempiä ja niiden tuottovaatimus tulisi olla niiden alapuolella. Kansainvälisesti vertailtuna Ruotsissa hoivakiinteistöjen tuottovaatimukset olivat Savillsin mukaan 4,0-4,5 % ja Iso-Britanniassa noin 4,5 % vuonna 2016. Odotamme Suomen hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan vähitellen lähemmäksi näitä tasoja.

Odotamme Suomen Hoivatilojen

tuottovaatimuksen laskevan noin 6,6 prosenttiin vuonna 2017 ja 6,3 prosenttiin vuonna 2018. Pidämme tätä suurempaakin laskua myös mahdollisena ja käsittelemme tätä mahdollisuutta herkkyyksianalyyseissä. Ennustamamme tuottovaatimuksen laskun seurauksena Suomen Hoivatilojen kiinteistöportfolion arvo kasvaisi noin 244 MEUR:oon vuonna 2017 ja noin 362 MEUR:oon vuonna 2018. Tämä laskutrendi vastaisi vuosina 2014-2016 jo tapahtunutta kehitystä.

Hoivatilojen ennustettu tuottovaatimus



Lähde: Hoivatilat, ennusteet Inderes

Kiinteistöjen hoitokulut

Suomen Hoivatilojen kiinteistöjen vuokrasopimukset ovat nettovuokrasopimuksia ja vuokralaiset pääsääntöisesti maksavat kaikki kiinteistöjen hoitokulut. Yhtiölle tulee kuitenkin maksettavaksi tiettyjä hoitokuluja osassa kohteita, kuten esimerkiksi kiinteistöjen

vakuutukset, kiinteistövero ja tonttivuokrat. Nämä olivat yhteensä 0,65 MEUR vuonna 2016 eli noin 0,5 % kiinteistöjen käyvästä arvosta. Odotamme hoitokulujen säilyvän tällä suhteellisella tasolla lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ennusteissamme.

Kiinteät kulut

Suomen Hoivatilojen vuoden 2016 henkilöstökulut olivat 1,5 MEUR ja liiketoiminnan muut kulut olivat yhteensä 0,8 MEUR. Oletamme henkilöstökulujen olevan 2,1 MEUR ja muiden kiinteiden kulujen yhteensä 1,0 MEUR vuonna 2017 ja kasvavan tämän jälkeen keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia.

Rahoituskulut

Suomen Hoivatiloilla oli korollista velkaa 31.12.2016 taseessa yhteensä 71,9 MEUR, mikä koostui 66,9 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista ja 5,0 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista. Korolliset velat muodostuivat kokonaisuudessaan kiinteistöyhtiöiden taseessa olevista rahoituslainoista. Lisäksi yhtiöllä oli käytettyjä luottolimiittejä 1,7 MEUR:n edestä. Konsernin lainojen keskiporko oli vuoden 2016 lopussa tilinpäätöksen perusteella 1,69 %, mikä on arviomme mukaan poikkeuksellisen alhainen keskiporko kiinteistöyhtiölle. Lainojen maturiteetti on arviomme mukaan pitkä ja niiden kovenanttiehdot ovat tavanomaisia. Yhtiö on osittain suojautunut korkoriskiltä koronvaihtosopimuksilla, jotka ovat voimassa vuoteen 2020 asti.

Ennusteet 3/5

Arvioimme yhtiön rahoittavan tulevat kehitysinvestointinsa noin 70 % vieraalla pääomalla, jolloin korolliset nettovelat nousevat vuoden 2017 lopussa ennustemallissamme noin 103 MEUR:oon ja vuoden 2018 lopussa 188 MEUR:oon. Arvioimme yhtiön keskikoron olevan koronvaihotosopimukset ja lainojen järjestelykulut huomioiden noin 2,3 % ja korkokulut ovat siten noin 2,0 MEUR vuonna 2017. Tämän jälkeen ennustamme yhtiön rahoituskulujen asettuvan noin 3 %:iin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Verot

Sijoittajien on tärkeä huomioda, että vaikka yhtiö maksaa normaalin yhteisöveron (20 %), sen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu siitä, että kiinteistöjen käyvän arvon muutoksista syntyvä verovelaksi kertyy taseeseen laskennalliseksi verovelaksi, mikä realisoituu vasta sitten, jos kiinteistö myydään. Yhtiö maksaa verovuonna yhteisöveron pääsääntöisesti vain myyntivoitoistaan ja vuokratuloistaan. Tämän takia efektiivinen veroprosentti oli vuonna 2016 vain alle 2 %. Ennustemallissamme oletamme, ettei yhtiö myy kiinteistöjään lainkaan ja laskennallinen vero ei siten lainkaan realisoidu.

NAV nousee 6,5 euroon vuonna 2018

Edelliset oletukset huomioiden Suomen Hoivatilojen vuoden 2017 liikevaihto saavuttaa 12 MEUR, liikevoitto on 28 MEUR ja nettotulos on noin 21 MEUR. Oletuksillamme vuoden 2017 kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa 244 MEUR ja NAV kasvaa vuoden 2016 noin 83 MEUR:sta 135 MEUR:oon. Osakekohtainen NAV kasvaa oletuksissamme vuoden 2016 4,0

eurosta noin 5,3 euroon vuoden 2017 loppuun mennessä ja vuoden 2018 lopussa kehityshankkeiden ansiosta noin 6,5 euroon. Ennusteemme ovat osittain yhtiön omia ohjeistuksia korkeampia, sillä Hoivatilat ohjeisti 2016 tilinpäätöksessään vuoden 2017 liikevaihdon olevan vähintään 12 MEUR, kiinteistöjen käyvän arvon olevan vuoden 2017 lopussa 200-220 MEUR ja operatiivisen tuloksen olevan vähintään 4,5 MEUR.

Pitkän aikavälin ennusteet

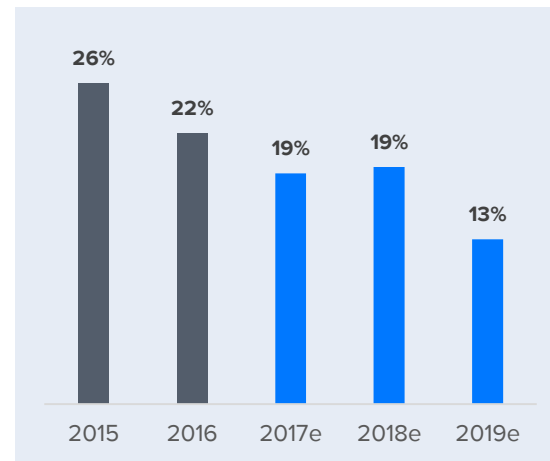
Pitkän aikavälillä ennustamme Hoivatilojen nettovuokratuoton hieman laskevan tuottovaatimusten laskun myötä ja nettovuokratuottoasteen painuvan siten vähitellen 5,9 prosenttiin vuoden 2015 noin 6,9 prosentista vuoteen 2025 mennessä. Oletamme Hoivatilojen investoivan kehityshankkeisiin noin 90 MEUR vuonna 2019. Tämän jälkeen vuotuisten kehityshankkeiden on oletettu olevan noin 30-50 MEUR ja kehityskatteen laskevan vähitellen 15 prosentin tasolle hoivakiinteistöjen rakentamisen kilpailun kiristymisen myötä. Näiden ennusteiden mukaisesti Hoivatilojen portfolion käypä arvo saavuttaa 362 MEUR vuonna 2018 ja 469 MEUR vuonna 2019.

Hoivatilojen liiketoiminta on osittain skaalautuvaa, sillä yhtiön kiinteät kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion ja nettovuokratuottojen kanssa. Arviomme mukaan yhtiö pystyy kolminkertaistamaan kiinteistöportfolionsa koon 450 MEUR:oon suhteellisen pienellä lisäyksellä nykyiseen henkilöstömäärään ja kiinteisiin kuluihin. Arvioimme henkilöstökulujen ja muiden

kulujen kasvavan keskimäärin 5 % vuodessa pitkällä aikavälillä. Edelleen kasvu tarjoaa arviomme mukaan pieniä mittakaavaetuja rahoituskuluihin, joiden ennustamme olevan pitkällä aikavälillä 3,0 %.

Hoivatilojen kasvaessa yhtiön suhteellinen kulurakenne pienenee ja kiinteistöportfolion kiinteistökohtainen ja maantieteellinen hajautus paranevat, mikä edelleen alentaa yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Kiinteistöportfolion odotettu suorituskky, kasvu, ennustettu korkotaso ja yhtiön kulurakenne huomioiden odotamme Hoivatilojen yltävän lähivuosina noin 13-19 %:n kokonaistuottoon nettovarallisuudelle (NAV):

Osakkeen ennustettu kokonaistuotto-%

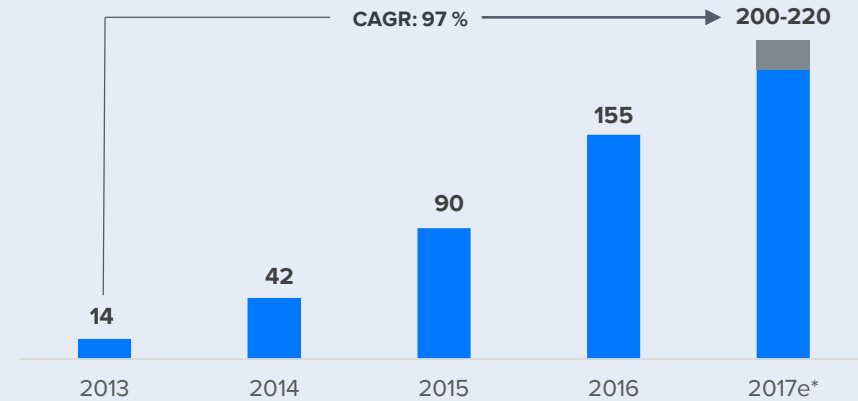


Lähde: Inderes

Ennustemallimme on esitetty tarkemmin sivulla 28.

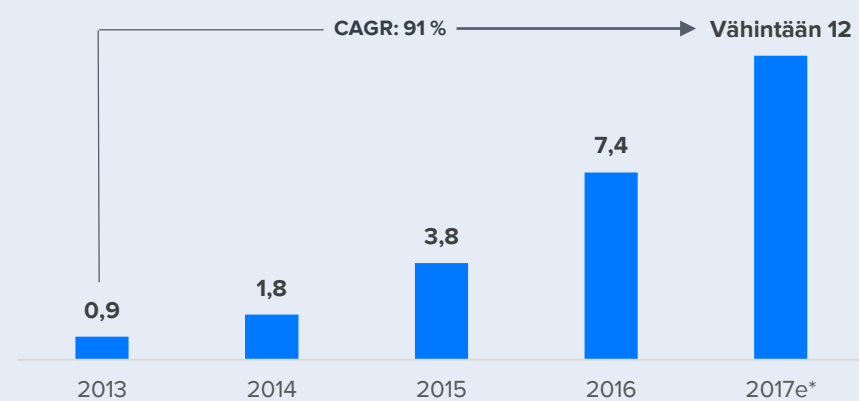
Historiallinen suorituskyky

Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)



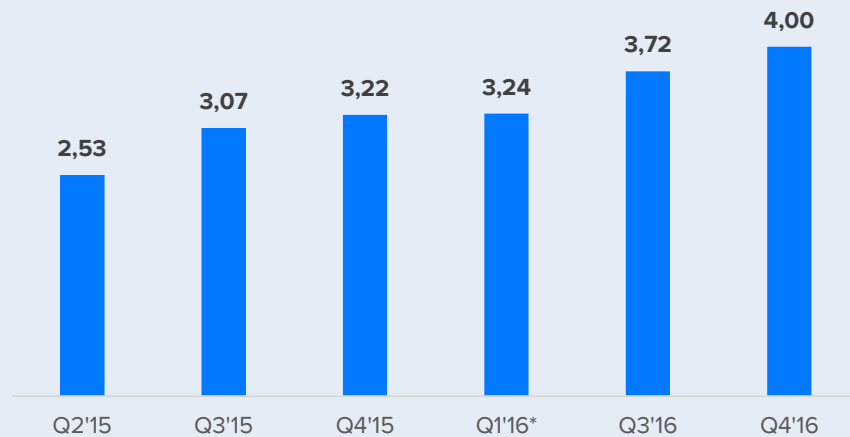
*Yhtiön ohjeistus

Liikevaihto (MEUR)



*Yhtiön ohjeistus

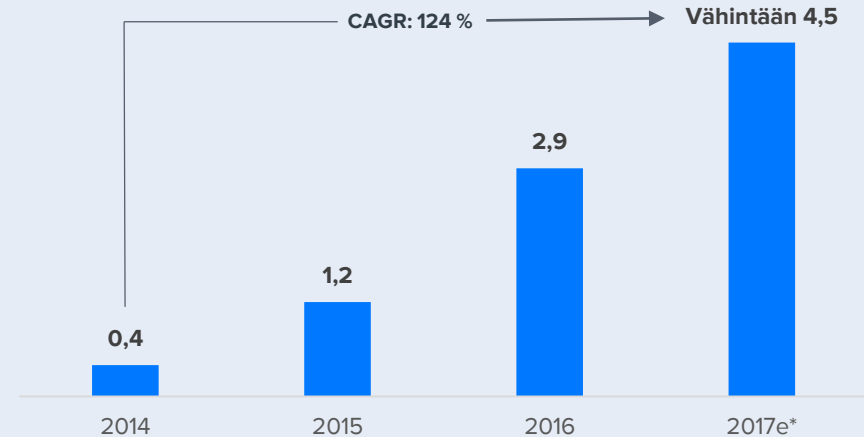
EPRA NAV per osake (euroa)



*Inderesin arvio

Lähde: Inderes ja Suomen Hoivatilat

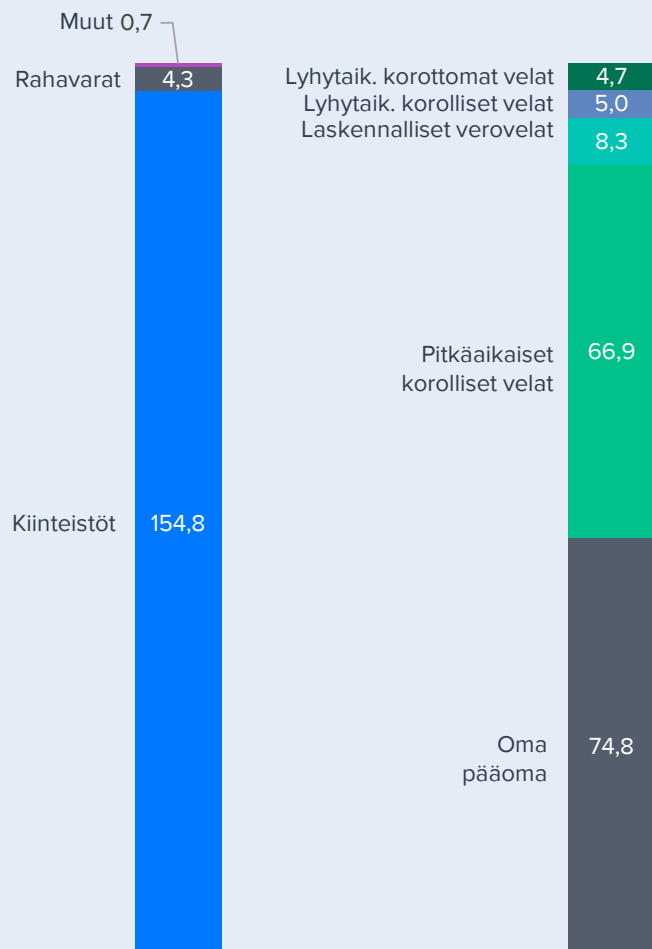
EPRA Operatiivinen tulos (MEUR)



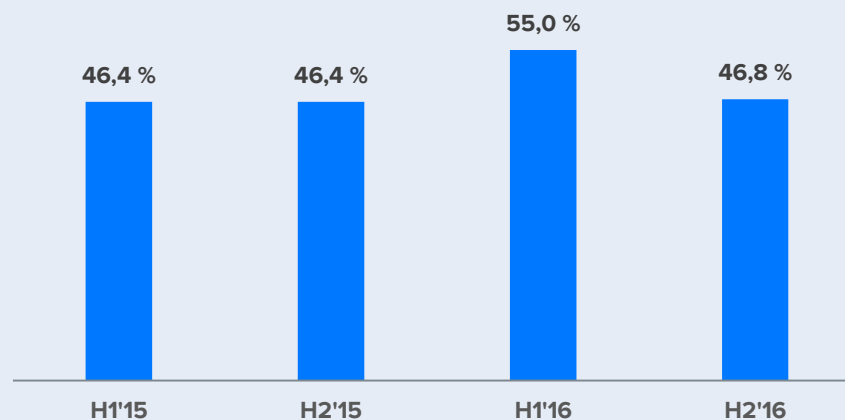
*Yhtiön ohjeistus

Taloudellinen tilanne

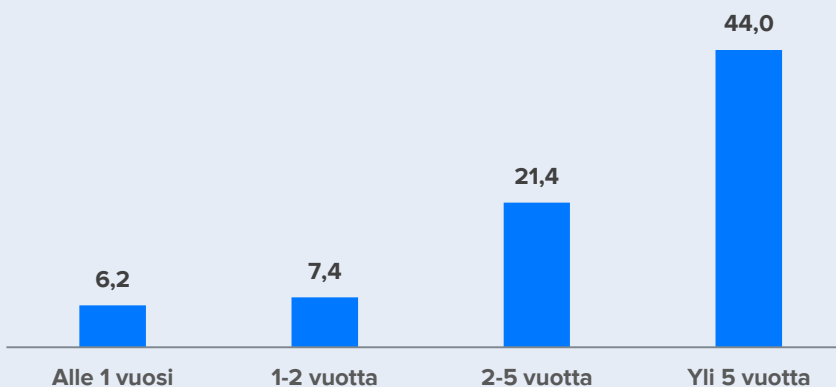
Tase 2016 (MEUR)



Omavaraisuusaste-%



Lainojen maturiteetti (MEUR)

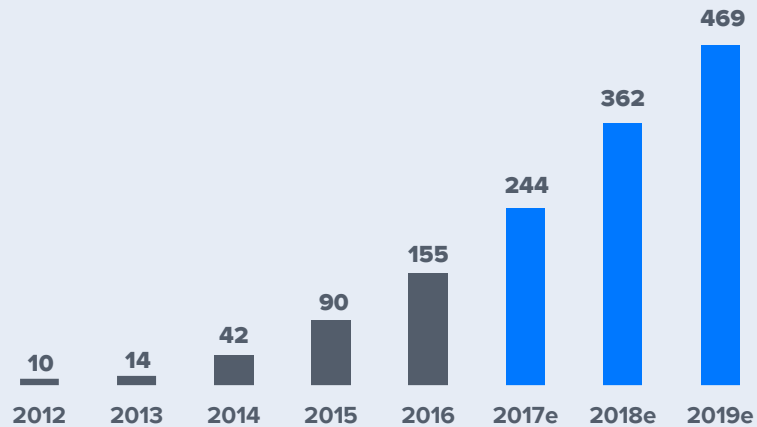


Ennusteet 4/5

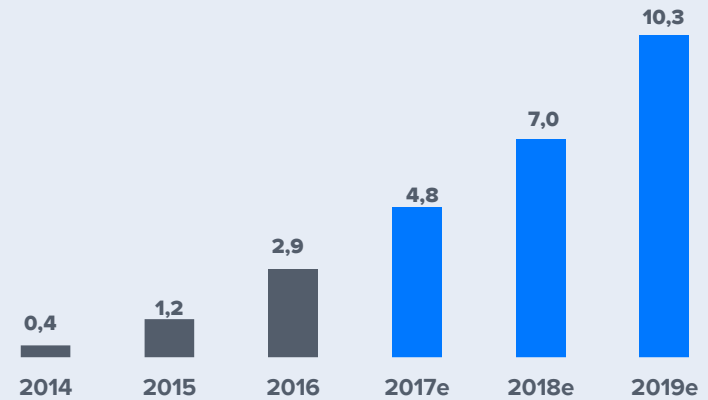
Oletukset (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Tuottovaatimus	-	7,1 %	6,9 %	6,6 %	6,3 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %	6,1 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Käyvän arvon muutos	-		3,0	7,9	12,8	3,2	4,1	4,6	5,0	5,4	5,7	0,0	0,0
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	42	90	155	244	362	469	530	570	609	649	689	724	726
Portfolion käypä arvo (k.a)	-	53	123	200	303	415	500	550	589	629	669	706	725
NAV vuoden lopussa	30	50	83	135	164	187	206	223	240	258	277	291	306
NAV k.a.	-	40	66	109	149	176	197	215	232	249	268	284	299
Nettovuokratuotto-% (k.a.) kaudella	-	8,1 %	7,5 %	7,1 %	6,6 %	6,4 %	6,3 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	5,9 %	5,9 %	5,8 %
Henkilöstökulujen kasvu	-	61 %	100 %	40 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	-11 %	67 %	20 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Kehitysinvestoinnit vuodessa	-	-	49,5	70	90	90	50	30	30	30	30	30	30
Kehityskate	-	-	24 %	17 %	17 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Hoitokulut-%	-	-0,8 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
Korkokulut	-	1,8 %	1,5 %	1,9 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Liikevaihto	1,8	3,8	7,4	12,0	17,7	25,1	31,9	35,4	37,5	39,6	41,7	44,0	45,9
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	11,8	11,9	15,3	13,5	7,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Käyvän arvon muutos (vanha portfolio)	-	-	3,0	7,9	12,8	3,2	4,1	4,6	5,0	5,4	5,7	0,0	0,0
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,6	-1,0	-1,5	-2,1	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5	-3,6
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,5	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,2
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5
Poistot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	19,3	27,7	40,6	36,4	37,6	38,2	40,2	42,3	44,4	40,5	42,1
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,9	-2,0	-4,4	-6,8	-8,6	-9,5	-10,1	-10,7	-11,4	-12,0	-12,0
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	18,4	25,7	36,2	29,6	29,0	28,7	30,1	31,6	33,0	28,6	30,0
Verot	-1,8	-2,7	-3,7	-5,2	-7,4	-6,0	-5,9	-5,8	-6,1	-6,4	-6,7	-5,8	-6,1
Nettotulos	7,4	10,5	14,7	20,5	28,9	23,6	23,1	22,8	24,0	25,2	26,3	22,8	23,9
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	2,9	4,8	7,0	10,3	13,8	15,6	16,4	17,3	18,1	19,2	20,4
Kokonaistuotto OPO:lle (k.a)	-	26 %	22 %	19 %	19 %	13 %	12 %	11 %	10 %	10 %	10 %	8 %	8 %
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	131 %	83 %	73 %	55 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %
Osinko	0,5	1,0	2,1	2,7	3,5	5,1	6,9	7,8	8,2	8,6	9,1	9,6	10,2
Osinkotuotto-% NAV:lle	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,8 %	3,3 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
NAV per osake	2,4	3,2	4,0	5,3	6,5	7,4	8,2	8,8	9,5	10,2	11,0	11,5	12,1
Osinko per osake	0,06	0,07	0,10	0,11	0,14	0,20	0,27	0,31	0,33	0,34	0,36	0,38	0,40
EPS	0,82	0,79	0,75	0,85	1,14	0,93	0,92	0,90	0,95	1,00	1,04	0,90	0,90
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,15	0,20	0,28	0,41	0,55	0,62	0,65	0,68	0,72	0,76	0,81

Ennusteet 5/5

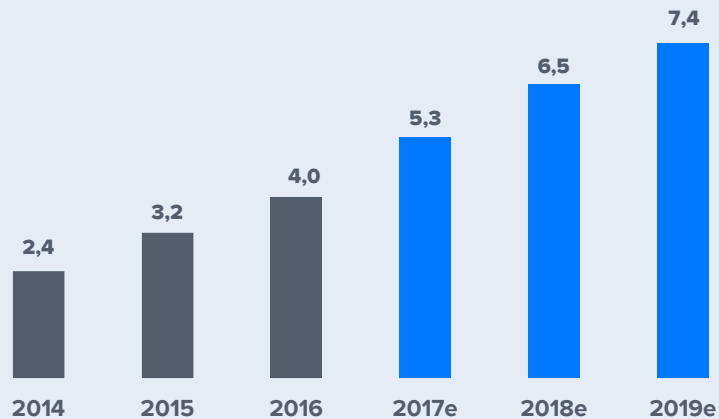
Portfolion käypä arvo (MEUR)



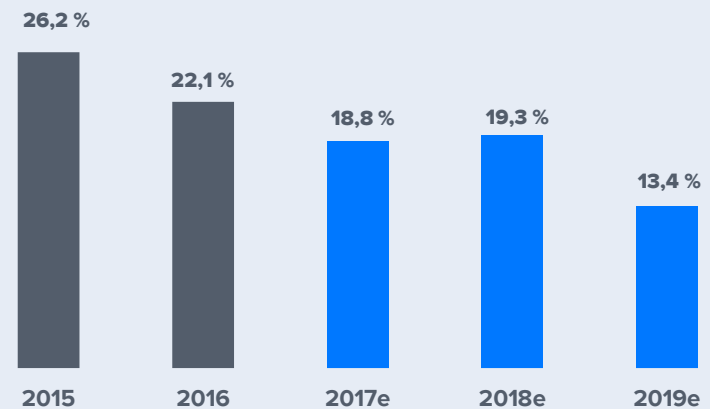
Operatiivinen tulos (MEUR)



Osakekohtainen NAV (euroa)



Osakkeen kokonaistuotto-%



Herkkyysanalyysi

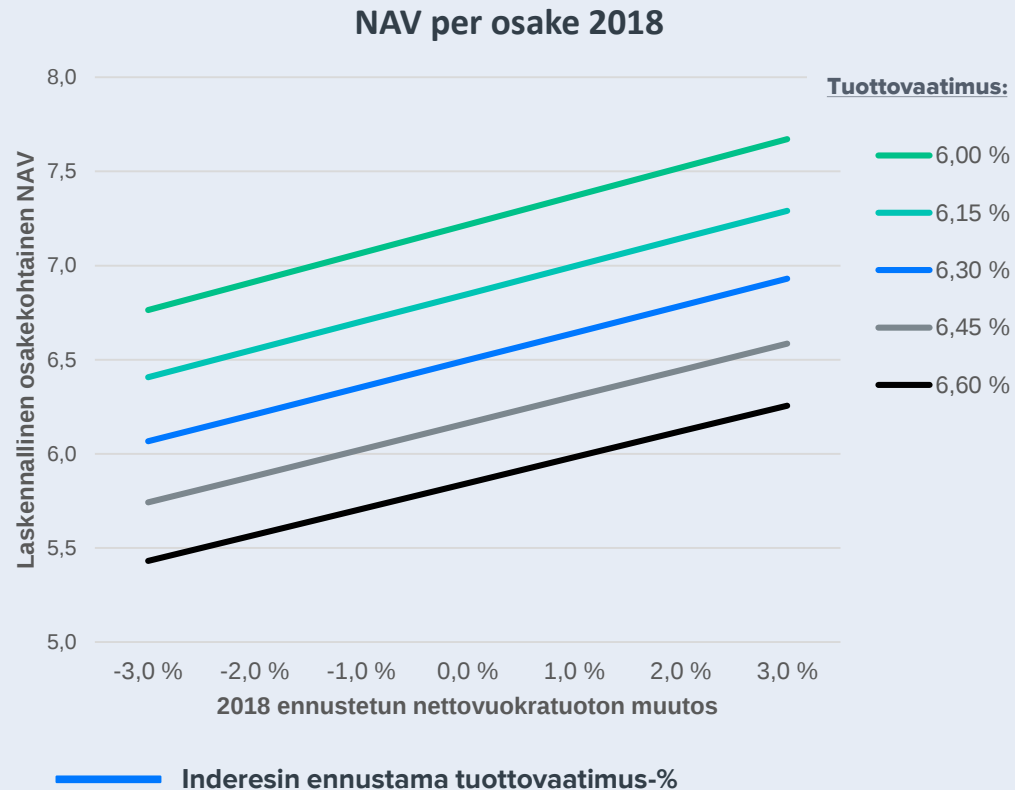
Herkkyysanalyysi

Tuottovaatimusten lasku ja nettovuokratuoton muutos-%

Suomen Hoivatilojen kiinteistöportfolio tarjoaa arviomme mukaan selvää tuottopotentiaalia tuottovaatimusten laskun kautta. Yhtiön kiinteistöportfolio oli arvostettu vuoden 2016 lopussa keskimäärin 6,9 % tuottovaatimuksella (nettotuotto-%). Tämä on mielestämme korkea tuottovaatimus ja odotamme sen laskevan lähivuosina.

Olemme oikealla olevassa kuviossa havainnollistaneet miten Suomen Hoivatilojen osakekohtainen NAV muuttuisi, jos tuottovaatimus olisi vuonna 2018 välillä 6,0-6,6 % ja samaan aikaan vuoden 2018 ennustamamme nettovuokratuotto vaihtelisi +/- 3 % ennustamastamme tasosta. Ennustamamme todennäköisin skenaario on merkity kuvioon sinisellä viivalla.

Herkkyysanalyysissä vuoden 2018 osakekohtainen NAV vaihtelee 5,4-7,7 euron välillä (Inderesin ennuste 6,5 euroa). Tuottovaatimuksen mahdollinen lasku tarjoaa siis potentiaalisesti tuottoa selvästi ennustemalliamme enemmän ja sijoittajien on hyvä tiedostaa tämä potentiaali.



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvonmäärityksen lähtökohdat

Hoivatilojen osakkeen hinnoittelun lähtökohtana toimii näkemyksemme mukaan yhtiön nettovarallisuus (NAV). Siten sijoittajan tärkeimmät arvostusmittarit yhtiötä arvioitaessa ovat osakkeen NAV:in kehitys sekä osakkeen markkinahinta suhteutettuna nettovarallisuuteen (P/NAV-luku). Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskeisiä ohjaavia tekijöitä ovat arviomme mukaan kehityskate-%, vuotuiset investoinnit kehityshankkeisiin, tuottovaatimus-% ja osakkeen kokonaistuotto-%.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Suomen Hoivatilojen osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan osakkeen erittäin korkea pääoman tuotto (2017e kokonaistuotto: 19 %), defensiivinen ja suhdanteista vähän riippuvainen toimiala, hyvät kasvunäkymät sekä viime vuosien vahva track-record kannattavuuden ja kasvun osalta. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttava tekijä ovat puolestaan tällä hetkellä mielestämme ainakin yhtiön asiakasportfolion kahden suurimman asiakkaan suhteellisen suuri paino (56 %), sekä nykyiseen SOTE-uudistukseen liittyvä epävarmuus. SOTE ei arviomme mukaan suoraan vaikuta negatiivisesti Suomen Hoivatiloihin, mutta uudistukseen liittyvä epävarmuus lisää mielestämme silti alalla toimivien yritysten riskejä tällä hetkellä.

Arvostus suhteessa NAV:iin

Hoivatilojen osakekurssi on pörssissä yhtiön maaliskuun 2016 pörssilistautumisen jälkeen ollut jatkuvasti arvostettu preemiolla eli yli yhtiön

senhetkisen NAV:in. Maaliskuussa 2017 osake arvostettiin noin 66 % yli sen hetkisen arvioimamme NAV:in, mikä on kiinteistöyhtiölle suhteellisesti korkea taso. Osakekurssin vertaaminen tarkasteluhetken NAV:iin on kuitenkin mielestämme osittain harhaanjohtavaa, koska yhtiöllä on ollut jatkuvasti rakenteilla merkittävä määrä kiinteistöjä, mitkä on jo vuokrattu, mutta ne eivät vielä näy NAV:issa, koska nämä keskeneräiset kiinteistöt on arvostettu yhtiön taseessa osittain hankintamenoon. Tästä syystä yhtiön NAV:i on mielestämme oikaistava ensin rakenteilla olevalla hankekannalla ja arvioitava tämän jälkeen tätä NAV:ia osakkeen odotettuun tuottotasoon.

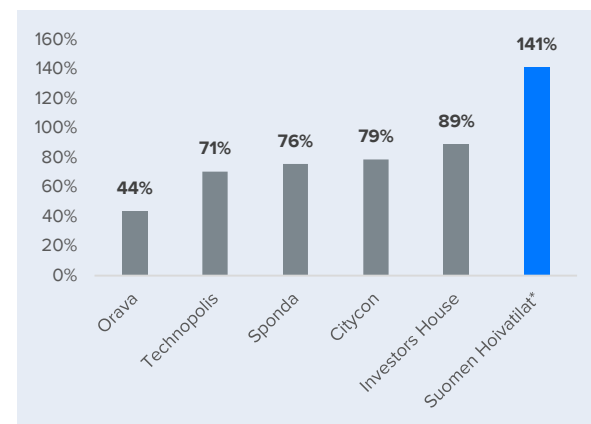
Suomen Hoivatiloilla oli 21.3.2017 jo sovittuja ja valmiiksi vuokrattuja kehityshankkeita yhteensä noin 77 MEUR:n edestä. Tämän lisäksi yhtiö keräsi maaliskuussa 2017 noin 32 MEUR uutta omaa pääomaa, joilla se pystyy arviomme mukaan toteuttamaan uusia hankkeita noin 90 MEUR:n hankinta-arvon edestä. Nämä hankkeet yhdessä ennustamamme tuottovaatimuksen kehityksen kanssa tulevat Inderesin arvion mukaan nostamaan Suomen Hoivatilojen osakekohtaisen NAV:in noin 6,5 euroon vuoden 2018 loppuun mennessä.

Tähän NAV:in kasvuun liittyvä epävarmuus on arviomme mukaan pieni, sillä yhtiöllä on kasvuun vaadittava pääoma kasassa ja merkittävä osa kasvuhankkeista on jo sovittu sitovin sopimuksin. Yhtiö myös rakennuttaa nämä tilat itse rakentajakumppaninsa kanssa, mikä osaltaan vähentää rakentamisen kokonaisriskiä.

Arvostus suhteessa Helsingin pörssin verrokkiryhmään

Helsingin pörssin muut kiinteistösijoitusyhtiöt arvostettiin maaliskuussa 2017 44-89 % suhteessa nettovarallisuuteen. Hoivakiinteistöjen riskiprofiili on kuitenkin selvästi kaupallisia kiinteistöjä pienempi ja tuottotaso on selvästi asuntokiinteistöjä korkeampi. Lisäksi Suomen Hoivatiloilla on muita Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöitä enemmän rakennuttamis- ja kiinteistökehitystoimintaa, jolla se yltää näitä verrokkeja korkeampaan pääoman tuottoon. Näistä syistä johtuen Suomen Hoivatilojen osakkeen arvonnäkökulmaan ei siten mielestämme voi suoraan soveltaa muiden Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöiden arvostuskertoimia.

Kiinteistöyhtiöiden arvostus suhteessa NAV:iin 24.3.2017



*Rakenteilla olevat kiinteistöt huomioitu
Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Arvostus suhteessa Eurooppalaiseen verrokkiryhmään

Hoivatiloilla ei ole suoria verrokkeja, sillä Pohjoismaissa ei tällä hetkellä ole Hoivatilojen lisäksi ainuttakaan pelkästään hoivakiinteistöihin keskittyntä listayhtiötä ja Euroopan tasollakin on vain muutama alan listattu yhtiö. Euroopassa Suomen Hoivatilojen verrokkiryhmän arvostustaso oli maaliskuussa 2017 keskimäärin 17 % yli 2016 lopun nettovarallisuuden ja kaikkien listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden noin 7 % alle nettovarallisuuden. Huomautamme, että Suomen toimintaympäristö (lainsäädäntö, verotus, valtion rooli hoiva-alalla) ja pääomamarkkinan fundamentit ovat hyvin erilaisia muihin Euroopan maihin verrattuna ja siksi näiden verrokkiyhtiöiden arvostustasoja ei voi mielestämme sellaisenaan soveltaa Suomen Hoivatiloihin. Ne kuitenkin mielestämme tarjoavat näkökulman hoivakiinteistöjen tuotto/riski -suhteesta muihin kiinteistötyyppeihin nähden.

Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Suomen Hoivatilojen osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee Suomen Hoivatilojen nykyisellä toimintamallilla olemaan keskimäärin noin 11 % vuosittain vuosina 2019-2026. Osinkotuotto jää lähivuosina arviomme mukaan suhteellisen pieneksi, noin 2-3 % tasolle yhtiön panostaessa kasvuun ja merkittävin tuottokomponentti sijoittajille tulee siten

olemaan NAV:in kasvu.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Hoivatilojen 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 alla olevassa kuviossa osakkeen kokonaistuottoa, kun osaketta hinnoitellaan pörssissä 10-35 % preemiolla ja osakkeen kokonaistuotto olisi 9-12 %. Esimerkiksi mikäli Hoivatilojen vuotuinen kokonaistuotto (osinko + NAV:in kasvu) on 12 % ja osaketta hinnoiteltaisiin 20 % preemiolla suhteessa NAV:iin nähden, olisi sijoittajan saama kokonaistuotto 10 %. Tuotto on 20-25 % preemion tasolla arviomme mukaan suhteellisen vahva 9-10 %, minkä takia osakkeen hinnoittelusta preemiolla suhteessa NAV:iin on mielestämme perusteltua.

Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto eri preemiotasoilla

Osakkeen premio	Tuotto omalle pääomalle					
	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	
	10 %	8,2 %	9,1 %	10,0 %	10,9 %	11,8 %
	15 %	7,8 %	8,7 %	9,6 %	10,4 %	11,3 %
	20 %	7,5 %	8,3 %	9,2 %	10,0 %	10,8 %
	25 %	7,2 %	8,0 %	8,8 %	9,6 %	10,4 %
	30 %	6,9 %	7,7 %	8,5 %	9,2 %	10,0 %
35 %	6,7 %	7,4 %	8,1 %	8,9 %	9,6 %	

Lähde: Inderes

DCF-arvonmääritys

Olemme havainnollistaneet Suomen Hoivatilojen arvonmääritystä diskontattujen kassavirtojen nykyarvomallin (DCF) avulla. Arvonmäärityksen on tarkoitus havainnollistaa rahavirtojen muodostumista vuosittain ja niihin liittyvää tuottovaatimusta. Ennusteidemme mukaisesti Suomen Hoivatilojen osakkeen hinnoittelu tavoitehintamme tasolle tarkoittaisi laskelmiemme perusteella noin 8,0 prosentin keskimääräistä oman pääoman tuottovaatimusta ja 6,8 prosentin koko pääoman tuottovaatimusta (WACC). Tämä arvostustaso on mielestämme houkutteleva huomioiden yhtiön suhteellisen matala riskiprofiili ja voimakas NAV:in kasvu.

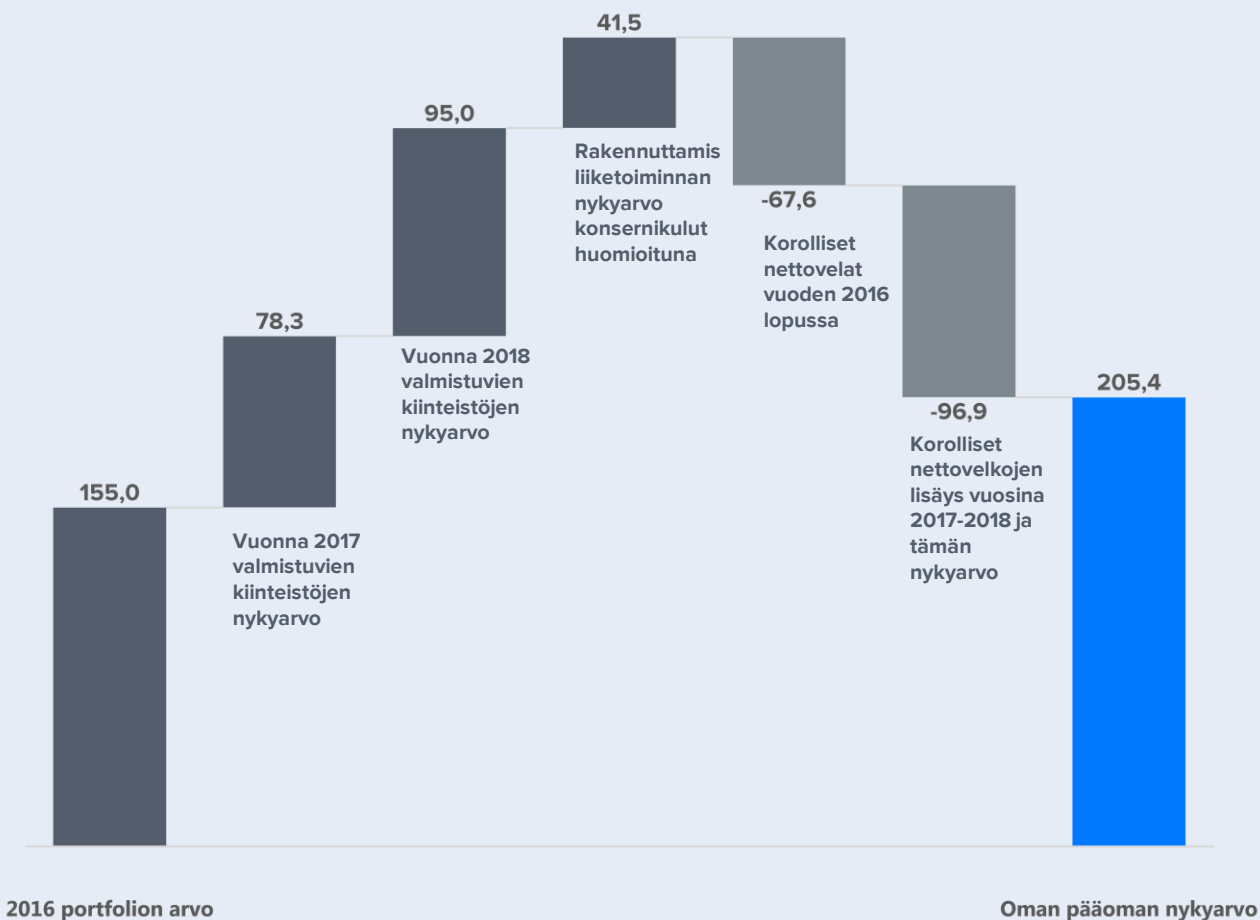
Painotamme sijoittajille, että Suomen Hoivatilojen kassavirta tulee olemaan lähivuosina arviomme mukaan selvästi negatiivinen yhtiön investoidessa vuosittain 70-90 MEUR kasvuhankkeisiin. Ennustemallissamme yhtiön vuotuinen kassavirta kääntyy positiiviseksi vasta vuonna 2026. Mallissamme yhtiö pystyy kuitenkin maksamaan osinkoa koko kasvuvaiheen ajan ja myös rahoittamaan kaikki investointihankkeet tulo- ja rahoituksella ja vieraalla pääomalla ilman oman pääoman keräämistä markkinoilta.

Arvonmääritys 3/4

Osien summa -laskelma

Olemme tässä osiossa havainnollistaneet Suomen Hoivatilojen oman pääoman nykyarvoa osien summa -laskelmassa. Laskelma antaa kokonaistuoton ja DCF-laskelman tueksi havainnollistavan näkökulman yhtiön arvottamiseen. Osien summa- laskelmassa yhtiön oman pääoman arvoksi muodostuu 205,4 MEUR eli 8,1 euroa per osake Hoivatilojen uudella osakemäärällä. Laskelmamme perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Vuoden 2016 lopun kiinteistöportfolion arvoon 155 MEUR
- Vuosina 2017-2018 valmistuviin kehityshankkeisiin, niiden nettotuottoon sekä tämän nettotuoton laskennalliseen nykyarvoon asettamallamme tuottovaatimuksella
- Rakennuttamisliiketoiminnan vuotuisen nettotuottoon vuoden 2018 jälkeen huomioiden konsernikulut ja tämän nettotuoton nykyarvoon asettamallamme tuottovaatimuksella
- Arvioimaamme tuottovaatimukseen rakennuttamisliiketoiminnalle ja kiinteistöportfoliolle
- Vuoden 2016 lopun nettovelkaan
- 2017-2018 nettovelan lisäykseen ja tämän velan nykyarvoon vuonna 2017



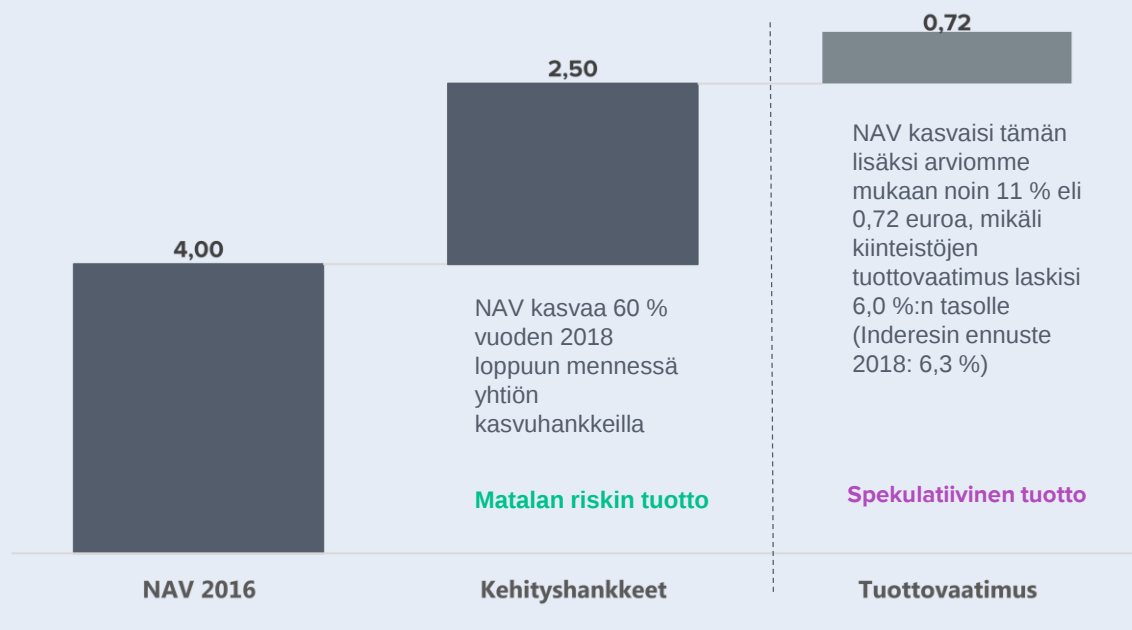
Arvonmääritys 4/4

Suositus ja tavoitehinta

Inderesin näkemyksen mukaan Suomen Hoivatilojen osakkeen hinnoittelu 25 % yli vuoden 2018 ennustamaamme nettovarallisuuden (NAV:in) eli 8,1 euroon on tällä hetkellä perusteltu ja hyväksyttävä arvostustaso osakkeelle. Perustamme näkemyksemme vuoden 2018 NAV-ennusteeseemme sekä osakkeen keskimääräiseen odotettuun noin 11 %:n vuotuisen tuottotasoon tämän jälkeen. Asetamme siten 12-kuukauden tavoitehintamme 8,1 euroon (aik. 7,90 euroa) ja annamme osakkeelle lisää-suosituksen (aik. vähennä).

Nykyisen tuoton lisäksi tuottovaatimuksen lasku tarjoaa spekulatiivisen tuottokomponentin sijoittajille. Herkkyysanalyysimme perusteella tuottovaatimuksen lasku 6,0 %:n tasolle vuonna 2018 (2018e: 6,3 %) kasvattaisi Hoivatilojen vuoden 2018 osakekohtaisen NAV:ia noin 11 % noin 7,2 euroon per osake. Tämä potentiaali tukee osaltaan positiivista näkemystämme osakkeesta.

Hoivatilojen NAV vuonna 2018



Lähde: Inderes

Vertailuryhmäarvostus

Verrokki	NAV*	Osinko	Osake	MCAP**	Preemio	Osinkotuotto
Aedifica SA	47,17	2,25	68,0	997	44,2 %	3,3 %
Care Property Invest	15,76	0,63	19,9	296	26,3 %	3,2 %
Cofinimmo S.A.	92,76	5,5	105,7	2223	13,9 %	5,2 %
Gecina SA	133,8	5,2	121,1	7682	-9,5 %	4,3 %
Primary Health Properties plc	91,1	5,13	108,5	749	19,1 %	4,7 %
Target Healthcare REIT Limited	101,8	3,14	112,0	326	10,0 %	2,8 %
Keskiarvo				2046	17 %	3,9 %
Mediaani				873	17 %	3,8 %
*EPRA NAV						
**MEUR 26.3.2017 GBP/EUR-kurssilla						

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	19,3	27,7	40,6	36,4	37,7	38,2	40,2	42,3	44,4	40,5	40,5	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-0,4	-2,6	-4,2	-3,3	-4,4	-4,9	-5,2	-5,5	-5,8	-4,9	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,4	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,0	2,7	3,3	4,3	3,1	2,8	1,2	1,2	1,2	1,3	0,8	
- Käyvän arvon muutokset	0,0	0,0	-19,8	-28,1	-16,7	-11,6	-9,1	-9,5	-9,9	-10,2	-4,5	
Operatiivinen kassavirta	21,8	27,5	19,4	8,0	18,0	22,5	25,0	26,3	27,6	24,3	29,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-64,3	-89,8	-98,2	-78,6	-44,9	-27,5	-30,4	-30,4	-30,4	-24,3	1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-42,5	-62,3	-78,8	-70,6	-26,9	-5,0	-5,3	-4,0	-2,8	0,0	31,5	
+/- Muut	0,0	30,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-42,5	-31,7	-78,8	-70,6	-26,9	-5,0	-5,3	-4,0	-2,8	0,0	31,5	851,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	-70,2	-58,9	-21,0	-3,7	-3,6	-2,6	-1,7	0,0	16,5	447,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	272,2	302,3	372,5	431,4	452,4	456,1	459,7	462,3	463,9	463,9	447,4	
Velaton arvo DCF	272,2											
- Korolliset velat		-71,9										
+ Rahavarat		4,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautuksen oikaisu		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	204,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,10											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,8 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto (vuokratuotot)	3,8	7,4	12,0	17,7	25,1
Käyvän arvon muutokset	11,2	14,8	18,8	26,6	14,6
Henkilöstökulut	-0,7	-1,5	-2,1	-2,2	-2,3
Muut kulut	-0,9	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1
Muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	13,8	19,3	27,9	41,1	36,4
Poistot	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0
Liikevoitto	13,8	19,3	27,7	40,6	36,4
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>13,8</i>	<i>19,3</i>	<i>27,7</i>	<i>40,6</i>	<i>36,4</i>
Rahoituserät	-0,6	-0,9	-2,0	-4,4	-6,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	13,2	18,4	25,7	36,2	29,6
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-2,7	-3,7	-5,2	-7,4	-6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	10,5	14,7	20,5	28,9	23,6
<i>Operatiivinen tulos (EPRA)</i>	<i>1,2</i>	<i>2,9</i>	<i>4,8</i>	<i>7,0</i>	<i>10,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	10,5	14,7	20,5	28,9	23,6
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,79</i>	<i>0,75</i>	<i>0,85</i>	<i>1,14</i>	<i>0,93</i>
Oper. osakekohtainen tulos (EPRA)	0,09	0,15	0,20	0,28	0,41

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	90,5	155,0	244,5	362,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	90,5	154,8	244,5	362,0
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	0,0	0,2	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,8	4,8	1,0	1,4
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,3	0,4	0,7	1,0
Likvidit varat	6,5	4,3	0,2	0,4
Taseen loppusumma	97,3	159,8	245,4	363,4

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	45,2	74,8	124,0	150,3
Osakepääoma	0,1	0,1	30,6	30,6
Kertyneet voittovarot	22,1	35,9	54,3	80,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	0,0	0,0
Muu oma pääoma	23,0	39,1	39,1	39,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	47,3	75,2	108,6	192,6
Laskennalliset verovelat	4,7	8,3	10,7	13,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	42,6	66,9	97,9	178,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,7	9,7	12,8	20,6
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	5,0	5,2	9,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	4,7	7,6	11,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	97,3	159,8	245,4	363,4

Suositushistoria

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.4.2016	Lisää	4,00 €	3,68 €
29.8.2016	Osta	6,70 €	5,76 €
2.11.2016	Lisää	6,70 €	6,17 €
3.1.2017	Vähennä	7,90 €	8,23 €
2.2.2017	Vähennä	7,90 €	7,60 €
27.3.2017	Lisää	8,10 €	7,47 €

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 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 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 Inderesin, 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/>

Inderes Oy



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 analyysihin 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

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**

www.inderes.fi