

Mallisalkkupäivitys

Hyväksymme Hoivatiilojen ostotarjouksen

Hyväksymme Hoivatilojen tarjouksen

Olemme tänään hyväksyneet Hoivatilojen 16,0 euron ostotarjouksen. Hyväksymme ostotarjouksen myymisen sijaan, sillä haluamme säilyttää option kilpailevaan tarjoukseen, vaikka emme pidä sitä enää todennäköisenä. Noin kolme vuotta sitten tehdyn sijoituksemme tuotoksi osingot huomioiden muodostuu noin 174 % ja vuotuiseksi tuotoksi (IRR) noin 37 %. Huomioiden sijoitukseen liittynyt maltillinen riskiprofiili, voidaan Hoivatilat-sijoitustamme pitää poikkeuksellisen hyvin onnistuneena.

Täydellinen osakepoinminta

Sijoitimme alun peri Hoivatiloihin marraskuussa 2016 hintaan 5,99 euroa per osake. Arvioimme tuolloin, että Hoivatilojen kasvuvauhti tulee jatkumaan kovana vuosina 2017-2018 ja arvioimme yhtiön yltävän erittäin korkeaan 20-25 %:n oman pääoman tuottoon suhteellisen matalalla riskiprofililla. Hoivatilojen vahvojen kilpailuetujen johdosta näimme siinä selkeitä ["compounder-yhtiön"](#) piirteitä. Ostohetkellä Hoivatilojen hinnoiteltiin yli senhetkisen NAV:in (Q3'16: 3,72 euroa), mikä oli mielestämme perusteltua poikkeuksellisen vahvojen näkymien johdosta. Hoivatilat ylsi 2017-2018 noin 25 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon, kiinteistöportfolion arvo yli kolminkertaistui ja osakekohtainen NAV yli kaksinkertaistui syyskuuhun 2019 mennessä. Myös osakkeen arvostustaso nousi ja nyt marraskuussa Belgialainen kiinteistösijoitusyhtiö Aedifica teki 14,75 euron osakekohtaisen julkisen käteisostotarjouksen Hoivatiloista ja joulukuussa 2019 se korotti ostotarjousta 16,0 euroon per osake.

Ostotarjouksen toteutuminen on käytännössä varmaa ja se kannattaa hyväksyä

49 % Hoivatilojen osakkeenomistajista on peruuttamattomasti hyväksynyt 16,0 euron ostotarjouksen mukaan lukien aikaisemmin ostotarjousta vastustanut Clearance Capital. Tarjouksen läpimeno on mielestämme käytännössä varmaa, sillä ostotarjous on ehdollinen sille, että Aedifica saa omistukseensa enemmän kuin 50 % Hoivatiloista. Määräysvallan turvin Aedifican on mahdollista edelleen kasvattaa sen omistusosuutta vähitellen esimerkiksi omien osakkeiden ostoilla ja tekemällä suunnattuja osakeanteja. Pidämme todennäköisenä, että Aedifica tulee vähitellen näiden ja suorien osakeostojen myötä saavuttamaan 90 %:n omistusosuuden. Tämän jälkeen Aedifica voi tehdä pakollisen ostotarjouksen kaikista lopuista Hoivatilojen osakkeista ja viedä Hoivatilat pois pörssistä. Emme pidä kilpailevaa tarjousta enää kovin todennäköisenä tarjousvastikkeen korotuksen myötä. Lisäksi aikaa on kulunut yli kuukausi siitä kun ostotarjouksesta kerrottiin (4.11.) ja kilpaileva tarjous olisi todennäköisesti jo tässä vaiheessa tullut. Kokonaan sen mahdollisuutta ei kuitenkaan voi poissulkea ja Hoivatilojen osakkeenomistajien ei mielestämme siksi kannata myydä omistustaan pois pörssistä vaan mieluummin hyväksyä ostotarjous. Aedifican ostotarjouksen hyväksyneillä on oikeus peruuttaa ostotarjous jos kilpaileva tarjous julkaistaan ennen osakkeiden myynnin toteuttamista eli ostotarjouksen hyväksyjät siis säilyttävät kilpailevan tarjouksen option.

Mallisalkussa paljon käteistä

Hoivatilojen paino mallisalkussamme oli noin 6,0 % ja ostotarjouksen hyväksymisen seurauksena käteispainomme nousee yli 26 %:iin. Käteispaino on korkea ja emme mielellämme näkisi sen enää oleellisesti nousevan nykytasolta. Kartoitamme jatkuvasti mallisalkkuamme uusia sijoituskohteita. Keskustelimme mallisalkun tämän vuoden kehityksestä sekä meitä kiinnostavista osakepoinminnoista edellisessä [mallisalkun kvartaalivideolla](#).

Mallisalkku



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



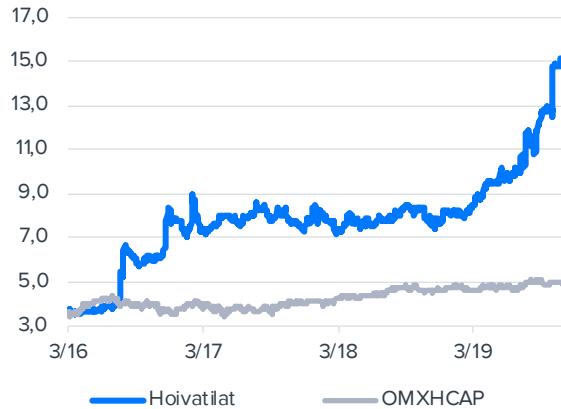
Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi

Hoivatilojen avainluvut

	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	17,2	23,3	31,1
-kasvu-%	39 %	36 %	33 %
Käyvän arvon muutokset	36,7	25,6	31,8
Nettotulos	37,0	31,2	37,1
Oper. Tulos (EPRA)	7,7	10,8	11,7
Portfolion käypä arvo	349	501	683
EPRA NAV per osake	7,3	8,5	9,9
Kiint. tuottovaatimus-%	6,2 %	6,0 %	5,9 %
Oman pääoman tuotto-%	25 %	18 %	18 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,3 %	1,4 %
Omavaraisuusaste-%	44 %	37 %	32 %

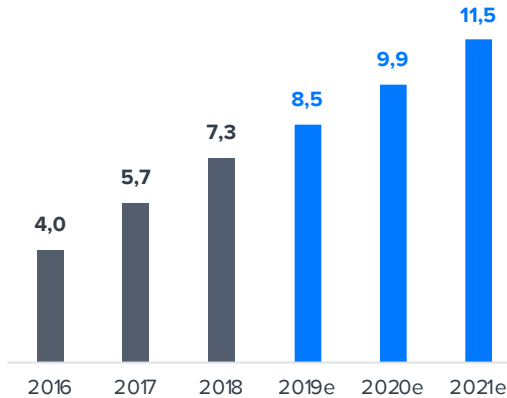
Lähde: Inderes

Osakekurssi

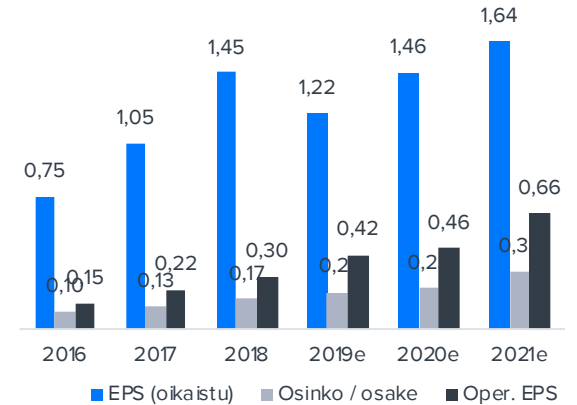


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV per osake



EPS, Oper. EPS ja osakekohtainen osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Voimakkaasti kasvava hoivakiinteistöjen loppukysyntä luo hyvät edellytykset kasvun jatkumiselle
- Ruotsiin laajentuminen
- Skaalautuva kulurakenne
- Tuottovaatimusten lasku nykyisestä



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen rakennuttamisessa
- Nykyinen "Hoivakohu" ja sen vaikuttaminen yhtiön asiakkaiden investointeihin
- Poliittinen riski ja SOTE-epävarmuus
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen



Arvostus

- Osakkeenomistajien on mielestämme järkevintä hyväksyä korotettu tarjous 16,0 euroa tarjousaikana, jolloin optio mahdolliseen kilpailevaan ostotarjoukseen edelleen säilyy
- Olimme aikaisemmin arvioineet, että Hoivatilojen osake olisi voinut yltää 16-17 euron tasolle 2021 loppuun mennessä mikäli Hoivatilat olisi jatkanut itsenäisenä yhtiönä. Tämä ei kuitenkaan enää tule toteutumaan

MCAP

408

MEUR

EV

684

MEUR

P/EPRA NAV

1,6x

2020e

P/EPRA EPS

34,7x

2020e

Arvostustaulukko

Avainluvut	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi (euroa)	7,9	16,0	16,0	16,0
Markkina-arvo (MEUR)	201	408	408	408
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo (MEUR)	349	501	683	864
EPS (euroa)	1,45	1,22	1,46	1,64
EPRA EPS (euroa)	0,30	0,42	0,46	0,66
EPRA NAV per osake (euroa)	7,3	8,5	9,9	11,5
Osinko per osake (euroa)	0,17	0,21	0,23	0,33
Omavaraisuusaste-%	44 %	37 %	32 %	29 %
LTV-%	49 %	55 %	61 %	64 %
EV/EBIT	16,2	15,0	14,9	20,1
P/E (oik.)	5,4	13,1	11,0	9,8
P/EPRA EPS	26,2	37,8	34,7	24,4
P/EPRA NAV	1,1	1,9	1,6	1,4
ROE-%	25 %	18 %	18 %	17 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,3 %	1,4 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemalli

Oletukset (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Tuottovaatimus	7,6 %	7,1 %	6,9 %	6,5 %	6,2 %	6,0 %	5,9 %	5,8 %
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	42	90	155	247	349	501	683	864
Portfolion käypä arvo (k.a)	-	53	123	201	298	425	592	773
NAV vuoden lopussa	30	50	83	143	185	216	252	293
NAV k.a.	-	40	66	113	164	201	234	273
Henkilöstökulujen kasvu	-	61 %	100 %	28 %	30 %	23 %	5 %	5 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	-11 %	67 %	55 %	51 %	24 %	5 %	5 %
Kehitysinvestoinnit vuodessa	-	39,06	49,5	67,2	81,5	100	150	150
Kehityskate	-	30 %	24 %	21 %	18 %	17 %	16 %	15 %
Hoitokulut-%	-	-0,8 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,4 %
Korkokulut	-	1,8 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	2,0 %	2,5 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Liikevaihto	1,8	3,8	7,4	12,4	17,2	23,3	31,1	42,2
Käyvän arvon muutos (kehitysvoitot)	8,7	11,6	11,8	14,0	15,0	16,7	23,7	22,2
Käyvän arvon muutos (tuottovaatimus)	-	-	3,0	11,1	21,7	8,9	8,1	9,1
Kiinteistöjen hoitokulut	-	-0,4	-0,6	-1,0	-1,3	-1,4	-2,4	-3,1
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,5	-1,9	-2,5	-3,0	-3,2	-3,3
Kiinteät kulut	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	-1,9	-2,3	-2,4	-2,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,6	13,8	19,3	33,3	48,5	42,2	55,0	64,5
Korkokulut	-0,3	-0,6	-0,9	-1,4	-2,1	-3,0	-8,4	-12,2
Tulos ennen veroja	9,2	13,2	18,4	31,9	46,4	39,2	46,6	52,3
Verot	-1,8	-2,7	-3,7	-6,4	-9,4	-7,9	-9,4	-10,6
Nettotulos	7,4	10,5	14,7	25,5	37,0	31,2	37,1	41,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	2,9	5,4	7,7	10,8	11,7	16,8
Kokonaistuotto NAV:ille (k.a)	-	26 %	22 %	23 %	23 %	16 %	16 %	15 %
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	131 %	83 %	73 %	60 %	56 %	50 %	50 %	50 %
Osinko	0,5	1,0	2,1	3,3	4,3	5,4	5,9	8,4
Osinkotuotto-% NAV:ille	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %	2,5 %	2,3 %	2,9 %
NAV per osake	2,4	3,2	4,0	5,7	7,3	8,5	9,9	11,5
Osinko per osake	0,06	0,07	0,10	0,13	0,17	0,21	0,23	0,33
EPS	0,82	0,79	0,75	1,05	1,45	1,22	1,46	1,64
EPS (EPRA)	0,04	0,09	0,15	0,22	0,30	0,42	0,46	0,66

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	247	349	501	683	864
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	247	349	501	683	864
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	10,6	14,8	2,8	3,7	5,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,7	3,5	2,3	3,1	4,2
Likvidit varat	9,8	11,4	0,5	0,6	0,8
Taseen loppusumma	258	364	504	687	869

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	129	162	189	221	256
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	59,5	93,1	120	152	188
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Muu oma pääoma	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	116	182	290	430	564
Laskennalliset verovelat	14,4	23,6	27,0	31,8	36,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	101	159	263	398	528
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	13,3	19,9	25,3	36,2	48,5
Lainat rahoituslaitoksilta	8,9	11,6	13,8	21,0	27,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,4	8,3	11,4	15,2	20,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	258	364	504	687	869

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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
01/04/2016	Lisää	4,00 €	3,68 €
29/08/2016	Osta	6,70 €	5,76 €
02/11/2016	Lisää	6,70 €	6,17 €
03/01/2017	Vähennä	7,90 €	8,23 €
02/02/2017	Vähennä	7,90 €	7,60 €
27/03/2017	Lisää	8,10 €	7,47 €
18/05/2017	Lisää	8,50 €	8,01 €
22/08/2017	Lisää	9,10 €	8,67 €
14/10/2017	Osta	9,10 €	7,85 €
08/11/2017	Lisää	9,10 €	8,40 €
17/01/2018	Osta	9,10 €	7,78 €
14/02/2018	Lisää	9,10 €	8,09 €
04/05/2018	Lisää	9,10 €	8,10 €
17/08/2018	Lisää	9,10 €	7,91 €
13/09/2018	Lisää	9,10 €	7,98 €
02/11/2018	Lisää	9,10 €	8,35 €
21/12/2018	Osta	9,10 €	7,43 €
22/02/2019	Lisää	9,20 €	8,28 €
09/05/2019	Lisää	10,0 €	9,50 €
13/06/2019	Lisää	10,30 €	9,76 €
23/08/2019	Lisää	12,00 €	11,10 €
05/11/2019	Ei suositusta	14,75 €	14,80 €
24/11/2019	Lisää	16,00 €	15,00 €
09/11/2019	Ei suositusta	16,00 €	16,00 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**